

倒産法改正が企業価値に及ぼす効果

登 淳一郎

坂井 功治

京都産業大学大学院 経済学研究科

要旨

本研究は、倒産法制の改正が債権者と債務者の権利を変化させることによって企業の株価に影響を及ぼすことを実証するものである。日本国内では、2000 年制定の民事再生法が有担保債権者保護を改善する別除権制度を採用する一方、2003 年制定の新会社更生法が有担保債権者保護を後退する更生担保権制度を採用し、相反する制度が並立している。そこで、二つの法律のイベント日ごとにイベントスタディ分析およびクロスセクション分析を試みたところ、民事再生法では債務者側から債権者に富の移転が生じた一方で新会社更生法では反対に債権者から債務者に富の移転が生じる現象が観測され、Bebchuk and Chang (1992)等の wealth transfer 理論について整合的な実証結果を得た。その含意としては Djankov et al.(2007)の債権者保護指標の通りに日本の再建型倒産法制が主に担保権を通じた債権者権利変化の経路を通じて株価に影響をもたらすことを実証した点や、投資家保護から株主価値への因果効果について正反対の性格を有する二件の倒産法制からの頑健な実証を行ったことで有担保債権者の株主価値と債務者側株主の価値に与えた影響が全くの正反対に影響することを示した点が挙げられる。

キーワード：Law and Finance, wealth transfer, イベントスタディ, 倒産法, 別除権, 更生担保権

1. 序論

立法による政策には社会的厚生を改善するものと、利害関係者間の富や権限を再配分するものが考えられるが、国民や企業に対する政策効果は変わるものであろうか。昨今の EBPM, 証拠に基づく政策立案の議論において、投資家保護が企業価値に及ぼす影響を分析することによって政策効果の相違を明らかにすることは有用だと思われる。そこで本研究では倒産法制の改正が企業価値に及ぼす影響を取り上げて分析する。

企業倒産の経済的影響に関する先行研究は、財務危機企業を清算することによる社会的コストとして、倒産手続きに関する管理費用などの直接コストに加え間接コストを挙げる¹。Brown(1989)は、この間接コストが生じる要因として、財務危機企業の再建における(i)ホールアウト、(ii)情報の非対称性、(iii)利害対立の三点を指摘する。このうち(i)ホールアウトとは、債権者の持つ残余請求権の将来的価値が再建計画に参加することで得られる価値を上回る場合、債権者が計画参加による権利変更を拒否することで再建計画が頓挫してしまうという問題である。また(ii)情報の非対称性は、主に残余請求権者のクラス間におい

¹ Warner (1977)

て、財務危機企業に関する情報に格差が存在する問題である。さらに、(iii)残余請求権者間における利害対立の解消には多大なコストがかかることが指摘されている²。

この点、財務危機企業のうち、営む事業が効率的であるにも関わらず資金繰りに窮したに過ぎない企業は本来その後の事業を営むだけの継続企業価値（ゴーイングコンサーンバリュー）がある。しかし、上記で指摘されるように私的な倒産手続きにおいては高コストであったため、従来であれば効率的な財務危機企業を救済することが出来ずに清算せざるを得なかった。そこで、裁判所が関与する法的整理である米国連邦倒産法チャプター11をはじめとする再建型倒産法制が以上の社会的コストを克服し、従来死荷重となっていた継続企業価値に相当する富を創出する（wealth creation）ものと説明される³。

他方、White(1989)は、優先債権者が残余請求権の価値を維持するために清算を愛好するのに対して劣後債権者や株主は将来の継続企業価値の増加を期待して再建を愛好するという点では、上記(i)ホールドアウトが法的整理のもとでも発生し、同時に(iii)残余請求権者間の利害対立も解消されない、と指摘する。その上で、再建型倒産法制は(経済効率性があるものの)財務危機に陥った企業を効率よく救済する一方で、非効率企業を清算しているのであろうか、という問題提起がなされる。

この点について、Mooradian (1994)は上記(ii)の情報の非対称性の観点から、チャプター11が非効率企業をスクリーニングするデバイスとして機能するものと考えて再建型倒産法制を肯定的に評価する。他方、自動的停止（automatic stay）条項や Debtor-In-Possession 条項、再建計画の承認に対する投票ルール等に現れる絶対的優先効からの逸脱（deviation of Absolute Priority Rule）といった債務者企業に好意的なチャプター11の特徴的制度が、非効率企業の経営者の立場を固め、富を債権者から株主に移転し(transfers wealth from creditors to equity holders)、倒産企業の持つ資産の有効活用を妨げる可能性が法律学者中心に示唆されている⁴。つまり、再建型倒産法制によって生み出された富が残余請求権者間（または現経営陣も含めた利害者間）で移転する（wealth transfer）と説明するのである。

なお、自動的停止（automatic stay）条項や Debtor-In-Possession 条項の存在が債務者である財務危機企業の現経営陣に倒産申立のインセンティブを与えることに繋がるため、その結果として、債権者が事前段階で資金の貸出を躊躇する資金制約が生じる可能性も指摘されている⁵。

以上の理論に対して Korkeamaki et al. (2007)は、フィンランドにおいてチャプター11 類似の再建型倒産法制を導入した結果、従来高コストゆえに効率的な財務危機企業を清算した結果、死荷重となっていた継続企業価値が救済され、この価値に相応する富が創出されたこと（wealth creation）を本研究と同様のイベントスタディの手法を用いて実証した。

翻って日本の再建型倒産法制は、バブル崩壊後の「失われた 10 年」における銀行の不

² White (2012)

³ Brown (1989)

⁴ Bebchuk and Chang (1992), Bradley and Rosenzweig (1992)

⁵ Berkovitch, Israel, and Zender (1997)

良債権問題を解決し、財務危機企業の再建を促進することを目的に、2000年に民事再生法が制定され、2003年に新会社更生法が制定されている。それ以前も清算手続きとしての破産法以外に再建手続きとして1922年に和議法が、1952年に旧会社更生法が創設されたが、その使い勝手の悪さから、法的整理の利用が余りなされず、ほぼ私的整理で企業再建がなされていたというのが実態であった。

現在の日本における再建型倒産法制が民事再生法と新会社更生法に別れて並立することは各国の法制度と比べても珍しいが、これは改正当時の社会事情に基づく⁶。1996年に法制審議会が法務大臣から倒産法制の改正の諮問を受けた当初、抜本改正として倒産法制全般を一体として5年程度で改正することが想定されていた。しかし当時の経済情勢がその猶予を与えず、中小企業の再建型手続の整備が強く要求されたために先行的に立法されたのが民事再生法である。民事再生法は従来の和議法に代わり、主として中小企業の事業再生を目的として創設されたものだが、個人や大企業を含む株式会社にも適用され、新会社更生法と適用対象が重複する法制度である。

この適用対象が重複する民事再生法と新会社更生法の違いだが、第一には、民事再生法が再生手続開始後もデフォルト前の経営陣が引き続き経営にあたるという *Debtor-In-Possession* が原則であるのに対し、新会社更生法は必ず弁護士等社外の第三者が管財人として選任される管理型手続であることが挙げられる。

そして、第二の相違点として、民事再生法は有担保債権者（*secured creditors*）が別除権者として民事再生手続外で担保権実行できる別除権制度を採用するのに対し、新会社更生法は有担保債権者も更生担保権者として会社更生手続に組み込んだ上で担保権の実行を禁止し、担保権を含む権利内容を更生計画で変更できるという更生担保権制度を採用する点が挙げられる。事業の中核的な資産に担保権が設定され、担保権者との間で容易に再建の合意ができない場合には更生担保権制度が有効である一方で、民事再生法が別除権制度を採用した理由は主に中小企業向けの民事再生手続きが複雑化することを回避するためであるとされる⁷。その説明から考えれば民事再生法は中小企業向けで新会社更生法は大会社向けの再建手続きのように思えるが、法律の制度設計はともに株式会社であれば企業規模にかかわらず適用することが可能である⁸。

⁶ アメリカは1978年に清算・再建手続きを含む破産法制の全面改正が行われて、企業再建手続きはチャプター11に統一的に規定されている。フランスは1986年に、ドイツは1994年に新倒産法が制定されているが、いずれも清算・再建手続きを分けずに再建に失敗した場合に清算へ移行する形式を採用する。再建手続きに複数メニューを持つ日本の法制度はユニークである。

⁷ 伊藤（2018）を参照。担保権を手続内に組み込んで優先弁済権の行使を制約しながら再建計画によって担保目的物を含む財産を基礎として実現される将来収益の分配にあたっては優先弁済権を保護することも考えられるが（会社更生法168条3項における *Absolute Priority Rule* とその例外のクラムダウンを参照）、そのためには目的物の評価やそれを前提とした決議の際のクラス分けが必要になって、手続きの複雑化が避けられない。それを回避するために立法者は別除権制度を採用した、と説明される。

⁸ 一社に対して二件の法律が適用された例としては、総合スーパーのマイカルにおける企業再建では2001年9月14日の経営破綻後、いったんは民事再生法の手続開始申立を行い自社内で再建を目指したが断念、イオンをスポンサーとして同年11月22日に民事再生手続きを中止して会社更生法の手続開始申立へと切り替えた例が挙げられる。

以上のように、2000 年に別除権制度を採用する民事再生法が制定され、2003 年に相反する更生担保権制度を採用する新会社更生法が制定されたことから、日本国内という同じ社会に対して相反する法制度が相互の優先関係なく並立して適用される、という稀有な事態が現在まで生じている。本来であれば別除権制度という政策（*treatment*）の効果を測定するには、（更生担保権制度のような）相反する制度を反事実として同じ社会に適用

（*control*）した上で得られる潜在的結果との差異から因果効果を推定する必要がある。これに対して、民事再生法と新会社更生法という、同一国内において相反する法制度が並立するという状況は、投資家保護と株主価値との間の因果関係を識別するうえで、有用な実験環境を提供してくれているといえる。

そこで、以下の第 2 節では(i)別除権制度または更生担保権制度と(ii)再建手続きコストを改善する政策という観点に分けて日本の再建型倒産手続きにおける債権者保護の変化を検討する。続く第 3 節で(i)別除権制度または更生担保権制度がもたらす貸し手と借り手間の変化および(ii)再建手続きコストを改善する政策がもたらす富の創出という観点から、二件の法律の制定が企業価値に対して及ぼす影響について上記に挙げた先行研究に基づく仮説を提示する。第 4 節は次節の実証で使用するデータについて記述する。その後第 5 節では実証結果を示す。イベントスタディによって二件の法律の制定が一般事業会社や銀行の企業価値に対して及ぼす影響を観測した上で、個別企業 CAR のクロスセクション分析を行って実証結果を示し、解釈の上で考察する。第 6 節では Law and Finance における含意等を述べ、第 7 節で結論づける。

2. 日本の再建型倒産手続きにおける債権者保護の変化

本節では、(i)別除権制度または更生担保権制度、(ii)再建手続きコストを改善する政策という観点に分けて日本の二つの再建型倒産法制を検討する。

2.1 民事再生法

2.1.1 別除権制度について

2000 年に制定された民事再生法は別除権制度を採用する⁹。別除権制度とは有担保債権者（*secured creditors*）が有する担保権を再生手続開始申立後であっても再生手続外で自由に権利実行できる、という制度である（民事再生法第 53 条）。米国連邦倒産法チャプター11 をはじめ多くの法制度では再建手続開始と同時に権利実行が自動的停止（*automatic stay*）され、また、債権者として届け出た後は権利内容が変更された再建計画に基づき配当が受けられるに過ぎない。これに対して別除権制度のもとで有

⁹ 1999 年以前の和議法でも別除権制度を採用していたが、担保権実行を制限する方法がなかったために事業に不可欠な財産に担保権を設定されている場合に和議手続きによる再建が困難だった。そこで民事再生法は担保権実行を一定の場合に中止できるように、担保目的物価額の支払いによる担保権消滅制度を設けて利用しやすい別除権制度へと改められている。

担保債権者は再建手続きに影響されず、デフォルト前と変わらず担保権実行することが可能である。

この点、債権者権利指標（Creditor Rights Index）をコーディングした上で各国倒産法制を評価した Djankov et al.(2007)は、民事再生法が担保権実行を許容したことから日本における債権者権利指数を 1 ポイント上昇させている。同様に債権者保護指標（Extended Creditor Protection Index）をコーディングした上で 1990 年から 2013 年の間の各国法制を評価する Armour and Deakin(2016)でも、日本の民事再生法が自動的停止を採用しないことから、1999 年までの 0.75 から 2000 年以降は 0.90 へと変更、0.25 ポイント上昇したと評価する。

つまり、別除権制度を採用することは債権者権利を強化することを意味するが、これはデフォルト前の貸し手と借り手の間における富（wealth）ないし権限（power）の配分に変化をもたらすと考えられる。この点について、債務者企業に好意的な再建型倒産法制であるチャプター11 が富を債権者から株主に移転する(transfers wealth from creditors to equity holders)という Bebchuk and Chang (1992)等による理論を、民事再生法に当てはめれば、逆に富を借り手企業ひいては株主から債権者に移転することになり、その結果、株主価値は低下し債権者価値は上昇することが予想される¹⁰。

2.1.2 再建手続きコストを改善する政策について

1999 年以前は、和議法がその使い勝手の悪さから利用されない結果、再建手続きにはもっぱら私的整理が用いられたが、私的整理は手続きが不透明で「整理屋」が取り仕切ってしまう実態や、私的整理の主宰者が債権者全体ではなく自己利益を追求した結果として不公平な回収をする等、結果として実効的な企業再建ができず、財務危機に陥った（financial distress）企業の継続企業価値が救済されずに社会的コストとなっていた。

そこで民事再生法はその社会的コストを改善すべく、多くの再建手続きに係るコストを改善する政策を採用する。まず、手続きコストの観点では、1999 年以前の和議法では手続開始申立てと同時に再建計画の提示が必要であったため迅速な手続きの申し立てが困難だったが、民事再生法では再生計画案を手続開始後の裁判所が定める期間内に提出すれば足りるように変更され、手続き申し立てに係る時間やコストが大幅に低減した。¹¹ また、債務者に対する債権者のエージェンシーコストの観点では、民事再生法と同じ Debtor-In-Possession 型の和議法で債務者側の事業運営が不適切でも是

¹⁰ この他に、債権者と株主の間の交渉力（Bargaining power）の移転に着目した Hackbarth et al. (2015)の議論なども存在する。

¹¹ 手続き整備に関するその他の改正点としては、手続きの開始原因を緩和して破産手続き開始原因が生じる前であっても早期に再建に踏み出すことを可能としたこと、再生計画の履行確保の方法として計画認可後の監督委員による監督継続の余地を認めたことや緩和された要件による再生計画取消し・牽連破産を認めたことが挙げられる。

正する手段がなかったのに対し、民事再生法では再生債務者の事業運営が適切でない場合には裁判所の管理命令により債務者の経営権をはく奪する可能性が残され、民事再生手続きにおける債権者と債務者間のエージェンシーコストが低減された¹²。

このような手続きに係る時間やコストやエージェンシーコストを低減する施策によって再建手続き全般に係るコストが改善され、再建手続きの利便性や実効性が飛躍的に高まった。つまり、従来であれば、再生手続きに係る高いコストのために、効率的であるにも関わらず清算されていた財務危機企業の継続企業価値は社会的コストとなっていたわけであるが、この社会的コストを民事再生法が回復したことになる。従来社会的コストだった富が新たに創出されたこと（wealth creation）を実証した Korkeamaki et al. (2007)と同様の結果が生じることが予想される。

2.2 新会社更生法

2.2.1 更生担保権制度について

1952年に制定された旧会社更生法は、当時のGHQの占領政策のもと米国法を参考に導入された株式会社を対象とする再建型倒産法制であるが、2003年の新法制定前にはほとんど社会的に利用されない法制度であった。これは裁判所主導の硬直した管理型手続きであることに加え、採用された更生担保権制度の間接金融中心の経済環境に対するミスマッチが裏目に出たものと考えられる。更生担保権制度とは有担保債権者が有する担保権を含めて借り手企業に対する全ての債権や株主権が会社更生手続き内に取り込まれる制度であり、更生手続開始決定によって担保権の実行が禁止され（会社更生法47条1項、50条1項）、また有担保債権者が持つ権利内容を更生計画で変更できる点が特徴的である。つまり、事業再建に不可欠となる資産に対する制約が除かれる一方、有担保債権者が持つ実体法上の担保権の優位性はデフォルト以降失われることになり、借り手資産に対する担保権設定を債権回収の中心手段とした（邦銀を中心とした）間接金融制度にはそぐわないものだった。

ただし、2003年に新会社更生法が制定された当時には金融の自由化や株式市場の整備が進み、資金需要のある企業は間接金融だけではなく株式・社債といった直接金融から資金調達を受け得る環境が整っていた。そして以下の2.2.2で述べるような再建手続きコストを改善する改正がなされたことにより、財務危機に陥った株式会社が2003年新法制定前よりも会社更生法を利用する機会が増え、その結果として更生担保権制度も適用されることも若干ながら増えたのである。

¹² エージェンシーコストの低減に関するその他の改正点としては、和議法のもとで弁済禁止等の保全処分を得て債権者の追及を免れながら資産等の処分・隠匿を図った後に和議申立てを取り下げるといふ保全処分の濫用が見られたために、保全措置を充実するとともに保全措置の発令後に再生申立てを取り下げるには裁判所の許可を要するものとしたことや、株主の責任の追及手段として再生計画による減資等を認めたこと、経営者の責任の追及手段として損害賠償の査定等を認めたこと、が挙げられる。

そこで、有担保債権者にとって更生担保権制度が民事再生法の採用する別除権制度とは正反対の効果を持つことから、Djankov et al.(2007)は日本における債権者権利指数を1ポイント低下させている¹³。つまり、更生担保権制度を利用した再建手続きが行えるということは債権者保護が後退することを意味する。つまり、民事再生法の場合と正反対に、債務者企業に好意的な再建型倒産法制であるチャプター11におけるBebchuk and Chang (1992)等の理論がそのまま該当し、デフォルト前に有担保債権者が有していた担保権の優先性から生まれる富（wealth）ないし権限（power）を借り手側に移転させ、その結果として借り手の株主価値が増加することが予想される。

2.2.2 再建手続きコストを改善する政策について

2003年の新法制定では2000年の民事再生法と横並びの改正事項に加えて、会社更生法固有の手続き整備がなされたが、いずれも財務危機に陥った企業の継続企業価値を回復することに多少なりとも役立つ政策である¹⁴¹⁵。また、民事再生法との違いとして新会社更生法では、更生計画の内容として会社分割・合併・株式交換・株式移転など多様なものが認められて様々な会社法上の特則も設けられている。これによって事業組織の再編やM&Aによる再建が容易になって100%減資とスポンサーへの増資を組み合わせた機動的な更生計画が可能となる点で、株式会社の再建に優れた特徴を有する¹⁶。

このような手続き整備や機動的な更生計画の実行を可能とする施策によって再建手続きコストが改善され、再建手続きの利便性や実効性が高まり、財務危機に陥った企業の継続企業価値を新会社更生法は回復したといえる。したがって、民事再生法に比べても社会的死荷重の改善効果が見込め、Korkeamaki et al. (2007)が実証した富の創出効果が予想される。

3. 法改正の経済的影響

本節では、(i)別除権制度または更生担保権制度がもたらす貸し手（債権者）と借り手（債務者）間の変化、および(ii)再建手続きコストを改善する政策がもたらす富の創出、

¹³ これに対して Armour and Deakin(2016)は、有担保債権者が更生手続外での担保権実効が禁じられる一方、(本文の2.2.2で述べる通り)更生計画に基づく配当を受ける段階においては実体法上の優先劣後関係に基づいて優先弁済を満足することができる点を評価した結果、債権者保護指数は2000年の民事再生法の0.90から2003年以降も維持されるものとする。

¹⁴ 民事再生法と共通するその他改正は、情報開示、関係人集会の任意化、包括的禁止命令、計画によらない営業譲渡、債権調査・確定手続の簡易化、担保権消滅制度の新設、である。

¹⁵ 会社更生法独自のその他改正は、既存の取締役等の管財人選任を明文で認めること、東京・大阪地裁の管轄を広く認めること、保全管理人の行為による共益債権の容易化等保全段階の規定を整備すること、更生担保権の評価基準を継続企業価値から時価に変更すること、更生計画案の可決要件を緩和すること、更生計画期間を20年から15年に短縮すること、社債権者の手続参加の在り方を変更すること、である。

¹⁶ その他の違いとしては、先述のDIP型または管理型の手続的な相違に加え、再生計画認可またはその3年後までの手続の係属に原則として限定される再生手続に比べて更生手続では更生計画の遂行が確実に認められるまで手続が続くので計画の履行がより確実になっている点が挙がる。

という観点から、2000 年の民事再生法と 2003 年の新会社更生法制定の立法が企業価値に対して及ぼす影響について仮説を提示する。

3.1 貸し手（債権者）と借り手（債務者）間の変化

前節で検討したように、2000 年の民事再生法は別除権制度を採用したことから、Djankov et al.(2007)および Armour and Deakin(2016)は日本における債権者保護が改善されたと評価する。この点、債務者企業に好意的な再建型倒産法制であるチャプター11が富を債権者から株主に移転する(*transfers wealth from creditors to equity holders*)という Bebchuk and Chang (1992)等による理論を、債権者保護の改善によって債権者に好意的な再建型倒産法制である民事再生法に当てはめれば、逆に富を債務者企業ひいては株主から債権者に移転することが推測される。つまり、債権者保護を改善する法制度の導入は有担保債権者である貸し手と借り手企業ないしはその背後にいる株主との相対的な関係において、富 (*wealth*) が借り手から貸し手に移転したことを意味する。

他方、2003 年に制定された新会社更生法が更生担保権制度を維持したことから、Djankov et al.(2007)は日本における債権者保護が後退したと評価する。これは民事再生法とは正反対に、債務者企業に好意的な再建型倒産法制であるチャプター11における Bebchuk and Chang (1992)等の理論がそのまま該当し、貸し手と借り手との相対的な関係において、富 (*wealth*) が貸し手から借り手に移転したことを意味する。以上により、以下の仮説が導かれる。

〔仮説 1〕

民事再生法を制定することで株主から債権者に富の移転が生じるために株主価値が下落する。このとき、代表的な債権者である銀行の株価は上昇する。反対に、新会社更生法を制定することで債権者から株主に富の移転が生じるために株主価値が上昇する。このとき、代表的な債権者である銀行の株価は下落する。

3.2 事後の変化が事前の効果に遡る可能性

上記の仮説 1 では、貸し手と借り手ないしは有担保債権者と株主のいずれかを優遇する政策を採用することで他方が損失を被ることを前提に仮説設定を行った。これに対して再建手続きに必要な資産に対する担保権制約を外すといった事後(*ex-post*)の効率性を改善することは事前(*ex-ante*)に翻って債権者からの融資を滞らせて資金制約を招くという見解もある¹⁷。この点について、Berkovitch, Israel, and Zender (1997) は、自動的停止 (*automatic stay*) 条項や *Debtor-In-Possession* 条項の存在は債務者である財務危機企業の現経営陣に倒産申立のインセンティブを与えることに繋がり、その結果として、債権者が事前段階で資金の貸出を躊躇する資金制約が生じる可能性を指摘する。

この考え方をもとにすると、新会社更生法では債権者に不利な更生担保権制度を採

¹⁷ Bolton and Scharfstein(1996), Scott and Smith(1986)

用することから、債権者である銀行が事前段階で貸出を躊躇し、結果として資金制約に直面する借り手企業の株主価値も下落する可能性がある。

他方、民事再生法では、有担保債権者に有利な別除権制度を採用するため、債権者保護が改善され、新会社更生法とは反対に事前の資金制約は緩和されることになる。そこで資金需要のある借り手企業も融資を受けやすくなるので株主価値が向上する。

したがって、以上の資金制約の理論から以下の仮説が導かれる。

〔仮説 2〕

民事再生法を制定することで別除権制度による債権者の保護が改善されると同時に、事前段階での資金制約が緩和され、債務者企業の株主価値が上昇する。他方、新会社更生法の制定することで更生担保権制度による債権者の保護が後退すると同時に資金制約が生じる結果、株主価値は下落する。他方、銀行の株主価値は両法の影響を受けない。

3.3 社会的コストになっていた企業再建コストの改善

最後に、2000 年の民事再生法が再生手続きに係る時間やコストやエージェンシーコストを低減して、従来であれば、再生手続きに係る高いコストのために、効率的であるにも関わらず清算されていた財務危機企業の継続企業価値を救済するため、Korkeamaki et al. (2007)における実証結果と同様に株主価値が向上する可能性がある。

他方、2003 年の新会社更生法は民事再生法と同様の手続き整備に加えて、事業再編を容易にする会社法の特則等の特別な施策も加わっていることから、再生手続きに係るコストやエージェンシーコストはさらに大幅に低減されており、株主価値は民事再生法に比べてさらに大きく上昇する可能性がある。以上により、以下の仮説が導かれる。

〔仮説 3〕

民事再生法による再生手続きコストやエージェンシーコストの低減は、従来効率的であるにもかかわらず清算されていた財務危機企業の継続企業価値を救済するため、株主価値は上昇する。他方、新会社更生法は民事再生法以上に再生手続きコストやエージェンシーコストを減少させたことから、株主価値の上昇の程度は民事再生法よりも高い。他方、銀行の株主価値は両法の影響を受けない。

4. データ

本研究では以下のデータに依拠する。まず、個別企業ごとの株価リターンのデータには、日経 NEEDS の「株式日次収益率」データを用いる。サンプル対象は、国内取引市場に上場する企業約 3,300 社のうち、1998 年から 2003 年までの日次株価リターンを継続的に追える一般事業会社 2,618 社、銀行 86 行である¹⁸。またマーケットポートフォリオの株価リター

¹⁸ 新規上場や上場廃止によって年によって銘柄数は若干推移する。

ンには東証株価指数（TOPIX）の日次リターンを使用する。

個別企業のクロスセクション分析に用いる個別企業の財務データには、日経 NEEDS の「日経財務データ」を用いる。サンプル対象は、上述の一般事業会社 2,618 社であるが、欠損値や異常値処理のため、最終的なサンプル数は 2,430 社～2,445 社となる。

5. 実証結果

5.1 イベントスタディ

倒産法制の改正は、債権者や株主などの投資家保護の変化を通じて、最終的に企業価値に影響を及ぼす。投資家保護法制が企業価値に及ぼす影響については、特に *Law and Finance* の分野で国レベルのクロスセクション・データを用いた実証研究が数多く行われている¹⁹。しかしながら、これらのクロスセクション・データを用いた実証研究には、いくつかの問題点が指摘される。第一は、因果関係の問題である。投資家保護の強い国において企業価値が高いという正の相関は、強い投資家保護法制が企業価値を高めるという因果関係ではなく、高い企業価値が投資家保護法制を改善するという逆の因果関係を反映している可能性がある。第二は、欠落変数バイアスの問題である。国レベルのクロスセクション・データを用いた実証分析においては、各国のマクロ経済要因や制度要因を完全にコントロールすることは困難であり、このような観測不能な要因と各国の投資家保護法制の間に強い相関がある場合には、推定された係数は一貫性を持たない。

以上の問題をふまえ、本研究では、*Korkeamaki et al. (2007)*と同様にイベントスタディ分析の手法を採用する。民事再生法と新会社更生法の制定という外生的なイベントに対する各企業の株価反応を分析するイベントスタディの手法は、そもそも逆の因果関係の問題は存在せず、加えてイベント日が極めて短期間の特定の日付に限定されていることから、観測不能な要因による内生性バイアスの問題も最小限に抑えられる。

5.1.1 イベント日の特定

民事再生法と新会社更生法のイベント日としてはまず、法律そのものの成立日が考えられ、これは衆議院および参議院の両院で法案が可決した日である²⁰。ただし、議院内閣制のもとで安定的な与党政権をとる日本では、*Korkeamaki et al. (2007)*が分析対象としたフィンランドと同様に、法律の内容は内閣が法案を国会に提出した段階でほぼ確定する実態があり、投資家もまたこの実態に依拠する傾向にある。したがって内閣の国会に対する法案提出日もイベント日として設定する²¹。

¹⁹ e.g. *La Porta et al., 2002*

²⁰ 法律成立日は民事再生法が 1999 年 12 月 14 日、新会社更生法が 2002 年 12 月 6 日。

²¹ 法案提出日は民事再生法が 1999 年 11 月 8 日、新会社更生法が 2002 年 10 月 21 日。

なお、日本における法務省所管の法令では法務大臣から諮問を受けた法制審議会が法案を答申するプロセスがある。その法制審のなかでも経済界・学者・法律家等から選ばれたメンバーで構成される部会では各セクターの利害調整や議論がなされ、最終的に法律の要綱案が公表されるが、この内容が法律の中身を決定づけるものとして、日本経済新聞をはじめとする各紙で大きく取り上げられる傾向にある。したがって、本研究では民事再生法および新会社更生法についての倒産法部会の要綱案公表日もイベント日に設定することにする^{22,23}。

本研究におけるイベントスタディでは、標準的な single index model (SIM) に基づき、各企業ごとの株式リターンの条件付き期待値 $E(R_{i,t}|X_t)$ を以下のように推定する。

$$E(R_{i,t}|X_t) = \alpha_i + \beta_i R_{mkt,t}$$

ここで、 $R_{i,t}$ は t 期における企業 i あるいは銀行 i の株式リターン、 $R_{mkt,t}$ は市場ポートフォリオである東証株価指数 (TOPIX) の株式リターンである。

各企業の超過リターン $AR_{i,t}$ および累積超過リターン $CAR_i(t_1, t_2)$ の定義は以下である。

$$AR_{i,t} = R_{i,t} - E(R_{i,t}|X_t)$$

$$CAR_i(t_1, t_2) = \sum_{t=t_1}^{t_2} AR_{i,t}$$

推定にあたっては、推定ウィンドウを (-250,-10) に設定したうえで、民事再生法、新会社更生法それぞれの要綱案公表日、法案提出日、法律成立日の各イベント日とし、イベントウィンドウは (-3,+3) (-2,+2) (-1,+1) の 3 通りとし、個別の企業あるいは銀行ごとの推定を行った。

次に、上述で推定された $CAR_i(t_1, t_2)$ について、その平均値がゼロであるとする帰無仮説に対する検定を行う。ただし、今回のイベントは倒産法制の改正という、すべての企業に同時点に影響を及ぼすものであることから、(i) イベントウィンドウにおける超過リターンのボラティリティは推定ウィンドウのそれよりも大きい可能性があり、不均一分散が存在する可能性があること (Boehmer, et al., 1991), (ii) イベントウィンドウにおける企業ごとの超過リターンが互いに相関するイベント・クラスタリング効果が存在する可能性があること (Kolari and Pynnonen, 2010), から、不均一分散、および

²² 要綱案公表日は民事再生法が 1999 年 7 月 23 日、新会社更生法が 2002 年 7 月 26 日。

²³ Korkeamaki et al. (2007) は法案の内容が市場ヘリクがなされた日として法改正予想のニュースがビジネス日刊紙で初めて記事になった日もイベント日にしたが、回帰結果では統計的有意にある結果や相関性が認められなかった。

イベント・クラスタリング効果に対応した Kolari and Pynnönen (2010)による ADJ-BMP テストを用いる。

5.1.2 結果

表 1.1 から表 1.3 は、以上の推定によって得られた個別の企業あるいは銀行ごとに、イベントウインドウ (-3,+3) (-2,+2) (-1,+1) における累積超過リターンについて ADJ-BMP テストに基づいた、その平均値とその p 値である。なお、一般事業会社は、全企業に加えて、財務危機企業のサブサンプルについても平均値算定を行っている。財務危機企業は、イベント日直前の決算期末において、インタレスト・カバレッジ・レシオが 1 未満（流動性不足）、あるいは自己資本比率がマイナス（債務超過）のいずれかに陥っている企業とした。仮に、表 1 における累積超過リターンの平均値が、倒産法制改正の企業株価に対して及ぼす平均的な影響を示すのであれば、その影響は、健全な企業に比べて再生手続開始申立や更生手続開始申立を行う可能性が高いであろう、財務危機企業においてより顕著にあらわれるはずである。

表 1.1. (-3, +3) の累積超過リターン CAR_t の平均値に関する ADJ-BMP テスト

	一般事業会社						銀行				
	全企業			うち財務危機企業			平均値	p 値	N		
	平均値	p 値	N	平均値	p 値	N					
民事再生法											
要綱案公表日	-0.0176	0.1802	2,618	-0.0116	0.6689	561	0.0201	**	0.0225	86	
法案提出日	-0.0495	***	0.0001	2,618	-0.0647	***	0.0001	558	-0.0173	0.1615	86
法律成立日	-0.0401	***	0.0054	2,618	-0.0546	***	0.0009	557	-0.0004	0.8777	86
新会社更生法											
要綱案公表日	0.0074	0.5127	2,618	0.0102	0.4772	537	-0.0153	0.2146	86	86	
法案提出日	0.0023	0.9607	2,618	0.0098	0.7006	535	-0.0035	0.6266	86	86	
法律成立日	0.0018	0.7874	2,618	-0.0096	0.4418	530	0.0061	0.5358	86	86	

***は有意水準 1% を, **は有意水準 5% を, *は有意水準 10% を示す.

表 1.2. (-2, +2) の累積超過リターン CAR_t の平均値に関する ADJ-BMP テスト

	一般事業会社						銀行				
	全企業			うち財務危機企業			平均値	p 値	N		
	平均値	p 値	N	平均値	p 値	N					
民事再生法											
要綱案公表日	-0.0136	0.2950	2,618	-0.0077	0.8406	561	0.0268	***	0.0018	86	
法案提出日	-0.0294	***	0.0037	2,618	-0.0364	**	0.0152	558	-0.0099	0.3771	86

法律成立日	-0.0210 *	0.0883	2,618	-0.0291 **	0.0308	557	-0.0007	0.9309	86
新会社更生法									
要綱案公表日	0.0052	0.5753	2,618	0.0096	0.4989	537	-0.0340 **	0.0338	86
法案提出日	0.0038	0.7487	2,618	0.0095	0.5386	535	0.0090	0.3863	86
法律成立日	0.0000	0.9942	2,618	-0.0030	0.6451	530	0.0047	0.6771	86

***は有意水準 1%を, **は有意水準 5%を, *は有意水準 10%を示す.

表 1.3. (-1, +1) の累積超過リターン CAR_i の平均値に関する ADJ-BMP テスト

	一般事業会社						銀行		
	全企業			うち財務危機企業			平均値	p 値	N
	平均値	p 値	N	平均値	p 値	N			
民事再生法									
要綱案公表日	-0.0098	0.2029	2,618	-0.0063	0.6977	561	0.0058	0.2920	86
法案提出日	-0.0105	0.2014	2,618	-0.0138	0.3313	558	-0.0019	0.9522	86
法律成立日	-0.0112	0.2283	2,618	-0.0145	0.2034	557	-0.0031	0.7294	86
新会社更生法									
要綱案公表日	0.0027	0.7106	2,618	0.0039	0.7941	537	-0.0563 ***	0.0040	86
法案提出日	0.0072	0.4376	2,618	0.0141	0.2826	535	-0.0031	0.6067	86
法律成立日	-0.0022	0.6651	2,618	-0.0036	0.7115	530	-0.0033	0.6054	86

***は有意水準 1%を, **は有意水準 5%を, *は有意水準 10%を示す.

5.1.3 結果に対する解釈

まず、民事再生法の制定が一般事業会社全企業の株価に与えた影響は表 1.1 と表 1.2 の法案提出日と法律成立日において、統計的に有意な結果として負の相関性を示した。他方、民事再生法の制定が銀行の株価に与えた影響も表 1.1 と表 1.2 の要綱案公表日において、統計的に有意な結果として正の相関性を示した。日本における商業取引慣習として、一般事業会社同士の取引では売主は通常買主に対して発生する売掛債権の確保として別除権の対象になるような担保権設定は求めない。これに対して銀行が貸付先に融資する場合の多くでは貸付先が有する不動産へ抵当権設定する等、担保権設定をすることが一般的である。つまり、銀行は有担保債権者（secured creditors）であることが多いことから、先ほどの結果が民事再生法の制定によって有担保債権者の株主価値は増加する一方、一般事業会社の株主価値は減少することを意味する。

また、一般事業会社のうちでも財務危機企業の累積超過リターンを一般事業会社全企業と比較すると、表 1.1 と表 1.2 の法案提出日と法律成立日において高い数値を示す（例えば、表 1.1 の法案提出日では一般事業会社全体が-4.95%に対して財務危機に陥った企業では-6.47%、法律成立日では一般事業会社全体が-4.01%に対して財務危機に陥った企業では-5.46%）。民事再生法制定によって一般事業会社全体に対して財務危機企業の株主価値がより一層減少しており、倒産法制改正の企業株価に対して及ぼす平均的な影響が財務危機企業においてより顕著にあらわれている。

したがって、民事再生法を制定することで借り手の株主から貸し手である有担保債権者に富の移転が生じるために債務者企業の株価が下落する一方、有担保債権者である銀行の株価は上昇することから、仮説 1 が支持され、仮説 2 と仮説 3 に対しては整合的な結果ではない。

次に、新会社更生法の制定が一般事業会社全企業の株価に与えた影響については、残念ながら統計的に有意な結果が得られなかった。他方、新会社更生法の制定が銀行の株価に与えた影響は表 1.2 と表 1.3 の要綱案公表日において、統計的に有意な結果として負の相関性を示した。つまり、新会社更生法の制定によって有担保債権者の株主価値が減少することを意味する。

したがって、新会社更生法を制定することで貸し手である有担保債権者から借り手の株主に富の移転が生じるために有担保債権者である銀行の株価は下落することから、仮説 1 が支持され、仮説 2 と仮説 3 に対しては整合的な結果ではない。

以上から民事再生法および新会社更生法のいずれの場合も、仮説 1 を支持する結果となった。すなわち、民事再生法制定では借り手から貸し手に富の移転が生じた一方で、新会社更生法制定では反対に貸し手から借り手に富の移転が生じており、Bebchuk and Chang (1992)等の wealth transfer 理論と整合的である。加えて、本結果は、Djankov et al.(2007)が別除権制度採用から民事再生法が債権者保護を改善する一方、更生担保権制度のもとでの新会社更生法は債権者保護を後退させると評価したことも整合的な

結果となった。

5.2 クロスセクション分析

前節のイベントスタディにおいては、民事再生法の制定では、別除権制度採用が債権者保護を改善し、最終的に株主から債権者に富が移転したことが示され、仮説 1 の Bebchuk and Chang (1992) 等の wealth transfer 理論と整合的な結果が得られた。しかしながら、この結果は、イベントスタディではコントロールされていない他のマクロ経済要因や企業の固有要因を反映している可能性もある。本節では、個別の企業ごとの累積超過リターンに関するクロスセクション分析を行うことによって、前節のイベントスタディで得られた結果が、wealth transfer 理論によるものなのかどうかについて、さらに検証を行う。

5.2.1 個別企業 CAR のクロスセクション分析および結果

債権者保護の増減の影響が相対的に大きくなる企業の特徴として次の二点が考えられる。第一に、財務危機にある企業であり、倒産後の債権者の権利行使の可能性が高いために債権者保護の影響を受けやすいものと考えられる。そこでクロスセクション分析においては、個別の一般事業会社あるいは財務危機企業ごとの累積超過リターン CAR_i について、その決定要因を分析する。また第二に、負債価値の割合（レバレッジ比率）が大きい企業ほど債権者保護の影響を受けやすいものと考えられる。企業価値全体に対して相対的に負債価値が大きいほど株主価値へ与える限界効果も高い。したがって債権者保護が増加する法改正がなされた場合、レバレッジ比率が高い企業ほど、債権者が奪取する価値の割合であると同時に株主が喪失する価値の割合は大きいものといえる。そこで仮説 1 を実証する上で本研究では、Korkeamaki et al. (2007) と同様に、債権者と株主の間で得失し合う価値の大きさ、つまり富・権利の移転 (wealth transfer) の効果の代理変数としてレバレッジ比率を説明変数として用いる。つまり、担保権の変化によって債権者保護が改善し、株主から債権者に富が移転する場合には、その効果は事前の債権者の富・権利が大きい（レバレッジ比率が高い）企業においてより顕著にあらわれるはずである。逆に、担保権の変化によって債権者保護が後退し、債権者から株主に富が移転する場合には、やはりその効果は事前の債権者の富・権利が大きい（レバレッジ比率が高い）企業においてより顕著にあらわれるはずである。以上の洞察に基づき、本節のクロスセクション分析においては、企業ごとの累積超過リターン CAR_i を被説明変数、企業のレバレッジ比率を説明変数とする以下の推定式を推定する。

$$CAR_i = \delta + \eta \text{Leverage}_i + \mu X_i + v_i$$

ここで、 CAR_i は企業 i の累積超過リターン、 Leverage_i は企業 i のレバレッジ比率、 X_i はその他コントロール変数を含む説明変数ベクトル、 v_i は誤差項を示す。 X_i に含まれる

コントロール変数は、総資産の対数値 (ln 総資産)、ROE、時価簿価比率 (PBR)、有形固定資産比率、有配当ダミーである。ln 総資産は企業規模、ROE は企業のキャッシュフロー、PBR は企業の投資機会や成長機会の代理変数である。また、有形固定資産比率は倒産コストやエージェンシーコストについての代理変数である。なお、配当金額に関しては「日経財務データ」での欠損値が多いために配当有企業に 1、配当がゼロの企業に 0 とするダミー変数を設定した。なお、説明変数に用いる財務データは各イベント日直前の決算期末の値である。表 2 は、以上の被説明変数および財務データを元にした説明変数の基本統計量を示したものである。

表 2. 基本統計量(全企業)

	要綱案公表日		法案提出日		法律成立日	
	平均値	標準偏差	平均値	標準偏差	平均値	標準偏差
民事再生法						
CAR	-0.0167	0.076	-0.0508	0.095	-0.0402	0.096
レバレッジ比率	0.5828	0.205	0.5828	0.205	0.5827	0.205
ln(総資産)	10.7236	1.391	10.7239	1.390	10.7243	1.390
ROE	0.0048	0.274	0.0047	0.274	0.0045	0.274
PBR	1.5773	1.844	1.5862	2.136	1.4980	2.167
有形固定資産比率	0.3274	0.163	0.3277	0.163	0.3277	0.163
有配当ダミー	0.6483	0.478	0.6485	0.477	0.6484	0.477
N	2445		2441		2440	
会社更生法						
CAR	0.0076	0.066	0.0014	0.074	-0.0027	0.070
レバレッジ比率	0.5770	0.210	0.5772	0.211	0.5770	0.210
ln(総資産)	10.7647	1.408	10.7646	1.408	10.7619	1.407
ROE	-0.0195	0.252	-0.0187	0.251	-0.0201	0.253
PBR	0.9274	0.807	0.8337	0.715	0.7866	0.675
有形固定資産比率	0.3416	0.170	0.3418	0.170	0.3412	0.170
有配当ダミー	0.5634	0.496	0.5634	0.496	0.5638	0.496
N	2430		2431		2430	

表 3. 累積超過リターンのクロスセクション分析（全企業）

	要綱案公表日		法案提出日		法律成立日	
	係数	標準誤差	係数	標準誤差	係数	標準誤差
民事再生法						
定数	-0.0135 ***	0.0123	-0.0145	0.0155	-0.0606 ***	0.0159
レバレッジ比率	0.0361 ***	0.00819	-0.0402 ***	0.0103	0.00184	0.0105
ln(総資産)	0.0090 ***	0.0011	-0.00271 *	0.00139	0.000130	0.00143
ROE	-0.0177 ***	0.00604	0.0128 *	0.00762	0.00458	0.00784
PBR	-0.00378 ***	0.000813	0.00668 ***	0.000880	0.00239 ***	0.000891
有形固定資産比率	0.0306 ***	0.00912	-0.0150	0.0115	0.00736	0.0118
有配当ダミー	-0.00516	0.00363	0.0162 ***	0.00459	0.0183 ***	0.00472
N	2,445		2,441		2,440	
新会社更生法						
定数	0.0444 ***	0.0108	0.00381 ***	0.0121	-0.0162	0.0114
レバレッジ比率	0.0241 ***	0.00722	-0.0122	0.00805	0.0197 ***	0.00758
ln(総資産)	-0.00377 ***	0.000987	-0.00250 **	0.00111	0.000831	0.00104
ROE	-0.00113	0.00599	-0.000668	0.00671	0.00194	0.00628
PBR	-0.00362 **	0.00170	-0.00136	0.00215	-0.00870 ***	0.00214
有形固定資産比率	-0.0179 **	0.00793	0.00560	0.00886	-0.0155 *	0.00836
有配当ダミー	-0.00130	0.00322	-0.00637 *	0.00360	0.00954 ***	0.00340
N	2,430		2,431		2,430	

***は有意水準 1%を，**は有意水準 5%を，*は有意水準 10%を示す。

表 4. 累積超過リターンのクロスセクション分析 (財務危機企業)

	要綱案公表日		法案提出日		法律成立日	
	係数	標準誤差	係数	標準誤差	係数	標準誤差
民事再生法						
定数	-0.0871 ***	0.0329	-0.0258	0.0338	-0.0384	0.0331
レバレッジ比率	0.0154	0.0229	-0.0528 **	0.0235	0.0408 *	0.0228
ln(総資産)	0.00593 *	0.00307	-0.00517	0.00316	-0.00444	0.00308
ROE	-0.0170	0.0105	0.0103	0.0107	0.00949	0.0104
PBR	-0.00327 *	0.00191	0.00253	0.00205	-0.00277	0.00214
有形固定資産比率	0.0209	0.0260	-0.0170	0.0268	0.0221	0.0262
有配当ダミー	-0.00409	0.0163	0.0235	0.0167	0.0236	0.0164
N	510		509		509	
新会社更生法						
定数	0.0753 **	0.0319	0.0624 *	1.66 (0.0376)	-0.00648	0.0372
レバレッジ比率	0.0374 *	0.0206	0.00419	0.17 (0.0241)	0.00280	0.0236
ln(総資産)	-0.00640 **	0.00283	-0.00565 *	-1.69 (0.00334)	0.00100	0.00328
ROE	-0.00471	0.0115	0.00899	0.67 (0.0135)	-0.0102	0.0131
PBR	0.00817 *	0.00456	-0.000494	-0.08 (0.00656)	-0.0147 **	0.00653
有形固定資産比率	-0.0522 **	0.0228	0.00513	0.19 (0.0270)	-0.0333	0.0266
有配当ダミー	-0.00238	0.0177	-0.00806	-0.39 (0.0208)	-0.00929	0.0204
N	492		492		492	

***は有意水準 1%を, **は有意水準 5%を, *は有意水準 10%を示す.

5.2.2 結果に対する解釈

表 3 は一般事業会社全体の民事再生法および新会社更生法についての結果、表 4 は財務危機企業の民事再生法および新会社更生法についての結果を示す。まず、表 3 と表 4 で民事再生法の法案提出日を見ると、表 3 の全企業ではレバレッジ比率の係数が-0.0402 のマイナスで有意である。本結果は、5.1.3 節における民事再生法制定に伴う一般事業会社の株価下落の効果が、よりレバレッジ比率の高い企業において顕著にあらわれていることを示すものであり、民事再生法の別除権制度採用が債権者保護を改善し、最終的に株主から債権者への富の移転が生じたとする **wealth transfer** 理論と整合的である。また、表 4 の財務危機企業における民事再生法の法案提出日を見ると、レバレッジ比率の係数は-0.0528 のマイナスで有意であり、全企業に比べレバレッジ比率のマイナス効果がより大きいことが分かる。本結果は、再生手続開始申立行う可能性が高い財務危機企業において、上述のレバレッジ比率のマイナス効果が顕著にあらわれていることを示しており、やはり **wealth transfer** 理論と整合的である²⁴。

次に、新会社更生法について表 3 と表 4 の要綱案公表日を見ると、表 3 の全企業ではレバレッジ比率の係数が 0.0241 のプラスで有意である。本結果は、5.1.4 節における新会社更生法制定に伴う一般事業会社の株価上昇の効果が、よりレバレッジ比率の高い企業において顕著にあらわれていることを示すものであり、新会社更生法の更生担保権制度の採用が債権者保護を後退させ、最終的に債権者から株主への富の移転が生じたとする **wealth transfer** 理論と整合的である。また、表 4 の財務危機企業における民事再生法の要綱案公表日を見ると、レバレッジ比率の係数は 0.0374 のプラスで有意であり、全企業に比べレバレッジ比率のプラス効果がより大きいことが分かる。本結果は、再生手続開始申立行う可能性が高い財務危機企業において、上述のレバレッジ比率のプラス効果が顕著にあらわれていることを示しており、やはり **wealth transfer** 理論と整合的である。

以上の結果を総合すると、全てのイベント日ではないものの、一部のイベント日において、民事再生法制定による一般事業会社の株価下落は、レバレッジ比率のより高い企業で顕著に生じており、新会社更生法制定による一般事業会社の株価上昇もまた、レバレッジ比率のより高い企業で顕著に生じていることが示された。以上の結果は、

²⁴ なお、表 3 の民事再生法において法案提出日と要綱案公表日では、有意水準 1%の結果としてレバレッジや PBR の正負が逆転しているため、これらのイベント日の間に株価変化を逆転させる事実があったのではないかと疑われる。しかしながら、(i)倒産法部会の要綱案にも民事再生手続きに別除権制度が導入される旨の記載があつて法案内容と変わらず、また(ii)双方のイベント日前後に全企業の株価に大きな変化を与えるような、マクロ経済に関する外生ショックのニュースは見当たらなかった。残る推測は、投資家が先んじる要綱案公表段階では、端的に社会的死荷重を減らす再建型倒産法制の導入を歓迎したものの、法案提出段階では有担保債権者である銀行を利する別除権制度の存在に気づいており、民事再生法の制定が一般事業会社に与える影響を正当に評価することができたことに基づく株価変化の相違である、といった情報の非対称性からの説明であろう。

5.1.3 で支持された仮説 1 の wealth transfer 理論をさらに補強するものである。

6. 含意

本研究で得られた含意は以下三点である。第一に、倒産法改正は企業価値に影響を及ぼすという点である。本研究では倒産法制の改正が債権者と株主の権利を変化させることによって企業の株価に実際に影響を及ぼすことを実証したが、wealth creation を実証した Korkeamaki et al. (2007)とは対照的に wealth transfer が観測されたことを本研究は報告した。

第二に、民事再生法と新会社更生法が企業価値に影響を及ぼす主要な経路は、担保権の変化に伴う債権者保護の変化にあるという点である。Law and Finance における先行研究 (e.g. La Porta et al., 1997, 1998) が論じる債権者権利の変化について、フィンランドの倒産法制改正を取り上げた Korkeamaki et al. (2007)と同様に、日本の法改正を用いて本研究は実証した。ただし、日本の民事再生法や新会社更生法においては主に担保権を通じた債権者権利変化の経路を通じて株価に影響をもたらすことを実証した点で特徴的である。そして、この実証結果は債権者保護指標として担保権保護に着目した Djankov et al. (2007)と Armour and Deakin (2016)のコーディングが適切であったことを裏付けるものである。

第三に、投資家保護法制と企業価値の間の統計的關係性においては、明確に投資家保護制度から企業価値への因果関係が存在することを実証した点である。Law and Finance におけるクロスカントリーの実証研究では投資家保護と株主価値との間の因果関係が必ずしも明らかではなかった²⁵。この点、wealth creation を実証した Korkeamaki et al. (2007)に対し、本研究も同様に内生性バイアスを最小限に抑えるイベントスタディで wealth transfer が起こることを実証した。ただし、同時代に前後して立法化された民事再生法と新会社更生法が有担保債権者保護において正反対の性格を有しており、その有担保債権者とそれ以外の者の株主価値へ正反対の影響があることを示した点で、本研究の実証結果は投資家保護から株主価値への因果効果を強く推定するものである。

7. 結論

本研究はまず、(i)別除権制度または更生担保権制度、(ii)再建手続きコストを改善する政策という観点に分けた上で、2000年に制定された民事再生法と2003年に制定された新会社更生法を検討した。再生手続開始申立後であっても有担保債権者が再生手続外で自由に担保権実行ができる別除権制度を民事再生法が採用したことで、Djankov et al.(2007)や Armour and Deakin (2016)は債権者保護が改善されるものと評価する。また、Bebchuk and Chang (1992)等の理論を反対解釈すると、デフォルト前の貸し手と借り手に配分される富 (wealth) が借り手から貸し手へと移転する (transfer) 結果、貸し手の企業価値が高まる一方、借り手の企業価値が下がることが予想される。他方、有担保債権者が有する担保権を含む全ての権利が更生手続内に取り込まれる更生担保権制度を採用する新会社更生法のもとで、債権者保護

²⁵ e.g. La Porta et al., 2002

が後退すると Djankov et al. (2007)は評価する。この場合に富は貸し手から借り手へと移転するので、民事再生法の場合とは反対に、貸し手の企業価値が下がる一方、借り手の企業価値が高まることが予想される。

他方、民事再生法も新会社更生法も再建手続コストを改善する施策である点は共通し、再建型手続き整備前の社会的死荷重が改善された結果、Korkeamaki et al. (2007)が実証した富の創出 (wealth creation) 効果により貸し手と借り手の双方の企業価値が高まることが予想される。

そこで第一に、民事再生法の制定で借り手の株主から貸し手である有担保債権者に富の移転が生じるために債務者企業の株価が下落する一方、有担保債権者である銀行の株価は上昇するのに対して、新会社更生法の制定で貸し手である有担保債権者から借り手の株主に富の移転が生じるために債務者企業の株価が上昇する一方、有担保債権者である銀行の株価は下落する、という仮説 1 を本研究で提示した。さらに第二に、民事再生法の制定で事前の資金制約が緩和されて債務者企業も資金融通がし易くなりともに株価が上昇する一方、新会社更生法の制定で貸し渋りが起こる結果、資金制約から債務者企業の株価が下降する、という仮説 2 も考えられた。また第三に、民事再生法も新会社更生法もその制定が従来は死荷重だった企業再建コストを減少させ、借り手企業の株主価値は上昇する、という仮説 3 も設定した。

これらの仮説に基づき、まず、本研究で逆の因果関係の問題が生じないイベントスタディを用いて実証した。二件の立法において、要綱案公表日、法案提出日、法律成立日の各イベント日についての個別の企業あるいは銀行ごとの累積超過リターンを推定した上で、その平均値がゼロであるとする帰無仮説に対して ADJ-BMP テストに基いて検定を行なった。その結果、民事再生法の制定で借り手である一般事業会社の株価が下落する一方で有担保債権者としての貸し手である銀行の株価は上昇するのに対して、新会社更生法の制定では銀行の株価が下落することが認められた。そして一般事業会社全体に対して財務危機企業の株価は相対的に大きな変化が起きたため、仮説 1 が強く支持され、Djankov et al.(2007)の債権者権利指標による民事再生法の評価や Bebchuk and Chang (1992)等の wealth transfer 理論について整合的な実証結果を本研究は提示した。

また、担保権の変化によって債権者保護が改善して株主から債権者に富が移転する場合にはその効果がレバレッジ比率の高い企業においてより顕著にあらわれるはずであることが予想されたから、個別の一般事業会社あるいは財務危機企業の累積超過リターンに対してのクロスセクションの決定要因を分析した。時価簿価比率などの財務的な変数をコントロールした上でレバレッジ比率の高さが株価に与える影響を観察した結果、民事再生法の制定においては、レバレッジ比率の高い企業において株主価値が顕著に減少する一方、新会社更生法の制定においては、レバレッジ比率の高い企業において株主価値が顕著に増加することが認められ、改めて Bebchuk and Chang (1992)等の wealth transfer 理論と整合的な補強結果を得た。

本研究には倒産法制の改正が債権者と株主の権利を変化させることによって企業の株価に実際に影響を及ぼすことを実証したことに第一の含意がある。さらに、日本の民事再生法や新会社更生法においては主に担保権を通じた債権者権利変化の経路を通じて株価に影響をもたらすことを実証した点も第二の含意として挙げられる。なお、同時代に前後して立法化された民事再生法と新会社更生法が偶然にも有担保債権者保護において正反対の性格を有していたことを奇貨として、これら二件の倒産法制の改正について実証することで投資家保護から株主価値への因果効果についてより頑健な実証が可能となり、有担保債権者の株主価値と株主の価値に与えた影響が全くの正反対に影響することを示したことも本研究の第三の含意であろう。

参考文献

- Armour, J., and Deakin, S. (2016) “CBR Extended Creditor Protection INDEX 1990-2013,” *Working paper of Centre for Business Research*, University of Cambridge.
- Bebhuck, L., and Chang, H. (1992) “Bargaining and the Division of Value in Corporate Reorganization,” *Journal of Law, Economics & Organization* 8, 2, 253–279.
- Berkovitch, E., Israel, R., and Zender, J. F. (1997) “Optimal bankruptcy law and firm-specific investments,” *European Economic Review* 41, 487–497.
- Boehmer, E., Musumeci, J., and Pulsen, A. B. (1991) “Event Study Methodology Under Conditions of Event Induced Variance,” *Journal of Financial Economics* 30, 253–72.
- Bolton, P., Scharfstein, D. (1996) “Optimal debt structure and the number of creditors,” *Journal of Political Economy* 104, 1–25.
- Bradley, M., and Rosenzweig, M. (1992) “The Untenable Case for Chapter 11,” *The Yale Law Journal* 101, 5, 1043–1095.
- Brown, D.T. (1989) “Claimholder incentive conflicts in reorganization: the role of bankruptcy law,” *Review of Financial Studies* 2, 109–123.
- Djankov, S., McLiesh, C., and Shleifer, A. (2007) “Private credit in 129 countries,” *Journal of Financial Economics* 84, 299–329.
- Hackbarth, D., Haselmann, R., and Schoenherr, D. (2015) “Financial Distress, Stock Returns, and the 1978 Bankruptcy Reform Act,” *Review of Financial Studies* 28, 6, 1810–1847.
- Kolari, J. W., and Pynnonen, S. (2010) “Event Study Testing with Cross-sectional Correlation of Abnormal Returns,” *The Society for Financial Studies* 23, 11, 3996–4025.
- Korkeamaki, T., Koskinen, Y., and Takalo, T. (2007) “Phoenix rising: Legal reforms and changes in valuations in Finland during the economic crisis,” *Journal of Financial Stability* 3, 33–58.
- La Porta, R., Lopez-de-Silanes, F., Shleifer, A., Vishny, R. (1997) “Legal determinants of external finance,” *Journal of Finance* 52, 1131–1150.
- La Porta, R., Lopez-de-Silanes, F., Shleifer, A., Vishny, R. (1998) “Law and finance,” *Journal of*

- Political Economy* 106, 1113–1155.
- La Porta, R., Lopez-de-Silanes, F., Shleifer, A., Vishny, R. (2002) “Investor protection and corporate valuation,” *Journal of Finance* 57, 1147–1171.
- Mooradian, R. M. (1994) “The Effect of Bankruptcy Protection on Investment Chapter 11 as a Screening Device,” *Journal of Finance* 49, 1403–1430.
- Scott, J. A., and T. C. Smith. (1986) “The effect of the Bankruptcy Reform Act of 1978 on small business loan pricing,” *Journal of Financial Economics* 16:119–40.
- Warner, J. B. (1977) “Bankruptcy costs: Some evidence,” *Journal of Finance* 32, 337–347.
- White, M. J. (1989) “The corporate bankruptcy decision,” *Journal of Economic Perspectives* 3, 129–151.
- White, M. J. (2012) “Bankruptcy Law,” *Handbook of Law and Economics, Volume 2*, Elsevier B. V.
- 伊藤眞 (2012) 『会社更生法』有斐閣.
- 伊藤眞 (2018) 『破産法・民事再生法 (第 4 版)』有斐閣.
- 小梁吉章 (2005) 『フランス倒産法』信山社.
- 竹下守夫他 (2014) 『破産法比較条文の研究』信山社.
- 福岡真之介 (2017) 『アメリカ連邦倒産法概説 (第 2 版)』商事法務.
- 吉野正三郎 (2007) 『ドイツ倒産法入門』成文堂.