

銀行企業関係と中小企業の法的整理方法の選択

胥 鵬

RIETI・法政大学経済学部

鶴田大輔

政策研究大学院大学

袁 媛

法政大学大学院

要 旨

銀行は中小企業に対して担保付融資を行うことが多く、貸し手が法的整理に陥った場合にほとんどの銀行債権は担保で保全される。そのため、銀行は企業の情報を収集するインセンティブ（誘引）が乏しく、貸し手の経営危機が起こっても債権を引き上げるタイミングが遅い。その結果、担保付銀行借入比率が高い企業は、業績が悪化しても長く放置され、倒産に追い込まれる時点で既に再生見込みがほとんどない。また、債権者コーディネーション仮説(coordination failure)やホールドアウト(hold-out)仮説から、銀行借入比率が高い中小企業において、残高維持やリスケジュールや債権放棄といった大口債権者同士の私的交渉は容易である要因を加えると、大口債権者の銀行に強く依存する中小企業ほど、法的整理の早期適用が見送られることが考えられる。いずれにして、銀行借入に強く依存する中小企業は法的整理の早期適用が難しく、いったん法的整理になると再生よりも破産（本文では「清算」と意味同じ）を選ぶ傾向が強い。本論文は、こういった銀行融資の特徴を踏まえて、倒産直前の銀行企業関係、とりわけ、負債合計に占める銀行借入の割合などの債務構成と取引銀行の不良債権の担保保全割合が企業の法的整理方法の選択に与える効果を分析することを目的とする。東京商工リサーチの倒産企業調査データと倒産直前財務データに基づいて分析した結果、銀行借入比率、取引銀行の不良債権のうち担保保全比率、銀行借入比率と取引銀行の不良債権の担保保全比率との交差項が高ければ高いほど、倒産企業が破産で清算される傾向が強い。実証分析結果は銀行貸出の特徴を裏付けるものである。われわれの研究は、近年に中小企業向け無担保無保証融資が広がりつつあるリレーションバンキングのリスク管理に重要な示唆を与えることになる。

1. はじめに

90年代後半から、旧和議法・会社更生法・民事再生法の適用申請や破産申立などの企業倒産が急増している。これを反映して、Xu (2004a, 2004b)は大企業の会社更生法と民事再生法による債務整理の結果を比較し、胥 (2005)は公開企業の私的整理と法的整理の選択を分析した。中小企業については、倒産確率を推定した白田 (2003)、斉藤・橋木 (2004)が挙げられる。このほかに多くの先行研究が企業の債務構成に注目し分析を行ってきた。たとえば、Helwege and Packer (2003)は日本の中小企業のデータを使って、系列銀行と密接な関係を持っている倒産企業ほど、和議や会社更生よりも破産を選択することを示し、系列銀行が適切に企業を選別することを主張している。また、銀行の貸出行動と企業業績の関係を分析した論文は、Kang and Stultz (2000)など、数多くの論文が存在する。最近、胥・鶴田(2005)は負債合計に占める買入債務の割合は経営不振中小企業の法的破綻に陥る確率を高める。また、企業間信用の割合は法的破綻数年前から大幅に減少する傾向が見られる。

中小企業の場合には、債務免除が稀であり、リスケジュールや残高維持などの再生支援が多少散見される程度である。このことから、中小企業の企業再生において法的整理は重要な役割を果たす。法的整理は、倒産した中小企業の再生もしくは清算を決定することと同時に、リレーションバンキングで築いてきた銀行と中小企業の関係にも大きな影響を及ぼすことになる。債権者集会において、取引銀行が仮に破産を選択した場合の配当額と再生案に盛り込まれた弁済額を見極めながら、破産と再生をめぐって債務者企業との交渉に臨む。交渉にあたって、取引銀行が再生案を拒否すると威嚇して弁済を増額するように再生案修正を求める。最終的に銀行が再生案に同意する条件は、再生案が提示した弁済額の割引現在価値が仮に破産を選択した場合の配当額や担保の処分価値、すなわち、債権の清算価値を上回ることである。このように、債権の清算価値は、再生と清算の選択だけでなく、再生における弁済額にも大きく影響する。

民事再生法の適用を申請して負債契約の再交渉を試みる倒産企業に対して、銀行の交

渉力は担保の処分価値に大きく依存する。Diamond and Rajan(2000, 2001)で、再交渉における銀行に対する弁済額が銀行担保債権の担保の処分価値に等しいとされる。極端に言えば、再交渉の事態が生じれば無担保銀行債権に対する弁済率はほぼゼロに近い。近年、民事再生で再生（無担保）債権の額面の10%を10年間に分割して弁済することが多く見られる事実は、Diamond and Rajanの理論と整合する。このような有事が生じた場合の交渉のあり方は、銀行が企業と密接な関係を築くりレーションバンキングの平時にあらかじめ想定される。有事時の無担保債権の価値がゼロに近いことから、平時においてあらかじめ債権価値を保全するために銀行が担保付融資に徹する方針をとる。これは多くの理論分析で仮定されている。

担保付融資中心の銀行貸出行動は、銀行の平時における行動にも影響を及ぼす。有事時に銀行債権が担保で保全される割合が高ければ、平時に情報を収集するインセンティブ（誘引）が乏しく、債権を引き上げるタイミングが遅い。この仮説を lazy bank 説と呼ぶ(Manove, Padilla and Pagano; 2001)。その結果、担保付銀行借入比率が高い企業は、業績が悪化しても長く放置され、倒産に追い込まれる時点で既に再生見込みがほとんどない。また、債権者コーディネーション仮説(coordination failure)やホールドアウト(hold-out)仮説から、銀行借入比率が高い中小企業において、残高維持やリスケジュールや債権放棄といった大口債権者同士の私的交渉は容易である要因を加えると、大口債権者の銀行に強く依存する中小企業ほど、法的破綻にいたる期間が長くなると考えられる。いずれにして、銀行借入に強く依存する中小企業は法的整理の早期適用が難しく、いったん法的整理になると再生よりも破産を選ぶ傾向が強い。このような企業が破産で清算されることと共に銀行企業関係も終焉する。

本論文は、上述した銀行融資の特徴を踏まえて、倒産直前の銀行企業関係、とりわけ、負債合計に占める銀行融資債務の割合などの債務構成と取引銀行の担保保全割合が企業の法的整理方法の選択に与える効果を分析することを目的とする。東京商工リサーチの倒産企業調査データと倒産直前財務データに基づいて分析した結果、銀行借入比率、取引銀行の不良債権のうち担保保全比率、銀行借入比率と取引銀行の不良債権の担保保全比率との交差項が高ければ高いほど、倒産企業が破産によって清算される傾向が強い。

実証分析結果は銀行貸出の特徴を裏付けるものである。

近年、大手銀行は企業融資に個人保証と不動産担保をとる慣行を見直している。たとえば、大手銀の無担保融資が年七兆円規模に急拡大してきた。根保証制度の廃止などの法律改正を受けて、経営破綻時に経営者の生活基盤を壊し再起を阻むとされる個人保証にも見直しの動きが及んできた。2005年10月、東京三菱銀行は2006年5月をめどに、担保も経営者個人の保証も求めない中小企業向けの無担保無保証新型融資を大手銀行で初めて導入する方針を決めた。こういった無担保無保証企業融資の拡大は、銀行の情報生産インセンティブ、法的整理方法の選択にも大きく影響すると予想される。経営危機や法的整理の有事に陥った時に、無担保無保証債権者の交渉力が著しく低く弁済額がゼロに近いことを考えると、大手税理士団体、TKC全国会の税理士や会計士とともに決算書を作っていることが融資の条件になる「会計参与制度」、財務制限条項などの活用も広がりつつあり、金融機関の与信管理ノウハウが一層と要求される。この意味で、今後の日本におけるリレーションバンキングの展開にとって、われわれの研究は大きな意義を持つといえよう。

本稿は次のように構成される。まず、次節でわれわれは文献をレビューする。第3節で法的整理方法の選択、とりわけ、民事再生法と破産法の特徴について概説する。引き続き、第4節ではサンプル、仮説、記述統計と実証分析結果を説明し、第5節は分析結果をまとめ、リレーションバンキングとの関連を述べる。

2. 文献レビュー

企業金融の文献で、社債や企業間信用に対して銀行の企業融資は以下のように特徴付けられている。まず、Diamond (1993)、Gertner and Scharfstein (1991)は銀行融資を担保付短期貸出中心と位置づけている。また、Welch (1997)では、銀行融資が無担保であれば融資先企業が倒産したら銀行は自分の融資を優先に回収できるように必死に金融当局に働きかけ、膨大な資源を非生産的なロビー活動に費やすことになるため、担保付短期貸出中心の銀行融資は効率性を高めるとの新しい論点が展開されている。最近、Diamond and Rajan (2000, 2001)は、リレーションバンキング(*relationship banking*)とは

銀行が私的情報を生産するゆえに借手企業の担保物件を有効に保全・処分することができると具体化すると同時に、借り手のモラルハザードを抑制する担保の役割も強調している。ただし、銀行と比べて取引先企業は他の業者とのネットワークが存在するため、債務者企業の信用情報を低いコストで獲得できるので、担保を保有していない企業に対しても相対的に多くの信用を供与できるとの考え方も挙げられる (Petersen and Rajan 1997)。

銀行債権が担保によって保全されるため、銀行は簡単に法的整理による債権カットに応じない。また、担保付融資中心の銀行貸出行動は、銀行の平時における行動にも影響を及ぼす。これは、有事時に銀行債権が担保で保全される割合が高ければ、平時に情報を収集するインセンティブ（誘引）が乏しく (Manove, Padilla and Pagano; 2001)、債権を引き上げるタイミングが遅い。その結果、担保付銀行借入比率が高い企業は、業績が悪化しても長く放置され、倒産に追い込まれる時点で既に再生見込みがほとんどない。

銀行融資のもう一つの特徴として、銀行が大口債権者だという側面が挙げられる。公募社債や企業間信用の債権者数に代表される多数の小口債権者が中心であると、私的整理のための残高維持、返済猶予、債権放棄といった債権者同士の調整が困難である (von Thadden, Berglof, and Roland 2003)。その結果、債権者数が多い企業において、法的整理以外の方法による債務リストラは難しい。大口債権者の銀行と密接な関係を持つ経営不振中小企業は、残高維持やリスケジュールなどを銀行と交渉することがありうる。その結果、法的整理の早期適用の可能性が低く、いったん法的整理に追い込まれると既に再生のタイミングを逸している。

上述した銀行債権の特徴に着目して、企業の債務整理に関する研究が数多く行なわれてきた。まず、米国の上場企業については、Gilson 他(1990)、James (1995,1996)で金額あたりの負債契約の数が少ないことが私的整理の可能性を高めると報告されている。日本の上場企業については、胥 (2005)で負債合計に占める社債残高割合が高ければ高いほど法的整理を選択する傾向が強いと報告されている。しかし、Gilson (1997)で報告されたように、私的整理で債務リストラを試みた問題企業はその後私的整理や法的整理で再度債務を整理することが多い。最近、日本でも三度目の債務免除を金融機関に要請

する企業が数社見られる。この事実を私的整理と法的整理の選択に関する実証研究結果とあわせると、経営不振に陥った企業の法的整理の適用が遅いと、法的整理になった時点で既に事業内容が大幅に悪化し再生の見込みが薄いと推察される。

最近、胥・鶴田(2005)は、Credit Risk Database (CRD) の大規模なマイクロデータを用いて、連続債務超過かつ経常赤字に陥った中小企業が法的破綻にいたるまでの存続期間の決定要因を分析している。とりわけ中小企業の債務構成に注目し、企業間信用比率やその動きが法的破綻のタイミングに与える影響について明らかにしている。分析結果は以下の通りである。まず、負債合計に占める買入債務の割合は経営不振中小企業の法的破綻に陥る確率を高める。また、企業間信用の割合は法的破綻数年前から大幅に減少する傾向が見られる。かつ、企業間信用の減少率が大きい企業ほど、経営不振に陥ってから法的破綻にいたるまでの存続期間が短くなる。これらの結果は、企業間信用と銀行融資の特徴と整合する。胥・鶴田(2005)は、経営不振に陥った中小企業も銀行依存度が高ければ法的整理の早期適用が見送られる可能性が強いことを示唆する。

中小企業の場合には、債務免除が稀であり、リスケジュールや残高維持などの再生支援が多少散見される程度である。中小企業の法的整理における選択は、中小企業再生にとって最も重要な課題の一つだといえよう。Helwege and Packer (2003)は 1988 年から 1997 年の間に倒産した日本の中小企業のデータを使って、いわゆる系列銀行の融資先中小企業がその他の倒産企業と比較して、どのような法的整理方法を選択するかを分析した。系列銀行の融資先企業が和議や会社更生の適用よりもむしろ清算される傾向が強い結論から、系列銀行が必ずしも倒産企業を延命させないと主張している。ただし、長銀、日債銀の経営破綻、三井住友銀行、みずほファイナンシャルグループの誕生などから、そもそも曖昧な系列銀行の概念はますます曖昧になっている。さらに、民事再生法の導入によって、中小企業の法的整理のあり方も大きく変化している(Xu, 2004a, 2004b)。2000 年以降の民事再生企業と破産企業データを用いて、倒産企業の債務構成が法的整理方法の選択に及ぼす影響を分析することは、中小企業の再生のみならずリレーショナルバンキングにとっても重要な研究課題である。

本論文は、銀行融資の特徴を踏まえて、民事再生法が導入された 2000 年以降に倒産

した中小企業データを用いて、倒産直前の銀行企業関係、とりわけ、負債合計に占める銀行融資債務の割合などの債務構成と取引銀行の担保保全割合が企業の法的整理方法の選択に与える効果を分析することを目的とする。東京商工リサーチの倒産企業調査データと倒産直前財務データに基づいて分析した結果、銀行借入比率、取引銀行の不良債権のうち担保保全比率、銀行借入比率と取引銀行の不良債権の担保保全比率との交差項が高ければ高いほど、倒産企業が破産で清算される傾向が強い。実証分析結果は銀行貸出の特徴を裏付けるものである。

3. 民事再生法と破産法

債務者企業が地裁に民事再生法、会社更生法の適用を申請したり、破産を申立てたりすることは法的整理と呼ばれる。2000年改正前会社更生法(以下、旧会社更生法)の適用を申請すると、会社の資産処分などの経営コントロール権限は、既存の経営陣から裁判所に選任される管財人へシフトされる。通常、管財人の下で会社更生案が作成され、債権者集会で承認されてから裁判所に認可されることになる。旧会社更生法の下で、担保債権が厳格に保護される。更生案の承認には四分の三以上の担保債権を有する担保債権者の同意、担保権を変更する更生案の場合には担保債権者全員の同意が必要である。改正後には、会社更生案の承認に三分の二以上の担保債権を有する担保債権者の同意に緩和された。旧会社更生法の下で、既存経営陣を管財人に選任することが可能かどうかに関して特に明確な規定はなかった。実務上、管財人にほとんど弁護士が任命される。改正会社更生法は、明確に既存経営者を管財人に任命することが可能だと規定する。2000年3月以前は、主に十四社の大企業が会社更生を利用していた。

2000年4月以降は、会社更生法の適用申請はごく稀で、大企業も中小企業も主に民事再生法の適用を申請して法的整理による企業再生を試みる。迅速な企業再生を促すために、裁判所の強制介入が弱い和議法は廃止され、代わりに民事再生法が制定され、2000年4月に施行されるようになった(図1を参考)。民事再生法は経営不振に陥った中小企業に対し法的整理の早期適用を促進することを目的とする。まず、債務者が経済的に窮境にあれば、破産原因がなくても民事再生手続を開始することができる。また、債務者に破産手続開始の原因となる事実の生ずるおそれがあるときは、債務者、債権者は裁判

所に対し再生手続開始の申立てをすることができる(民事再生法 21 条)。裁判所は、破産などの手続が係属し、その手続によることが債権者の一般の利益に適合するとき、再生計画案の作成若しくは可決の見込み又は再生計画の認可の見込みがないことが明らかであるとき、再生手続開始の申立てを棄却しなければならない(民事再生法 25 条)。裁判所は、再生手続開始の申立てがあった場合において、他の手続中止やすべての再生債権者に対し、再生債務者の財産に対する再生債権に基づく強制執行等の禁止、再生債務者の業務及び財産に関し、仮差押え、仮処分その他の必要な保全処分、再生債務者の財産につき存する担保権の実行手続の中止を命ずることができる(民事再生法 25 条、27 条、30 条、31 条)。米国倒産法第 11 条と違って、自動中止 (automatic stay) でなく裁判所が強制執行等の包括的禁止命令等を命ずることができる。

民事再生法による法的整理は、従前の経営者による事業の継続を原則とする。これは米国倒産法の第 11 条の債務者占有(DIP, debtor in possession)を取り入れた法的再生手続である。ただし、裁判所は、既存経営者の財産の管理又は処分が失当である等の必要がある場合には、利害関係人の申立てにより又は職権で、管財人による管理を命じ、管理人を選任しなければならない(民事再生法 64 条)。通常、再生企業の既存経営者は再生計画案を提出する(民事再生法 163 条—168 条)。再生計画案の作成の見込みがないことが明らかになったとき、再生債務者の義務違反があったとき、再生計画認可の決定が確定した後再生計画が遂行される見込みがないことが明らかになったときは、裁判所は再生手続廃止の決定をしなければならない(民事再生法 191-195 条)。

民事再生法のもう一つの特徴は、担保債権者が原則として民事再生手続に参加しないことである。再生手続開始の時に再生債務者の財産につき存する担保権を有する者は、その目的である財産について別除権を有する。別除権は、再生手続によらないで行使することができる(民事再生法 53 条)。別除権者は、担保権によって担保される債権については、その別除権の行使によって弁済を受けることができない債権の部分についてのみ、再生債権者としてその権利を行うことができる(民事再生法 88 条)。換言すれば、担保債権契約は債務カットの対象外であり、担保権の行使によって弁済を受けるか、引き続き担保資産を提供して従来通りに返済を受けることになる。このように、

担保債権者の利益を保護することによって、民事再生手続きが著しく簡素化される。ただし、再生手続開始の時ににおいて、担保財産が再生債務者の事業の継続に欠くことのできないものであるときは、再生債務者等は、裁判所に対し、当該財産の価額に相当する金銭を裁判所に納付して当該財産につき存するすべての担保権を消滅させることについての許可の申立てをすることができる（民事再生法 148 条–153 条）。

担保債権者が民事再生手続に参加しないため、再生債権は主に無担保債権で構成される。再生計画案を可決するには、再生債権の議決権者の過半数の同意と議決権者の議決権の総額の二分の一以上の議決権を有する者の同意のいずれも得なければならない（民事再生法 169–173 条）。再生計画案が可決された場合には、裁判所は、再生見込みがないなどの場合を除き、再生計画認可の決定をする（民事再生法 174 条）。裁判所は、再生計画が遂行されたとき、又は再生計画認可の決定が確定した後三年を経過したときは、再生手続終結の決定をしなければならない。

破産法を説明する前に、再生手続と破産手続との間の移行について触れておこう。民事再生法と破産法との破産者に再生手続開始の原因となる事実があるときは、破産管財人による民事再生の申立てで、裁判所は再生手続によることが債権者の一般の利益に適合すると認める場合に限り、再生手続の開始の許可をすることができる（民事再生法 146 条, 147 条）。また、破産手続開始前の再生債務者について再生手続開始の申立ての棄却、再生手続廃止、再生計画不認可又は再生計画取消しの決定が確定した場合において、裁判所は、当該再生債務者に破産手続開始の原因となる事実があると認めるときは、職権で破産法に従い破産手続開始の決定をすることができる（民事再生法 250 条）。このように、民事再生法は名実ともに企業の最後のリゾートである。

破産法は、企業や法人の清算手続きである（図 2 を参考）。別除権は、破産手続によらないで行使することができる。担保権の目的である財産が破産管財人による任意売却その他の事由により破産財団に属しないこととなった場合において、当該担保権がなお存続するときにおける当該担保権を有する者も、その目的である財産について別除権を有する（破産法 65 条）。最近、破産管財人の換価権限を強化するため、破産管財人が担保権付物件を任意売却する際に、担保権を消滅させることができる制度を設けた。ただ

し、破産管財人は、売却によってその相手方から取得することができる金銭額から破産財団に組み入れようとする金銭について、あらかじめ、当該担保権を有する者と協議しなければならない。担保権者は異議を申立て、財産を買い受ける旨の申出をすることができる。

担保権の消滅があるにしても、民事再生法にしても破産法にしても、担保債権者の利益が厳格に保護される点は共通している。米国でも第 11 条による再生手続で無担保債権者と株主の間に優先順位が侵されることがあっても、担保債権者の優先順位が侵されることはまれである(Weiss, 1990)。ただし、土地、工場などの担保資産はともかく、企業の現預金が銀行融資の担保に供されている場合には、銀行は引き続き現預金を再生企業に提供することが考えられない。このため、銀行融資の担保に供される現預金が多い倒産企業は、再生よりも破産で清算される公算が大きい。いずれにしても、銀行が法的整理に持ち込まれてもほぼ確実に担保付融資を全額回収できるため、平時に情報を収集するインセンティブ（誘引）が乏しく、債権を引き上げるタイミングが遅い (Manove, Padilla and Pagano; 2001)。その結果、担保付銀行借入比率が高い企業は、業績が悪化しても長く放置され、倒産に追い込まれる時点で既に再生見込みがほとんどない。

4. 実証分析

4.1 データと記述統計

本研究のサンプル企業は、2000 年以降 2003 年までに民事再生法の適用、破産を申し立てた企業のうち、東京商工リサーチの倒産直前の財務データと取引銀行などの属性データが入手可能な倒産企業である。サンプル数は 919 社である。取引銀行の不良債権の保全状況・担保保証などの金融再生法に基づくデータも入手可能な倒産企業数は 837 社である。取引銀行の担保保全比率は日経 NEEDS Financial Quest の銀行財務データに収録されているものである。会社更生法企業はわずか 14 社に過ぎないためサンプルから除外した。

破産企業サンプル、民事再生企業サンプルにおける各変数の値が 99%以上である企業

を除いた平均値、中央値と標準偏差は表 1 に示されている。借入金負債合計比率については、破産企業サンプルの平均値と中央値はそれぞれ 0.606 と 0.631 であり、民事再生企業サンプルの平均値と中央値はそれぞれ 0.590 と 0.627 である。わずかながら、倒産直前時点において、破産企業の銀行借入に対する依存度は民事再生企業より高いが、10% レベルで有意に異なる。資産合計に占める現預金の割合という流動性の代理変数については、破産企業サンプルの平均値 0.103、中央値 0.0765 は、民事再生企業サンプルの平均値 0.0860、中央値 0.0579 をそれぞれ 1%水準で有意に上回る。この点から、現預金の多い企業は倒産すると金融機関の借入債務と相殺され再生が難しいと考えられる。

企業銀行関係を捉えるには、メイン行との取引継続年数やメイン行の融資シェアなどのデータは最も望ましいが、中小企業に関してはこういったデータが必ずしも簡単に入手できるものではない。この論文では、われわれは東京商工リサーチの取引銀行のうちの最初の銀行を取引銀行とする。メイン行との取引継続年数やメイン行の融資シェアが入手できないため、われわれは主に取引銀行が担保保証を重視する度合いの影響に注目する。取引銀行が担保保証を重視すればするほど不良債権の担保保証等によって保全される割合が高い。担保保証等のほかに、貸倒引当金、特定債務者支援引当金による保全が挙げられる¹。具体的には不良債権の保全率×（不良債権の担保・保証による保全額/不良債権の保全額合計）として定義される。

取引銀行との関係を取引銀行取引銀行の不良債権の担保保全率を見ると、破産企業サンプルの平均値 51.5%は民事再生企業の 49.9%より 1.5%程度高く、中央値はほぼ 51%程度である。担保保全率が高い銀行が経営不振に陥った融資先を清算するインセンティブを強く持つことを考えると、担保保全率と負債合計に占める借入比率の交差項、または、担保保全率の代わりに担保保全率が全体のサンプルの 75%パーセント以上であれば 1 となる担保保全率ダミーと負債合計に占める借入比率の交差項を説明変数に入れている。ロジット回帰分析で有意となった担保保全率ダミーと負債合計に占める借入比率の交差項を見ると、破産企業サンプルの平均値 0.180 は、民事再生企業 0.120 より

¹ 日本銀行副島氏から不良債権に担保保証によって保全されたものが含まれると貴重な示唆をいただいた。

6%も高い。破産企業サンプルと民事再生企業サンプルの平均値も中央値も1%レベルで有意に異なる。このことから、平均的に民事再生企業と比べると、破産企業の借入に対する依存度が高いだけでなく極端に担保付で銀行から借りていたことが浮き彫りにされている。

利子支払税引減価償却前利益率EBITDAを見ると、破産企業サンプルの0.000に対し、再生企業サンプルは-0.0553であり、1%レベルで有意に異なる。中央値はほぼ同じ0.022である。中小企業の場合には利子支払税引減価償却前利益率EBITDAよりも売上高と資産合計の比率が経營業績を的確にあらわすことも考えられる。売上高資産合計比率について、再生企業サンプルの平均値1.29と中央値1.08は、いずれも破産企業の平均値1.42と中央値1.19を下回る。差はそれぞれ10%、1%レベルで有意である。これは、破産企業サンプルの中に、経營業績が相対的に良いサンプルが多く含まれていることを示す。借入金負債合計比率、EBITDAと取引銀行担保保全率の交差項は、破産企業サンプル平均値-0.093は1%レベルで民事再生企業サンプル平均-2.37より高い。中央値は10%レベルで有意に異なる。

コントロール変数を見ると、破産企業サンプルの平均規模（対数変換後資産合計）が13.58であり、再生企業サンプルの14.34より小さい。同様に、破産サンプル企業規模の中央値13.62は民事再生企業の規模中央値14.33より1%レベルで小さい。この結果より、小規模の企業は破産で処理されることが多いことが分かる。また、対数変換後企業年齢については、破産したサンプルの値が全サンプルの値と再生したサンプルの値より小さく、再生したサンプルは全サンプルより高い。しかも、破産した企業の平均値（中央値）は再生した企業の平均値（中央値）は再生した企業の平均値（中央値）は10%（1%）の水準で有意に異なる。これは、破産したサンプルの中に比較的若いサンプルが多く、再生したサンプルの中に老舗企業が多いと意味している。

4.2 仮説

本節では法的破綻に陥った企業が民事再生法による破綻処理を選択する確率をロジット(Logit)モデルにより推計する。本稿が注目する変数は借入金負債合計比率、借入金

負債合計比率と取引銀行担保保全率ダミーとの交差項、EBITDA、借入金負債合計比率、EBITDA と取引銀行担保保全率の交差項、売上高資産合計比率である。コントロール変数として、企業規模、企業年齢、産業ダミーが含まれる。検証する仮説は以下の通りである。

Lazy Bank 仮説

銀行の債権が担保で保全される割合が高ければ、銀行が貸し手の情報を収集するインセンティブを持たず、債権を引き上げるタイミングが遅くなる。Manove, Padilla, and Pagano (2001)が主張している Lazy Bank 仮説が正しければ、担保融資を重視する銀行は貸出先が法的破綻に陥っても担保により債権を回収できるので、担保権を放棄してまで企業を存続させようとしなない。そのため、銀行の借りに大きく依存している企業や取引銀行が担保重視の行動をとっていると、破綻企業が民事再生法により処理される確率が低くなる。つまり、借入金負債合計比率と借入金負債合計比率と取引銀行の不良債権担保保全比率との交差項は有意にマイナスとなるはずである。

Moral Hazard 仮説

一般的に EBITDA などの再生価値が高い企業は Going Concern Value が高いため、民事再生法を選択する確率が高い。しかし、担保がモラルハザードを抑制する効果を持つのであれば、担保保全比率が高いほど銀行の法的整理における交渉力が強く、再生価値が高くても銀行は高い弁済率を要求する。その結果、銀行借入に依存しかつ担保融資を重視する銀行と取引している企業が民事再生法を選択する確率は低くなると考えられる。借入金負債合計比率、取引銀行担保保全比率と EBITDA などの再生価値との交差項が有意にマイナスに働くはずである。

借入金負債合計比率は法的破綻直前期の決算における、企業の負債合計に占める短期借入金と長期借入金の合計の比率である。取引銀行担保保全比率は東京商工リサーチの各企業のデータベースにおいて、第1番目に記載されている取引銀行の担保保全比率である。取引銀行の担保保全比率は日経 NEEDS Financial Quest の銀行財務データに収

録されているものである。具体的には不良債権の保全率×（不良債権の担保・保証による保全額/不良債権の保全額合計）として定義される。EBITDAは税引き前利益+支払利息+減価償却費であり、資産合計で基準化している。

コントロール変数は現預金比率（現預金/資産合計）、対数変換後企業年齢、対数変換後企業規模（資産合計）、産業申請年次ダミーである。現預金を多く保有しているほど企業を清算したときの弁済額が多くなるため、債権者は清算を選択する確率が高くなると考えられる。また、現預金は担保として保全されていることが多く、法的整理を察した銀行が事前に債務と相殺するため、破綻企業が清算される確率が高くなる。企業年齢が高いほど、のれんなどの企業固有の価値があるので、民事再生法に持ち込まれやすいと予想される。また、規模が大きい企業はさまざまな業務をおこなっており、不採算部門を切り離すことで企業が再生できる可能性が高くなる。そのため、企業規模が大きいほど、民事再生法を選択する可能性が高くなる。

4.3 分析結果

分析結果は表2である。説明変数に外れ値が存在するため、各変数の値が99%点以上の企業を除いて推計した。表2のすべての回帰式において、借入金負債合計比率はマイナスであり統計的にも5%または1%の水準で有意である。担保保全率>75%ダミーと借入金負債合計比率の交差項も10%有意水準で有意にマイナスである。ただし、担保保全率>75%ダミーと借入金負債合計比率の交差項の代わりに取引銀行担保保全率と借入金負債合計比率の交差項を説明変数に入れると、有意の結果が得られなかった。結果は省略する。銀行からの借入金に強く依存し、担保保証を極端に重視する銀行と取引する企業ほど清算される確率が高い結果は、Lazy Bank 仮説を支持する結果となっている。

(2) 列の推定結果からわかるように、EBITDAの係数は1%の水準で有意にマイナスである。ただし、(3) 列の推定式に取引銀行担保保全率と借入金負債合計比率の交差項を加えると、10%の有意水準でEBITDAの効果を確認されず、符号もプラスと変わった。ただし、取引銀行担保保全率と借入金負債合計比率の交差項が10%の有意水準でマイナスである。(4) 式は、(3) 列の説明変数からEBITDAを除くと、取引銀行担保保全率と借

入金負債合計比率の交差項の係数が 1%の有意水準でマイナスである。この結果は担保付銀行融資に依存していると、企業のパフォーマンスが比較的良好であっても清算される可能性が高くなることを示している。つまり、担保がモラルハザードを抑制する役割を果たすため、企業の再生価値が相対的に高くても担保付借入金に依存する企業は清算される確率が高くなる。売上高資産合計比率については、どの推定式においても 10%の水準で有意な結果が確認できなかった。同じように、すべての推定式において、現預金資産合計比率の符号は予測と一致してマイナスであるが、10%レベルで有意ではない。

コントロール変数については、統計的な有意性が十分ではない結果があるものの、企業年齢以外の符号については予想したとおりである。企業年齢は有意にゼロと異ならず、はっきりしたことはいえない。企業規模はすべてのケースにおいてプラスであり、1%の水準で有意である。つまり、規模が大きい企業はさまざまな業務をおこなっており、不採算部門を切り離すことで企業が再生できる可能性が高くなる。そのため、企業規模が大きいほど、民事再生法を選択する可能性が高くなる。

5. 結び

法的整理に担保付融資中心の銀行債権が担保で保全される割合が高いだけでなく、日頃銀行は情報を収集するインセンティブ（誘引）が乏しく、債権を引き上げるタイミングが遅い。その結果、担保付銀行借入比率が高い企業は、業績が悪化しても長く放置され、倒産に追い込まれる時点で既に再生見込みがほとんどない。また、債権者コーディネーション仮説(coordination failure)やホールドアウト(hold-out)仮説から、無担保銀行借入比率が高い中小企業において、残高維持やリスケジュールや債権放棄といった大口債権者同士の私的交渉は容易である要因を加えると、大口債権者の銀行に強く依存する中小企業ほど、法的破綻にいたる期間が長くなると考えられる。いずれにして、銀行借入に強く依存する中小企業は法的整理の早期適用が難しく、いったん法的整理になると再生よりも破産を選ぶ傾向が強い。

本論文は、こういった銀行融資の特徴を踏まえて、倒産直前の銀行企業関係、とりわけ、負債合計に占める銀行融資債務の割合などの債務構成と取引銀行の担保保全割合が

企業の法的整理方法の選択に与える効果を分析することを目的とする。東京商工リサーチの倒産企業調査データと倒産直前財務データに基づいて分析した結果、銀行借入比率、取引銀行の不良債権のうち担保保全比率、銀行借入比率と取引銀行の不良債権の担保保全比率との交差項が高ければ高いほど、倒産企業が破産で清算される傾向が強い。実証分析結果は銀行貸出の特徴を裏付けるものである。とりわけ、担保付短期融資のものが多いため銀行は経営不振に陥った企業を清算する傾向が強い学説を、われわれの結論は支持する。

近年、大手銀行は企業融資に個人保証と不動産担保をとる慣行を見直している。たとえば、大手銀の無担保融資が年七兆円規模に急拡大してきた。根保証制度の廃止などの法律改正を受けて、経営破綻時に経営者の生活基盤を壊し再起を阻むとされる個人保証にも見直しの動きが及んできた。2005年10月、東京三菱銀行は2006年5月をめどに、担保も経営者個人の保証も求めない中小企業向けの無担保無保証新型融資を大手銀行で初めて導入する方針を決めた（2005/10/28, 日本経済新聞 朝刊, 1ページ）。こういった無担保無保証企業融資の拡大は、銀行の情報生産インセンティブ、法的整理方法の選択にも大きく影響すると予想される。経営危機や法的整理の有事に陥った時に、無担保無保証債権者の交渉力が著しく低く弁済額がゼロに近いリスクを考えると、企業の倒産リスクに関する情報を迅速に収集することは不可欠である。たとえば、東京三菱銀行は大手税理士団体、TKC全国会の税理士や会計士とともに決算書を作っている「会計参与制度」を前掲の中小企業向けの無担保無保証新型融資の条件としている。また、シンジケートローンで貸し倒れリスクを分散することも重要である。いずれにしても、銀行の与信管理ノウハウが一層と要求される。

無担保無保証融資が拡大するリレーションバンキングは、景気後退時の中小企業の法的整理方法の選択にも大きな影響を及ぼすと予想される。担保付融資中心の銀行貸出政策の下で、銀行借入に強く依存する中小企業は法的整理の早期適用が難しく、いったん法的整理になると再生よりも破産を選ぶ傾向が強い。このような企業が破産で清算されることと共に銀行企業関係も終焉する。しかし、無担保無保証融資が広がると、経営不振に陥った中小企業に法的整理が早期に適用され、事業内容等が著しく悪化する前に民

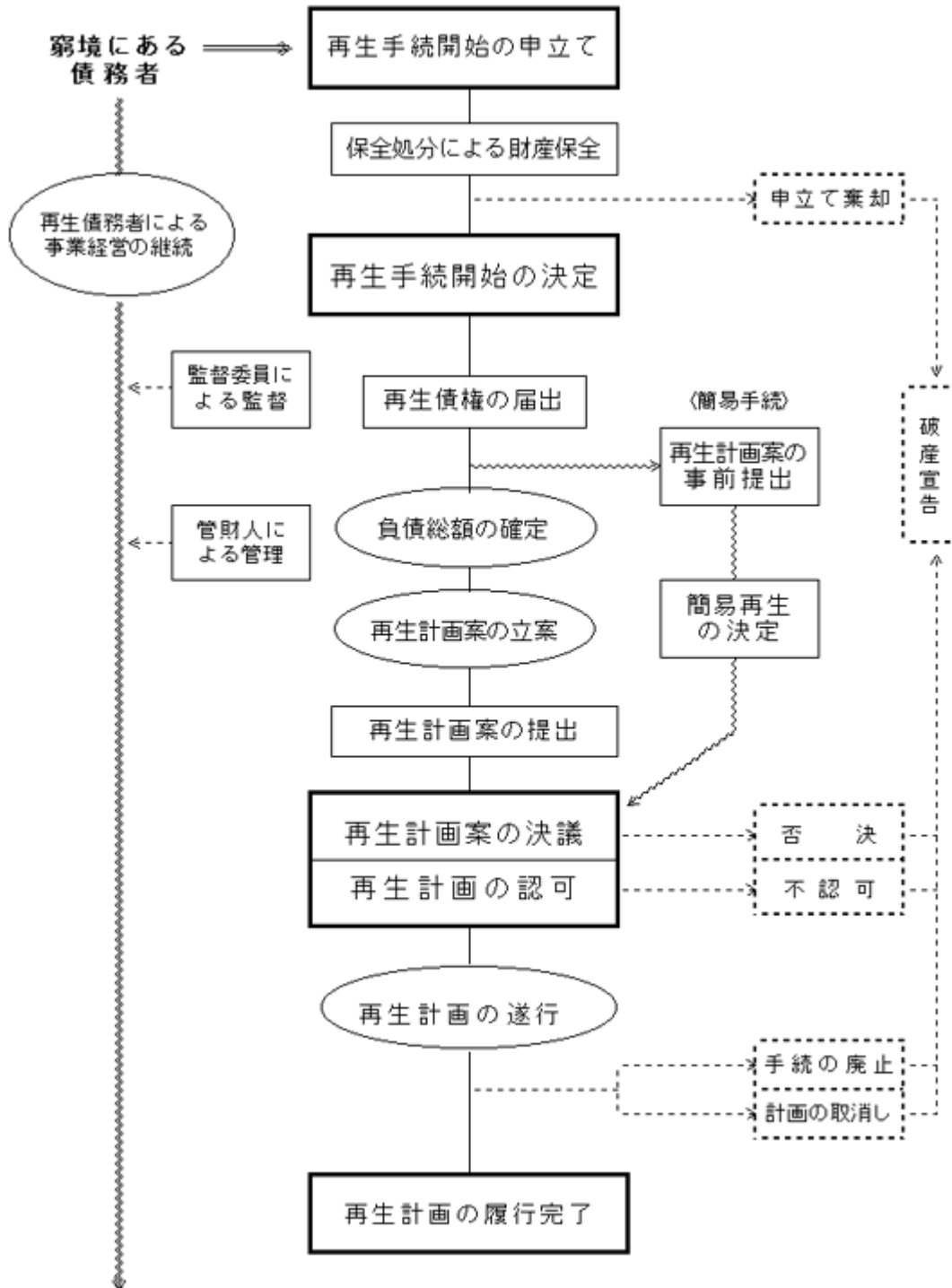
事再生法による再生を遂げる可能性が高い。法的整理の早期適用の結果、リレーションバンキングで築かれてきた企業銀行関係は DIP ファイナンスで継続される。あるいは、一時中断することがあるものの、終焉せずに再度復活することも考えられる。この意味で、われわれの研究はリレーションバンキングのリスク管理に重要な示唆を与えることになる。

参考文献

- Diamond, Douglas W(1993). Seniority and Maturity of Debt Contracts, *Journal of Financial Economics* 33, 341-68.
- Diamond, Douglas W.; Rajan, Raghuram G(2000). A Theory of Bank Capital; By Diamond, Douglas W.; Rajan, Raghuram G.; *Journal of Finance* 55, pp. 2431-65
- Diamond, Douglas W.; Rajan, Raghuram G.(2001) Liquidity Risk, Liquidity Creation, and Financial Fragility: A Theory of Banking; *Journal of Political Economy* 109, pp. 287-327
- Gertner, Robert, and Scharfstein, David (1991). A theory of workouts and the effects of reorganization law, *Journal of Finance* 46, pp.1189-1222.
- Gilson, Stuart C. (1990). Bankruptcy, boards, banks, and block holders, *Journal of Financial Economics* 27, 355-387.
- Gilson, Stuart C. (1997). Transactions Costs and Capital Structure Choice: Evidence from Financially Distressed Firms, *Journal of Finance*, March 1997, 161-196.
- Gilson, Stuart C., Kose John and Lang, Larry, H.P. (1990). Troubled debt restructurings, *Journal of Financial Economics* 27, 315-353.
- Helwege, Jean and Frank Packer. (2003) Determinants of the choice of bankruptcy procedure in Japan, *Journal of Financial Intermediation*, 12, 96-120.
- James, Christopher (1995), When do banks take equity? An analysis of bank loan restructuring and the role of public debt, *Review of Financial Studies* 8, 567-585.
- James, Christopher, (1996), Bank debt restructuring and composition of exchange offers in

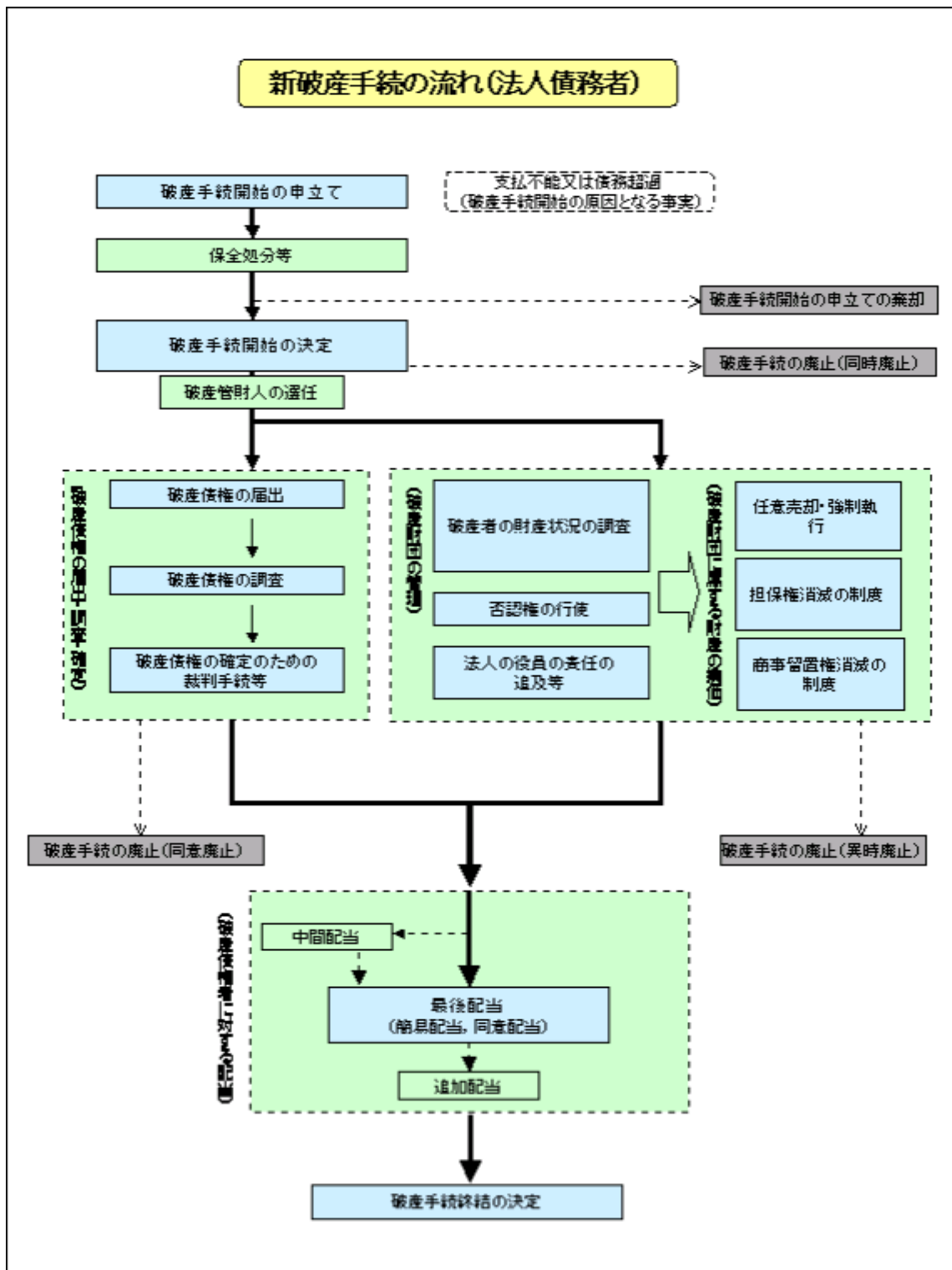
- financial distress, *Journal of Finance* 51,711-727.
- Kang, Jun-Koo and Rene M, Stultz (2000). Do banking shocks affect borrowing firm performance? An analysis of the Japanese experience, *Journal of Business*, 73, 1-23.
- Manove, Michael; Padilla, A. Jorge and Pagano, Marco (2001), Collateral versus project screening: a model of lazy banks, *RAND Journal of Economics*, 32, 726-744.
- Petersen, Mitchell A.; Rajan, Raghuram (1997), Trade Credit: Theories and Evidence; *Review of Financial Studies* 10, pp. 661-91
- von THADDEN, Ernst-Ludwig VON; BERGLOF, Erik; ROLAND, Gerard (2003), Optimal Debt Design and the Role of Bankruptcy; Discussion Paper, Université de Lausanne, Ecole des HEC, DEEP, Cahiers de Recherches Economiques du Département d'Econométrie et d'Economie politique (DEEP)
- Tsuruta, Daisuke. (2004), Bank Information Monopoly and Trade Credit: Does Only Bank Have Information? Evidence from Panel Data of Small Businesses in Japan, COE Discussion Paper Series, The University of Tokyo.
- Weiss, Lawrence A.(1990), Bankruptcy resolution, *Journal of Financial Economics* 27, 285-314.
- Welch, Ivo (1997), Why Is Bank Debt Senior? A Theory of Asymmetry and Claim Priority Based on Influence Costs; *Review of Financial Studies* 10, 1203-36
- Xu, Peng (2004a). Bankruptcy Resolution in Japan: Corporation Reorganization vs. Civil Rehabilitation, RIETI Discussion Paper 04-E-010
- Xu, Peng (2004b), Increasing Bankruptcies and the Legal Reform in Japan, *Journal of Restructuring Finance*, Vol.1, No. 2, 417 – 434, 2004
- 斉藤隆志、橘木俊詔(2004)「中小企業の存続と倒産に関する実証分析」、RIETI Discussion Paper Series 04-J-004
- 白田佳子(2003)『企業倒産予知モデル』、中央経済社
- 胥 鵬(2005)「企業債務リストラにおける私的整理と法的整理の選択」、RIETI Discussion Paper Series
- 胥 鵬・鶴田大輔(2005)「経営不振に陥った中小企業の存続期間と債務構成」、RIETI Discussion Paper Series

図1 民事再生手続きの流れ



出所：法務省民事局ホームページ <http://www.moj.go.jp/>

図2 破産手続きの流れ



出所：法務省民事局ホームページ <http://www.moj.go.jp/>

表 1 記述統計

	破産 (505 社)			民事 (332 社)		
	平均	中央値	標準偏差	平均	中央値	標準偏差
借入金/負債合計	0.607	0.631	0.203	0.590	0.627	0.209
現預金/資産合計	0.103***	0.076***	0.097	0.086	0.058	0.086
取引銀行担保保全率 (%)	51.50805	51.18085	13.0392	49.94495	51.13169	12.40827
(借入金/負債合計) × 取引銀行担保保全率	0.180***	0.000***	0.305	0.120	0.000	0.255
EBITDA	-0.001***	0.022	0.129	-0.055	0.022	0.434
(借入金/負債合計) × EBITDA × 取引銀行担保保全率	-0.093***	0.647*	4.805	-2.371	0.525	17.616
売上高/資産合計	1.419*	1.192***	0.982	1.290	1.082	0.851
企業年齢の対数	3.390*	3.497***	0.540	3.495	3.555	0.521
資産合計の対数	13.580***	13.615***	1.261	14.339	14.326	1.552

*、**、***はそれぞれ10%レベル、5%レベル、1%レベルで有意

表2 ロジット推定結果

	(1)	(2)	(3)	(4)
被説明変数				
		民事再生法ダミー		
借入金/負債合計	-0.996 ** (0.418)	-1.147 *** (0.425)	-1.150 *** (0.425)	-1.162 *** (0.424)
現預金/資産合計	-1.135 (0.897)	-0.965 (0.902)	-1.064 (0.906)	-1.018 (0.902)
(借入金/負債合計) ×取引銀行担保保全ダ ミー	-0.474 * (0.283)	-0.476 * (0.285)	-0.487 * (0.287)	-0.485 * (0.286)
EBITDA		-0.889 ** (0.385)	0.493 (0.875)	
(借入金/負債合計) ×EBITDA			-0.050 * (0.028)	-0.036 *** (0.014)
×取引銀行担保保全率				
売上高/資産合計	-0.015 (0.104)	-0.056 (0.108)	-0.067 (0.108)	-0.067 (0.108)
企業年齢の対数	-0.029 (0.165)	-0.041 (0.165)	-0.057 (0.166)	-0.054 (0.166)
資産合計の対数	0.357 *** (0.067)	0.364 *** (0.068)	0.367 *** (0.068)	0.368 *** (0.068)
Observations	837	837	837	837
Pseudo R2	0.095	0.102	0.105	0.105
Log likelihood	-508.614	-504.800	-502.942	-503.117

*、**、***はそれぞれ10%レベル、5%レベル、1%レベルで有意