



RIETI Discussion Paper Series 05-J-012

企業債務リストラにおける私的整理と法的整理の選択

胥 鵬

経済産業研究所



Research Institute of Economy, Trade & Industry, IAA

独立行政法人経済産業研究所

<http://www.rieti.go.jp/jp/>

企業債務リストラにおける私的整理と法的整理の選択

胥 鵬¹

法政大学比較経済研究所教授

経済産業研究所ファカルティフェロー

論文要旨

90年代後半から、債権放棄などによる銀行主導の債務の私的整理が減少する一方、会社更生法や民事再生法の適用申請などによる債務の法的整理が急増している。この論文は1997年1月-2003年12月の間に私的整理と法的整理を行なった会社の整理直前期財務データを用いて、私的整理と法的整理の選択に対する債務構成の効果に関する実証分析を行う。金融機関の債権放棄による私的整理が主に大企業を中心に行なわれ、融資残高に占める特別管理下の日本長期信用銀行および新生銀行融資残高比率、負債合計に対する社債残高比率が高ければ高いほど私的整理よりも法的整理が選ばれる可能性が強い。また、私的整理サンプル企業の無担保融資割合が法的整理サンプル企業のより有意に高い。メインバンクについては、筆頭銀行融資割合が私的整理の可能性を高める。この論文は、私的整理と法的整理の選択に関する分析の数少ない試みの一つであり、今後の日本企業再生のあり方にとって意義深いといえよう。

¹ この研究は RIETI 企業再生処理プロジェクトの一部である。本稿作成にあたって、リサーチアシスタント雨宮美帆、尾作佳江さんと細倉昌子さんにお世話になった。研究補助科学研究費補助金プロジェクト「倒産をめぐる法制度の経済分析」(B(1)、代表者東北大法・政研吉原和志教授)の研究会、RIETI リサーチセミナー、法政大学経済学部経済学会研究会、2004年日本ファイナンス学会、2004年比本経済学会秋大会で、横浜国立大学倉澤資成教授、神戸大学砂川伸幸助教授、RIETI のDP検討会で吉富勝所長、田辺靖雄副所長、細谷祐二研究調整ディレクター、植杉威一郎フェローおよび出席者から貴重なコメントをいただいた。記して感謝する。なお、本論文にありうる誤りはすべて筆者に帰するものである。また、本論文において見解と意見は、RIETI の公式見解を示すものではない。

1. はじめに

私的整理は、企業債務のリストラの重要な選択肢の一つとして挙げられる。1990年代初期まで、銀行主導型私的整理は日本における大企業の再生処理の主な手段であった。稀に大企業による会社更生の適用申請があっても、銀行の介入が失敗に終わった後に行われたケースが多い(Sheard, 1994)。ところが、1997年以降、銀行の介入が失敗に終わったケースだけでなく、金融支援要請が銀行に拒否されて直接会社更生法、民事再生法の適用申請、破産の申立が急増している。一方、3度目の債務免除を受ける建設会社も少なくはない。こういった銀行主導型私的整理中心の大企業再生から私的整理と法的整理の選別へのシフトは日本のコーポレートガバナンスの大きな変化であり、1980年代の米国型コーポレートガバナンスとの共通点も多く見られるようになる。この研究の目的は、97年以降の大企業再生における私的整理と法的整理の選択に関する決定要因を解明することである。

弁護士費用などの直接倒産費用および法的整理の長引きによる資産劣化などの間接倒産費用を回避することは、私的整理のメリットである。したがって、再生ならば、法的整理よりも私的再生が望ましいとされる。私的整理は、債権放棄や金利減免や返済猶予といった債務リストラ措置を講じて企業の過剰債務を解消させなければならない。これは必ずしも容易なことではない。たとえば、債権放棄の場合に取引銀行は互いに責任をなすり付けて自分の負担を軽くしようと交渉を繰り返すことがよく見られる。公募社債残高が多い場合には、数多くの小口債権者は交渉のテーブルに着くことすらない。したがって、私的整理の成否を決める要因の一つは、交渉の難易である。交渉の難易を決める要因は、大口債権者と小口債権者の構成、すなわち、企業の債務構成である。

企業金融の文献で、小口債権者は、不特定多数の個人株主と同様にフリーライダーになるとされる。また、多くの債権者が同時に借手の情報を生産したり、借手をモニタリングしたりすることは効率的ではない。この問題の解決策として、小口債権者が銀行に情報生産、モニタリングおよび交渉を委任することが考えられる。これは、バンキング理論の出発点である。大口債権、とりわけ、銀行融資が情報生産、モニタリングおよび交渉可能性によって特徴付けられる。これは、銀行融資と公募社債との主な相違として挙げられる。

銀行同士の交渉が比較的簡単だといっても、債権放棄に応じるかどうかは、銀行のインセンティブ（誘因）にも依存する。法的整理に踏み切っても大きな損失をこうむらなければ、銀行は債権放棄に難色を示すであろう。法的整理は、私的整理と同様に選択肢の一つである。

銀行は自分の損失を最小となる再生方法を選択する。Weiss(1990)、Xu(2004a)²によると、法的整理において日本も米国も担保債権が厳格に保護される。このことから、銀行融資のうちの担保融資割合が高ければ高いほど、銀行は私的整理のために多額の債権放棄に応じる可能性が低くなる。たとえば、担保付短期貸出中心の銀行が企業を救済する動機付けが疑わしいと、Diamond(1993)、Gertner and Scharfstein (1991)で主張されている。また、Welch(1997)の論文では、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的に回収できるように必死に金融当局に働きかけ、すなわち、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、relationship lending 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されると同時に、借手のモラル・ハザードを抑制する担保の役割も強調されている。

この論文は、企業の債務構成と担保銀行融資割合に焦点を当て、私的整理と法的整理の選択に関する決定要因を分析する。論文構成は以下のとおりである。第2節では、われわれは具体例を交えながら銀行の債権放棄による私的整理の経緯と法的整理の特徴を概観する。第3節では、銀行が私的整理のために債権放棄に応じるインセンティブが簡単なモデルで分析する。引き続き、第4節では理論モデルに基づいて実証分析が行われる。結論は、“瑕疵担保特約”付銀行融資を含めて、担保銀行融資割合が私的整理の重要な決定要因であると示唆する。また、負債合計に占める公募社債の割合も重要である。われわれの分析は、私的整理と法的整理の選択に関する最初の試みであり、今後の日本企業再生のあり方にとって意義深いといえよう。

2. 私的整理と法的整理

私的整理とは、債務者、すなわち、企業と債権者、通常、銀行などの金融機関が債務リストラについて再交渉を行い、債権放棄やデット・エクイティ・スワップなどの方法で企業の債務を免除または株式に転換することを意味する。広い意味で和議も私的整理として捉えることができるかもしれない。私的とは、当事者の債務者と債権者の間の自由交渉であり、裁判所が干渉しないことをさすのである³。最も馴染み深いのは、銀行による債務免除が挙げられる。

² 拙稿 Xu(2004a)では、12件の会社更生案のうち、担保債権の弁済率は90%が2件、100%が10件である。一方、民事再生法の下で担保債権者は原則再生手続に参加せず、担保権は保護される。Weiss(1990)では、37件のうち34件(92%)において担保債権が無担保債券より優先された。

³最近、銀行協会の私的整理に関するガイドライン(指針)、産業再生法といった私的整理を後押しするいくつかの制度が整備されるようになった。ただし、こういった法制度は当事者間の自由交渉を

私的整理のメリットは、法的整理によるブランド・イメージ低下に起因する企業価値の毀損などの倒産費用を回避する点が挙げられる。会社更生法の適用を申請したマイカルの店頭から商品が消えたという新聞報道はまだ記憶に新しいだろう。企業は法的整理になると、取引先に対し信用を一気に失うため、企業価値が急速に低下する。私的整理はこのような費用をある程度回避することができる。私的整理の問題点として、債務免除益課税、小口債権者が費用を負担しない点などが挙げられる。免除された債務は、特別利益として計上され、企業の損失が債務免除益を下回るときには、債務免除益の一部または全額に法人税等が課されることになる。また、社債権者などの不特定多数の小口債権者が私的整理にただ乗りする問題も考えられる。

もう一つ重要な問題は、金融機関が企業の債務免除の要請に応じる誘因である。法的整理に持ち込まれた際に、金融機関が債権を比較的の高い比率で回収できれば、債権放棄に応じる可能性が低い。たとえば、担保処分で担保付融資が簡単に回収することが考えられる。また、政府との間で貸出資産の価値が2割以上目減りすれば、政府に貸出資産の買い戻しを求めることができる“瑕疵担保特約”を結んでいた新生銀行のケースでは、債権放棄に応じればこの特約を使えなくなることから、新生銀行は債権放棄に難色を示した。ここで、債権放棄の具体の経緯を交えながら、私的整理が成立する決定要因について考えよう。

無担保融資と銀行の債権放棄

銀行の債権放棄はほとんど無担保や担保割れの部分に限定される。まず、1998年長谷工コーポレーションのケースでは、“グループ全体の借入金約1兆円のうち、無担保で借り入れている8,100億円強を対象に、38の取引金融機関が融資残高の48%を一律に放棄する内容。主力取引銀行の大和銀行、日本興業銀行、三井信託銀行の三行は同案を受け入れる見通し

妨げ、債務整理に強制的に当事者、とりわけ、債権者を参加させるものではない。私的整理に関するガイドラインは、三年以内の債務超過解消と経常黒字化、株主・経営者責任の責任明確化、第一回債権者集会から3ヶ月以内に結論と勧告する。その適用第一号は、2001年11月に債務超過八十三億円の陥った和装大手の市田、主力取引銀行東京三菱と連盟で融資回収の一時停止を要求、最終的に債務免除九十二億円、資本金四十一億円のうち三十三億円の減資、市田博社長と堀切英武副社長の退任を柱とする私的整理を行った。市田のほかに、ガイドラインに基づいた私的整理は東洋シッターなどが挙げられる。留意すべき点は、私的整理が必ずしも私的整理ガイドラインに則らなければならないものではないことである。

私的整理実務において、最も重要な法律の一つは、産業再生法(産業活力再生特別措置法)である。産業再生法は、子会社の設立や営業譲渡などの事業再編に対する支援することを趣旨とする法律であり、新株を発行する際に登録免許税免除など税制上の優遇が受けられる。私的整理においては、デット・エクイティ・スワップという私的整理の新手法の普及を後押しする役割を果たす。ケンウッド、長谷工などの会社が産業再生法の適用を申請した。もちろん、産業再生法の適用を申請するかどうかは、企業の自主判断である。

(1998/12/18, , 日本経済新聞 朝刊, 1 ページ)、と金融機関のゼネコンに対する債権放棄では最大規模となった。1999 年青木建設向け債権放棄の合意は、“青木建設とグループ会社に対する融資残は 98 年 9 月末で 6,723 億円、このうち無担保債権は 4,427 億円。それぞれの融資残高のうち主力 2 行が 67%、その他の 27 社が 40%弱を放棄する”(1999/03/16, , 日本経済新聞朝刊, 11 ページ) となっている。同じように、2001 年 3 月三井建設に対して、金融機関は“債権放棄と増資に大筋合意したのは、さくら銀や中央三井信託銀行などの金融機関やリース会社のほか、あおぞら銀行(旧日本債券信用銀行)、新生銀行など 14 社。メイン行のさくら銀は無担保債権の 80%強となる約 800 億円を負担。三井グループ 4 社で 1,260 億円程度を放棄する”(2001/03/17, , 日本経済新聞 朝刊, 11 ページ) と金融支援に合意した。

金融界と産業界が 2001 年 9 月にまとめた「私的整理(債権放棄)のガイドライン(指針)」に基づく債権放棄も概ね同じである。たとえば、指針に基づく私的整理第 1 号の市田は、“第一回債権者集会には市田に融資している金融機関 10 社が参加。このうち無担保か担保価値が減少した融資(合計 100 億円強)を持つ金融機関に債務免除を正式要請した。免除額は今期末の債務超過額で、83 億円とみられている。債権放棄は原則的には融資比率に応じたプロラタ方式に基づいており、無担保を含めた融資残高がもっとも大きい東京三菱銀が大半を負担することになりそう。市田は来年 1 月 16 日の臨時株主総会で減資の承認を得て株主の責任分担も明確にした上で 2 月 8 日の第 2 回集会に臨む”(2001/11/16, , 日経産業新聞, 19 ページ)、と通常の債権放棄とほとんど異ならない。

同様に、再生機構が買い取る銀行債権も銀行債権の無担保部分に限るのである。2004 年 7 月、“再生機構は 5 月末にまとめた再建計画で、カネボウへの融資残高が 3 億円以上ある金融機関に、無担保部分の債権を一律 23.5%放棄するよう求めていた。非主力行からは当初、主力行の三井住友銀行の負担が軽すぎるとの不満が相次いだ。だが、債権者の合意が得られなければ法的整理になる可能性もあり、各金融機関は「法的整理に伴う損失よりも債権放棄の方が負担小さい」と判断。最終的に債権放棄に応じた”(2004/07/29, , 日本経済新聞 朝刊, 4 ページ)、と産業再生機構はカネボウの金融機関の放棄分を差し引いた債権を時価で買い取ると決定した。

このように、金融機関の債権放棄による私的整理において、「私的整理(債権放棄)のガイドライン(指針)」と産業再生機構の活用の有無と関係なしに、金融機関は債権の無担保部分または担保割れの部分だけの放棄に応じるのである。これについて、金融機関関係者は無担保債権を放棄すると背任の罪に問われかねないとコメントする。こういったことから、無担保融資の割合は、債権放棄による私的整理と法的整理の選択に影響を及ぼす重要な要因の一つだと考

えられる。

新生銀行とあおぞら銀行

新生銀行は政府との間で貸出資産の価値が2割以上目減りすれば、政府に貸出資産の買い戻しを求めることができる“瑕疵担保特約”を結んでいた。債権放棄に応じればこの特約を使えなくなることから、新生銀行は無担保債権とはいえ債権放棄に消極的であった。“新生銀行への要請額は無担保貸し出しの86%の970億円。そごう再建のカギを握る存在だ。しかし、新生銀行は政府との間で貸出資産の価値が2割以上目減りすれば、政府に貸出資産の買い戻しを求めることができる特約を結んでいる。債権放棄に応じればこの特約を使えなくなることから、新生銀行は態度を留保したままだ”（2000/06/08, , 日本経済新聞 朝刊, 11 ページ）と報じられた。このことは、そごうの再建が民事再生法の適用を申請する法的整理に終わった理由の一つとして挙げられる。また、三井建設に対する債権放棄など金融支援の場合に、“三井グループ4社で1,260億円程度を放棄する。新生銀など4行は増資だけに応じる”（2001/03/17, 日本経済新聞 朝刊, 11 ページ）。西武百貨店の再建においては、“経営再建中の西武百貨店の主力行であるみずほコーポレート銀行が、新生銀行から西武百貨店向け貸出債権約400億円のうち、200億円前後を買い取ることが13日、明らかになった。融資の実質的な肩代わりでみずほの負担を増やし、再建計画の早期合意を目指す。中略。新生銀は200億円の債権を簿価より70億円程度割安な価格でみずほに譲渡。”（2003/02/14, , 日本経済新聞 朝刊, 7 ページ）。また、佐藤工業向けの債権放棄をめぐって、“特別公的管理（一時国有化）に移行した日本長期信用銀行、日本債券信用銀行がゼネコンへの債権放棄に応じない方針を決定していた”（1999/04/15, , 日本経済新聞 朝刊, 13 ページ）、と報じられていた。上述したことから、瑕疵担保特約などで新生銀行や特別公的管理（一時国有化）に移行した日本長期信用銀行、日本債券信用銀行の融資残高が担保融資とみなすことができるため、銀行の債権放棄による私的整理のカギを握る存在だと考えられる。福田・鯉淵(2004)では、新生銀行が瑕疵担保特約を積極的に行使し、不健全な借手を集散的に淘汰した結果、旧長銀顧客企業の倒産が一時的に急増したと報告されている⁴。

⁴ ただし、旧長銀顧客企業の存続したものの株価が上昇に転じ、譲渡後も温存された旧拓銀・旧日債銀の株価は長期に低迷した。このことから、新生銀行の戦略が一時的に倒産を増大させようとも、長期的に不健全企業を温存させる先延ばしより社会的コストが低いと結論付けられている。

メインバンクの役割

融資残高トップ銀行は、ほかの金融機関の反発に配慮してメインの負担を増やしたり、債権放棄に難色を示す金融機関、たとえば、新生銀行などの債権を買い取ったり、債権放棄を実施した後に残ったほかの金融機関の無担保融資分を保証したりすることがしばしば見られる。たとえば、青木建設向けの債権放棄は、“あさひ銀と興銀は融資残高のうち無担保債権の 65% に相当する 1,557 億円を放棄する。三和銀行、東京三菱銀行など準主力取引銀行七行を含む約 30 金融機関には 40% 程度の無担保債権の放棄(1999/03/16, , 日本経済新聞 朝刊, 11 ページ)”、と “当初計画は主力 2 行が 65%、その他が同 40% を放棄する内容だったが、融資額の小さい金融機関の反発に配慮し、主力行の負担をやや大きくした” (1999/03/16, , 日本経済新聞 朝刊, 11 ページ)。西武百貨店に対する債権放棄をめぐって、“西武百が 1 月に要請した再建計画の当初案では、みずほコーポ銀の債権放棄額は約 1,350 億円だった。だが、準主力行から主力行の責任を問う声があがり、同行は要請の対象から外れていた新生銀行の債権を買い取ったうえで、約 70 億円を放棄、負担額を上積みした。グループのみずほアセット信託銀行の放棄額 (8 億円) を加えると、みずほグループの放棄額は 1,434 億円。この結果、準主力行の放棄率は当初計画の 68% から 62% に低下した” (2003/02/27, , 日本経済新聞 朝刊, 11 ページ)、“「みずほや融資額が大きい新生銀の負担額が軽すぎる」” との批判に配慮し、“融資の実質的な肩代わりでみずほの負担を増やし、再建計画の早期合意を目指す” (2003/02/14, , 日本経済新聞 朝刊, 7 ページ) という経緯があった。もちろん、前述したように長谷工コーポレーションのような無担保融資残高の 48% 一律放棄の場合も見られる。1999 年度以降、個別銀行融資の担保状況に関するデータが入手できないため、メインバンクの無担保融資比率と債権放棄との関係を検証することは難しい。

法的整理

私的整理に対して、債務者の企業または債権者が地裁に民事再生法、会社更生法の適用を申請したら破産を申し立てたりすることは法的整理と呼ばれる。大企業は、2000 年 3 月以前は主に会社更生で、2000 年 4 月以降は民事再生法を中心とする法的整理による企業再生を試みてきた。法的整理のデメリットは、ブランド・イメージの低下による企業価値毀損が激しい点である。ただし、再生案や更生案が裁判所に認可されると、当事者全員が従わなければならないため、法的整理において大口債権者も小口債権者も債権カットに応じなければならない。した

がって、法的整理の下で小口債権者のただ乗り起因する取引費用を節約ことができると考えられる。

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ことになる。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、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。

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。会社更生法と異なって、民事再生法による法的整理は、原則として既存経営陣の下で行なわれる。利害関係者が既存経営者が適任ではないと証明できる場合のみ、管財人が任命されることになる。2000年4月以降、大企業も民事再生法の適用申請が多く、会社更生法の適用申請が数件程度にとどまっている。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きに参加しない点である。換言すれば、担保債権契約は債務カットの対象外であり、100%弁済されることになる。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。会社更生法と同じように、会社が資産を持ってすべての債務を弁済することができない場合には、株主は再生案を承認する投票権限を有しない。すなわち、債務カットを行なうときに減資は株主総会の承認が必要としない。実務上、ほとんどの民事再生企業は100%減資を行なっている。なお、詳しい分析については Xu (2004a, 2003b)を参照されたい。

既に触れたように、法的整理の特徴として、担保債権者の利益が厳格に保護される点が挙げられる。会社更生法と民事再生法における弁済率が表1、2に示してある。会社更生法の下で担保債権に対する弁済率がほぼ100%であるのに対して、更生(無担保)債券の弁済率は運良くても10%程度に過ぎない。会社更生法と異なって、民事再生法の下では担保債権者は原則として民事再生手続きに参加せず、したがって、担保債権に対する弁済率は100%である。一方、再生(無担保)債権者が回収できるのは額面の10%程度である。このように、法的整理において担保債権者の権利が厳格に保護される。米国でも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)。この事実は、私的整理において金融機関が法的整理に持ち込まれてもほぼ確実に全額回収できる担保債権を放棄することはないということと整合するものである。

1. 理論モデルと仮説

第3節では、われわれは私的整理と法的整理の実務を踏まえたうえで簡単なモデルで銀行が私的整理のために債務放棄に応じるインセンティブを分析する。企業の再建価値は M 、清算価値は L 、担保付銀行融資は B_S 、無担保銀行融資は B_U 、担保付小口債権は P_S 、無担保小口債権 P_U とする。私的整理を選択すれば、企業の再建価値 M が実現される。法的整理になれば、企業価値は再建価値 M から法的整理費用 C を控除したものに等しい。標準化のために、企業の負債合計 $B_S + B_U + P_S + P_U$ は 1 である。ただし、企業が経済的に債務超過に陥っているため、 $M < 1$ 。また、 $M - C > L$ すなわち、清算より再建が望ましい。簡単化のために、株主は存在しないと仮定する。債務超過を解消するために、企業は私的整理または法的整理で債務をリストラしなければならない。債務リストラは、私的整理と法的整理のいずれかの方法で行われる。

私的整理を選べば、小口債権者は完全にフリーライダーとして行動する。そのため、銀行融資に対する弁済額は再建価値 M から担保付小口債権 P_S と無担保小口債権 P_U の合計額を引いた額になる。もし、再建価値 M が小口債権額 $P_S + P_U$ を下回れば、私的整理で債務超過の解消は果たせない。法的整理になると、銀行も小口債権者も債権の優先順位に応じて弁済を受ける。もし $M - C > P_S + B_S$ ならば、銀行に対する弁済額は $B_S + (M - B_S - P_S - C)B_U / (B_U + P_U)$ 。他方、 $M - C < P_S + B_S$ ならば銀行は $(M - C)B_S / (B_S + P_S)$ だけの弁済を受ける。このように、以下の仮定の下で、下記の4つのケースについて私的整理と法的整理の選択を分析する。

仮定 1：小口債権者は私的整理のためにいかなる債権放棄にも応じない。

仮定 2：法的整理において、債権者の弁済率は絶対優先順位(the absolute priority rule)に従う。

ケース 1 : $1 > M > M - C > B_S + P_S, M > B_S + P_S + P_U$ and $M - C > L$

ケース 1 では、 $M - C > B_S + P_S$ は法的整理の下で担保債権の弁済率が 100%であることを意味する。また、 $M > B_S + P_S + P_U$ という条件から、私的整理を選べば銀行無担保融資の一部を回収することがわかる。最後の条件 $M - C > L$ は清算ではなく再建が必ず選択されることを示唆する。したがって、仮に私的整理を断念しても、銀行も小口債権者も法的整理に賛成するということになる。では、どのような条件の下で銀行は私的整理を選択するのであろうか。

私的整理の条件として、

$$M - B_S - P_S - P_U > (M - B_S - P_S - C) B_U / (B_U + P_U) \quad (1A)$$

が挙げられる。小口債権者は私的整理のために債権放棄などを行わないため、小口債権者の無担保債権は担保債権と同様の優先権を持つことになる。無担保銀行融資の私的整理における価値は、再建価値から担保債権額と小口無担保債権額を引いた金額になる。式(1A)を整理すると、式(1A')が得られる。

$$C B_U / (B_U + P_U) > P_U - (M - B_S - P_S) (P_U / (B_U + P_U)) \quad (1A')$$

式(1A')の左辺は、法的整理の下で銀行が負担しなければならぬ法的整理費用になる。これは、無担保債権に比例する。式(2)右辺は小口債権者に妥協するためのコスト、無担保小口債権者へ移転する再建価値の金額である。ここで、絶対優先順位で無担保債権額に比例して債権を放棄するならば、小口債権者の取り分は、 P_U ではなく $(M - B_S - P_S) (P_U / (B_U + P_U))$ になる。その差額は、私的整理において銀行が負担するコストである。小口債権者が私的整理のために債権放棄に応じない仮定の下で、式(1A')は銀行主導の下で企業が再建される条件である。さらに、式(1A')を整理すると、

$$C B_U / (B_U + P_U) > (1 - M) (1 - B_U / (B_U + P_U)) \quad (1A'')$$

に書き換えられる。式(1A'')から、法的整理費用が高ければ高いほど、銀行無担保融資と無担保債権の比率が高ければ高いほど、私的整理が選ばれることがわかる。引き続いて、われわれはケース2で法的整理が選ばれると担保債権が全額弁済されない場合の私的整理の条件を導出する。

$$\text{ケース2} : 1 > M > P_S + P_U, B_S + P_S > M - C \text{ and } M - C > L$$

ケース2とケース1との異なる点は、 $B_S + P_S$ と $M - C$ の大小関係である。法的整理の下で担保債権が100%弁済されないため、無担保債権は100%カットされ、担保債権は比率に応じて弁済されることになる。すなわち、式(1A)の右辺 $(M - B_S - P_S - C) B_U / (B_U + P_U)$ は、 $(M - C) B_S / (B_S + P_S)$ によって代えられる。すると、ケース2における私的整理の条件は、

$$M - P_S - P_U > (M - C) B_S / (B_S + P_S) \quad (2A)$$

に表される。私的整理の下で担保付銀行融資が100%弁済されれば、式(2A)の左辺は、銀行の債権放棄後の債権額 $B_S + M - P_S - B_S - P_U$ 、すなわち、 $M - P_S - P_U$ を表す。取引費用のかからない私的整理の下において、企業の再建価値は小口債権者の担保債権と無担保債券を全額弁済に足るが、銀行は無担保融資全額カットだけでなく、担保付融資を一部放棄しなければならない。ただし、式(2A)の左辺はいずれも銀行の債権放棄後の債権額 $M - P_S - P_U$ を表す。

これを簡単に変形させると、式(2A')

$$M - (P_S + P_U) > (M - C) B_S / (B_S + P_S) \quad (2A')$$

が得られる。この場合、私的整理の可能性は、小口債権/債権総額、担保付銀行融資/担保付債権総額に依存する。小口債権/債権総額が高ければ高いほど、担保付銀行融資/担保付債権総額が低ければ低いほど、ほかの条件が一定の下で私的整理が選ばれる。

ケース1とケース2で、銀行主導の私的整理が選ばれば小口債権者は担保債権も無担保債権も100%弁済される。一方、銀行は無担保融資の一部あるいは全額、場合によって担保付融資の一部も放棄しなければならない。しかし、銀行が無担保融資の一部を放棄することがよく見られるが、明確に銀行が担保融資を放棄すると報じた新聞報道はほとんど見当たらない。また、産業再生機構による三井鉱山の子会社化における債権放棄も無担保債権のうちの1700億円である。したがって、私的整理はケース1に該当するものがほとんどだと考えられる。

ケース3 : $I > B_S + P_S + P_U > M$ 、 $M - C > B_S + P_S$ and $M - C > L$

このケースでは、法的整理において銀行は少なくとも担保付融資の全額を回収することができる。しかし、小口無担保債権者に妥協して私的整理を選んだ場合に、銀行は無担保融資全額、担保付債権の一部も放棄しなければならない。したがって、

$$M - P_S - P_U < B_S < B_S + (M - B_S - P_S - C) B_U / (B_U + P_U)$$

が成立するため、銀行は私的整理よりも法的整理を選択する。小口無担保債権が大きな割合を占めるとき、私的整理の利益がほとんど小口無担保債権者にフリーライダーされるため、銀行は私的整理を断念して法的整理に踏み切る。

ケース4 $I > P_S + P_U > M$ and $M - C > L$

$P_S + P_U > M$ が成立すれば、私的整理の下で銀行はすべての債権を放棄しなければならないため、銀行はいつも法的整理を望む。再建価値が小口債権を上回らなければ、企業に法的整理以外の道は残されていない。これは、ヤオハン・ジャパンなどの社債比率が高いケース該当する。

今まで分析した私的整理のために銀行が一方的に債権放棄に応じるインセンティブをまとめると、以下の仮説が導かれる。第3節では、この仮説をテストする。

仮説：再建価値、銀行無担保融資比率が高ければ高いほど、公募社債比率が低ければ低いほど、私的整理が選択されやすい。

3. サンプルと実証結果

この節では、われわれは実証分析で用いるサンプルについて説明する。この研究ではわれわれは会社更正法の適用、民事再生法の適用および破産などの理由で上場廃止された会社、1997年1月－2003年12月までの金利減免、返済猶予、債務免除、債務株式化のキーワードにして日経四紙で検索し、公開企業に限定して私的整理を行った会社を確定した。合計は122件、私的整理は38件、法的整理は84件である。同じ会社が複数回の私的整理または法的整理を試みた場合に、別々にカウントする。法的整理企業に14社の破産、特別清算会社が含まれている。なお、銀行借入ゼロの3社がサンプルから除かれた。また、データが入手できない企業も除外されている。

企業の再建価値の代理変数として、われわれは(税引き前利益+支払利息+減価償却費)/資産合計(EBITDA/資産合計)を使う。他方、債権放棄の目的は債務超過を回避することや未処分損失を一掃することがよく挙げられる。計測において、EBITDA/資産合計の代わりに当期未処分損益/資産合計か負債合計対資産合計比率を用いる。また、企業規模をコントロールするために資産合計の自然対数も説明変数に含まれる。民事再生法、会社更生法の適用直前の決算期においても、株式は一応取引されるが、ほとんど100円割れのものが多く、時価簿価比率は1に近く、将来の収益性の代理変数としてほとんど意味を持たないであろう。無担保銀行融資比率については、無担保借入金/(短期借入+1年以内返済予定の長期借入+長期借入)をそのまま使う。ここで、無担保銀行融資比率をそのまま用いるよりも、無担保銀行融資が極端に高いダミーを用いる。無担保銀行融資90%ダミーが用いられる。日本債券信用銀行、日本長期信用銀行の国有化、瑕疵担保付であおぞら銀行、新生銀行に資産が譲渡されたことを考慮すると、あおぞら、新生銀行の融資は担保付融資に近いと考えられる。ここで、新生銀行融資比率=特別管理下の日本長期信用銀行・新生銀行融資残高/(短期借入+1年以内返済予定の長期借入+長期借入)も説明変数として用いる。メインバンクの効果を捉えるために、筆頭銀行融資/(短期借入+1年以内返済予定の長期借入+長期借入)が説明変数に含まれる。筆頭銀行持株比率は筆頭銀行持株がトップ10大株主に現れたもの、以外の場合には0とする。小口債権比率の代理変数として、普通社債・転換社債・新株引受権

付社債残高/負債合計および公募普通社債・転換社債・新株引受権付社債残高/負債合計を使う。

データはいずれも私的整理または法的整理を行った年の直前決算のものである。資産合計、短期借入、1年以内返済予定の長期借入、長期借入、税引き前利益、支払利息、減価償却費、当期末処分損益、金融機関別借入金、社債情報は日経 NEEDS Financial QUEST および eol DB タワーサービスの有価証券報告書から取った。金融機関別借入金については、法的整理直前期のデータが収録していない場合には、直前期の前年度のものを使う。無担保銀行融資は eol DB タワーサービスの有価証券報告書の財務諸表注記事項等に記載されたものを使う。

私的整理サンプルおよび法的整理サンプル別の各変数の平均値、中央値と標準偏差は表 3 に示されている。ここで、破産宣告を受けた企業を含む法的整理サンプルと含まない法的整理サンプルが示されている。無担保銀行融資割合については、法的整理会社の平均値と中央値はそれぞれ 34.8%と 28.9%、私的整理会社の平均値と中央値はそれぞれ 59%と 63.0%である。破産宣告を受けた会社を含む場合も、法的整理会社の平均値と中央値はそれぞれ 36.5%と 30.0%である。また、銀行無担保融資比率が 90%を超える割合を見ると、法的整理サンプルの 7.0%に対して、私的整理サンプルは 31.6%にも達する。いずれの場合も、私的整理と法的整理の間に無担保銀行融資比率は 1%のレベルで平均値、中央値が有意に異なる。したがって、法的整理会社と比べて、私的整理会社の無担保銀行融資の割合ははるかに高いことがわかる。

具体的に、2回も債権免除を受けた長谷工コーポレーションの無担保融資比率がほぼ 100%にも達する。今後景気次第再度の債権放棄はないと言い難い。ちなみに、表 4 に示してあるように、1985 年 5 月期から 1990 年 3 月期にかけて、長谷工コーポレーション向け無担保融資比率は 68.5%から 95.0%へ上昇した。したがって、無担保融資比率が高いということは、担保処分による債権回収の結果だとは言い難い。熊谷組、飛島建設、旧ハザマ（青山管財）トーメンなどはいずれも無担保融資比率が 90.0%以上と高い。法的整理に持ち込めばゼネコンなどの無担保債券回収率はほとんど 5%以下ということを考えると、わずかなキャッシュ・フローのために債権放棄に依りざるを得ないのは、Diamond and Rajan (2000, 2001)で分析された債務免除の交渉プロセスそのものである。信用残高、すなわち、無担保融資残高の割合が突出した高いことは、銀行の債権放棄の一因である。長谷工を調べた限りは、信用残高の割合は 85 年以降 30%近く上昇し、担保処分の結果だとは認め難い。

法的再生企業の特別管理下の長銀、新生銀行残高平均割合 5.1%は私的整理の平均割合

1.6%より 10%レベルで有意に高い。破産、特別清算企業を入れると、法的整理企業の平均値は 4.8%にわずかに低くなるが、10%レベルで私的整理の平均割合より有意に高い結果に変わりはない。また、特別管理下の日債銀、あおぞら銀行残高を加えても平均割合はそれぞれ 1%程度増えるが、法的整理企業の平均値は 4.8%にわずかに低くなるが、10%レベルで私的整理の平均割合より有意に高い結論は変わらない。この事実は、福田・鯉淵(2004)で指摘された新生銀行が長銀の資産を引き継いだあと積極的瑕疵担保特約を行使し、結果として旧長銀顧客企業の倒産が一時的に急増した事実と整合的である。

企業規模をみると、私的整理サンプルには大企業が目立つ。たとえば、私的整理サンプルの平均資産合計(中央値)の 4,640 億円(3,410 億円)に対して、和議、会社更生法や民事再生法で再建を試みた 70 社の平均資産合計(中央値)の 1,010 億円(245 億円)、である。破産宣告を受けた企業や特別清算会社を法的整理サンプルに含めると、法的整理 84 社の平均資産合計(中央値)は 936 億円(231 億円)となる。このことから、私的整理は大企業を中心に行われるが、小規模の公開企業は破産で処理されることが多く、中規模の公開企業は民事再生法や会社更生法で再生を目指すか、破産、特別清算で清算されることになる。

収益性については、両グループの間には大きな差が見られない。私的整理企業の EBITDA/資産合計か未処理損失/資産合計の平均値をみると、10%のレベルで法的整理企業のより赤字か未処理損失が少ないが、中央値は有意に異ならない。負債合計/資産合計については、私的整理と法的整理のグループの間に平均値は有意に異ならないが、10%レベルで中央値は異なる。破産、特別清算企業を含める場合に、結論は概ね同じである。したがって、私的整理企業と法的整理企業の間に着しい収益性の相違が見られないのである。この事実から、金融機関の債権放棄による私的整理は、収益性の芳しくない企業を温存させる抜本的な改革の先延ばしに過ぎない可能性が強いと考えられる。たとえば、福田・鯉淵(2004)、Isagawa and Yamashita (2004)は、日本における企業再生が必ずしも不採算企業を切り離し、採算企業を再生させることになっていないと示唆する。

法的再生企業の社債・転換社債/負債合計の平均値がわずか 2.1%に過ぎない。破産、特別清算企業をいれると、社債・転換社債/負債合計は 2.5%程度である。私的再建企業の平均社債対負債比率は 1%程度さらに低い。10%レベルで両者の差は有意でない。また、公募社債についてほぼ同じである。社債・転換社債残高を抱えるケースは 35、全体の 3 分の 1 弱である。最も高いケースでは、負債合計の 25%にも達する。1980 年代後半から一連の規制緩和を経て、社債市場は完全自由化されるようになったが、ジャンクボンド市場は米国ほど発達していない。

とはいえ、社債・転換社債残高を多く抱えている企業に対して、金融機関が債権放棄に難色を示すことは十分に考えられる。

筆頭銀行融資比率について、法的再生企業平均が 38%、破産、清算企業を入れると 36%になる。これは私的整理企業の 36%と大きく異ならない。中央値は、法的再生企業 35%、法的整理企業 34%、私的整理企業 35%となっており、法的整理と私的整理の間に相違が見られない。企業銀行関係のもう一つの尺度筆頭銀行持株比率は、私的整理企業平均 4.4%が法的整理企業平均 3.45%より 1%レベルで有意に高い。また、私的整理企業と法的整理企業は、5%レベルで中央値が異なる。破産、特別清算企業を除くと、平均値は 10%レベルで私的整理企業が法的再生企業より高く、中央値も 10%レベルで有意に異なる。

私的整理と法的整理の選択に関する Logit モデルで推定は表 5 に示してある。無担保融資比率>90%、社債・転換社債残高対負債合計比率、特別管理下の長銀・新生銀行残高割合の各変数が符号は概ね仮説と整合的である。とりわけ、社債・転換社債残高対負債合計比率、特別管理下の長銀・新生銀行残高割合は 1%レベルで有意に私的整理の可能性を低めるのである。したがって、負債合計に対して社債転換社債残高割の高い企業、長銀が国有化されてから長銀の旧顧客企業は法的整理に持ち込まれる傾向が強いことがわかる。この結果は、破産、特別清算企業をサンプルに含まれるかどうか依存しなく非常に頑健である。社債・転換社債残高を公募社債・転換社債残高に置き換えても、結論は同じである。無担保融資比率>90%について、符号は正であるが、10%レベルで有意ではない。

筆頭銀行融資比率は 5%レベルで有意に私的整理の選択を強めるように作用する。筆頭銀行融資が高いと、メインに責任を押し付けやすく、また、大口債権者の調整がより簡単になると考えられる。ただし、筆頭銀行の持株比率は私的整理と法的整理の選択に 10%レベルで有意の効果を与えない。EBITDA/資産合計については、破産、特別清算のケースを含むか含まないかにかかわらず 10%のレベルで有意ではない。EBITDA/資産合計の代わりに負債合計対資産合計比率を被説明変数に入れると、破産、特別清算企業が含まれる場合にのみ 10%レベルで有意である。収益性の代理変数として、EBITDA/資産合計、負債合計対資産合計比率ではなく、未処分利益・損失/資産合計を用いると、ほとんどのケースでその効果は 10%レベルで有意である。

しかし、負債資産比率の符号は正、EBITDA/資産合計と未処分利益・損失/資産合計の符号は負であり、負債が多い企業、収益性の低い企業、とりわけ、未処分損失を多く抱えている企業は私的整理対象に選ばれるのである。これは、銀行債権放棄の目的が債務免除益で未処分

損失を一掃し融資先の債務超過を回避する事実と整合的である。たとえば、“青木建設は今期末、債権放棄による債務免除益 2,000 億円と株主資本 900 億円を原資に、海外不動産開発事業やグループ会社の整理など約 2,900 億円の損失処理を実施する”（1999/03/16, 日本経済新聞 朝刊, 11 ページ）と報じられていた。同様に、佐藤工業は“この債務免除益と株主資本の一部を原資として、99 年 3 月期決算で不良資産処理に伴う約 1,600 億円の特別損失を計上する。最終損益は約 410 億円の赤字に転落する見込みで、株主資本の剰余金と準備金をほぼ全額取り崩すが、債務超過は回避した”（1999/05/21, , 日本経済新聞 朝刊, 1 ページ）。三井建設のケースでも、債権放棄の目的は“債権放棄と 200 億円の第三者割当増資を含めた金融支援の総額は当初より 10 億円減額し、1,620 億円とした。同社は債権放棄に伴う債務免除益などを原資に今期に 1,700 億円の損失処理を実施”することである（2001/03/17,, 日本経済新聞 朝刊, 11 ページ）。さらに、指針に基づく市田向け債権放棄は、“無担保か担保価値が減少した融資（合計 100 億円強）を持つ金融機関に債務免除を正式要請した。免除額は今期末の債務超過額で、83 億円とみられている”（2001/11/16,, 日経産業新聞, 19 ページ）。

免除益課税などの税制上の理由もあって、金融機関は債務超過額や未処分損失額に相当額以上に債権を放棄しないのである。言い換えれば、債務放棄の可能性が低ければ、赤字が拡大する前に法的処理に持ち込まれることが多いとも考えられる。いずれにしても、上場廃止から逃れるために債務放棄は債務超過回避や未処理損失の処理が目的で、採算性のある融資先を再建させる抜本的な解決策とは程遠いものである。実際にもゼネコン向け債権放棄による私的整理は再建計画が達成されたケースがまれであり、債権放棄が失敗して法的処理に終わるケースも少なくはない。こういった結果を招いた最大の理由は、日本経済の長期低迷、とりわけ、建設、不動産、流通などの産業の長期にわたる不況が挙げられる。鹿野(1994)で指摘されたように、産業全体の景気回復こそ銀行の債権放棄によるいわゆるメインバンク主導の企業再建の成功を握るカギである。その上、ほとんどの企業が沈没しかけている場合には、Shleifer and Vishny (1992)で分析されたように資産売却による債務リストラが進まない。これは、バランス・シートに深い傷を負った同業他社に買う余力がないため、結局二束三文で売却せざるを得ないからである。Asquith, Gertner and Scharfstein (1994)で、70 年代後半から 80 年代までの米国企業の債務リストラにも同様の傾向が報告されている。

米国の先行研究について、Gilson(1990)では負債合計に占める銀行保険会社からの借入比率が有意に私的整理の可能性を高めると報告されている。ただし、銀行融資に占める無担保融資割合は含まれていなかった。また、James(1995)では公募社債と負債合計比率と銀行融資に占

める無担保融資割合が両方とも説明変数に含まれた。公募社債と負債合計比率の銀行融資の株式化に対する効果は有意に負である。なお、銀行融資に占める無担保融資割合は符号が仮説と反対に正で計量的に有意ではない。Asquith, Gertner and Shcharfstein (1994)では、ジャンクボンドを発行した米国企業について担保付銀行融資が私的整理よりも Chapter11 の申請を有意に高めると報告されている。銀行融資に占める瑕疵担保特約付融資割合が高い時に日本企業の私的整理の可能性が高い。また、社債残高比率も私的整理と法的整理の選択を決める重要な要素の一つである。Logit 分析では有意ではないが、債権放棄のドキュメントで明らかにしたように、自発的にせよ、ガイドラインに基づくものにせよ、産業再生機構活用にせよ、金融機関は融資の無担保部分か担保割れの部分しか放棄しないのである。われわれの発見は、日本の企業金融研究に対する重要な貢献だといえよう。

4. 結び

1990年代初期まで、日本の既存研究はメインバンク、系列などの業績不振企業のリストラおよび業績回復に対する影響にフォーカスを当ててきた。日本経済が概ね好況であったため、大企業の倒産件数はごく僅かであった。その結果、私的整理と法的整理に関する実証分析は皆無だった。この研究はこの空白を埋める重要な実証分析になる。とりわけ、債権放棄や債務株式化といった私的整理は、銀行の信用残高、すなわち、無担保融資比率が重要な要因の一つである。長谷工のように銀行無担保融資比率が極端に高い場合には、2度、3度の債権放棄もやむをえない。このことから、担保は銀行のリスク管理にとって非常に重要であると考えられる。瑕疵担保特約のため、新生銀行が債権放棄に態度を留保することも法的整理に持ち込まれたときに新生銀行の債権が100%回収できるからである。小口債権者のただ乗り理論と整合的に、社債・転換社債の存在で私的整理の合意の成立がより難しくなる。筆頭融資銀行の割合は私的整理の可能性を高める。ただし、債務放棄は債務超過回避が目的で、採算性のある融資先を再建させる抜本的な解決策とは程遠いものである。この結論は、最近企業再生に関するほかの研究結果とも整合的である。

こういった結果を招いた最大の理由は、日本経済の長期低迷、とりわけ、建設、不動産、流通などの産業の長期にわたる不況が挙げられる。最終的に、こういった産業全体の景気回復こそ銀行の債権放棄による私的整理の成功を握るカギである。建設、流通、不動産のようなほとんどの企業が沈没しかけている場合には、資産売却による債務リストラが進まない。これは、バランス・シートに深い傷を負った同業他社に買う余力がないため、結局二束三文で売却せざ

るを得ないからである。70年代後半から80年代までの米国企業の債務リストラにも同様の傾向が報告されている。思い切って不採算部門を切り離して、抜本的に企業を選別して再生させることは、日本経済再生の急務の一つだといえよう。

表1 認可された会社更生法の更生案における担保債権と更生(無担保)債権に対する弁済率

(January 1997 - August 2002) 出所: Xu (2004a)

Firm name	Percentage or description of claim paid		
	Secured creditors	Unsecured creditors	Shareholders
<i>Priority violated for secured creditors only</i>			
YAOHAN JAPAN	90%	3%	0
DAI-ICHI HOTEL	90%	4%	0
SASAKI GLASS	90%-100%	3% - 8%	0
<i>Priority held</i>			
KYOTARU	100%	20%	0
TOKAI KOGYO	100%	8%-2%	0
TADA	100%	13%	0
DAITO KOGYO	100%	8%	0
TOSHOKU	100%	8%	0
MITSUI WHARF	100%	36.9%	0
ASAKAWAGUMI	100%	5%	0
LONGCHAMP	100%	9%	0
JDC	100%	9%	0
NIKKO ELECTRIC INDUSTRY	100%	10%	0
KOKOKU STEEL WIRE	100%	6.50%	0
NAGASAKIYA	100%	0.50%	0
LIFE	100%	47.72%	0
JAPAN METALS & CHEMICALS	100%	?	0
SATO KOGYO	100%	4%	0
NISSAN CONSTRUCTION	100%	7%、	0
KEISHIN WAREHOUSE	100%	8%	0
HOKO FISHING	100%	23%	0
HOKUBU	100%	25%	0

表2 認可された民事再生法の再生案における再生(無担保)債権に対する弁済率(January 1997
- August 2002) 出所: Xu (2004a)

Percentage or description of claim paid		
Firm name	Unsecured creditors	Shareholders
	<i>Priority held</i>	
TOYO STEEL	NA	0
AKAI	NA	0
SOGO	5%	0
FUJII	50%	0
MARUTOMI GROUP	15%	0
FUJI CAR MFG.	8%- 10%	0
IKEGAI	1.59%	0
FOOTWORK INTERNATIONAL	NA	0
BETTER LIFE	10%	0
OHKURA ELECTRIC	1.50%	0
ERGOTECH	NA	0
AOKI	2%	0
KOTOBUKIYA	0.70%	0
SHOKUSAN JUTAKU SOGO	NA	0
KITANOKAZOKU	6%	0
SOGO DENKI	NA	0
NAKAMICHI	NA	0
IZUMI INDUSTRIES	NA	0
ISEKI POLY-TECH	NA	0
DAI NIPPON CONSTRUCTION	2%	0
	<i>Priority violated for unsecured creditors only</i>	
NICHIBOSHIN	4.14%	1%
KAWADEN	22.43%	21%
HAKUSUI TECH	NA	10%
FUJIKI KOMUTEN	5%	100%

表3 Selected financial characteristics for 98 financially distressed firms during the period 1997-2003

	<i>Bankruptcy</i> <i>Liquidation filing firms included</i>			<i>Bankruptcy</i> <i>Liquidation filing firms excluded</i>			<i>Out-of-court debt restructuring</i>		
	Mean	Std.Dev.	Median	Mean	Std.Dev.	Median	Mean	Std.Dev.	Median
資産合計(千円)	936***	1920	231***	1010***	2060***	245	4640	3940	3410
銀行無担保融資比率	0.365***	0.318	0.300***	0.348***	0.311***	0.290	0.593	0.338	0.632
銀行無担保融資比率>90%	0.083***	0.278	0***	0.071***	0.259***	0	0.316	0.471	0
社債残高/負債合計	0.025*	0.057	0	0.021	0.049	0	0.011	0.024	0
公募社債残高/負債合計	0.019	0.049	0	0.018	0.046	0	0.010	0.025	0
新生銀融資比率 ^{注2}	0.048*	0.125	0	0.051*	0.136	0	0.016	0.037	0
あおぞら・新生銀融資比率 ^{注2}	0.058*	0.127	0.002	0.058*	0.135	0	0.027	0.044	0
筆頭銀行融資比率 ^{注2}	0.365	0.184	0.336	0.382	0.184	0.355	0.361	0.166	0.348
筆頭銀行持ち株比率(%) ^{注2}	0.034***	0.018	0.042**	0.037**	0.017*	0.044	0.044	0.015	0.048
EBITDA/資産合計	-0.329	1.403	-0.023	-0.390*	1.531	-0.041	-0.073	0.150	-0.017
負債比率/資産合計	1.017	0.659	0.927**	1.059	0.706*	0.931	0.998	0.176	0.955
未処理損失/資産合計	-0.467*	1.406	-0.106	-0.526*	1.532	-0.114	-0.140	0.174	-0.061
N(サンプル数)	84			70			38		

* Differences for bankruptcy vs. out-of-court at 1% level

表 4 長谷工コーポレーションの担保付借入金の変遷(単位:億円)

	85年5月期	89年3月期	90年3月期	99年3月期	00年3月期	01年3月期	02年3月期
短期借入金	85468		1760	1373		3295	240	68	68
1年以内に返済予 定の長期借入金	16239		276	277		250	0	0	0
長期借入金	57478		1120	926		42	6634	4889	4846
借入金合計	159185		3157	2576		3586	6874	4957	4914
担保付借入金									
長期借入金	44029		232	135		7	10	10	12
うち1年以内に返 済予定の長期借入 金	6146		97	62		4	0	0	0
担保付借入金比率	31.52%		7.33%	5.23%		0.19%	0.15%	0.21%	0.24%

表 5 Logit regression relating the likelihood of out-of-court debt restructuring to the firm's financial characteristics for a sample of 122 financially distressed firms during 1997- 2003 (liquidation filing firms included)

<i>Variable</i>	<i>coefficient (Std. Err.)</i>	<i>coefficient</i> <i>t</i> <i>Std. Err.)</i>	<i>coefficient</i> <i>t</i> <i>(Std. Err.)</i>
log(資産合計)	1.707(0.359) ***	1.729(0.366) ***	1.739(0.369) ***
銀行無担保融資比率>85%	0.406(0.938)	0.383(0.945)	0.408(0.948)
社債転換残高/負債合計	-19.060(6.088) ***	-18.822(6.093) ***	-19.376(6.117) ***
新生銀融資比率	-19.951(6.691) ***	-20.173(6.754) ***	-20.197(6.753) ***
筆頭銀行融資比率	4.205(1.810) **	4.236(1.813) **	4.265(1.824) **
筆頭銀行持ち株比率	9.448(20.350)	9.912(20.450)	10.308(20.612)
EBITDA	-0.118(0.141)		
負債合計/資産合計		0.522(0.306) *	
未処分利益/資産合計			-0.238(0.130) *
定数項	-33.740(6.763)	-34.684(6.981)	-34.431(6.953)
サンプル数	122	122	122
PseudoR2	0.514	0.516	0.516
Logpseudo-likelihood	-36.759	-36.623	-36.643
Waldchi2(7)	36.680	32.690	34.150

***1%レベルで有意、**5%レベルで有意、*10%レベルで有意、

表 6 Logit regression relating the likelihood of out-of-court debt restructuring to the firm's financial characteristics for a sample of 108 financially distressed firms during 1997- 2003 (liquidation filing firms excluded)

<i>Variable</i>	<i>coefficient (Std. Err.)</i>	<i>coefficient_t (Std. Err.)</i>	<i>coefficient_t (Std. Err.)</i>
log(資産合計)	1.667(0.369)***	1.695(0.378)***	1.701(0.379)***
銀行無担保融資比率>85%	0.332(0.978)	0.305(0.986)	0.329(0.986)
社債転換残高/負債合計	-19.555(6.590)***	-19.384(6.614)***	-19.877(6.631)***
新生銀融資比率	-20.221(6.958)***	-20.505(7.063)***	-20.494(7.033)***
筆頭銀行融資比率	3.669(1.805)**	3.706(1.811)**	3.729(1.820)**
筆頭銀行持ち株比率	9.413(20.727)	10.178(20.863)	10.435(21.000)
EBITDA	-0.088(0.153)		
負債合計/資産合計		0.475(0.323)	
未処分利益/資産合計			-0.216(0.136)
定数項	-32.675(6.967)	-33.696(7.271)	-33.402(7.160)
サンプル数	108	108	108
PseudoR2	0.493	0.494	0.494
Logpseudo-likelihood	-35.544	-35.425	-35.440
Waldchi2(7)	34.420	29.290	31.250

***1%レベルで有意、**5%レベルで有意、*10%レベルで有意、

参考文献

- 鹿野嘉昭(1994)、『日本の銀行と金融組織』、東洋経済新報社
- 福田慎一・鯉渕 賢(2004)、銀行破綻と借り手のパフォーマンス、『経済学論集』69、35-56
- Aghion, Philippe and Patrick Bolton (1992). An incomplete contract approach to financial contracting, *Review of Economic Studies* 59, 473-494.
- Aoki, Masahiko and Patrick, Hugh (1994). *The Japanese Main Bank System Its Relevance for Developing and Transforming Economics*, Oxford University Press.
- Asquith, P., Gertner, R., and Shcafstein D. (1994). Anatomy of financial distress: an examination of junk-bond issuers, *Quarterly Journal of Economics*, 625-658.
- 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
- Franks, Julian R., and Torous, Walter N. (1994). An comparison of financial recontracting in distressed exchanges and Chapter 11 reorganizations, *Journal of Financial Economics* 35, 349-370.
- Gertner, Robert, and Scharfstein, David (1991). A theory of workouts and the effects of reorganization law, *Journal of Finance* 46, pp.1189-1222.
- Giammarino, Ronald M. (1989). The resolution of financial distress, *Review of Financial Studies* 2, 25-47.
- Gilson, Stuart C. (1989). Management turnover and financial distress, *Journal of Financial Economics* 25, 241-262.
- Gilson, Stuart C. (1990). Bankruptcy, boards, banks, and block holders, *Journal of Financial Economics* 27, 355-387.
- Gilson, Stuart C. (1990). Transactions Costs and Capital Structure Choice: Evidence from Financially Distressed Firms, *Journal of Finance*, March 199752, 161-196.
- Gilson, Stuart C., Kose John and Lang, Larry, H.P. (1990). Troubled debt restructurings, *Journal of Financial Economics* 27, 315-353.
- Isagawa, Nobuyuki and Yamashita, Tadashi (2004) Debt Forgiveness and Stock Price Reaction of Lending Bank: Theory and Evidence from Japan, 2004 年度日本ファイナンス学会第 12 回大会報告論文
- James, Christopher (1995). When do banks take equity? An analysis of bank loan restructuring and the role of public debt, *Review of Financial Studies* 85, 567-585.
- James, Christopher, (1996). Bank debt restructuring and composition of exchange offers in financial distress, *Journal of Finance* 51, 711-727.
- Jensen, Michael, (1989). Active investors, LBOs, and the privatization of bankruptcy, *Journal of Applied Corporate Finance* 2, 35-44.

- Sheard, Paul, (1994). Main banks and the governance of financial distress, in *The Japanese Main Bank System Its Relevance for Developing and Transforming Economics*, edited by M. Aoki and Hugh Patrick.
- Shleifer, Andrei and Vishny, Robert W.(1992) Liquidation Values and Debt Capacity: A Market Equilibrium Approach; *Journal of Finance* 47, pp. 1343-66
- Shleifer, A., and Vishny, R. W. (1997). A survey of corporate governance, *Journal of Finance* 54, 737-783.
- 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, pp. 1203-36
- Xu, Peng (2003b).Increasing Bankruptcy filings and the bankruptcy reform in Japan, in *Empirical Evaluation of Corporate Restructuring*, edited by Stijn Claessens and Dongsoo Kang, 245-272, Korean Development Institute
- 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