



RIETI Discussion Paper Series 06-J-037

銀行のエクスポージャーと債権放棄における企業銀行間交渉 イベント・スタディによる検証

秋吉 史夫
東京大学

広瀬 純夫
信州大学



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/>

銀行のエクスポージャーと 債権放棄における企業銀行間交渉 イベント・スタディによる検証

2006年4月

秋吉史夫

東京大学大学院経済学研究科

広瀬純夫

信州大学経済学部

要約

破綻の危機に瀕した企業に対して多額の貸出を行っている場合、倒産処理を行って貸出損失を確定してしまうと、貸出を行っている銀行自身が経営危機に直面する恐れがある。このような事態を予想する銀行経営者は、倒産処理を躊躇し、追貸しを行ったり、抜本的な再建には結びつかない不十分な規模の債権放棄を実施したりするなど、当座しのぎの策を講じて、破綻の危機にある企業の延命措置を図ろうとする。このような、銀行自身が危険にさらされている構図は、債権放棄に関する交渉の場で、債務者企業の交渉力を強化する可能性がある。本論文では、このような可能性について、債権放棄に関するイベント・スタディの手法を用いて検証を試みたものである。対象サンプルとした債権放棄のイベントは、1993年1月から、2004年1月までの期間で、日本経済新聞、日経産業新聞、日経流通新聞、日経金融新聞の日経4紙に対して、「債権放棄」「債務免除」をキーワードとして抽出を行って得られた報道により特定した。その結果は、メインバンクのリスク・エクスポージャーが高い貸出先では、債権放棄の要請を行ったタイミングで、債務者企業の株価は有意に上昇する一方で、メインバンクの株価は有意に低下している。つまり市場は、メインバンクにリスク転嫁を図る形での問題先送りの債権放棄が行われ、債務者企業の株主を利するような合意に達すると予想しているものと考えられる。このため、抜本的な問題解決を図るには、監督当局がモニタリングを強化して銀行の資産内容を厳格に吟味し、処理の促進を直接的に促すことが、非常に重要な役割を果たす可能性がある。

RIETI ディスカッション・ペーパーは、専門論文の形式でまとめられた研究成果を公開し、活発な議論を喚起することを目的としています。論文に述べられている見解は執筆者個人の責任で発表するものであり、(独) 経済産業研究所としての見解を示すものではありません。

1. はじめに

銀行自身の経営状態を左右するような大口貸出先の場合、経営不振から財務的に窮状に陥った場合には、対銀行との交渉で、債務者企業側に強い交渉力が生じる可能性がある。財務的窮状に陥った企業に対して、民事再生法等による法的整理にせよ、債権放棄による私的整理にせよ、明確な倒産処理を行い、銀行が被る損失を確定することは、自己資本比率の低下を招く他、場合によっては銀行自身の信用力をも揺るがす可能性がある。このような困難に直面することを予想すれば、銀行の経営陣は、倒産処理による損失確定を避け、追貸しや、当座しのぎの債権放棄の実施によって、企業の延命を図り、問題を先送りする可能性がある。

Povel(1999)は、財務的窮状に陥った企業の経営者が、倒産に至った際のペナルティを回避するため、資金をやり繰りして、抜本的な再建のための倒産処理を先送りすることを理論的に説明している。特定の貸出先に対して、銀行が高いリスク・エクスポージャーにさらされている場合、丁度、これと同じ現象が、銀行の経営者に生じる可能性がある。実際、90年代末以降、銀行が手がけてきた債権放棄の中には、ダイエーに代表されるように、その後、再建が進まず、複数回の債権放棄を余儀なくされたケースがある。また、佐藤工業や青木建設のように、債権放棄を受けた後に再破綻し、最終的に法的整理に移行したケースも見られるなど、問題先送りの債権放棄と指摘されるケースが多く見受けられる¹。

銀行側の事情によって、問題の先送りを目的とした債権放棄を実施しても、抜本的な企業再建に結びつかない。この間に、本来必要な研究開発を差し控えたり、人材が流出したりするなど、経営内容の悪化が進行して、かえって再建の可能性を乏しくしてしまう恐れがある。しかも、非効率性が生じる可能性は、債権放棄を受けた当該企業だけにとどまらない。Hoshi and Kashyap(2004)や、Caballero, Hoshi and Kashyap(2003)は、日本の銀行の非効率な貸出姿勢が、日本経済に対して深刻な悪影響を及ぼしてきたと指摘している。つまり、本来、競争力が乏しく、淘汰されるべき zombie firms を、銀行側の都合で、金融支援という形での補助金を与えることによって延命させてきたことで、資源配分が歪み、本来の競争状態が維持できなくなってしまった。その結果、競争力がある新規参入者の参入をも妨げるなどの悪影響が生じ、産業全体の生産性を低下させてしまった可能性がある。

このように、銀行自身が特定貸出先の財務的窮状によって危険にさらされている構図は、債権放棄に関する交渉の場で、債務者企業側の交渉力を強化し、非効率性をもたらす可能性がある。本論文では、このような可能性について、イベント・スタディの手法を用いた検証を試みたものである。対象サンプルとした債権放棄のイベントは、1993年1月から、2004年1月までの期間で、日本経済新聞、日経産業新聞、日経流通新聞、日経金融新聞の日経4紙のいずれかの報道から、「債権放棄」「債務免除」をキーワードとして抽出を行った。

¹ メインバンクが、貸出先企業に対して債権放棄等による金融支援を行うことについては、“低コストでの効率的な破綻処理を実現する”という観点から、効率性を改善するメインバンク機能だとの指摘がある。経営破綻に陥った企業の事業継続価値が清算価値を上回っていて企業再建を図る方が好ましい場合でも、個別の債権者にとっては、再建に協力するより、担保権の実行等によって自らの債権の早期回収を図った方が好ましい（あるいは、情報の非対称性等の要因から好ましく感じられる）ケースがある。こうしたケースでは、本来再建価値がある企業までもが清算処理されることになりかねない。池尾・瀬下(1998)は、こうした局面で、メインバンクは交渉の調停を図る機能を果たし、効率的な経営処理の実現に貢献していると指摘している。

本稿の分析は、このようなメインバンクの効率性改善の機能を否定するものではない。ただ、メインバンク自身が信用力を喪失しかねない状況に陥った場合、メインバンクによる金融支援は、破綻企業の事業存続価値と清算価値の比較といった合理的判断とは異なる動機からなされる可能性がある。本稿では、このような合理的判断を動機とするものではない債権放棄が行われる可能性について、分析を試みるものである。

実際の分析結果を簡単にまとめると、まず、債権放棄の要請のタイミングでのイベント・スタディを行った場合、再破綻をして複数回の債権放棄を繰り返す企業や、債権放棄を受けた後に法的整理に移行するケースといった、「非効率な問題先送り」と指摘されるケースでは、債権放棄の要請によって債務者企業の株価は有意に上昇する一方、それ以外のケースでは、株価は有意に低下している。また、複数回の債権放棄を繰り返す企業への債権放棄は、メインバンクの株価を低下させている可能性がある。

こうした傾向は、サンプルをメインバンクのリスク・エクスポージャーの程度に応じて分類した場合でも確認できる。メインバンクのリスク・エクスポージャーが高いケースでは、債務者企業の株価は有意に上昇する一方で、メインバンクの株価は有意に低下しており、本論文で予想した通りの結果を得ることができた。一方、メインバンクのリスク・エクスポージャーが低いケースでは、債務者企業の株価は低下する一方で、メインバンクの株価に有意な変化を確認することはできない。

次に、債権放棄の合意については、一様に債務者企業の株価を、有意に上昇させる効果をもたらしている。一方、メインバンクについては、明確な株価への影響は見出せない。こうした傾向は、サンプルの分類の仕方によっても、変化は生じない。

債権放棄を要請したタイミングでの分析結果に着目すれば、市場は、メインバンクにリスク転嫁を図る形での問題先送りの債権放棄が行われ、債務者企業の株主を利するような合意に達すると予想しているものと考えられる。このように、経営破綻企業の交渉力がメインバンクに対して相対的に強くなり、合理的破綻処理が困難になる可能性を考慮すれば、銀行の不良債権処理に対する抜本的な問題解決を図るためには、監督当局がモニタリングを強化して銀行の資産内容を厳格に吟味し、処理の促進を直接的に促すことが、非常に重要な役割を果たす可能性がある。

本論文の構成は以下の通りである。まず、2節で、債権放棄に関連する実証分析について、日本および米国の先行研究を紹介する。その上で、3節では、分析する上での仮説を示し、併せて本論文の分析上のポイントを述べる。4節では、実証分析の結果を紹介し、最後に5節で、結語として分析結果のまとめと、政策上の提言を簡単に述べることとする。

2. 先行研究

日本における、銀行による貸出先企業への債権放棄に関するイベント・スタディの先行研究の代表的なものとしては、1990年代前半（1990年12月～1993年7月）のデータによる福田・広田(1995)や、1990年代後半（1995年2月～1999年9月）のデータによる内田・後藤(2002)が挙げられる。いずれの論文も、その目的は、メインバンクの機能について、債権放棄という非常時に着目して実証的に検証することを主眼としている。具体的には、メインバンクによる保険提供仮説や、メインバンクとしての評判維持のためのコストといった仮説の検証が分析の目的である。なお、これらの先行研究では、本論文とは異なり、交渉の出発点である要請日と、交渉の決着点である合意日とを峻別した分析ではない。

対象時期の異なるこの2つの先行研究は異なる実証結果を示している。福田・広田(1995)の場合、上場企業にサンプルを限定すると、債権放棄実施の公表によってメインバンクの株価が上昇する一方、債権放棄を受けた企業の株価に有意な変化は観察されない。そして、上場・店頭公開企業を対象とした内田・後藤(2002)では、債権放棄の実施が公表されてもメインバンクの株価に有意な変化は観察されない一方、債権放棄を受けた企業の株価は有意に上昇するとの結果を得ている。内田・後藤(2002)は、この結果の差異について、90年代前半までは、メインバンクが強い交渉力を持っていたために、「金融支援に伴う企業価値の増加がもっぱらメインバンクに帰属する」(福田・広田(1995))一方で、「1990

年代後半においては、銀行の健全性の低下等を背景に金融支援を行う際のメインバンクの交渉力が低下しており、債権放棄による企業価値の増大を自らに帰属させることが不可能になった」（内田・後藤（2002））と解釈している。

この他、Isagawa and Yamashita(2003)は、1995年4月～2003年3月のデータの中で、1000億円以上の債権放棄という、比較的大規模な債権放棄に限定した分析を行い、債権放棄のタイミングで、貸出銀行の株価が有意に低下することを確認している。さらに、Isagawa and Yamashita(2003)、Isagawa(2004)は、メインバンク自身の経営健全性の程度に応じて、債権放棄の実施が及ぼす銀行の株価への影響が異なってくることを指摘している。

福田・広田(1995)と内田・後藤(2002)では結果が異なるように、債権放棄の要請や合意の際の株価変化は、銀行と債務者企業との交渉力などの要因によって、企業ごとに異なる可能性がある。このため、メインバンクが直面するリスク・エクスポージャーの程度に応じてサンプルを分類する本論文の分析は、十分に意義のあることだと考えられる。

なお、私的整理に関する米国でのイベント・スタディを用いた分析としては、Gilson et al(1990)が代表的なものの一つである。彼らの分析上の特徴は、債権者と合意に達して交渉が成功裏におわったのか、それとも交渉が決裂し、結局Ch11手続き（破産法11条手続き）に移行したかによって、サンプルを分けている点である。ウォール・ストリート・ジャーナルに掲載された貸手との交渉開始のタイミングをイベント日とした分析では、後に交渉がうまくまとまるケースでは、交渉開始時に有意な株価変化を確認することができない一方で、交渉が決裂してCh11手続きに移行したケースでは、有意な株価低下が観察されている。つまり、マーケットは、交渉の行く末が成功なのか、それとも決裂なのかについて、ある程度正確な予想を持っていることになる。

さらに、交渉の結論が公表された時点でのイベント・スタディでも、交渉がうまくまとまったケースでは、有意な株価変化を確認することができない一方で、交渉が決裂してCh11手続きに移行したケースでは、有意な株価低下が観察されている。そして、交渉開始時点から交渉の結論が出るまでの累積超過収益率を比較すると、成功裏に終わったケースでは約40%のプラスの累積超過収益率を実現している一方で、Ch11手続きに移行したケースでは、約40%のマイナスの累積超過収益率を経験している。

この他、銀行が直面するリスク・エクスポージャーに着目した分析として、Dahiya, Saunders and Srinivasan(2003)は、米国のデータで、債券のデフォルト、あるいはCh11への申立てのタイミングでのイベント・スタディを実施している。そして、破綻企業が銀行のポートフォリオに及ぼす影響が大きいケースほど、強い株価低下が生じていることを確認している。

3. 分析上の仮説

前述したように、銀行にとってリスク・エクスポージャーの高い企業が財務的窮状に陥った場合ほど、銀行経営に与える影響が大きくなるだけに、非効率な問題先送りの債権放棄が生じる可能性が、より高くなる可能性がある。本論文は、財務的窮状に陥った際に、債務者企業の対銀行交渉力が強くなる可能性があることを仮説として、債権放棄を受けた債務者企業の株価、およびそのメインバンクの株価変化に着目し、日次株価データによるイベント・スタディによって検証を行った。

分析上のポイントは、2つの切り口から債権放棄のサンプルを分類した点である。一つは、債権放棄を態様別に分類した点、もう一つは、銀行にとってのリスク・エクスポージャーの程度によって分類した点である。態様別の分類としては、「2度目、3度目と、複数回の債権放棄を受けるケース」や、「債

債権放棄を受けた後、再破綻して法的整理に移行したケース」といった、非効率な債権放棄の可能性が高いケース、そして、それ以外の債権放棄とに分類してイベント・スタディを試みた。抜本的な再建には結びつかない債権放棄は、債務者企業側の交渉力が強いケースとして、及ぼす影響が、それ以外の債権放棄とは異なる可能性がある。また、同じ再破綻が生じるケースでも、ダイエーや長谷工、熊谷組といった、複数回の債権放棄を繰り返して私的整理の枠組みを続ける場合と、佐藤工業や青木建設、川崎電気のように、債権放棄を受けた後に法的整理に移行するケースとを比べた場合、後に法的整理に移行するケースでは、再破綻に直面した際、銀行側が再度の債権放棄による問題先送りを選ばず、法的整理による明確な倒産処理を決断している点を考慮すれば、特徴が異なる可能性がある。

また、リスク・エクスポージャーの尺度としては、債権放棄を受けた企業のメインバンクに着目し、メインバンクの当該企業に対する貸出残高とメインバンクの自己資本額との比率を用いた。明確な倒産処理に移行し、損失が確定した際に銀行の健全性へ及ぼす影響度の違いは、債権放棄の要請や合意といったタイミングでの銀行の株価変化を異なものとする可能性がある。また、リスク・エクスポージャーの高さが、債務者企業の対銀行の交渉力を強化するものであれば、債務者企業の株価変化も、銀行側が直面するリスク・エクスポージャーの程度によって異なった傾向が出てくる可能性がある。

そして、本論文では、債権放棄に関する交渉開始のアナウンスメントと、交渉が合意に達したことの公表とは、全く別の影響を及ぼすイベントと考え、債権放棄の要請に関する報道日と、合意に関する報道日とを別個のイベントとして、それぞれについて推計を行った²。

予想される結果は、以下のように考えることができる。まず、債権放棄の要請については、市場が当該債務者企業の窮状を正確に把握していなかった場合、bad news として、当該企業の株価にマイナスの評価を下す可能性がある。逆に、銀行のリスク・エクスポージャーの高さにつけこんで、問題の先送りを要請している場合、銀行にリスクを転嫁する形で、債務者企業が立ち直る可能性を与えられる格好になる。もし、市場がすでに債権放棄の要請を行った企業の窮状について認識しているのであれば、当該企業の株価にプラスの影響を、メインバンクの株価にはマイナスのインパクトをもたらす可能性もある。

一方、債権放棄の合意については、合理的な再建策が策定されていれば、企業の存続可能性が増したことから、当該企業の株価にプラスの評価が及ぶものと考えられる。一方で、企業再建が、メインバンクの犠牲の下に成立したものであれば、メインバンクの株価にマイナスの影響が及ぶ可能性がある。ただし、大口貸出先の信用不安が、メインバンクの健全性にまで悪影響を及ぼしているとすれば、抜本的な再建策が採用され、問題が解決したことは、メインバンクの株価にもプラスの影響を及ぼす可能性がある。

4. 実証分析

日次の株価変化率の動向についてのイベント・スタディでは、株価に何らかの影響を及ぼす可能性がある出来事（イベント）が生じた日の超過収益率（実際に観察された収益率から、イベントが生じなかった場合に予想される期待収益率を差し引いたもの。詳細は、Appendix を参照）が、イベント発生前の株価推移から見て有意に大きければ、対象イベントが企業価値に影響を与えていると判断する。これは、市場が合理的であれば、イベントの影響が即座に株価に反映されることを前提としている。

² 前述した通り、先行研究である福田・広田(1995)や、内田・後藤(2002)では、要請日と合意日を、明確に峻別した分析ではない。

本論文では、超過収益率の算出に必要な期待収益率を特定するモデルとして、各銘柄の収益率をマーケット・インデックスの収益率と線形的に関連付けているマーケット・モデルを用いた。マーケット・インデックスとしては、TOPIX を用いた。具体的なイベント・スタディの分析手続きは、Appendix に記述してある。

分析上の対象とするイベントは、債務者企業がメインバンクに対して債権放棄要請を行ったこと、および、債権放棄に関して当該企業とメインバンクとの間で合意に達したことである。イベントが生じた日は、日本経済新聞、日経産業新聞、日経流通新聞、日経金融新聞の日経4紙のいずれかで報道がなされたタイミングと捉え、1993年1月から2004年1月までの期間で、「債権放棄」「債務免除」をキーワードとして抽出を行った。また、当該企業のメインバンクの選択基準としては、対債務者企業との交渉で中心的役割を果たすのはメインバンクであり、報道の中でも大きく扱われるはずだと判断し、内田・福田（2000）と同様に、記事の見出しや記事本文の最初に記載されている銀行をメインバンクとした。

なお、本論文では、イベント日として、新聞による報道日を設定している。したがって、イベント日の前日に記者会見等が行われた時点、遅くともイベント日に市場が開かれている時までには、市場参加者は当該情報を入手して売買しているものと解釈できる。従って、債権放棄報道の影響は、イベント日の前日ないし翌日に現れると考えることができる。サンプルの中には、夕刊に掲載された報道も含まれる。通常、夕刊に掲載される情報は、市場が開かれているうちに普及すると解釈できるため、夕刊であっても、報道当日の株価に反映されると考えることができる。従って、以下では、イベント日の前日および当日の2日間の超過収益率に着目して、議論を進めていくこととする。

また、各推計とも、必要な株価データが入手可能なサンプルを用いて行っているため、同じ債権放棄要請に関する推計でも、債務者企業のケースと、メインバンクのケースとでは、イベントが一致しているとは限らない。

メインバンクが直面するリスク・エクスポージャーの尺度は、

$$\text{リスク・エクスポージャーの尺度} = \frac{\text{メインバンクの当該企業への貸出残高}}{\text{メインバンクの自己資本額}}$$

と定義した。自己資本額は、BIS 規制での国際統一基準で自己資本に算入できる自己資本の額³を用いた。そして、それぞれの推計で、このリスク・エクスポージャーの尺度がメデアンとなるケースを境にサンプルを分類した。それぞれの数値は、債権放棄の要請や合意に関する報道がなされた直前の決算期の数字を用いた⁴。それぞれのイベント・スタディの推計では、サンプル中でリスク・エクスポージャーの尺度の値がメデアンとなる企業を境にして、high exposure のケースと low exposure のケースとに分類した⁵。

なお、イベント・スタディで用いた日次株価データ、およびサンプル企業の財務データは、野村総合

³ 基本的項目、補完的項目、準補完的項目を合算したものから、控除項目を差し引いたもの。りそな銀行等、一部国内基準を採用している銀行については、国内基準での自己資本額を用いている。

⁴ イベント日が3月31日、4月1日になるケースでは、その前年の3月期決算のメインバンクの自己資本の数値を用いた。

⁵ サンプル数が奇数の場合、メデアンとなる企業は、リスク・エクスポージャーの高いサンプル群に分類した。

研究所のデータを用いた。財務データについても、債権放棄の要請や合意に関する報道がなされた直前の決算期の数字を用いた。また、メインバンクのリスク・エクスポージャーを算出するためのメインバンクの貸出残高および自己資本額のデータは、日経 financial quest のデータを用いた。サンプルとして取り上げた債権放棄を受けた企業の特徴は、表 1 にまとめた通りである。

4.1 分析結果

4.1.1 要請日ベース

① 債務者企業の株価変化

全サンプルで推計した場合の、債務者企業に対する債権放棄要請のアナウンスメントの効果は、表 2-1 に記載した通りである。イベント日の前日には超過収益率 1.890%、 θ 値は 2.482 となり、5%水準で株価は有意に上昇している一方で、イベント日当日には、超過収益率 -0.018%、 θ 値は -2.409 で、5%水準で有意に株価は低下しているという、逆方向の株価変化を示す結果となっている。このため、前日および当日の 2 日間で評価した場合、有意な株価変化は確認できなくなってしまう。

次に、債権放棄をタイプ別に分類した表 2-2 の分析結果を見てみたい。まず、2 回目以降の債権放棄を受けたケースについては、イベント日の超過収益率は 8.575%で、 θ 値は 2.088 と、5%水準で、プラスで有意となっている。2 回以上の債権放棄を受けた企業の初回の債権放棄だけに着目しても、イベント日の前日および当日に、有意な株価上昇傾向が確認できる。同様に、後に法的整理に移行する企業の債権放棄の場合、イベント日当日に、超過収益率 3.972%、 θ 値 3.462 と、1%水準で有意な株価上昇が確認できる。つまり、“問題先送りの非効率な債権放棄”と受け止められている事例については、債権放棄の要請を公表することによって、当該企業の株価はプラスの影響を受けている。

ところが逆に、後になって複数回の債権放棄を受けたり、法的整理への移行をおこなったりしていないケースでは、イベント日に、超過収益率 -5.801、 θ 値 -7.965 となり、1%水準で有意な株価低下が確認される。つまり、巷間、非効率な債権放棄の例として挙げられるケースとは、まったく逆の株価変化が生じている。したがって、当初の債権放棄が、抜本的な再建に結びついていないケースほど、債権放棄を要請することによって、当該企業の株主が利益を得る結果となっている。

非効率な債権放棄の場合に株価が上昇する背景を考えると、まず、市場が当該企業について、非常に深刻な状況に陥っていることをすでに認識していた可能性がある。実質債務超過に近い状態で、法的整理による再建が行われた場合、減資の実施によって株主責任を負う可能性があるとして市場が認識していたのであれば、債権放棄によって、回復チャンスを与えられることは、既存株主にとってプラスの効果がある。

このような深刻な状況に陥っている企業に対して、債権放棄の実施によって延命を図る背景には、前述した通り、債務者企業の銀行に対する強い交渉力が存在する可能性がある。そして、強い交渉力の背景には、銀行が当該企業に対して高いリスク・エクスポージャーにさらされており、当該企業の倒産が、そのまま銀行にも大きな影響を及ぼすことにある可能性がある。そこで、メインバンクが直面するリスク・エクスポージャーの程度に応じてサンプルを分類したところ、表 2-3 に記載したように、予想通りの結果を得ることができた⁶。

⁶ なお、リスク・エクスポージャーが高いサンプル群 25 件の中で、2 度目、あるいは 3 度目の債権放棄は 7 件、後に 2 度目の債権放棄を受ける企業の初回の債権放棄は 7 件、後に法的整理に移行するケースが 4 件となっている。

まず、メインバンクが高いリスク・エクスポージャーにさらされているケースでは、イベント日の前日には超過収益率 2.491%， θ 値 2.833 で、1%水準で有意な、また、イベント日当日には、超過収益率 7.180%， θ 値 4.085 で、1%水準で有意な株価上昇が観察された。イベント日前日と当日の 2 日間で評価した場合、超過収益率 9.670%， θ 値 4.892 で、1%水準で有意な株価上昇という結果である⁷。

一方で、メインバンクがさらされるリスク・エクスポージャーが比較的低いケースでは、イベント日の前日には超過収益率 2.687%， θ 値 2.072 で、5%水準で有意な株価上昇が観察される一方で、イベント日当日には、超過収益率-6.206%， θ 値-7.762 で、1%水準で有意な株価低下に転じてしまう。イベント日前日と当日の 2 日間で評価した場合、超過収益率-3.519%， θ 値-4.023 で、1%水準で有意な株価低下という結果である⁸。

つまり、メインバンクがさらされるリスク・エクスポージャーが高いケースでは、銀行側は自身へ及ぶ影響を考慮して譲歩せざるを得ず、問題の先送りとなるような債権放棄を実施したものと考えられる。株主責任を問われること無しに延命策が講じられた結果、当該企業の株主は、運良く経営状態が回復した際のアップ・サイドのリターンを享受することが可能となり、株価が上昇するという結果につながったと解釈することができる。

一方で、メインバンクがさらされるリスク・エクスポージャーが比較的低いケースでは、債権放棄交渉の行く末について合意が困難などの点を不安視していたのか、もしくは、当該企業の経営実態が、市場の予想よりも遥かに深刻であったため、債権放棄要請のアナウンスメントが bad news として受け止められた可能性がある⁹。

⁷ メインバンクが高いリスク・エクスポージャーにさらされているケースと、メインバンクがさらされるリスク・エクスポージャーが比較的低いケースとで、平均超過収益率が異なることについて、双方のグループの分散は異なると仮定した t 検定を行った。報道日当日の平均超過収益率の差の検定における t 値は 2.155、p 値は 0.0367 で、メインバンクが高いリスク・エクスポージャーにさらされているケースの方が、有意に平均超過収益率が高いという結果が得られた。報道日当日と前日の 2 日間の平均超過収益率の場合、t 値は 1.987、p 値 0.0530 である。

⁸ リスク・エクスポージャーが低いサンプル群 24 件の中で、2 度目、あるいは 3 度目の債権放棄は 2 件、後に 2 度目の債権放棄を受ける企業の初回の債権放棄は 1 件、後に法的整理に移行するケースが 2 件となっている。

⁹ 債権放棄の実施に関して、関係銀行間での合意を得ることが容易ではないと市場が認識していた可能性を検証するため、リスク・エクスポージャーが低いサンプル群 24 件を、債権放棄実施時期によって分類したイベント・スタディを試みた。メガバンクによる債権放棄の実施が比較的活発になってきたと考えられる 2001 年 4 月以降のサンプル 14 件のみによってイベント・スタディを行った場合、イベント日の超過収益率は-4.638%， θ 値は-3.653 で、依然として 1%水準で有意な株価低下を示している。ところが、イベント日前日と当日の 2 日間の累積超過収益率を見ると、超過収益率は-1.653%， θ 値は-1.528 で、有意な株価低下は観察できなくなり、イベントのタイミングでの株価に対するマイナスのインパクトは曖昧なものとなってしまう。

一方で、2001 年 3 月以前に債権放棄要請報道があった 10 件の場合、債務者企業の株価に対するマイナスの影響は、リスク・エクスポージャーが低いサンプル群 24 件全体のケースよりも顕著になる。イベント日の超過収益率は-8.403%， θ 値は-7.702 で、1%水準で有意な株価低下を示し、イベント日前日と当日の 2 日間の累積超過収益率でも、超過収益率は-6.132%， θ 値は-4.425 となり、1%水準で有意な株価低下を確認できる。

とくに、銀行の不良債権処理の進展が芳しくないことを懸念された時期として、1998 年 3 月に 2 度目の公的資金注入が実施された後の 1998 年 4 月から 2001 年 3 月までの 7 件でイベント・スタディを行うと、イベント日の超過収益率は-10.592%， θ 値は-9.015 で、1%水準で有意な株価低下を示し、イベント日前日と当日の 2 日間の累積超過収益率でも、超過収益率は-9.220%， θ 値は-5.830 となり、1%水準で有意な株価低下を確認できる。

同様の検証を、リスク・エクスポージャーが高いサンプル群についても行ってみたところ、2001 年 4 月以降に債権放棄要請報道があった 14 件では、債務者企業の株価が 1%水準で有意に上昇していることが確認された。ところが、1998 年 4 月から 2001 年 3 月までに債権放棄要請報道が行われた 11 件では、有意な株価変化が確認できなくなってしまった。

以上の分析結果を、以下のように解釈することができる。まず、銀行の不良債権処理の進展が芳しくなかった 1998 年 4 月から 2001 年 3 月の時期では、債権放棄要請が行われても、市場は債権放棄実施の合意形成に不安を抱き、

② メインバンクの株価変化

さらに要請日ベースのイベント・スタディを、メインバンクに対しても行ってみた。全サンプルの結果が、表 3-1 である。債権放棄要請時の、当該企業のメインバンクの株価については、有意な変化が観察されない。この点は、内田・後藤(2002)の結果と整合的である。

ところが、債権放棄の態様別に見た表 3-2 を見ると、複数回の債権放棄を受けた企業に対する債権放棄全体をサンプルとした場合、メインバンクの株価は、イベント日の前日に、超過収益率-1.867%、 θ 値-2.021 で、5%水準で有意な株価低下を示している。既にみたように、複数回の債権放棄を受ける債務者企業の株価は、有意な上昇を示していることから、これらの企業の債権放棄要請は、メインバンクにリスクを転嫁する形で延命策を図り、実質上、メインバンクの株主を犠牲にして、債務者企業の株主への価値移転がなされるような合意に達する可能性が高いと市場が判断していたことを示唆している。

この点は、メインバンクがさらされるリスク・エクスポージャーの程度によってサンプルを分けた表 3-3 で、再確認することができる。メインバンクが高いリスク・エクスポージャーにさらされているケースでは、イベント日の前日には超過収益率-1.942%、 θ 値-3.151 で、1%水準で有意な株価低下が生じている¹⁰。イベント日前日と当日の 2 日間で評価した場合でも、超過収益率-2.312%、 θ 値-2.511 で、5%水準で有意な株価低下という結果である¹¹。

一方で、メインバンクがさらされるリスク・エクスポージャーが比較的低いケースでは、有意な株価変化を確認することはできない¹²。

4.1.2 合意日ベース

① 債務者企業の株価変化

債権放棄に関する合意は、私的整理の枠組みの下で、株主の権利を維持した再建計画の開始として、債務者企業の株価に対して市場がプラスの評価を行う可能性がある。このため、債権放棄で合意に達した企業の有意な株価の上昇が予想される。

債権放棄を受けた企業に対する、全サンプルでの債権放棄合意報道日ベースでのイベント・スタディを行った結果が、表 4-1 である。全サンプルで見た場合、イベント日の前日には超過収益率 3.804%、 θ 値 6.723、イベント日当日には、超過収益率 4.161%、 θ 値 5.061 と、いずれも 1%水準で有意な株価上昇が観察され、債権放棄について合意に達した時点では、当該企業の株価は有意に上昇することが確認された。表 4-3 にあるメインバンクのリスク・エクスポージャーに応じてサンプルを分けた結果を見ると、リスク・エクスポージャーの程度に関係なく、債務者企業の株価は上昇している¹³。

特に債務者企業側の交渉力が相対的に強くないと考えられるリスク・エクスポージャーが低い企業については、マイナスの評価を与えていた可能性がある。一方で、不良債権処理が軌道に乗り始めた 2001 年 4 月以降では、市場は債権放棄要請の時点で、すでに合意形成への期待が高くなり、債務者企業側の交渉力が相対的に高い企業の株価には、本稿が主張する構図から、プラスの評価を与えるようになったと解釈できる。

¹⁰ 双方のグループで、平均超過収益率が異なることについて、 t 検定を行った結果では、報道日当日の平均超過収益率の差の検定における t 値は-2.651、 p 値は 0.0131、報道日当日と前日の 2 日間の場合、 t 値は-2.050、 p 値は 0.0486 となり、メインバンクが高いリスク・エクスポージャーにさらされているケースの方が、有意に平均超過収益率が低い。

¹¹ リスク・エクスポージャーが高いサンプル群 17 件の中で、2 度目、あるいは 3 度目の債権放棄は 2 件、後に 2 度目の債権放棄を受ける企業の初回の債権放棄は 6 件、後に法的整理に移行するケースが 4 件となっている。

¹² リスク・エクスポージャーが低いサンプル群 17 件の中で、2 度目、あるいは 3 度目の債権放棄は 2 件、後に 2 度目の債権放棄を受ける企業の初回の債権放棄は 1 件、後に法的整理に移行するケースが 3 件となっている。

¹³ 双方のグループで、平均超過収益率が異なることについて、 t 検定を行った結果からも、双方の平均超過収益

ただし、債権放棄の態様別に見た表 4-2 の結果では、後に法的整理に移行するケースについてのみ、株価上昇傾向は他よりも弱いものとなった。これについては、合意内容について、市場は、単なる問題の先送りであり、かつ、再破綻の可能性が高いと危惧していた可能性がある。

一方で、複数回の債権放棄を受けた企業群については、その初回の債権放棄であっても、イベント日前日に超過収益率 3.314%、 θ 値 1.981、イベント日当日に超過収益率 2.677、 θ 値 2.523 と、いずれも 5%水準で有意な株価上昇が観察されている。さらに、2 度目、3 度目の債権放棄の場合、イベント日前日に超過収益率 1.280%、 θ 値 2.932 で、1%水準で有意な株価上昇を確認できる。つまり、同じ非効率な債権放棄であっても、私的整理の枠組みの中で問題が先送りされるケースと、法的整理に移行するケースでは、再建策の合意に対する市場の評価が、異なる可能性がある。

② メインバンクの株価変化

一方、メインバンクに対する合意日ベースのイベント・スタディを行った結果が、表 5-1 である。メインバンクの株価変化については、債権放棄合意報道時点で、有意な株価変化を確認することはできなかった。債権放棄を態様別に分けた表 5-2 の結果でも、有意な株価変化を見出すことができるケースは無かった。つまり、ダイエーのように複数回の債権放棄を受けたり、後に法的整理に移行したりするような、メインバンクにとっても深刻な問題案件に対する債権放棄であっても、メインバンクの株価への明確な影響を確認することはできなかった¹⁴。この点は、メインバンクのリスク・エクスポージャーに応じてサンプルを分けた表 5-3 の結果でも、同様である¹⁵。

5. 結語

本論文では、日次株価データによるイベント・スタディを実施し、90 年代末以降に行われた債権放棄の特徴の解明を試みた。分析結果は、以下の 3 点にまとめられる。

① 債権放棄の“要請”の公表は、銀行にとってリスク・エクスポージャーが高く、結果として対銀行の交渉力が高くなっている債務者企業の株価にプラスの影響をもたらす。

このような債務者企業に対する債権放棄は、問題の先送りになっている可能性が高く、実際、債権放棄をタイプ別に分類した場合、複数回の債権放棄を受けたり、後に法的整理に移行したりするような、

率に有意な差異を見出すことはできなかった。

¹⁴ 大口貸出先の信用不安が、メインバンクの健全性にまで悪影響を及ぼしているとするれば、抜本的な再建策の採用について関係銀行間で合意に達したことは、メインバンクの株価にもプラスの影響を及ぼす可能性がある。この点を検証するため、メインバンクの健全性への影響度が大きいと考えられるリスク・エクスポージャーの高いサンプルについて、銀行の不良債権処理の進展が芳しくなかった 1998 年 4 月から 2001 年 3 月の時期に合意報道がなされた 7 件によるイベント・スタディを実施してみた。その結果は、イベント日の超過収益率が 1.646%、 θ 値は 2.317 で、5%水準で有意な株価上昇を示し、イベント日前日と当日の 2 日間の累積超過収益率でも、超過収益率は 2.038%、 θ 値は 2.058 となり、5%水準で有意な株価上昇を確認できる。このような傾向は、同じ時期の、リスク・エクスポージャーが低いケースでは観察できない。

つまり、銀行が不良債権処理に関して困難に直面していた 1998 年 4 月から 2001 年 3 月の時期に限ってみれば、少なくともメインバンクの健全性への影響度が大きいリスク・エクスポージャーの高い貸出先企業については、債権放棄の実施について関係銀行間で合意に達することができたことは、メインバンクの株価自体にもプラスの影響を及ぼしていた可能性がある。

¹⁵ 合意日ベースの債務者企業のケースと同様に、双方のグループで平均超過収益率が異なることについての t 検定でも、双方の平均超過収益率に有意な差異を見出すことはできなかった。

“問題先送りの非効率な債権放棄”と受け止められている事例については、銀行にとってリスク・エクスポージャーが高いサンプルのケースと同様に、債権放棄の要請を公表することによって、当該企業の株価はプラスの影響を受けている。

非効率な債権放棄の場合、債権放棄を要請する時点で、すでに、市場が当該企業について、非常に深刻な状況に陥って、実質債務超過に近い状態にあると認識していた可能性がある。そうした状況下で、もし、法的整理による再建が行われた場合、減資の実施によって株主責任を負う可能性がある。一方で、法的整理を回避して債権放棄による回復のチャンスを模索した場合、銀行側としても要請に応じる可能性が高いと市場が判断したことから、既存株主にとってプラスの効果をもたらした可能性がある。ただし、こうした問題の先送りは、将来の再破綻のリスクを銀行側に転嫁している可能性があるため、リスク・エクスポージャーの高い債務者企業に対する債権放棄要請が行われたタイミングでは、メインバンクの株価は有意に低下している。

一方で、これ以外のケースでは、当該企業の経営実態が、市場の予想よりも遥かに深刻であったため、債権放棄要請が bad news として受け止められた可能性がある。あるいは、リスク・エクスポージャーが高いケースと異なり、銀行が容易に要請には応じないと予想した可能性もある。

② 債権放棄について合意に達した時点では、当該企業の株価は有意に上昇することが確認された。ただし、後に法的整理に移行するケースについてのみ、株価上昇傾向の有意性は他よりも低いものだった。これについては、合意内容について、市場が、単なる問題の先送りだけではなく、再破綻の恐れが強いと危惧していた可能性がある。

一方で、複数回の債権放棄を受けた企業群については、その初回の債権放棄であっても、2 度目、3 度目の債権放棄の場合でも、有意な株価上昇を確認できる。つまり、同じ問題先送りの非効率な債権放棄であっても、私的整理の枠組みの中で問題が先送りされるケースと、法的整理に移行するケースでは、再建策の合意に対する市場の評価が、異なる可能性がある。

③ メインバンクの株価は、債権放棄の合意のタイミングでは、有意な株価変化は見出せなかった。つまり、市場は、債権放棄の決定によって一定の損失が確定したことに対し、マイナスの評価を下していないことになる。この点への解釈は、以下のように考えることができる。債権放棄によって、銀行側が一時的に損失を被ったとしても、再建過程を通じた弁済や、再建成功後の取引により、長期的に考えれば十分に採算に合う再建計画が採用されたと市場は認識していると捉えることができる。

以上の結果でもっとも着目すべき点は、銀行は、リスク・エクスポージャーが高い大口貸出先については、抜本的な処理の実施を躊躇し、問題を先送りしていた可能性が高いことを確認できた点である。したがって、銀行に、必要な不良債権処理を促すためには、公的資金の注入によって、償却原資を供給するだけでは不十分な可能性がある。公的資金の注入によって、不良債権処理が即座に銀行の健全性に影響を及ぼすことを防げたとしても、膨大な損失処理の結果、既存経営陣の経営責任を問われる恐れがあるのであれば、やはり経営陣は、抜本的な処理策実施を躊躇する可能性がある¹⁶。

¹⁶ たとえば、1998 年 3 月に大手行や一部地銀に対して最初の公的資金投入が行われた後、1998 年 4 月～2000 年 3 月までの 2 年間に行われた 10 件の債権放棄を対象にして、メインバンクの株価変化に関するイベント・スタディを行ったところ、報道日の前日の平均超過収益率は-2.227、 θ 値は-2.712 で、1%水準で、マイナスで有意とな

このため、公的資金の注入と同時に、監督当局がモニタリングを強化して銀行の資産内容を厳格に吟味し、処理の促進を直接的に促す必要性が生じてくる。実際、公的資金注入後も、銀行自身の自主性に任せておいて、なかなか処理が進まなかった中で、金融庁が資産査定の厳格化を図ったところ、大手行は、積極的に損失処理に乗り出すようになってきた。銀行の不良債権処理の問題が、Hoshi and Kashyap(2004)や、Caballero, Hoshi and Kashyap(2003)が指摘するような非効率性など、社会的に大きな悪影響を及ぼす恐れがある局面では、損失処理を直接的に促すための監督当局のモニタリング強化は、非常に重要な役割を果たす可能性がある。

った。報道日の当日および前日の2日間で見た場合も、平均超過収益率は-2.531、 θ 値は-2.259となり、5%水準で、マイナスで有意となった。つまり、公的資金を注入された直後の債権放棄実施について、市場はメインバンクの株価にマイナスの評価を下している。

Appendix イベント・スタディの分析方法

本論文では、超過収益率の算出に必要な期待収益率を特定するモデルとして、各銘柄の収益率をマーケット・インデックスの収益率と線形的に関連付けているマーケット・モデルを用いた。具体的な手続きは以下のとおりである。

マーケット・モデルの推計には、分析対象とするイベントが生じた時点に先行した推計期間 (estimation window) のデータを用いる。ここでは、イベント日の128営業日前から10営業日前までの119日間とした。この推計期間の各銘柄の対前日比収益率 R_{it} ($= (P_{it} - P_{it-1}) / P_{it-1}$) とマーケット・インデックスの対前日比変化率 R_{Mt} ($= (P_{Mt} - P_{Mt-1}) / P_{Mt-1}$) の日次データを用いて、以下の回帰式のパラメーター α と β を最小自乗法によって求めた。

$$R_{it} = \alpha_i + \beta_i \cdot R_{Mt} + u_{it}$$

ただし、 P_{it} は t 日における第 i 銘柄の終値、 P_{Mt} は t 日におけるマーケット・インデックスの終値、 u_{it} は誤差項である。イベント日を $t=0$ としている。なお、マーケット・インデックスとしては、TOPIXを用いた。

こうして推計したマーケット・モデルを用いて期待収益率を算出することで、各銘柄の超過収益率を求めることができる。マーケット・モデルの推定値を $\hat{\alpha}_i$ 、 $\hat{\beta}_i$ とすると、 t 日における第 i 銘柄の超過収益率 (abnormal return) AR_{it} は、以下のように求められる。

$$AR_{it} = R_{it} - \hat{\alpha}_i - \hat{\beta}_i \cdot R_{Mt}$$

ただし、 R_{it} (R_{Mt}) は第 i 銘柄 (マーケット・インデックス) の t 日における対前日比変化率の実績値である。

イベントの株価への影響の有無を検定するためには、以下で導かれる検定統計量 θ を用いる。まず、各銘柄の t 日の超過収益率 AR_{it} を標準偏差で標準化した値を SAR_{it} と定義する ($SAR_{it} = \frac{AR_{it}}{\hat{\sigma}_i}$)。ただし、標準偏差は、以下のように推計期間でのマーケット・モデルの推定における誤差項の標準偏差を用いている。

$$\hat{\sigma}_i = \sqrt{\left(\sum_{t=-128}^{-10} (R_{it} - \hat{\alpha}_i - \hat{\beta}_i \cdot R_{Mt})^2 \right) / (119 - 2)}$$

なお、119 は推計期間のサンプル長である。

次に、上のように標準化した超過収益率 SAR_{it} の平均 $\frac{1}{N} \sum_{i=1}^N SCAR_{it}$ を求める。その平均を用いて、以下のように定義する検定統計量 θ は、漸近的に標準正規分布に従うため、仮説検定を行うことができる (N はサンプル数、119 は推計期間のサンプル長)。

$$\theta = \sqrt{N \cdot (119 - 4) / (119 - 2)} \cdot \left(\frac{1}{N} \sum_{i=1}^N SCAR_{it} \right) \overset{a}{\sim} N(0,1)$$

上の検定統計量 θ を用いて「イベントの株価への影響は無く、平均超過収益率はゼロ」を帰無仮説として検定することができる。もしイベントが企業価値に何ら影響を及ぼさなければ、イベント発生日の超過収益率の期待値はゼロである。逆に、イベントが影響を有すれば、ゼロから有意に乖離した超過収

益率が観察される。

参考文献

Brown, Stephen J., and Jerold B. Warner (1980) "Measuring Security Price Performance," *Journal of Financial Economics*.8, 205-258.

Brown, Stephen J., and Jerold B. Warner (1985) "Using Daily Stock Returns: The Case of Event Studies," *Journal of Financial Economics*, 14, 3-31.

Campbell, John Y., Andrew W. Lo, and A. Craig MacKinlay (1997) *The Econometrics of Financial Markets*, Princeton University Press.

Dahiya, Saunders and Srinivasan(2003), "Financial distress and bank lending relationship," *Journal of Finance*, 58, pp375-399.

Gilson, Stuart C., Kose John and Larry H. P. Lang (1990) "Troubled debt restructurings: An empirical study of private reorganization of firms in default," *Journal of Financial Economics*, Vol. 27, pp315-353.

Helwege, Jean and Frank Packer (2003) "Determinants of the choice of bankruptcy procedure in Japan," *Journal of Financial Intermediation*, Vol. 12, pp96-120.

Caballero, Ricardo J., Takeo Hoshi and Anil K. Kashyap (2003) "Zombie lending and depressed restructuring in Japan," Working paper, University of Chicago.

Hoshi, Takeo and Anil K. Kashyap (2004) "Japan's Financial Crisis and Economic Stagnation," *Journal of Economic Perspectives*, Vol. 18, Iss. 1, pp. 3-26.

Isagawa(2004), "Lender's risk incentive and debt concession," *International Review of Economics and Finance*.

Isagawa and Yamashita(2003), "Debt forgiveness and stock price reaction of lending bank: Theory and evidence from Japan," Unpublished Discussion Paper, Kobe University.

MacKinlay, A. Craig (1997) "Event Studies in Economics and Finance," *Journal of Economic Literature* 35, 13-39.

Povel Paul (1999) "Optimal "Soft" or "Tough" Bankruptcy Procedures," *Journal of Law, Economics and Organization*, Vol. 15, No. 3, pp659-684.

Schwartz, Alan (1997) "Contracting about bankruptcy," *Journal of Law, Economics and Organization*, Vol. 13, No. 1, pp127-146.

White, Michelle J. (1994) "Corporate bankruptcy as a filtering device: Chapter 11 reorganization and out-of-court debt restructuring," *Journal of Law, Economics and Organization*, Vol. 10, No. 2, pp268-295.

Xu, Peng (2003) "Bankruptcy resolution in Japan: Corporation Reorganization vs. Civil Rehabilitation," *Microeconomics Workshop at Center for International Research on the Japanese Economy*, Faculty of Economics, The University of Tokyo.

池尾和人・瀬下博之 (1998) 「日本における企業破綻処理の制度的枠組み」 『会社法の経済学』三輪芳郎・神田秀樹・柳川範之編 pp253-277.

内田交謹・後藤尚久 (2002) 「債権放棄の経済的機能：イベント・スタディによる実証分析」 *日本経*

済研究 No. 45, pp128-146.

木下信行(2002)「企業再建と金融市場(シリーズ 金融・資本市場と法 Vol. 6)」ジュリスト No. 1232, pp152-158.

高木新二郎(2003)『企業再生の基礎知識』岩波アクティブ新書 59, 岩波書店

広瀬 純夫・秋吉 史夫 (2004)「倒産処理法制改革のインパクト:再建着手の早期化促進の効果を, イベント・スタディによって検証」金融庁金融研究研修センター(FRTC)ディスカッション・ペーパー・シリーズ Vol. 13.

広田真一・宮島英昭 (2001)「メインバンク介入型ガバナンスは変化したか?:1990年代と石油ショック後との比較」現代ファイナンス, No.10, pp35-61.

福田充男・広田真一(1995)「なぜメインバンクは金融支援をするのか:EVENT STUDYによる実証」『経済学論叢』第46巻, pp290-302.

柳川範之・広瀬純夫・秋吉史夫(2005)「倒産処理法制の機能と企業金融上の諸問題に関する再検討ー企業再生促進の観点からの考察ー」, CIRJE ディスカッションペーパー2005-CJ-132, <http://www.e.u-tokyo.ac.jp/cirje/research/dp/2005/2005cj132.pdf>

山本和彦 (2003)『倒産処理法入門』 有斐閣

[表1] 債権放棄を受けた企業の特性

単位:百万円

	平均	中央値	最大値	最小値	標準偏差
営業利益	5904.11	3911	49943	-31819	11416.89
売上高	381981.44	169208	3500592	3528	613971.64
簿価総資産	552181.37	287703	5069496	6321	774389.22
負債比率(%)	112.64	96	600	59	74.43
営業利益率(%)	-2.04	1.34	15.16	-86.84	14.73
メインバンクの貸出シェア(%)	42.43	36.54	100.00	7.39	24.03
メインバンクの リスク・エクスポージャー	0.039	0.017	0.336	0.001	0.058

* サンプルは、要請日の債務者企業に対してイベント・スタディを行った59件のうち、必要データが得られなかった日本加工製紙を除く58件

* データは、債権放棄の要請の報道日の直前の決算期のものを用いた

* ただし、メインバンクのリスク・エクスポージャーについては、要請日の債務先業について、リスク・エクスポージャーを基準に分類したイベント・スタディを行った49件

[表2-1] 全サンプル
要請日ベース:債務者企業

	上段:累積超過収益率(%)			下段:θ値		
	(-1)	(0)	(+1)	(-1, 0)	(0, +1)	(-1, +1)
(サンプル数59)	1.890	-0.018	-3.249	1.872	-3.266	-1.377
	2.482 **	-2.409 **	-6.503 ***	0.052	-6.302 ***	-3.713 ***

[表2-2] 態様別分類
要請日ベース:債務者企業

	上段:累積超過収益率(%)			下段:θ値		
	(-1)	(0)	(+1)	(-1, 0)	(0, +1)	(-1, +1)
2回目あるいは3回目の債権放棄 (サンプル数11)	0.028	8.575	-1.664	8.603	6.912	6.940
複数回債権放棄を受けたケースの初回 (サンプル数8)	6.607	3.668	-2.223 **	1.898	-0.095	0.266
複数回債権放棄の全ケース (サンプル数19)	3.541 ***	2.110 **	-3.683	10.275	-0.015	6.592
後に法的整理に移行したケース (サンプル数12)	2.798	6.509	-2.291 **	3.995 ***	-0.128	1.940
複数回債権放棄も法的整理移行も無いケース (サンプル数29)	2.751 ***	2.958 ***	-2.514	9.307	3.995	6.794
	1.275	3.972	-3.178 ***	4.037 ***	-0.156	1.461
	0.608	3.462 ***	-4.523	5.247	-0.551	0.725
	1.128	-5.801	-1.938	2.878 ***	1.077	1.231
	0.694	-7.965 ***	-3.086	-4.673	-8.887	-7.759
			-5.453 ***	-5.142 ***	-9.488 ***	-7.347 ***

θ値は、**の場合5%水準で、***の場合1%水準で、それぞれ有意である。

[表2-3] メインバンクのexposureによる分類
要請日ベース:債務者企業

	上段:累積超過収益率(%)			下段:θ値		
	(-1)	(0)	(+1)	(-1, 0)	(0, +1)	(-1, +1)
high exposure case (サンプル数25)	2.491	7.180	-2.058	9.670	5.122	7.612
low exposure case (24件)	2.833 ***	4.085 ***	-2.909 ***	4.892 ***	0.832	2.314 **
	2.687	-6.206	-2.778	-3.519	-8.985	-6.297
	2.072 **	-7.762 ***	-4.990 ***	-4.023 ***	-9.017 ***	-6.166 ***

θ値は、**の場合5%水準で、***の場合1%水準で、それぞれ有意である。

[表 3-1] 全サンプル
要請日ベース:メインバンク

	上段:累積超過収益率(%)			下段:θ 値		
	(-1)	(0)	(+1)	(-1, 0)	(0, +1)	(-1, +1)
(サンプル数 38)	-0.540	0.133	-0.438	-0.407	-0.305	-0.845
	-1.411	-0.020	-0.961	-1.012	-0.694	-1.381

[表 3-2] 態様別分類
要請日ベース:メインバンク

	上段:累積超過収益率(%)			下段:θ 値		
	(-1)	(0)	(+1)	(-1, 0)	(0, +1)	(-1, +1)
2 回目あるいは 3 回目の債権放棄 (サンプル数 4)	-3.081	0.439	2.224	-2.642	2.663	-0.418
複数回債権放棄を受けたケースの初回 (サンプル数 7)	-1.671	0.415	1.126	-0.888	1.090	-0.075
複数回債権放棄の全ケース (サンプル数 11)	-1.174	0.238	-1.444	-0.935	-1.205	-2.379
後に法的整理に移行したケース (サンプル数 10)	-1.270	-0.078	-0.635	-0.953	-0.505	-1.145
複数回債権放棄も法的整理移行も無いケース (サンプル数 17)	-1.867	0.311	-0.110	-1.556	0.202	-1.666
	-2.021 **	0.188	0.172	-1.296	0.255	-0.959
	-0.250	0.300	-0.935	0.050	-0.635	-0.885
	-0.004	0.370	-1.032	0.259	-0.468	-0.385
	0.149	-0.080	-0.359	0.069	-0.439	-0.290
	-0.481	-0.465	-0.784	-0.669	-0.883	-0.999

θ 値は、**の場合 5%水準で、***の場合 1%水準で、それぞれ有意である。

[表 3-3] メインバンクの exposure による分類
要請日ベース:mainbank

	上段:累積超過収益率(%)			下段:θ 値		
	(-1)	(0)	(+1)	(-1, 0)	(0, +1)	(-1, +1)
high exposure case (サンプル数 17)	-1.942	-0.370	-0.945	-2.312	-1.316	-3.258
low exposure case (17 件)	-3.151 ***	0.593	-1.421	-2.511 **	-1.287	-2.870 ***
	0.565	0.246	0.254	1.158	0.847	1.412
	0.598	0.246	0.328	0.597	0.406	0.677

θ 値は、**の場合 5%水準で、***の場合 1%水準で、それぞれ有意である。

[表4-1]全サンプル
合意日ベース:債務者企業

	(-1)	(0)	(+1)	(-1, 0)	(0, +1)	(-1, +1)
全期間(サンプル数58)	3.804	4.161	-1.227	7.965	2.934	6.738
	6.723 ***	5.061 ***	-1.019	8.332 ***	2.858 ***	6.215 ***

[表4-2] 態様別分類
合意日ベース:債務者企業

	上段:累積超過収益率(%)			下段:θ値		
	(-1)	(0)	(+1)	(-1, 0)	(0, +1)	(-1, +1)
2回目あるいは3回目の債権放棄 (サンプル数10)	1.280	1.201	-1.668	2.481	-0.467	0.812
複数回債権放棄を受けたケースの初回 (サンプル数10)	2.932 ***	-0.668	-0.636	1.601	-0.922	0.940
複数回債権放棄の全ケース (サンプル数20)	3.314	2.677	1.908	5.991	4.584	7.899
後に法的整理に移行したケース (サンプル数6)	1.981 **	2.523 **	1.562	3.184 ***	2.889 ***	3.502 ***
複数回債権放棄も法的整理移行も無いケース (サンプル数33)	2.297	1.939	0.120	4.236	2.058	4.355
	3.474 ***	1.311	0.655	3.384 ***	1.391	3.141
	3.253	2.871	-4.017	6.124	-1.146	2.107
	1.632	1.239	-1.889	2.030 **	-0.459	0.567
	4.998	5.745	-1.674	10.743	4.071	9.069
	5.980 ***	5.365 ***	-1.333	8.022 ***	2.851 ***	5.780 ***

θ値は、**の場合5%水準で、***の場合1%水準で、それぞれ有意である。

[表4-3]メインバンクのexposureによる分類
合意日ベース:債務者企業

	上段:累積超過収益率(%)			下段:θ値		
	(-1)	(0)	(+1)	(-1, 0)	(0, +1)	(-1, +1)
high exposure case (サンプル数25)	4.668	2.617	-2.012	7.285	0.605	5.273
low exposure case (25件)	4.800 ***	2.866 ***	-1.392	5.421 ***	1.042	3.622 ***
	4.005	5.624	-2.002	9.629	3.622	7.627
	4.296 ***	3.386 ***	-1.657 *	5.432 ***	1.222	3.478 ***

θ値は、**の場合5%水準で、***の場合1%水準で、それぞれ有意である。

[表5-1] 全サンプル
合意日ベース:メインバンク

	上段:累積超過収益率(%)			下段:θ値		
	(-1)	(0)	(+1)	(-1, 0)	(0, +1)	(-1, +1)
全期間(サンプル数39)	0.139	0.425	0.454	0.564	0.880	1.019
	0.428	1.299	0.950	1.221	1.590	1.545

[表5-2] 態様別分類
合意日ベース:メインバンク

	上段:累積超過収益率(%)			下段:θ値		
	(-1)	(0)	(+1)	(-1, 0)	(0, +1)	(-1, +1)
2回目あるいは3回目の債権放棄 (サンプル数4)	1.670	0.296	1.322	1.966	1.618	3.288
複数回債権放棄を受けたケースの初回 (サンプル数6)	-1.266	-0.073	-1.176	-1.339	-1.249	-2.516
複数回債権放棄の全ケース (サンプル数10)	-1.087	0.294	-1.792	-0.561	-1.059	-1.493
後に法的整理に移行したケース (サンプル数6)	-0.092	0.075	-0.177	-0.017	-0.102	-0.194
複数回債権放棄も法的整理移行も無いケース (サンプル数24)	-0.249	0.371	-0.957	0.086	-0.415	-0.482
	-0.098	0.503	-0.708	0.405	-0.204	-0.303
	-0.487	0.619	-0.309	0.094	0.219	-0.102
	0.207	0.496	0.963	0.703	1.459	1.666
	0.703	0.993	1.905	1.199	2.049	2.079

θ値は、**の場合5%水準で、***の場合1%水準で、それぞれ有意である。

[表5-3] メインバンクのexposureによる分類
合意日ベース:mainbank

	上段:累積超過収益率(%)			下段:θ値		
	(-1)	(0)	(+1)	(-1, 0)	(0, +1)	(-1, +1)
high exposure case (サンプル数16)	0.436	0.752	0.125	1.188	0.877	1.313
low exposure case (15件)	0.747	1.475	-0.137	1.571	0.946	1.204
	-0.331	0.463	0.706	0.132	1.168	0.838
	-0.256	0.768	1.051	0.363	1.286	0.903

θ値は、**の場合5%水準で、***の場合1%水準で、それぞれ有意である。