

銀行主導の企業再建の再検討*

——銀行-企業間関係・債権者調整スキーム・損失負担配分——

鯉 淵 賢

概 要

財務危機に陥った企業の債務超過を解消するために債権者間でどのように債権放棄損失の負担を配分するのかという問題は、企業再建における重要な論点の1つである。本稿では1998年から2004年にかけての日本の主要な大企業の私的整理事例において、メインバンクとその他の債権者間の損失負担配分がどのような要因により決定されていたのかを、ケーススタディと計量分析によって包括的に再検討し、銀行-企業間関係の親密度と債権者調整スキームの設計が債権者間の損失負担配分の重要な決定要因であることを見出した。本稿の結果は、1990年代後半から2000年代半ばにかけての日本の大企業の企業再建において、財務危機企業の持つ事業の収益性以外の要因である銀行との過去からの関係性が、銀行主導の私的整理による企業再建に影響を与えた可能性を強く示唆するものである。

キーワード

損失負担配分, 私的整理, 債権放棄, 銀行-企業間関係, シャブレイ値

I. はじめに

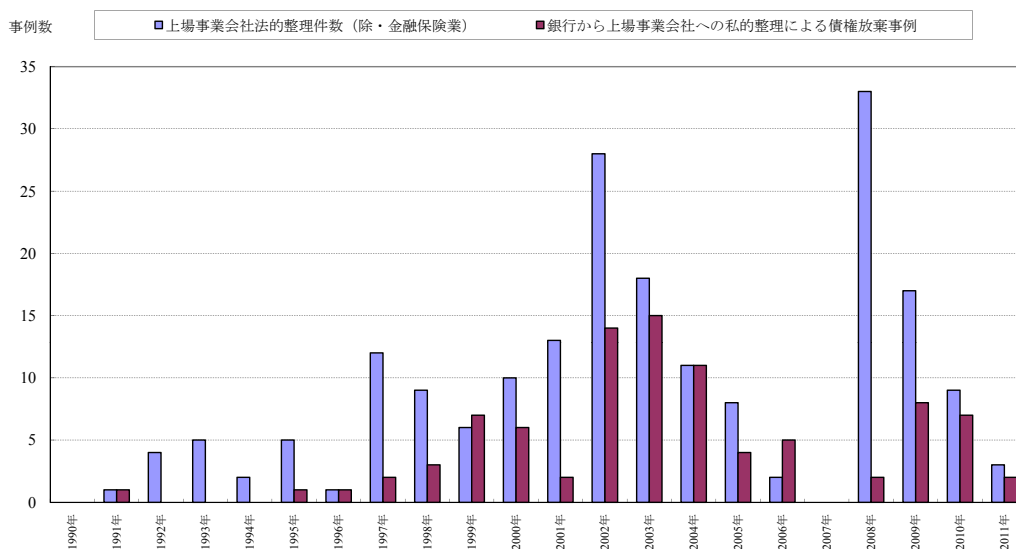
いったん発生してしまった損失を誰がどのくらい負担するかという損失負担配分は、世界各国で観察される全ての経済・金融危機に共通する重要な問題の一つである。近年のユーロ圏において顕在化しているギリシャやスペインなどの周辺国とドイツなどの中核国

* 本稿の基礎となる研究は、2008年日本金融学会春季大会（成城大学）、2009年日本経済学会春季大会（京都大学）、Asia Pacific Economic Conference 2009 (Santa Cruz, USA)において報告された。討論者として有益なコメントを頂いた粕谷宗久氏（日本銀行）、随清遠教授（横浜市立大学）、花崎正晴教授（一橋大学）、さらに、本稿と密接に関連する研究テーマについて共同研究等を通じご指導を頂いた福田慎一教授（東京大学）に感謝を申し上げる。本稿の研究は、2009年度科学研究費補助金（若手研究B・課題番号60361672）及び2011年度科学研究費補助金（若手研究B・課題番号23730307）の助成を受けた。

との間の対立は、単一通貨圏で発生した経済危機のコストを加盟国間でどのように配分するかという、国家レベルでの損失負担配分問題の側面を持つ。また、1990年代以降の日本経済では、様々な企業で過剰債務問題が顕在化し、貸し手である銀行と借り手である顧客企業の間で様々な債権放棄が行われた。これは企業再建に際しての、貸し手と借り手の間、もしくは複数の貸し手の間での企業レベルの損失負担配分問題と捉えることが可能である。本稿では、1990年代後半から2000年代半ばの日本の不良債権問題の期間の大企業の私的整理事例における債権放棄の損失負担配分問題に注目し、そうした損失負担配分がどのような要因で決定され、銀行-企業間関係の親密度や企業再建スキームの変化によってどのように影響を受けてきたのかを包括的に検証する。

図1は、1990年以降の毎年の日本の上場企業の事業会社の法的整理事件数と銀行から上場企業の事業会社への私的整理による債権放棄の件数を示している。高度成長期から1990年代初頭にかけての上場企業の事業会社の法的整理は毎年数件程度の極めて限られた頻度でしか発生しなかった。上場事業会社の法的整理が急増したのは北海道拓殖銀行や山一証券などの大手金融機関が破綻した1997年以降であることが分かる。さらに、上場事業会社において銀行による上場事業会社への私的整理による債権放棄は、1990年代前半以前はほとんど発生していなかった。銀行による上場事業会社への債権放棄件数は、1998年末から1999年にかけて戦後初めて急増し、法的整理事件数と同様に、大手銀行の不良債権処理の最終段階となった2002年から2003年にかけてピークを迎えた。

図1. 上場企業（除・金融保険業）の法的整理と私的整理（債権放棄及びDES）発生件数



出所：東京商工リサーチ「全国企業倒産白書」、及び著者による「日経テレコン21」日本経済新聞記事検索結果

伝統的な日本の銀行－企業間関係を巡る議論では、顧客企業の財務危機時にメインバンクがどの程度積極的に企業救済を主導するかは、メインバンクの「名声の維持」の問題として考えられてきた。しかし、戦後日本経済の銀行中心の金融システムにとって、私的整理による債権放棄が起こりうるような企業の深刻な財務危機時に実際にメインバンクがどのように行動したのかについての相当数の事例が入手可能となるのは、実は1990年代末から2000年代半ばにかけての時期が初めてであったのである¹⁾。しかし、この時期は1980年代からの漸進的な金融自由化によって、既に金融システムの多くの側面が銀行中心から市場中心へと移行しつつあると考えられていた時期であり、一方で、バブル経済崩壊以降の長期化した不良債権問題によって、主要な大手銀行の財務状態が著しく悪化した時期でもあった。

本稿では、この時期において顧客企業の過剰債務問題の解決を銀行がどの程度主導し、どのような損失負担配分を適用して債権者調整が行われていたのかに焦点を当てる。銀行－企業間関係の親密度や債権者調整スキームの変化が、メインバンクとその他の貸し手の間の損失負担配分にどのような影響をもたらしたのかを、理論モデル、ケーススタディ、そして計量分析によって明らかにする。

本稿の構成は以下である。第2節では、企業再建における債権放棄損失負担配分の問題を簡単な協力ゲームを用いた理論モデルによって整理する。第3節では、1990年代半ばから2000年代半ばの日本の大企業の私的整理による債権放棄事例におけるメインバンクの債権放棄損失負担に関してケーススタディを試みる。第4節は、第2節と第3節で議論されたメインバンクの債権放棄損失負担の決定要因について、サンプルセレクション・モデルによる推計結果を示す。最後に第5節では、本稿のまとめとインプリケーションを提示する。

II. 企業再建における債権放棄損失負担配分：理論モデル

1. 協力ゲームモデル

私的整理による債権放棄を協調して行う際に、債権者間の債権放棄損失負担がどの程度の大きさになるのかを、協力ゲームの理論の一つであるシャプレイ値の概念を用いた理論

1) これに対して、上場事業会社の親会社から子会社及び系列会社への債権放棄は1980年代以降、しばしば観察される現象であった。Hoshi, Koibuchi, and Schaede (2011)を参照。

モデルによって整理する²⁾。

企業が事業を継続することによって現在から将来にかけて生み出される期待利潤の割引現在価値を X とし、既存の負債残高を D 、事業を中断したときの清算価値を L とする。ここで仮に、 $D > X > L$ という不等号が成立している状況を考えると、この不等式は、事業を継続すれば当該企業はプラスの利潤を期待できるが、期待される利潤は過去の負債をすべて返済できない状態であり、その債務超過額は $(D-X)$ で表される。しかしながら、このような事業をもつ企業は、社会的には継続する方が望ましい。これは、事業を中断する場合には既存の資産の清算価値 L しか回収できないが、債務超過額 $(D-X)$ を債権放棄して事業を継続すればそれよりも大きな価値 X を利潤として生み出すことができるからである。このとき債権者間でどのように債権放棄損失を負担するかが重要な問題となる。

以下では、どのような状況の下で、融資比率の異なる債権者がどのような債権放棄損失負担配分を行うことが、再交渉の協力ゲームにおけるシャプレイ値となるかを考える³⁾。

簡単化のため、債権者は A, B, C の3者のみとし、3人の債権者 $i = \{A, B, C\}$ の融資比率をそれぞれ α, β, γ (ただし、 $\alpha + \beta + \gamma = 1$ および $\alpha \geq \beta \geq \gamma > 0$) とする。つまり、債権者 A は融資比率の最も大きな債権者であり、ここでは「メインバンク」と定義する。3者のプレイヤーによる任意の提携 S に対して、提携 S のメンバーが回収可能な資金を特性関数 $v(S)$ で表すことにする。シャプレイ値は、参加する可能性のある提携における各プレイヤーの限界的貢献度の加重平均によって配分額を一意に決定するものである。3人の債権者の回収額のうち、最大の債権者 A の回収額 x_A のみに注目すると、そのシャプレイ値は、

$$(1) \quad x_A = (1/3) [v(ABC) - v(BC)] + (1/6) [v(AB) - v(B)] + (1/6) [v(AC) - v(C)] + (1/3) v(A),$$

と定義され、 x_A の値は一意に決定される。

ここで、事業を中断したときの社会的な清算価値は L であるが、企業が法的整理に移行し清算が行われたときには、次の状況を仮定する。第一に、日本の倒産法制に従って、法的整理時の配分ルールとして、融資比率に応じて残存資産を配分する比例配分法（プロラタ配分）が適用されるとする。第二に、貸し手である各債権者 i には追加の私的なコスト Z_i がかかるものとする。このような状況の下で、債権放棄が行われず事業が中断された場合、債権者 A, B, C が回収できる利得は、 $\alpha L - Z_A, \beta L - Z_B, \gamma L - Z_C$ となり、 $v(A) = \alpha L - Z_A, v(B) = \beta L - Z_B, v(C) = \gamma L - Z_C$ である。一方、債権放棄が行われ、事業が継続

2) 以下のモデルは、福田・鯉淵（2006）の理論モデルを拡張したものである。

3) シャプレイ値の概念については、岡田（1996）を参照のこと。

された場合には、債権者全体として X の資金が回収できる。したがって、3名全員が提携したときの回収可能額を表す特性関数 $v(ABC)$ の値は X となる。

一般に、債権者が部分的に提携したときに回収可能な価値 $v(AB)$, $v(AC)$, $v(BC)$ は、負債残高 D や各債権者の融資比率 α , β , γ の値に依存する。以下では、単純化のため、 $\alpha D \geq \beta D \geq \gamma D > X$ を仮定する。このケースでは、事業を継続した場合の期待利潤の割引現在価値 X では最も債権額が小さい債権者 C の負債でさえ完済できないので、すべての債権者が債権放棄に同意しない限り、融資先企業は事業を継続できず、2人の債権者だけの協調は追加的価値を生み出さない。つまり、小口の債権者も含めて全ての債権者が事業継続に関する拒否権を持っているケースと言える⁴⁾。したがって、 $v(AB) = (\alpha + \beta)L - (Z_A + Z_B)$, $v(AC) = (\alpha + \gamma)L - (Z_A + Z_C)$, $v(BC) = (\beta + \gamma)L - (Z_B + Z_C)$ となる。このとき最大の債権者 A の回収額のシャプレイ値は、

$$(2) \quad x_A = \alpha L + (1/3)(X - L) + (1/3)(Z_B + Z_C) - (2/3)Z_A$$

となる。(2)式において、債権者 A が受け取る回収額 x_A は3つの要素から構成されている。右辺の第1項は顧客企業の清算時の各債権者への配分ルールに依存している。法的整理時には、原則的に比例配分法が適用されるため、債権者の融資比率が他の債権者と比較して高いほど、企業の清算価値 (L) からの取り分は高いことになる。第2項は、提携（私的整理への合意）により企業が清算されずに存続したことにより発生する追加的なキャッシュフロー ($X - L$) からの取り分である。このケースでは、3人の債権者全員が何らかの債権放棄に合意しなければ企業は存続しないため、シャプレイ値の特性として、顧客企業の存続時には各債権者は追加的なキャッシュフローの3分の1ずつを均等に受け取る。第3項以下は、顧客企業の法的整理時に各債権者が被る固有の損失額の他の債権者と比較した相対的な大きさを示している。

法的整理時に各債権者の被る追加的なコストが存在しないケース ($Z_A = Z_B = Z_C = 0$) においても、 $X - L$ の部分からの各債権者の取り分は融資比率に関係なく $1/3$ ずつであるため、シャプレイ値は比例配分法から乖離することを示している。しかし、こうしたケースでの比例配分法からの乖離は、 $X - L$ が極端に大きな値を取らない限り、また、メインバンクの融資比率が $1/3$ と大きく異ならなければ大きなものとはならない。対照的に、(2)式の第3項以下が債権者 A の回収額に与える影響は非常に大きい。つまり、シャプレイ値によ

4) III-2節で議論するように、日本の私的整理では、法的整理では一般的な債権者の多数決による再建計画の強制が不可能である。このため、小口の債権者でも再建計画の承認について拒否権を持ちうる。

る債権放棄損失負担配分を想定するならば、実際の私的整理事例で観察される損失負担配分の比例配分法からの乖離は、法的整理時における債権者 A の私的コスト Z_A が他の債権者のコスト Z_B や Z_C に対する相対的な大きさに主に起因していると考えられるのである。

債権放棄負担比率

次節以降の分析では、債権者の回収額自体ではなく、債権者 i の債権放棄負担比率を（債権者 i の債権放棄負担額 / 債権放棄総額）と定義して用いる。例えば、債権者 A の債権放棄負担比率は $(\alpha D - x_A) / (D - X)$ であり、債権者 A の回収額 x_A と債権放棄負担比率は 1 対 1 に対応する。もし債権者 A の回収額が企業が事業を継続した場合の期待利潤 (X) のうち、債権者 A の融資比率と同じ割合の金額を受け取るならば ($x_A = \alpha X$)、債権者 A の債権放棄負担比率はちょうど放棄前融資比率 α と等しくなる比例配分法（プロラタ配分）となり、超過負担（= 債権放棄負担比率 - 放棄前融資比率）はゼロになる。もし債権者 A の回収額が αX を下回る ($x_A < \alpha X$) ならば、債権者 A の債権放棄負担比率は放棄前融資比率を上回り、超過負担は正になる。

私的整理合意条件

シャプレイ値の概念を用いて(2)式を導いた。そして各債権者の回収額が(2)式によって決定されるならば、全ての債権者が事業の存続という提携（私的整理合意）に参加する条件は以下となる。

$$(3) \quad X - L + Z_A + Z_B + Z_C \geq 0$$

つまり、債権者調整による交渉合意のカット・オフ・ポイントは、私的整理合意により企業が清算されずに存続したことにより発生する追加的なキャッシュフロー ($X - L$) に加えて、全ての債権者が法的整理時に債権者が被る私的コストの総計 ($Z_A + Z_B + Z_C$) にも依存している。したがって、法的整理時の私的コストが正のケース ($Z_A + Z_B + Z_C > 0$) では、企業存続時のキャッシュフローがその清算価値を下回るケース ($X - L < 0$) でも法的整理時のコストが $X - L$ の絶対値を上回るならば、全ての債権者は債権放棄を伴う私的整理に合意し、企業は存続してしまう可能性がある。

2. 伝統的な銀行主導の企業再建

以上の債権者間で非対称な法的整理時のコストを考慮した簡単な協力ゲームモデルは、

日本の伝統的な銀行主導の企業再建スキームについての議論を整理するのに有用である。伝統的な日本の金融システムの議論では、顧客企業と長期継続的な関係を持つメインバンクは、「イザというときの貸し手」としての「名声 (reputation)」を維持するが故に、企業の財務危機時に債権者間の利害を積極的に調整し、企業の救済を主導すると考えられてきた (Hoshi, Kashyap and Scharfstein (1990) 及び Sheard (1994))⁵⁾。つまり、メインバンクは顧客企業の法的整理時に「名声の喪失」という他の小口の債権者にはない非対称に大きな私的コスト Z_A を被るため、メインバンクは債権放棄において大きな超過負担を負うことによって迅速に債権者調整を行って財務危機企業を救済すると期待されていた。

表1は、福田・鯉淵 (2006) が Sheard (1994) の付論に掲載されている1960年代半ばから1990年代初頭までの上場企業の企業再建にメインバンクが関与した事例 (全42事例) を再検討し、私的整理による債権放棄が確認できた3事例 (安宅産業 (1977年)、ジャパンライン (1987年)、富士興産 (1992年)) について、メインバンク (融資順位第1位銀行) とサブメイン (融資順位第2位銀行) の債権放棄負担比率と債権放棄直前の融資比率を示したものである。これら事例の全てでメインバンクの債権放棄負担比率は放棄前融資比率を大きく上回っており、1970年代から1990年代初頭まで、メインバンクが債権放棄前の融資比率に比して非常に大きな損失負担を行って、顧客企業を救済するのが一般的であったことを示唆している。

鯉淵 (2008) は、1990年代初頭まで、こうしたメインバンクと一部の主力行が非対称に大きな損失負担を担う銀行主導の企業再建スキームが存続した理由は以下のように指摘している。第一に、高度成長期以降からバブル経済崩壊までの期間における日本の銀行部

表1. 伝統的な大企業の私的整理事例

企業名	業種	債務免除益計上時点	債権放棄総額 (百万円)	メインバンク	MBの債権放棄負担比	MBの放棄前融資比率	サブメイン	SBの債権放棄負担比	SBの放棄前融資比率
安宅産業	卸売業	(77年9月期)	200,000	住友銀	57%	16%	協和銀	22%	10%
ジャパンライン	運輸業	87年3月期	16,000	興銀	94%	24%	長銀	n.a.	6%
富士興産	製造業	92年3月期	40,000	東銀	91%	28%	興銀・日債銀・大和銀	9%	54%

※安宅産業については、1977年10月1日の伊藤忠商事との合併前日に、銀行による債権放棄が実施された。
出所：福田・鯉淵 (2006) の表4

5) Sheard (1994) は、顧客企業の財務危機時にメインバンクが担う「特別の義務」はについて以下のように記述している。「取引先顧客が財務危機に陥った場合に、メインバンクの特別の義務を負担しなければならないとすると、メインバンクにはどのような選択肢があるかを考えてみる価値があろう。一般的にいて、メインバンクの対応は、直接的・間接的な融資の規模、顧客との取引歴、財務危機に至る原因および顧客の将来性により決まる。特に、大型の倒産が起こりうる場合には、監督当局の意向、健全なメインバンクとしての名声、さらには一般的な企業イメージが関連する要因として考えられる (日本語版, pp.236)」

門の全般的な財務状態の健全性が、財務危機に陥った顧客企業に対する大きな債権放棄損失負担を可能にしたことである。第二に、より重要なのは、そもそも日本の大企業において財務危機に陥る企業数はバブル経済崩壊に至るまで極めて少数であったことである。さらに、例え大企業が財務危機に陥った場合でも、利払い免除など比較的緩やかな銀行支援による顧客企業の救済がほとんどであり、貸出金の元本を放棄して債務超過を解消するような貸し手に大きな負担を強いる事例は極めて限定的であったと考えられる。結果として、高度成長期を含む戦後日本経済の長期に渡って、銀行主導の企業再建は日本の企業部門の過剰債務問題を迅速に解消する効率的なスキームとして有効に機能することが、大企業を取り巻く多くの利害関係者によって想定されていたのである⁶⁾。

Ⅲ. 企業再建スキームの変遷と損失負担配分：ケーススタディ

前節で議論した伝統的な銀行主導の企業再建が有効に機能する環境は1990年代後半までに大きく変化した可能性がある。バブル経済崩壊以降、大手銀行の多くの大口融資先が同時に深刻な過剰債務問題に陥ることになった。一方で、長期間に渡る巨額の不良債権処理のために銀行の自己資本が毀損し、銀行部門の財務状態は極端に悪化した。さらに1992年以降のBIS規制の導入、そして1998年に導入された自己資本比率規制に基づく早期是正措置の下で、大口融資先が法的整理に移行することから生じる追加的な貸倒損失は、銀行の存続に決定的な悪影響を与えてしまう可能性をもたらすことになった(櫻川(2002))。このような状況下では、メインバンクの非対称に大きな損失負担によって迅速に過剰債務問題を解消しようとする銀行主導の企業救済の資源配分上の効率性は大きく阻害されたのである(関根・小林・才田(2003)、Peek and Rosengren (2005)及びCaballero, Hoshi and Kashyap (2008))。

第1節の図1によって指摘したように、日本の大企業の事業会社に対する私的整理事例が急増し始めたのは1998年以降である。以下では、この1998年を挟む2つの期間に注目して私的整理における債権放棄損失負担の配分がどのように行われたかをケーススタディによって明らかにする。

6) Hoshi and Kashyap (2001, ch.5) は、高度成長期に有効に機能した銀行主導の企業救済の実例を詳細に分析している。

1. 1998年以前の私的整理事例：損失負担配分ルールの模索

表2は、住専問題が顕在化した1995年から上場企業の建設会社の大規模な債権放棄が観察される直前の1998年前半までの上場企業の私的整理事例を一覧している⁷⁾。

近年の上場企業の事業会社に対する債権放棄の嚆矢となったこの時期の私的整理事例は、メインバンクを始めとする主力行とその他の金融機関との間で、債権者間での債権放棄損失負担の配分ルールについての模索が行われた時期であった。1995年2月9日に債権放棄要請が公表された石原建設は、近年において金融機関が上場事業会社の債権放棄に踏み切った最初の事例として報道された（1995年2月9日付日本経済新聞朝刊）。中堅建設会社であった石原建設の債権放棄要請額は1998年末から急増した大手建設会社の債権放棄要請額の平均と比較すると10分の1以下の300億円に過ぎない小規模な事例であったが、三菱信託銀などの主力行は、石原建設の取引金融機関33行の全行が債権放棄を行うことを要請した。しかし、交渉は難航し、全金融機関の債権放棄合意までに約8ヶ月の期間を要することになった。さらに、33行の大半が一部の債権放棄には応じたものの、メインバンクの三菱信託銀とサブメインの三菱銀は債権額のほぼ全額を放棄し、一部の債権者は1割程度の債権放棄に留まるという極端に非対称な損失負担が主力行に発生した。さらに、最後まで債権放棄を拒否したさくら銀は金利減免のみに同意し、債権放棄は免除された。つまり、近年における最初の上場企業の私的整理事例であった石原建設においては、当初、

表2. 1995年から1998年初頭の主な大企業の私的整理における債権者調整

上場	証券コード	会社名	債権放棄正式発表日	債権放棄総額(百万円)	当初案での債権放棄負担配分方法	債権放棄最終合意日	調整期間(月数)	当初案からの修正点の概要
T1	1825	石原建設	19950209	30,000	全ての金融機関に債権放棄を要請	19951002	3.0	33金融機関の大半が債権一部放棄 メインとサブメインはほぼ全額放棄 一部銀行は金利減免のみ
T1	8582	日貿信(その他金融)	19950425	530,000	貸出残高シェアに応じたプロラタ配分	19970331	18.0	プロラタ配分(但し、主力6行の回収可能債権の金利を他行より1%引き下げ)
JQ	1913	旭ホームズ	不明	4,224	山一証券主導の12行による債権放棄	19960924	--	なし
T1	1805	飛鳥建設	19961018	640,000(保証債務)	関係金融機関33社に対するプロラタ配分	19970327	4.5	メインの富士銀による300億円の追加負担
T2	7738	チノン	19970425	4,500	MBが全額負担(MB融資比率100%)	19970826	4.0	なし
O2	8851	アーバンライフ	19980114	50,000	融資シェアに応じた債権放棄	19980825	6.5	主取引行の住友信などが中心となって支援

- 1) 「上場」欄のT1及びT2は東京証券取引所(第1部及び第2部)、O2は大阪証券取引所(第2部)、JQはジャスダック(店頭登録)上場企業を表す。
 2) 「調整期間」は、「債権放棄正式発表日」(債権者調整開始時点)から「債権放棄最終合意日」までのおおよその月数を表す。
 出所：日経テレコン21(日本経済新聞朝刊/夕刊・日経産業新聞・日経金融新聞)

7) 本稿で考察対象とするのは事業会社の私的整理事例であるが、ここでは事例としての重要度から、その他金融業(ノンバンク)に属する日貿信の事例も加えている。

メインバンクを始めとする主力行が示した債権者間でより均等な負担を求める配分ルールを前提とした債権者間調整が難航し、最終的にはメインバンクが非対称に債権放棄損失負担を担う「メイン寄せ」を許容することによって、私的整理合意を形成したのである。

石原建設と同時期の1995年4月に債権放棄要請を行ったノンバンクの日貿信のケースでは、当初案において取引金融機関の全てが貸出残高シェアに応じた比例的な債権放棄負担を担う、いわゆる「貸し手責任」に基づくプロラタ配分方式が主力6行によって提示された。100余りの債権者に対する債権者間調整は難航を極め、最終的に主力6行の残存債権についての金利を他行より1%引き下げ、債権放棄負担配分についてはプロラタ方式が適用されることが合意された。この事例においては、当初案の提示から最終合意までに約1年半（18ヶ月）もの調整期間を要した。

1996年10月に6400億円の巨額の関係会社向け保証債務の債権放棄を要請した飛鳥建設の事例においても、メインバンクの富士銀は当初、関係金融機関33行に対して完全なプロラタ配分方式による損失負担を要請した。約4ヶ月余の交渉の結果、富士銀が300億円の追加負担を行って合意に至った。

1997年4月に45億円の債権放棄要請を行った製造業（精密機器）のチノンの事例では、メインバンクの八十二銀の融資比率が100%であったことから、メインバンクのみが債権放棄損失負担を担うケースであったものの、1998年1月に債権放棄要請を行った不動産業のアーバンライフは、当初融資シェアに応じた損失負担を要請したが、半年余りの債権者調整の結果、メインバンクの住友信託銀と一部の主力行を中心とした支援に修正されて債権放棄の同意が得られている。

以上の1995年から1998年前半の上場企業の私的整理事例の特徴は以下の3点にまとめられる。第1に、この近年の大企業の私的整理の当初の期間においては、顧客企業の債権放棄に当たって、メインバンクや主力行は、より小口の債権者にも融資シェアに応じた均等な負担を求めるプロラタ配分方式を債権放棄負担の配分ルールを当初案として提示する試みが一般的であったことである。このことは、金融自由化の進展と不良債権問題の深刻化という新しい金融環境の下にあった1990年半ばにおいて、メインバンクは必ずしも顧客企業の債権放棄損失負担に積極的ではなく、より均等な債権者間損失負担を求める新しい配分ルールを模索していたことを強く示唆している。

第2に、メインバンクと主力行が融資比率に応じた債権放棄負担を求めるプロラタ方式に基づいて債権者調整を行ったことで、債権者間の合意の取り付けが困難となり、私的整理の合意までに極めて長い調整期間を要したことである。債権放棄要請日のデータが入手できなかった旭ホームズを除く5社の調整期間の平均は実に8ヶ月を超える。過剰債務企業の顧客離れや資産劣化からの迅速な救済という観点からは、極めて非効率な債権者調整

プロセスであったことが分かる。

第3に、当初案においてプロラタ配分を求めつつも、最終的には特にメインバンクが非対称に大きな債権放棄負担を担うことで、私的整理合意の交渉が妥結していることである。このことは、メインバンクは当初はプロラタ配分による均等な負担を求めつつも、最終的には非対称に大きな債権放棄負担を受け入れることで債権者調整を主導して顧客企業を救済する行動をとらざるを得なかったことを強く示唆している。

2. 1998年から2004年の私的整理事例

表3は、1998年から2004年にかけての私的整理に基づく債権放棄が行われた事例のうち、有価証券報告書、ディスクロージャー情報、新聞報道などによって取引銀行ごとの債権放棄額の詳細が判明した日本の事業会社の上場企業の債権放棄事例（全43社51事例）であり、鯉淵（2008）及びKoibuchi（2012）で考察された事例である。一般に上場企業の債権放棄では、過剰債務に陥った企業はメインバンクを含む主力行に対して私的整理に基づく債権放棄要請を行う。少なくとも過剰債務企業とメインバンク（もしくはメインバンクを含む少数の主力行）との間で合意が出来た時点で、企業自身が経営再建計画の正式発表を行い、主力行以外の取引金融機関に向けて債権放棄の要請が開始される。これを受けて、メインバンクが債権放棄負担の配分を巡る取引金融機関の間の交渉（債権者調整）を主導し、要請を行った金融機関全行の合意が得られるように債権放棄総額や負担比率の修正を行い、最終合意が得られた時点で、過剰債務企業の債権放棄総額とその負担配分額が確定することになる。表3の債権放棄総額（DES総額を含む）とメインバンク及びサブメインの債権放棄負担比率は、この最終的な確定額に基づき算定されている。

図2は、横軸に各事例ごとのメインバンクの放棄前融資比率、縦軸にメインバンクの債権放棄負担比率をとって、その関係をプロットしたものである。

一見して分かることは、主な債権放棄事例のほとんど全てでメインバンクの債権放棄負担比率は放棄前融資比率を大きく上回る超過負担（＝債権放棄負担比率－放棄前融資比率）が観察されることである。つまり、1990年代末から2000年代前半にかけての上場企業の主な私的整理事例では、過剰債務の解消のために必要な債権放棄の大半をメインバンクが融資比率と比較して著しく超過して負担していたことが分かる。そして、同じ融資比率でもメインバンクがほぼ100%に近い債権放棄負担を行うケースもあれば、融資比率を少し上回る程度であるケースも存在しており、超過負担の程度は事例ごとに様々な要因の影響を受けて決定されていることが推察される。

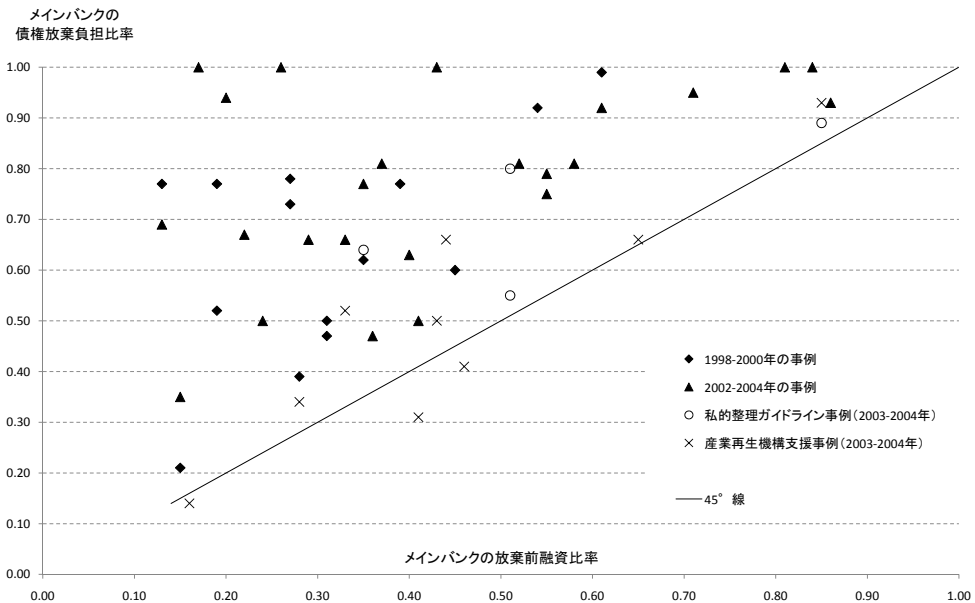
表 3. 1998 年から 2004 年の大企業の私的整理事例 (43 社 51 事例)

上場	証券コード	企業名	債権放棄正式発表日	業種	放棄前総借入金残 (百万円)	債権放棄総額 (百万円)	メインバンク	MBの債権放棄負担比率	MBの放棄前融資比率	サブメイン	SBの債権放棄負担比率	SBの放棄前融資比率
T1	1886	青木建設	19981119	建設業	332,886	200,900	あさひ銀	0.39	0.28	興銀	0.39	0.27
T1	1808	長谷工①	19981218	建設業	358,647	354,590	大和銀	0.21	0.15	三井信	0.17	0.12
T1	1806	フジタ	19981224	建設業	407,484	120,000	さくら銀	0.52	0.19	東海銀	0.35	0.16
T1	1920	積産住宅相互	19990122	建設業	87,272	65,656	三和銀	0.92	0.54	さくら銀	0.08	0.19
T1	8834	藤和不動産①	19990205	不動産業	477,409	237,100	東海銀	0.77	0.39	住友信	n.a.	0.07
T1	1804	佐藤工業	19990223	建設業	370,045	110,911	第一勧銀	0.50	0.31	北陸銀	0.25	0.17
T1	9232	バスコ	19990301	空運業	84,086	36,000	東京三菱銀	0.78	0.27	三和銀	n.a.	0.09
T1	3887	中央板紙	19990430	製造業	24,557	7,769	十六銀	0.73	0.27	日債銀	n.a.	0.13
T1	8020	兼松	19990518	卸売業	476,626	155,000	東京三菱銀	0.77	0.19	農林中金	0.08	0.13
T1	8003	トーメン①	20000209	卸売業	974,375	219,000	東海銀	0.77	0.13	さくら銀	0.08	0.08
T1	1837	ハザマ①	20000525	建設業	344,172	104,990	第一勧銀	0.47	0.31	三菱信	0.33	0.24
T1	1861	熊谷組①	20000901	建設業	879,700	430,000	住友銀	0.60	0.45	新生銀	0.24	0.17
T1	1814	大木建設	20000926	建設業	102,951	70,472	三和銀	0.99	0.61	住友信	0.01	0.1
T1	1821	三井建設	20011228	建設業	315,745	141,967	さくら銀	0.62	0.35	中央三井信	0.19	0.16
T1	8263	ダイエー①	20020118	小売業	862,791	400,000	UFJ銀	0.50	0.41	みずほコーポ銀	0.25	0.22
T1	1808	長谷工②	20020221	建設業	491,402	150,000	中央三井信	0.35	0.15	住友信	n.a.	n.a.
F	8246	○岩田屋	20020226	小売業	70,920	29,000	みずほ銀	0.50	0.24	福岡銀	0.39	0.18
T1	1923	ミサワホーム①	20020301	建設業	193,595	35,000	UFJ銀	1.00	0.26	中央三井信	0.00	0.09
T1	5936	○東洋シャッター	20020308	製造業	16,077	13,500	みずほ銀	0.81	0.52	UFJ銀	n.a.	0.15
T1	1823	住友建設	20020426	建設業	219,021	60,000	三井住友銀	0.66	0.29	住友信	0.33	0.17
T1	2262	雪印乳業	20020507	製造業	56,854	50,000	農林中金	0.77	0.35	UFJ銀	0.12	0.13
T1	8840	大京①	20020514	不動産業	1,006,356	470,000	UFJ銀	0.75	0.55	みずほコーポ銀	0.09	0.15
T1	7202	いすゞ自動車	20020814	製造業	267,415	100,000	みずほコーポ銀	0.81	0.37	UFJ銀	0.07	0.03
T1	1854	新井組	20020823	建設業	103,187	65,520	三井住友銀	0.92	0.61	住友信	n.a.	0.06
T1	5480	○日本冶金工業	20020918	製造業	96,897	35,000	みずほコーポ銀	0.80	0.51	UFJ銀	n.a.	0.14
T1	6765	ケンウッド	20020927	製造業	81,649	25,000	あさひ銀	1.00	0.43	中央三井信	0.00	0.07
T1	8834	藤和不動産②	20021105	不動産業	405,522	229,728	UFJ銀	0.81	0.58	新生銀	0.00	0.08
T1	8003	トーメン②	20021226	卸売業	749,317	110,000	UFJ銀	1.00	0.17	三井住友銀	0.00	0.09
un		○西武百貨店	20030114	小売業	284,000	211,044	みずほコーポ銀	0.64	0.35	新生銀	0.03	0.09
T1	1837	○ハザマ②	20030117	建設業	226,064	139,000	第一勧銀	0.55	0.51	三菱信	0.33	0.29
T1	8014	協理	20030328	卸売業	118,284	7,500	みずほコーポ銀	0.67	0.22	UFJ銀	0.33	0.17
T1	1861	熊谷組②	20030403	建設業	497,529	268,400	三井住友銀	0.95	0.71	住友信	0.02	0.05
T1	1805	飛鳥建設	20030416	建設業	101,799	30,000	みずほコーポ銀	0.47	0.36	三井住友銀	0.33	0.19
T1	1890	東洋建設	20030610	建設業	105,395	23,050	UFJ銀	0.66	0.33	みずほコーポ銀	0.15	0.16
T1	7210	日産ディーゼル工業	20030930	製造業	238,286	89,995	みずほコーポ銀	0.63	0.40	りそな銀	0.19	0.19
un		●九州産業交通	20030828	運輸業	52,598	26,400	みずほ銀	0.14	0.16	東京三菱銀	n.a.	0.12
T1	8858	●ダイア建設	20030828	不動産業	193,998	132,700	りそな銀	0.93	0.85	みずほコーポ銀	n.a.	0.06
T1	1501	●三井鉱山	20030829	鉱業	242,400	182,500	三井住友銀	0.52	0.33	中央三井信	n.a.	0.12
T1	8193	鈴丹	20031027	小売業	19,041	5,435	UFJ銀	1.00	0.81	東京三菱銀	0.00	0.06
T1	1827	ナカノコーポレーション	20031121	建設業	32,739	10,500	東京三菱銀	0.79	0.55	三菱信	0.21	0.24
T2	8839	ニチモ	20031126	不動産業	90,835	40,000	りそな銀	0.93	0.86	横浜銀	n.a.	8%
JQ	1908	三平建設	20031126	建設業	36,325	26,724	りそな銀	1.00	0.84	商工中金	0.00	0.03
T1	1826	○佐田建設	20040127	建設業	37,364	13,200	群馬銀	0.89	0.85	足利銀	0.11	0.1
T1	7724	●金門製作所	20040128	製造業	30,010	10,727	りそな銀	0.34	0.28	東京三菱銀	n.a.	0.17
T1	3102	●カネボウ	20040310	製造業	555,654	99,500	三井住友銀	0.41	0.46	みずほコーポ銀	n.a.	0.15
JQ	4953	●ダイホー工業	20040520	製造業	8,903	1,300	UFJ銀	0.31	0.41	中央三井信	n.a.	0.14
T1	7211	三菱自動車工業	20040521	製造業	341,465	130,000	東京三菱銀	0.69	0.13	三菱信	0.31	0.04
T1	2768	双日	20040726	卸売業	1,245,401	350,000	UFJ銀	0.94	0.20	みずほコーポ銀	0.00	0.08
T1	8840	●大京②	20040928	不動産業	484,300	176,500	UFJ銀	0.66	0.65	みずほコーポ銀	0.13	0.10
T1	8263	●ダイエー②	20041228	小売業	1,020,562	405,000	UFJ銀	0.50	0.43	みずほコーポ銀	0.21	0.22
T1	1722	●ミサワホームHD②	20041228	建設業	294,152	140,000	UFJ銀	0.66	0.44	中央三井信	n.a.	0.07

- 「上場」欄の T1 及び T1 は東京証券取引所 (第 1 部及び第 2 部), F は福岡証券取引所, JQ はジャスダック (店頭登録) 上場企業, un は非上場企業を表す。
- 企業名の先頭に付与された○印は「私的整理のガイドライン」を適用して行われた債権放棄事例, ●印は産業再生機構支援事例を表す。
- 企業名の後に付与された①もしくは②は, 1998 年から 2004 年に同一企業が複数回私的整理による債権放棄を受けた事例において, それぞれ 1 回目もしくは 2 回目の事例であることを表す。
- 産業再生機構支援事例では支援決定の発表と同時に金融支援を含む経営再建計画も正式発表されることから, 再生機構による「支援決定日」を「債権放棄正式発表日」としている。
- 「放棄前総借入金」は, 債権放棄 (もしくは債務の株式化) 実施の直前の決算期における短期借入金と長期借入金の合計額である。
- 「債権放棄総額」は, 各企業の個別損益計算書に実際に計上された債務免除益であり, 複数年度に渡って計上されている場合は, その合計額を債権放棄総額としている。また, 債権放棄と同時に債務の株式化が行われている場合には, その総額も債権放棄総額に含めている。

出所: Koibuchi (2012) の Table 32.5 及び Table 32.6

図2. メインバンクの債権放棄負担比率と放棄前融資比率



1998年から2000年の事例：債権者調整における「メイン寄せ」

表3の債権放棄事例のうち1998年から2000年の初期に行われた14事例については、債権放棄要請後の債権者調整のプロセスが、以降の事例よりも詳細に報道されていた。

表4は、1998年から2000年の初期に行われた14事例について、債権者調整の開始時点（債権放棄正式発表日）の「当初案」と債権者調整の合意時点の「最終合意案」について、メインバンクの債権放棄損失負担の程度を中心として、債権放棄に関わる様々な項目を比較している。

表4から分かる顕著な特徴は次の4つである。

第1に、当初案での「債権放棄要請金融機関数」を見ると、長谷工（1回目）と中央板紙を除くほとんどの事例で、要請前の取引金融機関数を大きく下回る少数の金融機関に対してのみ債権放棄要請が行われたことが分かる。これはそもそも債権者調整の当初から小口の債権者には全く損失負担を求めず、メインバンクを含む主力行に非対称に大きな負担を求める配分ルールが提案されるのが一般的なものとなっていたことを示唆している。

第2に、債権者調整の「調整期間」（債権放棄正式発表日から最終合意日までの月数）に注目すると、特に青木建設（29行に債権放棄要請・最終合意までに4ヶ月半）、長谷工コーポレーション（1回目）（同39行・5ヶ月）、中央板紙（同29行・5ヶ月）、熊谷組（1回目）（同15行・5ヶ月）を顕著な例として、債権放棄要請金融機関数が多かったケースほど、最終合意が大幅に遅れる傾向が観察される。

表 4. 債権者調整の当初案と最終合意案におけるメインバンクの債権放棄負担（1998年～2000年の14事例）

上場	証券コード	会社名	債権放棄正式発表日	債権放棄要請当初案				債権放棄最終合意日	債権放棄最終合意案				
				当初の債権放棄総額(百万円)	取引金融機関数 ¹⁾	債権放棄要請金融機関数(当初案)	当初のMBの債権放棄負担額		当初のMBの債権放棄負担比率	調整期間 ²⁾ (月数)	最終的な債権放棄総額 ³⁾ (百万円)	最終合意金融機関数 ⁴⁾	最終的なMBの債権放棄負担比率 ⁵⁾
T1	1886	青木建設	19981119	200,000	35	29	78,000	0.39	19990331	4.5	200,900 ^a	26*	0.39**
T1	1808	長谷工①	19981218	394,200	32	39	59,130	0.15	19990521	5.0	354,590 ^b	32*	0.21**
T1	1806	フジタ	19981224	120,000	74	6	60,000	0.50	19990331	3.0	120,000	5*	0.52**
T1	1920	殖産住宅相互	19990122	65,000	18	2	59,700	0.92	19990331	2.0	65,656	2	0.92
T1	8834	藤和不動産①	19990204	250,000	36	8	180,000	0.72	19990330	2.0	237,100 ^b	6*	0.77**
T1	1804	佐藤工業	19990222	121,300	60	21	52,632	0.43	19990525	3.0	110,911 ^b	21	0.51**
T1	9232	パスコ	19990226	36,000	20	12	21,400	0.59	19990331	1.0	36,000	6*	0.78**
T1	3887	中央板紙	19990430	11,400	18	29	5,000	0.44	19991001	5.0	7,769 ^b	n.a.	0.73**
T1	8020	兼松	19990518	170,000	21	3	110,000	0.65	19990730	2.5	155,000 ^b	3	0.77**
T1	8003	トーメン①	20000208	200,000	22	5	150,000	0.75	20000330	2.0	219,000 ^a	5	0.77**
T1	1837	ハザマ①	20000524	105,000	56	4	NA	0.47	20000927	4.0	104,990	4	0.47**
T1	1861	熊谷組①	20000901	450,000	53	15	234,000	0.52	20010209	5.0	430,000 ^b	11*	0.60**
T1	1814	大木建設	20000926	64,000	21	2	62,377	0.97	20001122	2.0	70,472 ^a	2	0.99**
T1	1821	三井建設	20001228	163,000	57	12	NA	0.40	20010329	3.0	141,967 ^b	14	0.62**

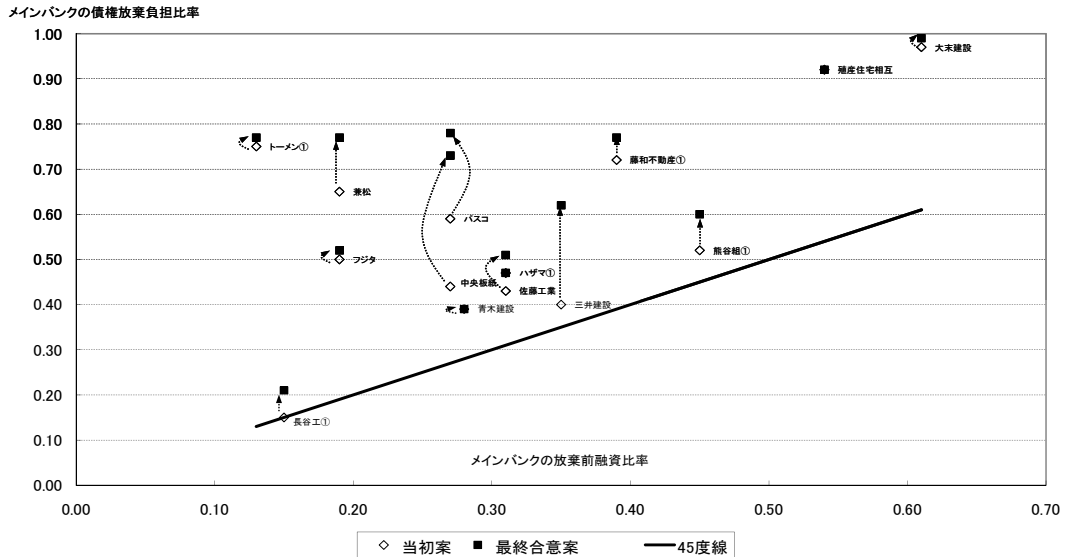
- 「取引金融機関数」は、債権放棄要請直前の決算期の有価証券報告書上の短期借入金および長期借入金欄記載の取引金融機関数のうち大きい方の数値を記載している。尚、中央板紙の取引金融機関数は、短期借入金が11行、長期借入金が18行である。
- 「調整期間」は、「債権放棄正式発表日」（債権者調整開始時点）から「債権放棄最終合意日」（全金融機関による債権放棄合意時点）までのおおよその月数を表す。
- 「最終的な債権放棄総額」は、最終的に損益計算書上に計上された債務免除益の総額を示している。債権者調整の過程で、当初案における債権放棄総額から増額が行われた場合は、「最終的な債権放棄総額」にa印を、当初案からの減額が行われた場合は、b印を数値の最後に付与している。
- 「最終合意金融機関数」は、当初案において債権放棄要請が行われていた金融機関のうち、最終的に債権放棄を受け入れた金融機関数を表す。この数値が、当初案における要請金融機関数を下回る場合（債権放棄要請に応じなかった金融機関が存在した場合）は、数値の最後に*印を付与している。
- 債権者調整において、メインバンク（MB）の債権放棄負担の上積みが行われた場合には、「最終的なMBの債権放棄負担比率」の数値の最後に**印を付与している。

出所：日経テレコン21（日本経済新聞朝刊/夕刊・日経産業新聞・日経金融新聞）

第3に、このように当初から債権放棄を求める金融機関数を限定していたにも関わらず、債権者調整の結果、約半数の6事例で「最終合意金融機関数」は、当初案の「債権放棄要請機関数」を下回っている。つまり、債権者調整の過程で当初債権放棄を要請されていた金融機関が最終的に債権放棄負担を完全に拒否した事例が少なくなかったことを示している。

第4に、メインバンクの債権放棄負担比率は、全14事例のうち既に当初案でのメインバンクの負担が大きかった1例（殖産住宅相互）を除く全ての事例で、当初案を最終合意案が上回っている。特に中央板紙（当初案44%→最終案73%）、三井建設（同40%→62%）、パスコ（同59%→78%）等は債権放棄調整を通じて大幅なメインバンクの債権放棄負担比率の引き上げが行われ、反対に小口の債権者の負担が大幅に軽減された事例である。このことは、まさにメインバンク主導の債権放棄交渉における債権者調整のプロセスを通じて、メインバンクへの債権放棄損失負担の集中、いわゆる「メイン寄せ」が生じたことを明確に示している（図3）。

図 3. 債権者調整前と調整後のメインバンク債権放棄負担比率（1998年～2000年の全14事例）



こうしたメインバンクへの債権放棄負担配分の集中はどのような要因に基づいて行われたのであろうか。1998年12月24日に、取引金融機関35社（長期借入金）のうち主力6行のみに債権放棄要請を行ったフジタの経営陣は、東京証券取引所での会見において何故6行だけに要請を行うかを記者団に問われ、「これまでの歴史的な重みを考えて、メイン2行には特に負担を頂く」（1998年12月29日付日本金融新聞）と回答している。

また、同年12月18日に債権放棄要請を行った長谷工コーポレーション（1回目）のケースでは、当初案において無担保融資残高約800億円について、その48.2%を一律放棄とする計画であった。しかし、債権者調整において融資残高の少ない金融機関から強い反発を受けた一方、特別公的管理下にあった長銀などが債権放棄に応じない方針を決めたため、「長谷工との関係性の深さに応じ」負担割合を変更する修正を行った（1999年2月25日付日本経済新聞朝刊）。

以上のケーススタディは、近年の日本の一般の債権放棄事例において広く観察されたメインバンクを中心とする少数の主力行の非対称に大きな債権放棄負担が、まさにメインバンク主導の債権者調整のプロセスを通じて発生したことを強く示唆している。非対称に大きな負担を受け入れても私的整理を成立させようとするメインバンクとは対照的に、小口の債権者は融資比率に応じた債権放棄損失負担を頑なに拒否する傾向が顕著であった。そして、債権者調整のプロセスを詳細に検討すると、こうしたメインバンク（及び主力行）への債権放棄負担の過度な集中は、過去からの長期継続的な銀行-企業間関係が緊密であるメインバンク主導の債権者調整の枠組み自体が要因の一つであることを強く示唆してい

るのである。

過去からの銀行－企業間関係という観点で、1998年10月に特別公的管理を申請し国有化された日本長期信用銀行（長銀）が米国系の投資グループに売却された後、2000年3月に新生銀行としての営業開始以降、新生銀行として財務状態の不良な顧客企業に対して試みた融資戦略の転換は注目に値する⁸⁾。Fukuda and Koibuchi (2006, 2007) は、新生銀の営業開始以降2002年9月までの2年半の間に発生した総計50件の上場企業の倒産のうち、新生銀の融資順位が5位以上の顧客企業の倒産は17件（全体の34%）、新生銀がメインバンクもしくはサブメインである顧客企業の倒産は10件（同20%）に上ったことを報告している。新生銀は、アメリカ流の経営手法の導入を標榜していたことに加え、営業譲渡の際に付与された瑕疵担保特約によるインセンティブも存在していたため、2000年7月に民事再生法申請を行ったそごう（新生銀の融資順位2位）を象徴的な事例として、伝統的な銀行主導の企業再建においてメインバンクや主力行に求められていた非対称に大きな債権放棄損失負担を拒否する傾向が顕著であった。

新しい企業再建スキームのインパクト

以上のようなメインバンク主導の債権者調整の枠組み自体が変化した場合、私的整理の帰結、特に債権者間での損失負担配分にどのような変化をもたらすのだろうか。2001年以降の私的整理事例では、伝統的な銀行主導の企業再建スキーム転換の影響についての検証を可能にする2つの重要なイベントが発生した。私的整理ガイドラインの施行と産業再生機構の設立である。

表5は、私的整理ガイドライン、産業再生機構手続、そして法的整理に基づく企業再建について、それぞれ「債権者間損失負担配分」、「多数決による強制」、「債権者調整の主体」の観点から簡潔に論点を整理したものである。2001年9月に全国銀行協会や日本経済団体連合会が中心になって策定した「私的整理ガイドライン」は、私的整理に関する基

表5. 企業再建スキームの主な特徴

	私的整理ガイドライン	産業再生機構手続	法的整理 (民事再生・会社更生)
債権者間損失負担配分	プロラタを旨とする (明文規定あり)	プロラタ原則 (明文規定なし)	プロラタ原則
多数決による強制	強制不可	強制不可	強制可
債権者調整の主体	事業者とメインバンクが調整	再生機構が調整	裁判所の管轄下で調整

出所：産業再生機構（2006, p.71）より著者作成。

8) 日本長期信用銀行は新銀行としての営業開始後の2000年6月に新生銀行に名称変更した。

準を明確化し、不良債権処理を促進することを目的としていた画期的な企業再建のスキームであったものの、メインバンクが債権者調整を主導することは変化がなかった（表5）。この点が後述する産業再生機構支援下での新しい債権放棄スキームとの大きな相違点である。私的整理ガイドラインによって、従来よりも債権者調整の枠組みが明確化され、一定の指針が示されていたとしても、実際の調整をメインバンク自身が行うのであれば、メインバンクが法的整理時に不可避免的に被るコストの存在が、小口の債権者に対する交渉力を引き下げてしまい債権放棄損失負担における過度な損失負担を回避できないことになる。結果として、表3及び図2において私的整理ガイドラインのみを採用した6事例（岩田屋、東洋シャッター、日本冶金工業、西武百貨店、ハザマ（2回目）、佐田建設）の全てにおいてメインバンクの債権放棄負担比率は放棄前融資比率を大きく上回る傾向が顕著であり、私的整理ガイドライン自体はそれまでの一般の私的整理事例で広範に発生していた「メイン寄せ」を抑制できなかったことが分かる。

2003年5月に業務を開始した産業再生機構のスキームの特徴の一つは、事業者とメインバンクが共同で再生支援の申込を行うことである。そして実際には、機構法上の正式な支援決定が行われる前段階の事前相談では、メインバンクから再生機構に案件が持ち込まれることが多かった（産業再生機構（2006, p.5））。このことは、メインバンク側に再生機構を活用することのメリットが明確に認識されていた可能性があり、それは、一旦支援決定がなされると、再生機構がメインバンクに代わって私的整理成立のための債権者調整を肩代わりしてくれることであったと考えられる。鯉淵（2008, 2.3節）が指摘するように、機構法に債権放棄額の債権者間の配分について「原則としてプロラタ配分」という条項は明記されなかったが、再生機構設立以前の私的整理のガイドラインにおいて「メイン寄せ」が回避できなかったことが迅速な企業再建が敬遠された主因であるという強い認識に立って、再生機構は債権者調整における中立的な立場を保持した。そして、メイン銀行も含めた債権放棄負担のプロラタ配分という内容を盛り込んだ再生計画に同意するか、あるいは法的整理となるか、という二者択一を非メイン行に対して突き付けることに成功したのである（産業再生機構（2006）, p.18-20）。結果として、図2において、産業再生機構支援下での私的整理事例9事例（九州産業交通、ダイア建設、三井鉱山、金門製作所、カネボウ、タイホー工業、大京（2回目）、ダイエー（2回目）、ミサワホームHD（2回目））ではメインバンクの債権放棄負担比率と放棄前融資比率のプロットはほぼ45度線の周りに分布しており、従来のスキームにおいて観察されていたメインバンクの非対称に大きな超過負担が消滅したことが分かる⁹⁾。過去か

9) 鯉淵（2008）は、産業再生機構支援事例で観察されたメインバンクの超過負担の大幅な軽減が、産業再生機構の負担によって肩代わりされたものではなく、十分に低い債権買取価格による非メイン行の実質的な負担と、大幅減資と株式併合による持分の大幅な希薄化による株主の応分の負担によってもたらされたものであることを詳細に検証している。

らの長期継続的な関係性に起因する固有のコストのない再生機構に債権者間調整を委託することは、小口の債権者に対してメインバンクが被っていた交渉力の低下を回避することになる。結果として、「委託された交渉者」としての再生機構が債権者調整を主導することにより、企業再建におけるメインバンクの超過負担が大幅に軽減した可能性を強く示唆している。

本節の1990年代半ばから2000年代半ばにかけての主な大企業の私的整理事例のケーススタディからのインプリケーションは、次のようにまとめられる。

第一に、1995年から1998年初頭までの初期の私的整理事例では小口を含めた債権者にも均等な負担を求める新しい損失負担配分ルールの導入が試みられたものの、大企業の私的整理が急増した1998年以降の私的整理事例では、結局、メインバンクが非対称に大きな債権放棄損失負担を担って債権者調整を主導する伝統的な企業再建スキームが存続したことである。第二に、メインバンク主導の債権者調整においてメインバンクと顧客企業との過去からの銀行-企業間関係の親密度が、メインバンクの超過負担の程度に大きな影響を与えたと考えられることである。第三に、伝統的なメインバンク主導の債権者調整からの転換として、顧客企業との過去からの関係性のない中立機関が債権者調整を行うという新しい企業再建スキームの導入は、メインバンクの超過負担を大幅に軽減し、プロラタ配分に基づく損失負担配分を実現する上で、大きな効果を持った可能性が高いことである。

次節では、以上の理論モデルとケーススタディから導かれた仮説を回帰分析によって検証する。

IV. 私的整理における債権放棄損失負担配分の決定要因

1. 推定方法

第Ⅱ節の理論モデルと第Ⅲ節のケーススタディは、私的整理事例における債権放棄損失負担配分について、次のような仮説を提供する。つまり、メインバンクが債権者調整を主導する私的整理事例では、メインバンクの債権放棄負担は、銀行の融資比率や顧客企業の収益性をコントロールした上で、銀行-企業間関係の親密度によって決定されるというものである。この仮説を検証するための推定式は以下で与えられる。

$$(4) \quad MBF_j = \alpha_1 + \alpha_2 MBL_j + \beta_1 PROFITABILITY_j + \gamma_1 MB_RELATION_j \\ + \gamma_2 SB_RELATION_j + \delta_1 SCHEME_j + \varepsilon_j$$

左辺の MBF_j は、事例 j におけるメインバンクの債権放棄負担比率である。この債権放棄負担比率を、定数項を含めて、取引銀行の放棄前融資比率、各事例の収益性や債務超過の特性を示す指標、銀行-企業間関係を示す指標、そして債権放棄スキームを示す変数に回帰する。 ε_j は攪乱項である。

右辺の説明変数のうち、 MBL_j はメインバンクの放棄前融資比率であり、債権放棄負担比率を決定する最も基本的な項目である。協力ゲームの枠組みを用いて導出された(2)式で示されたように、私的整理の交渉が決裂し企業が法的整理に移行すれば、原則として比例配分法によって各債権者への残存資産の配分が行われる。したがって、債権放棄負担比率は部分的には放棄前融資比率によって決定されるため、 MBL_j の係数は統計的に有意な正の値を取ると考えられる。

各事例の財務状態や収益性等を示す変数群 $PROFITABILITY_j$ として、 $FORGIVE_j$ 及び $INTEREST_j$ はそれぞれ「債権放棄総額/放棄前総借入金」と「調整済支払金利」を加えている。 $FORGIVE_j$ は、事例 j の企業の債権放棄額 ($D-X$) が既存の借入金総額 (D) に対してどのくらいの大きさであるかを表す変数であり、債務超過の大きさを示す最も基本的な変数の一つである。債権放棄総額が大きいほど、各債権者の融資比率を所与にして、より多くの債権者が債権放棄に応じなければ交渉は決裂し、法的整理に移行する。したがって、 $FORGIVE_j$ が大きければ、メインバンクの負担比率はその分低下する。つまり、 $FORGIVE_j$ の係数は負の値を取ると考えられる。

$INTEREST_j$ は企業 j が債権放棄前にどのくらいの金利支払を行っていたかの指標として3決算期平均の「支払利息割引料/総借入金残高」を採用している。この変数は各決算期首時点の短期及び長期プライムレートによって金利の期間構造を調整している。過剰債務企業は債権放棄要請を行う前に金利減免や金利支払猶予などの金融支援を取引銀行から受けていることが一般的である。特に1990年代後半の日本企業の場合、こうした金利減免などを極めて長期間受けていたことが報告されている (Caballero, et. al (2008) 及び星 (2006))。したがって、債権放棄前の企業の収益性の指標を測るには通常の当期利益率やROAではなく、債権放棄前にどれくらい金利支払を行っていたという指標が望ましいことになる¹⁰⁾。したがって、 $INTEREST_j$ が企業の収益性 (つまり理論モデルの(2)式の X) の代理変数であるとすると、収益性が高いほど再建後の企業価値が清算価値を大きく上回ることになり ($X-L$ が大きな値を取り)、メインバンクの債権放棄負担は比例配分法から大きく乖離し、超過負担が大きくなる。一方で、企業の収益性が低いほど再建後の企業価値が清算

10) 予備的な推計においては、私的整理や法的整理直近1期及び直近3期平均の「売上高当期利益率」を収益性の指標として用いたが、いずれの特定化においても統計的に有意な係数値が得られなかったため、本稿では $INTEREST_j$ のみを収益性の指標として説明変数を含めた推計結果を報告している。

価値に近づくためメインバンクの債権放棄負担は比例配分法に近づいていく。したがって、 $INTEREST_j$ の係数は正の値を取ると予想される。

私的整理企業と取引銀行との関係性を示す $MB_RELATION_j$ (および $SB_RELATION_j$) は、メインバンク MB (およびサブメイン SB) と顧客企業の銀行-企業間関係の親密度を表す変数群である。これらは、各事例におけるメインバンクの他の主力行に対する相対的な関係性の強さを抽出する。具体的には、銀行-企業間関係を表す指標として、私的整理直前の関係性を表す指標と、私的整理までのより長期間に渡る安定的な銀行企業間関係の親密さを表す指標の2種類の変数群を用いている。

まず、債権放棄要請直前の決算期における以下の2つの指標を用いた。第1は、「最大株主ダミー」であり、 $TOPSHARE_j$ で示す。債権放棄直前の決算期において取引銀行(メインバンクもしくはサブメイン)の当該企業の外部株主の中で最大株主である場合には1、そうでない場合にはゼロを取るダミー変数である。第2は、「銀行出身社長ダミー」であり、 $PRESIDENT_j$ で示す。債権放棄直前の決算期において取引銀行の出身者が社長(会長、代表権のある副社長の場合を含む)であった場合に1、そうでない場合にはゼロをとるダミー変数である。

以上のような私的整理直前の銀行-企業間関係は企業が債権放棄を要請し債権者調整が開始される時点の各取引銀行との関係性を示す代表的な指標であるが、伝統的な日本の銀行-企業間関係を巡る議論にしたがって、より長期継続的な銀行-企業間関係の指標として、社長会への所属、過去からの融資関係、役員派遣、株式保有を通じた結びつきに関する次の指標も説明変数として採用する。第1は、「社長会所属ダミー」であり、 $COUNCIL_j$ で示される。当該企業が主要銀行を中心とする企業集団の社長会(いわゆる六大企業集団に三和みどり会と東海わかば会を含む)に所属しているかどうかであり、もし取引銀行(メインバンクもしくはサブメイン)の社長会所属企業であるならば1、そうでないならばゼロを取るダミー変数である。第2は、「長期融資関係ダミー」であり、 $LLEND_j$ で示す。これは、私的整理直前の決算期において融資順位1位(同2位)であり、「メインバンク(サブメイン)」として定義された取引銀行が1995年3月期及び1990年3月期にも同じく融資順位1位(同2位以上)であった場合には、1を取るダミー変数である。したがって、この説明変数は、取引銀行と債権放棄企業との融資関係でみた密接な関係が私的整理直前にだけ一時的に生じているのではなく、1990年代を通じてより長期安定的に観察されるものであったかどうかを示すものである。同じく $LTOPSHARE_j$ と $LPRESIDENT_j$ は、それぞれ「長期的最大株主ダミー」と「長期的銀行出身社長ダミー」であり、私的整理直前の決算期だけでなく、1995年3月期及び1990年3月期にも同じ関係性が観察された場合にのみ1を取るダミー変数である。

理論モデルにおける(2)式が示す通り、メインバンクの債権放棄負担の程度は、メインバンク自身の顧客企業との関係（つまり Z_A ）だけでなく、他の債権者、特にサブメインが当該顧客企業とどの程度の関係性（つまり Z_B ）を持っているかにも依存する。メインバンクと顧客企業との関係を所与にして、サブメインも顧客企業との関係性が強いほど、サブメインも大きな債権放棄負担を担わざるを得ないので、メインバンクの債権放棄負担は相対的に軽いものになるのである。したがって、 $MB_RELATION_j$ に含まれる変数の係数は正の値、 $SB_RELATION_j$ に含まれる変数の係数は負の値が予測される。

(4)式の最後の説明変数 $SCHEME_j$ は、事例 j において採用された私的整理の企業再建スキームに関するダミー変数である。まず、 GL_j は事例 j が私的整理のガイドラインの枠組みで行われた事例ならば 1 を取るダミー変数であり、 IRC_j は事例 j が産業再生機構支援下で行われた債権放棄事例ならば 1 を取るダミー変数である。この他、 $YEAR \geq 2000$ を事例 j が民事再生法の施行された 2000 年以降の事例ならば 1 を取るダミー変数とし、 $YEAR \geq 2003$ を事例 j が産業再生機構が設立・業務開始した 2003 年以降の事例ならば 1 を取る時系列のダミー変数として、法的整理と私的整理に関する新しい企業再建の枠組みの時系列方向の変化をコントロールすることを意図している。

(4)式の推定は、メインバンクの債権放棄負担比率の決定要因の直接的な検証を可能にするが、債権放棄負担比率が観察できる私的整理事例のみをサンプルとすることによって、潜在的に私的整理による企業の存続を意図していながら、結果的に私的整理合意に至らず法的整理に移行した事例との間にサンプルバイアスが生じる可能性がある。そこで、サンプルに同期の上場企業の事業会社の法的整理事例を加えることによって、私的整理と法的整理の選択に関する以下の推定式を用いる¹¹⁾。

$$(5) \quad \Pr(D_j=1) = \alpha_1 + \alpha_2 \text{PROFITABILITY}_j \\ + \beta_1 \text{MBSBL}_j + \beta_2 \text{LDEBT}_j + \beta_3 \text{NBK}_j + \beta_4 \text{SHINSEI}_j \\ + \gamma_1 \text{MB_RELATION}_j + \varepsilon_j,$$

(5)式は、第Ⅱ節の理論モデルの(3)式に基づいて、メインバンクが主導する債権者調整を主導する私的整理合意は、顧客企業の収益性をコントロールした上で、メインバンクの銀行-企業間関係の親密度によって決定されることを想定している。

1998 年から 2004 年の上場企業の私的整理（49 事例）及び法的整理（72 事例）の計 121

11) 胥（2005）は、1990 年代後半から 2000 年代初めまでの日本の大企業の法的整理と私的整理の選択問題についての回帰分析を行っている。

事例について、私的整理事例については1を取り ($D_j=1$)、法的整理事例については0を取る ($D_j=0$) 二値変数の確率分布を被説明変数として、企業 j の債権放棄・法的整理直前3決算期平均の収益性 ($INTEREST_j$: 期間構造調整済み支払金利)、私的整理直前の決算期における借入金総額の対数値 ($LDEBT_j$)、1999年3月期時点の取引金融機関数の対数値 (NBK_j)、メインバンクとサブメイン合算 ($MBSBBL_j$) の直前の融資比率、さらに不採算企業を集中的に淘汰する戦略を採用した新生銀行がメインバンクもしくはサブメインである場合 ($SHINSEI_j$) を基礎的な説明変数として、これに(4)式で用いたのと同様のメインバンクとの関係性の指標を追加している。

(4)式をメインバンクの債権放棄負担比率の決定要因を分析する Main equation、さらに(5)式を企業再建における債権放棄と法的整理の選択の決定要因を示す Selection equation として、Heckman (1979) の二段階推計によるサンプルセレクション・モデルを推計する¹²⁾。

表6は、表3の私的整理事例のうち1998年から2004年の私的整理事例のうち財務データが入手できない非上場企業2事例(西武百貨店及び九州産業交通)を除く上場企業の私的整理事例36社(うち5社は、サンプル期間中に2度債権放棄を受けた)と、同じく1998年から2004年に法的整理を申請した上場企業72社(金融保険業を除く)をサンプルとして、債権放棄・法的整理直前における財務指標、メインバンク及びサブメインとの関係性の指標を比較している。

2. 推定結果

表7は、様々な説明変数の組み合わせでサンプルセレクション・モデルを推定した主な推計結果を報告している。表7のうち、(1)から(3)は産業再生機構事例を除外した推計結果、(4)及び(5)は含めた推計結果を報告している

まず、Main equation に注目すると、基本的変数であるメインバンクの放棄前融資比率 MBL_j の係数は、推計結果(1)から(5)のどの特定化によっても、安定的に1%水準で統計的に有意な正の値を取っている。このことは、メインバンクの融資比率が高いほど、大きな債権放棄負担を担っていることを示しており、第II節の理論モデルと整合的な結果となっている。さらに事例の収益性を示す説明変数であり、私的整理企業が債権放棄前の3期間の平均でどの程度の利子支払いを行っていたかを示す $INTEREST_j$ は概ね5%水準で統計的に有意な正の値を取っている。さらに、債権放棄総額の総借入金残高に対する大きさを示す $FORGIVE_j$ は概ね負の係数を取っているものの、どの特定化でも統計的に有意な値

12) 推計は StataSE/10 の heckman コマンドによって行なわれた。

表 6. 1998 年から 2004 年の私的整理企業と法的整理企業の主な財務指標

	私的整理企業		法的整理企業	
	36		72	
サンプル企業数				
私的整理・法的整理直前の指標				
売上高当期利益率(直近)	-0.106 (-0.027)		-0.453 (-0.108)	
売上高当期利益率(直近3期平均)	-0.072 (-0.045)		-0.190 (-0.066)	
期間構造調整み支払金利(直近)	0.002 (0.001)		0.004 (0.002)	
期間構造調整み支払金利(直近3期平均)	0.002 (0.001)		0.002 (0.001)	
総借入金残高(対数値)	11.996*** (11.927)		9.765 (9.869)	
取引銀行数(1999年3月期)	33*** (24)		14 (12)	
新生銀顧客企業	2%		11%	
直前の関係性の指標				
融資比率	0.403 (0.355)	0.133 (0.135)	0.401 (0.364)	0.158 (0.149)
MBとSBの融資比率合計	0.537 (0.505)		0.558 (0.540)	
銀行法定上限株式保有	50%	5%	40%	6%
銀行が最大株主	55%***	5%	25%	8%
銀行出身者役員派遣	94%***	36%***	61%	15%
銀行出身者が社長(会長)・副社長	66%***	2%	20%	1%
長期安定的な関係性の指標				
社長会所属企業	27%***	11%***	5%	0%
1990年以降の融資順位の安定性	91%***	52%	65%	47%
1990年以降、銀行が安定的に法定上限株式保有	19%	2%	27%	1%
1990年以降、銀行が安定的に最大株主	36%	2%	25%	8%
1990年以降、安定的に銀行出身者役員派遣	77%*	19%**	61%	5%
1990年以降、銀行出身者が安定的に社長(会長)・副社長	22%	2%	20%	1%

1) 数値はサンプル平均値、カッコ内はサンプル中位値を表す。

2) パーセンテージ表示は、それぞれ債権放棄企業 36 社、法的整理企業 72 社に対する該当事例の比率を表す。

3) 私的整理企業の平均値の数値に付けられた ***, **, * は、法的整理企業との等平均の検定において、それぞれ 1%, 5%, 10% 有意水準で平均値が等しいという帰無仮説を棄却できることを表している。

を取ることにはなかった。

メインバンクと顧客企業との関係性の指標に注目すると、推計結果(1)において、私的整理直前の顧客企業との関係性を示す指標は、 $MBTOPSHARE_j$ と $MBPRESIDENT_j$ のいずれも正の係数の推定値を取るものの統計的に有意なものとはならなかった。これに対して、長期安定的なメインバンクと企業との関係性を示す社長会所属ダミー $MBCOUNCIL_j$ の係数の推定値は、推定結果(2)から(5)のどの特定化においても概ね 0.1 以上の推定値を示し、5% 水準で統計的に有意な正の値を取っており、メインバンクの社長会に所属していた顧客企業の私的整理に当たっては、他の変数をコントロールした上で、メインバンクは 10% 超の債権放棄の超過負担を負っていることが分かる。

表 7. メインバンクの債権放棄負担比率の決定要因

被説明変数:メインバンクの債権放棄負担比率

	(1)		(2)		(3)		(4)		(5)	
	Coef.	(Std.Err)	Coef.	(Std.Err)	Coef.	(Std.Err)	Coef.	(Std.Err)	Coef.	(Std.Err)
<i>Main equation</i> (メインバンクの債権放棄負担の決定要因)										
MBL	0.555***	(0.136)	0.517***	(0.102)	0.516***	(0.117)	0.648***	(0.110)	0.706***	(0.131)
FORGIVE	-0.197	(0.151)	-0.061	(0.099)	-0.066	(0.112)	-0.082	(0.110)	-0.112	(0.119)
INTEREST	10.116**	(4.394)	8.784**	(3.494)	8.565**	(3.556)	8.707**	(3.872)	8.626**	(3.991)
MBTOPSHARE	0.064	(0.055)								
MBPRESIDENT	0.046	(0.063)								
MBCOUNCIL			0.123**	(0.049)	0.113**	(0.049)	0.110**	(0.051)	0.127**	(0.051)
LMBLEND			0.207***	(0.067)	0.218***	(0.069)	0.079	(0.072)	0.081	(0.073)
LMBTOPSHARE			0.095**	(0.046)	0.093*	(0.047)	0.053	(0.047)	0.066	(0.051)
LMBPRESIDENT			0.106**	(0.048)	0.090*	(0.050)	0.053	(0.047)	0.082	(0.063)
SB RELATION		Yes		No		Yes		Yes		Yes
GL							-0.077	(0.080)	-0.078	(0.084)
IRCJ							-0.255***	(0.054)	-0.242***	(0.064)
YEAR >=2000	-0.009	(0.066)			-0.032	(0.066)			-0.059	(0.070)
YEAR >=2003									-0.007	(0.059)
Constant	0.508***	(0.094)	0.202**	(0.092)	0.255**	(0.113)	0.373***	(0.104)	0.399***	(0.125)
<i>Selection equation</i> (私的整理と法的整理の選択要因)										
INTEREST	44.342	(35.727)	42.093	(31.888)	51.260	(34.291)	51.714	(33.969)	60.306*	(34.814)
MBSBL	2.953***	(1.137)	1.721	(1.121)	2.337**	(1.171)	1.746**	(0.977)	1.238	(1.178)
LDEBT	1.112***	(0.241)	0.978***	(0.212)	1.060***	(0.221)	1.017***	(0.183)	1.051***	(0.194)
NBK	0.160	(0.362)								
SHINSEI	-1.926***	(0.700)	-1.868***	(0.556)	-1.845***	(0.609)	-2.234***	(0.687)	-1.718**	(0.698)
MBTOPSHARE	0.647	(0.412)								
MBBOARD	0.267	(0.560)								
MBCOUNCIL			0.214	(0.466)	0.245	(0.485)	0.071	(0.548)	0.037	(0.531)
LMBLEND			0.420	(0.470)	0.394	(0.485)	0.459	(0.452)	0.552	(0.465)
LMBTOPSHARE			0.788*	(0.416)	0.797*	(0.433)	1.039**	(0.434)	0.999**	(0.443)
LMBBOARD			0.360	(0.337)	0.473	(0.556)	0.679*	(0.401)	1.089**	(0.452)
YEAR >=2000	-0.423	(0.538)			-0.473	(0.556)			-0.824	(0.615)
YEAR >=2003									1.086**	(0.477)
Constant	-14.730***	(2.773)	-12.777***	(2.761)	-13.709***	(2.799)	-13.399***	(2.398)	-13.571***	(2.524)
Log likelihood	-10.290		-0.601		0.602		-4.497		-1.476	
観測数			113						121	
[censored, uncensored]			[72, 41]						[72, 49]	

注) 係数の推定値に付された***, **, 及び*は, それぞれ1%, 5%, 及び10%有意水準で統計的に有意であることを示す。

さらに, 1990年3月期から債権放棄直前に至るまで安定的にメインバンクが融資順位1位であったことを示すダミー変数LMBLEND_jの係数の推定値は, 産業再生機構事例を含まない(2)及び(3)の推計結果において, 概ね0.2の値を取り, ほぼ1%水準で統計的に有意な係数となっている。メインバンク関係が私的整理直前の10年間の長期間にわたって安定的であった事例では, そうでない事例と比べてメインバンクは20%程度の高い超過負担を受け入れたことを示している。同じくメインバンクより長期的な株式保有関係を示すLTOPSHARE_jと長期的なメインバンク出身社長派遣の継続を示すLPRESIDENT_jの係数の推定値は, 両者とも0.09前後であり, 共に5%から10%水準で有意な正の値を取っている。

理論モデルによれば, メインバンク関係の親密度は, サブメインと顧客企業の親密度との相対的關係において, メインバンクの債権放棄負担比率に影響を与える。サブメインの関係性の指標をコントロールした上で, メインバンクの関係性の親密度の相対的な大きさ

を考慮した推計結果(3)でも、メインバンク長期安定的な関係性の指標は統計的に有意な説明力を持っている。

以上の結果は、メインバンクの債権放棄負担比率の決定要因を分析する推計において、メインバンクの放棄前融資比率、債務超過の程度、企業の収益性といった基本的な説明変数をコントロールした上で、メインバンクが担う超過負担の程度は、サブメイン以下と比較した銀行-企業間関係の相対的な親密度に強く依存していることを示している。そして、その関係性は私的整理直前における取引銀行と企業との関係性よりも、より長期安定的な銀行-企業間関係の親密度がメインバンクの超過負担の程度に大きな影響を与えていることが示された。

さらに、サンプル期間中における企業再建スキームの変化の指標として、私的整理のガイドラインの適用の効果に注目すると、推計結果(4)及び(5)において私的整理ガイドラインの適用事例であること示すダミー変数 GL_j の係数の推定値は負の値を取っているものいかなる有意水準でも統計的に有意ではない。このことは、日本の大企業を取りまく新しい債権者調整スキームの構築を意図して制定されたものの、私的整理ガイドラインは引き続きメインバンクが債権者調整を主導するスキームであったため、メインバンクの超過負担を明確に軽減するには至らなかったことを示している。これに対して、産業再生機構支援事例であることを示すダミー変数 $IRCJ_j$ の係数の推定値は推計結果(4)及び(5)のどちらでも -0.25 前後の値を取り、1%有意水準で統計的に有意な負の値を取っている。このことは産業再生機構が債権者調整を担う新しいスキームは、伝統的なメインバンク主導の債権者調整スキームの事例と比較して、25%ものメインバンクの超過負担を軽減したことを示している。

最後に、企業再建における債権放棄と法的整理の決定要因として Selection equation に注目すると、基本的変数のうち、法的整理企業と私的整理企業の事前の収益性を示す調整済支払金利 $INTEREST_j$ の係数の推定値は概ね正の値を示しており、推計結果(3)と(4)では10%水準で統計的に有意な正の値を示しており、推計結果(5)では10%水準で統計的に有意な正の値を取っている。さらに、メインバンクとサブメインの融資比率の合計 ($MBSBL_j$) の係数の推定値は推計結果(1), (3), (4)において、5%水準で統計的に有意な正の値を取っている。企業の総借入金残高 $LDEBT_j$ の係数の推定値は、いずれの推計結果においても1%水準で統計的に有意な正の値となっており、借入金残高の大きな企業ほど法的整理を回避して私的整理によって存続する傾向が顕著であったことを強く示唆している。これに対して、取引銀行数 (NBK_j) は総借入金残高 ($LDEBT_j$) と同時に説明変数として用いられた場合、統計的に有意な係数値を取ることはなかった。旧長銀の顧客企業を継承したものの、伝統的な日本の銀行-企業間関係を継続せず、不良な顧客企業を集中的に

淘汰することを標榜していた新生銀の顧客企業を示す SHINSEI_j の係数の推定値は、いずれの推計結果でも 1% 水準で統計的に有意な正の値を取っている。さらに、メインバンクとの関係性の指標のうち、1990 年代を通じての長期安定的なメインバンク関係の指標はいずれも正の係数の推定値を取っており、特に長期的な株式保有関係を示す LMBTOPSHARE_j と長期的なメインバンク出身役員派遣の継続を示す LMBBOARD_j は、統計的に有意な正の値を取っている。

以上の Selection equation の結果は、より大きな負債総額を持つ企業であり、特に株式保有と役員派遣の観点から、より緊密で長期安定的なメインバンク関係を持つ企業ほど私的整理による債権放棄によって救済される可能性が高かったことを示唆している。

V. おわりに

本稿では、私的整理事例における債権放棄に着目して、債権放棄損失負担配分がどのような決定要因によって影響を受けているのかについて、理論モデルとケーススタディ、そして回帰分析による検証を試みた。

まず、簡単な協力ゲームの枠組みとしてシャプレイ値を用いた債権者間の債権放棄損失負担配分の分析を行い、顧客企業の法的整理時に債権者が被る私的なコストの相違が、私的整理を巡る債権者調整における債権者の交渉力に影響を与えて、債権者間損失負担配分に大きな影響を与える可能性を示した。さらに、銀行主導の企業再建スキームにおいて、顧客企業との関係性が親密なメインバンクほど、その融資比率に比して大きな債権放棄損失負担を担って債権者調整を行うインセンティブが高かったことを 1990 年代半ばから 2000 年代半ばまでの期間における日本の大企業の事業会社の私的整理事例のケーススタディによって検証した。最後に、1998 年から 2004 年の上場企業の事業会社の私的整理事例と法的整理事例をサンプルとするサンプルセレクション・モデルを推定し、顧客企業の収益性の指標をコントロールした上で、メインバンクと顧客企業の長期的な銀行-企業間関係の親密度とメインバンクに代わる中立機関が債権者調整を行うスキームの変化が、メインバンクの債権放棄損失負担に統計的に有意な、顕著な影響を与えていることを示した。

以上の結果は、財務危機企業の持つ事業の収益性以外の要因、特に銀行との過去からの継続的な関係性が親密であったという要因に基づいて、銀行主導の私的整理による企業再建が行われた可能性を示唆している。こうした動機に基づく企業再建は、Kornai, et al. (2003) の指摘するようなソフトな予算制約問題の動機による社会的に非効率な企業救済の可能性を想起させるものである。つまり、本稿で得られた結果は、1990 年代後半から 2000 年代

半ばにかけての時期の大企業の企業再建におけるソフトな予算制約問題の存在について、銀行－企業間関係の程度が私的整理による救済の動機をもたらすほど依然として強いものであったという事実を提供している可能性がある。日本の企業再建をそうした視点から再検討する試みは今後の重要な研究課題である。

参考文献

- 岡田章, (1996), 『ゲーム理論』, 有斐閣.
- 鯉淵賢, (2008), 「失われた10年の債権放棄：産業再生機構のインパクト」, 『金融経済研究』第27号, pp.1-24, 2008年10月.
- 櫻川昌哉, (2002), 『金融危機の経済分析』, 東京大学出版会.
- 産業再生機構, (2006), 『事業再生の実践・第2巻：債権者調整と債権買取手続』, 商事法務2006年10月.
- 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 05-J-012.
- 福田慎一・鯉淵賢, (2004), 「主力行の債権放棄比率：誰が多く負担するのか？」『経済学論集』第70巻第2号, pp.55-87.
- 福田慎一・鯉淵賢, (2006), 「不良債権と債権放棄：メインバンクの超過負担」『経済研究』第57巻第2号, pp.110-120.
- 星岳雄, (2006), 「ゾンビの経済学」, 岩本康志他編『現代経済学の潮流2006』第2章, 東洋経済新報社.
- Bolton, P. and D. S. Scharfstein, (1996), "Optimal Debt Structure and the Number of Creditors," *Journal of Political Economy*, February 1996, vol.104, pp.1-25.
- Caballero, R., T. Hoshi and A. Kashyap, (2008), "Zombie Lending and Depressed Restructuring in Japan," *American Economic Review*, 98(5), pp. 1943-77.
- Fukuda, S., and S. Koibuchi, (2006), "The Impacts of "Shock Therapy" under a Banking Crisis: Experiences from Three Large Bank Failures in Japan," *Japanese Economic Review*, Vol. 57(2), pp.232-256.
- Fukuda, S., and S. Koibuchi, (2007), "The Impacts of "Shock Therapy" on Large and Smalls Clients: Experiences from Two Large Bank Failures in Japan," *Pacific-Basin Finance Journal*, Vol. 15(5), pp.434-451.
- Heckman, J., (1979), "Sample Selection Bias as a Specification Error," *Econometrica*, 47, pp.153-161.
- Hoshi, T., and A. Kashyap, (2001), *Corporate Financing and Governance in Japan*, The MIT Press, Cambridge MA. (日本語版：星岳雄・A. カシャップ著, 鯉淵賢訳, 『日本金融システム進化論』日本経済新聞社, 2006年).
- Hoshi, T., A. Kashyap, and D. Scharfstein, (1990), "The Role of Banks in Reducing the costs of Financial Distress in Japan," *Journal of Financial Economics*, Vol. 27(1), pp.67-88.
- Hoshi, T., S. Koibuchi, and U. Schaede, (2011), "Corporate Restructuring in Japan during the Lost Decade," A. Kashyap, D. Weinstein, K. Hamada (eds.), *Japan's Bubble, Deflation and Long-term Stagnation*, MIT Press, pp.343-373.
- Koibuchi, S., (2012), "Debt forgiveness during Japan's lost decade," James Barth, Clas Wihlborg, Chen Lin, (Eds.), *Research Handbook on International Banking and Governance*, Edward Elgar, UK, pp.610-645.
- Kornai, J., E. Maskin, and G. Roland, (2003), "Understanding the Soft Budget Constraint," *Journal of Economic Literature*, Vol.41, pp.1095-1136.
- Peek, J., (2011), "The Changing Role of Main Banks in Aiding Distressed Firms in Japan," A. Kashyap, D. Weinstein, K. Hamada (eds.), *Japan's Bubble, Deflation and Long-term Stagnation*, MIT Press.
- Peek, J. and E. S. Rosengren, (2005), "Unnatural Selection: Perverse Incentives and the Misallocation of Credit in Japan," *American Economic Review*, Vol. 95, pp.1144-1166.
- Sheard, P., (1994), "Main Banks and the Governance of Financial Distress," in M. Aoki and H. Patrick eds, *The Japanese Main Bank System: Its Relevance for Developing and Transforming Economies*, Oxford University Press (日本語版：青木昌彦・H. バトリック編著, 東銀リサーチインターナショナル訳, 『日本のメインバンク・システム』東洋経済新報社, 1996年).