

銀行主導の企業救済はどのように機能したのか？
「失われた 10 年」の債権放棄からのインプリケーション*

鯉淵賢¹
千葉商科大学

2008 年 9 月 16 日改訂

要旨

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、銀行-企業間関係におけるメインバンクの「名声の維持」の問題として考えられてきた。本稿では、協力ゲームの理論の枠組みを用いて、1998 年から 2004 年にかけての上場企業の債権放棄事例について、債権放棄と法的整理の選択の決定要因と債権放棄におけるメインバンクの損失負担の決定要因を分析した。上場企業の財務危機では、長期安定的な銀行-企業間関係の親密度が債権放棄を選択させる重要な決定要因であった。さらに債権放棄事例におけるメインバンクの超過負担の程度は、債権放棄に至るまでの長期安定的な銀行-企業間関係の親密度と統計的に有意な相関を示しており、観察される超過負担の大きさが債権者調整におけるメインバンク主導の積極性を表す適切な指標であった。以上の結果は、日本の伝統的なメインバンク主導の企業救済のスキームが、金融システムを取り巻く環境がかつてとは大きく変貌した 2000 年代半ばに至るまで長期に渡って存続し続けたことを強く示唆するものである。

* 本稿の作成あたって随清遠教授（横浜市立大学）及び粕谷宗久氏（日本銀行）からの有益なコメントに感謝を申し上げたい。さらに、2008 年日本金融学会春季大会、横浜市立大学国際総合科学研究科ワークショップ、統計研究会金融班・釧路カンファレンスにおける参加者の皆様からのコメントに感謝する。本稿の研究は、日本学術振興会特別研究員としての研究期間に特別研究員奨励費（課題番号 16・9861）の助成を受けた。

¹ 千葉商科大学商経学部専任講師，〒272-8512 千葉県市川市国府台 1-3-1，Tel: 047-373-4297，Email: koibuchi@cuc.ac.jp

1. はじめに

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、それに応じて様々な形で債権放棄が行われた。1985年から2002年にかけての日本の主な債権放棄の件数を形態別に示した表 1 によれば、銀行や事業会社の親会社がその子会社や系列会社に対して行う債権放棄は、1990年代前半から発生しているものの、銀行から一般企業への債権放棄が急増したのは1999年以降であり、1994年以前では債権放棄はたった2例しか存在しない。福田・鯉淵(2006)は、さらに歴史を遡ったとしても、1960年代から1990年代前半に至る戦後期において日本の大企業の債権放棄事例は上記を含むたった3事例しか存在しないことを報告している。

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、銀行-企業間関係におけるメインバンクの「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、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、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。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「失われた10年(15年)」と呼ばれる時期でもあった。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、債権放棄交渉におけるメインバンクの主導性はどのような要因によって決定されていたのかに焦点を当てる。

本稿で分析対象とするのは、福田・鯉淵(2006)及び鯉淵(2008)で考察対象とした事例であり、1998年から2004年にかけての債権放棄が正式発表された主な事例のうち、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による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一般の債権放棄事例(全37社42事例)である。

図1は、主な債権放棄事例(37社42事例)について、横軸に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債権放棄事例では、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。

図 2 は、計 42 事例の中で、サブメインの債権放棄負担比率が判明した計 35 事例について、横軸にサブメインの放棄前融資比率、縦軸にサブメインの債権放棄負担比率を取って、その関係をプロットしたものである。図 1 と対照的に、サブメインの債権放棄負担比率は概ね 45 度線を中心として分布し、融資比率に対応する傾向が顕著に観察される。しかし、やはりメインバンクのケースと同じように融資比率と比べて極端に大きな負担を担っているケースもある一方で、サブメインにも関わらず、融資比率に比べてほとんど負担を行っていないケースも存在する。

本稿の構成は以下のようになっている。第 2 節では、近年の債権放棄事例のうち 1998 年から 2000 年にかけての初期に発生した事例における債権者調整のプロセスについてのケーススタディを行う。第 3 節では、簡単な協力ゲームの理論の枠組みを用いて、債権放棄合意条件と取引銀行の債権放棄負担についての理論仮説を導く。第 4 節は、債権放棄企業と法的整理企業をサンプルとして、債権放棄と法的整理の選択の決定要因を分析する。第 5 節は、債権放棄企業において観察された債権放棄負担の決定要因を検証するための推定方法を提示し、回帰分析の推計結果を検討する。第 6 節は本稿の分析結果から得られるインプリケーションを議論する。

2. 債権者調整のプロセス：ケーススタディ

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要取引金融機関（以下、主要行）に対して債権放棄要請を行なう。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を要請する。多くの場合この時点で、債権放棄要請時点における債権放棄総額と各取引金融機関への債権放棄負担要請額が判明していた。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う。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²。

表 2 は、本稿で考察対象となっている 1998 年から 2004 年にかけて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、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」における債権放棄総額とメインバンクの超過負担の程度を比較している。

既に議論したように、戦後の日本経済における大企業の債権放棄事例が急増したのは 1999 年以降であった。したがって、1998 年から 2000 年にかけての初期の時期においては、

² 第 1 章・表 1 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。

債権放棄交渉においてメインバンクの負担がどの程度であるのかについて、実際の債権者調整を通じて債権放棄損失の配分ルールが形成された時期であったと想定される。

表 2 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だけ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であったことを示している。

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半月毎の月数）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 4.5 ヶ月経過）、長谷工コーポレーション（同 39 行・5 ヶ月）、中央板紙（同 29 行・5 ヶ月）、熊谷組（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。

第 3 に、こうした債権者調整にも関わらず、約半数の 6 事例で「最終合意金融機関数」は、当初案での「債権放棄要請金融機関数」を下回っている。このことは、債権者調整の過程で、当初債権放棄を要請され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 事例のうちたった 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、より小口の債権者の負担が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唆している（図 3 参照）。

こうしたメインバンクへの債権放棄負担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」と回答している（1998 年 12 月 29 日付日本金融新聞）。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一般的に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生じていることを示すものとなっている。対照的に小口の債権者は、債権者調整において融資比率に応じた債権放棄負担さえ拒否する傾向が顕著であった。そして、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が強く示唆されている。

以下では、近年の日本の債権放棄事例におけるメインバンクの超過負担の決定要因を分析するため、理論モデルに基づく仮説をクロスセクションデータを用いた回帰分析によって検証する。

3. 理論モデルと仮説

3-1. 協力ゲームモデル

債権放棄を協調して行う際に、債権者の債権放棄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モデルによって整理する³。

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 、中断したときの清算価値（スクラップ・バリュー）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るほど大きくないことを表している。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しか回収できないが、事業を継続すればそれよりも大きな価値を利潤として生み出すことができるからである。既存の負債は、事業を継続するか否かに関わらず、サンク(sunk)したものであり、その値は不変である。したがって、プラスの利潤を生み出す事業を継続することは、本来は既存の債権者にとっても望ましいことである。

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てみる⁴。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 $v(S)$ で表すことにしよう。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。債権者 i の回収額を x_i とす

³ 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。

⁴ シャプレイ値の概念については、岡田(1996)を参照のこと。

ると, x_i ($i=A, B, C$)のシャプレイ値は,

$$\begin{aligned}
 x_A &= (1/3)[v(ABC) - v(BC)] + (1/6) [v(AB) - v(B)] + (1/6) [v(AC) - v(C)] + (1/3) v(A), \\
 (1) \quad x_B &= (1/3)[v(ABC) - v(AC)] + (1/6) [v(BC) - v(C)] + (1/6) [v(AB) - v(A)] + (1/3) v(B), \\
 x_C &= (1/3)[v(ABC) - v(AB)] + (1/6) [v(AB) - v(A)] + (1/6) [v(BC) - v(B)] + (1/3) v(C),
 \end{aligned}$$

と計算でき, 全ての債権者 x_i 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, 顧客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, $\alpha L - Z_A, \beta L - Z_B, \gamma L - Z_C$ となる. したがって, $v(A) = \alpha L - Z_A, v(B) = \beta L - Z_B, v(C) = \gamma L - Z_C$ 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, すべての債権者が何らかの債権放棄を行わない限り, 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⁵. 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, 最大の融資比率を持つ債権者 i が回収できるシャプレイ値は,

$$\begin{aligned}
 x_A &= L + (1/3)(X - L) + (1/3)(Z_B + Z_C) - (2/3)Z_A \\
 (2) \quad x_B &= L + (1/3)(X - L) + (1/3)(Z_A + Z_C) - (2/3)Z_B \\
 x_C &= L + (1/3)(X - L) + (1/3)(Z_A + Z_B) - (2/3)Z_C
 \end{aligned}$$

となる.

(2)式において, 債権者 i が受け取る回収額 x_i は, 3 つの要素から構成されることが分かる. 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

⁵ 日本の私的整理においては, 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となっている(後述の表 3 参照). このため, いかなる小口の債権者でさえ再建計画の承認についての拒否権を持っていると考えることが可能である.

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(債権放棄合意)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。上記のケースでは、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に起因している。

メインバンクの債権放棄負担比率

債権者 i の債権放棄負担比率は、 $(D - x_i) / (D - X)$ で表されるので、債権者 i の回収額 x_i と債権放棄負担比率は1対1に対応する。例えば、債権者 A の債権放棄負担比率は $(D - x_A) / (D - X)$ である。もし債権者 A の回収額が事業を継続した場合の期待利潤(X)のうち、債権者 A がその融資比率と割合の金額を受け取るならば($x_A = X$)、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と等しくなり(比例配分法)、超過負担はゼロになる。もし債権者 A の回収額が X を下回る($x_A < X$)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。

(2)式によれば、法的整理時に各債権者の追加の私的なコストが存在しないケース($Z_i=0$)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ずつとなるため、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。

一方で、(2)式の第3項以下は、法的整理時における債権者 A の私的コスト Z_A が大きいほど、債権者 A の回収額は減少し、超過負担は大きく上昇することを示している。この場合も、債権者 A のコスト Z_A を所与として、他の債権者のコスト Z_B や Z_C が大きいならば、債権者 A の回収額は増加し、超過負担の程度は抑制される。つまり、「協力ゲームの理論」の一つであるシャプレイ値に従えば、最大の融資比率を持つ債権者 A (メインバンク) の債権放棄における超過負担の程度は、顧客企業の法的整理時に債権者 A が被る損失が他の債権者と比較して相対的にどのくらい大きいか依存しているのである。

債権放棄合意条件

シャプレイ値の概念を用いて、各債権者の回収額がどのように決定されるかを分析し、(2)式を導いた。そして各債権者の取り分が(2)式によって決定されているとすると、全ての債権者が事業の存続という提携(債権放棄合意)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、債権放棄交渉による交渉合意のカット・オフ・ポイントは、提携(債権放棄合意)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被る私的コスト ($Z_A + Z_B + Z_C$)にも依存している。したがって、法的整理時のコストがゼロ($Z_A + Z_B + Z_C=0$)のケースでは、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に合意し、企業は存続することとなる。

3-2. 企業再建スキームと理論仮説

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、日本の伝統的なメインバンク主導の企業再建スキームに関する次の 3 つの問題に解答を与える可能性がある。第一に、何故このスキームが長期間、とりわけ高度成長期に有効に機能したかであり、第二に、何故 1990 年代以降にそれは機能不全に陥ったかであり、そして第三に、何故新しいスキームが 1990 年代後半から 2000 年代前半にかけて金融システムの内部から自発的に出現しなかったかについてである。

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))⁶。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い財務危機企業を救済すると期待されていた。しかも、1980 年代後半まで、ほとんどの日本の銀行の財務状態は極めて健全であったためこうした大きな超過負担を担うことが可能であった。更に、より重要なこととして、財務危機に陥る大手企業自体がごく稀であった⁷。結果として、高度成長期を含む戦後日本経済の長期に

⁶ Sheard(1994)には、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」に関して以下の記述がある。「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る。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)」

⁷ 福田・鯉淵(2006)は、Sheard(1994)の付論に掲載されている 1960 年代半ば以降の上場企業のリストラにメインバンクが関与した事例(全 42 事例)のうち、債権放棄が確認できたものはたった 3 事例(安宅産業(1977 年)・ジャパンライン(1987 年)・富士興産(1992 年))であったことを報告している。これら事例の全てでメインバンクがほぼ全面的に債権放棄損失を負担するスキームが採用されていた(詳細は、福田・鯉淵(2006)、表 3(p.119))

渡って、メインバンク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したのである⁸。

しかし、こうした状況は1990年代後半までに大きく変化した。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も極端に毀損した。さらに1992年以降のBIS規制、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(2003))。このような状況下では、不採算な不良企業をも追い貸しによって存続させてしまうソフトバジェット問題が深刻化してしまい、迅速に過剰債務問題を解消しようとするメインバンク主導による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(2006))

一方で、メインバンク主導の企業再建に代わる新しいスキームの出現は極めて遅々としたものだったため、1990年代後半以降も、小口の債権者を含む過剰債務企業のステークホルダーは、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を期待し続けた。メインバンクは、顧客企業との長期継続的な関係に由来する非対称に大きな固有の法的整理時のコスト Z_A を抱えていたため、自らの債権放棄負担を大幅に軽減する新しい債権放棄のルールを導入することが困難であった。

もし、以上のような仮説が正しいならば、メインバンク主導の企業再建では、財務危機に陥った顧客企業を再建するスキームとして債権放棄と法的整理のどちらを選択するかは、顧客企業の今後の収益性といった債権放棄負担を決定する基本的な変数だけでなく、法的整理時の非対称な名声喪失のコストの大きさの代理変数である銀行-企業間関係の親密度を示す指標によって影響を受けることになる。したがって、以下の(仮説1)が導かれる。

(仮説1)メインバンクが債権者調整を主導する債権放棄事例では、債権放棄と法的整理の選択は、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。

さらに、本稿で分析の対象とする1998年から2004年の債権放棄事例において観察されるメインバンクの債権放棄負担は、放棄前融資比率や債権放棄そのものの大きさ、顧客企業の今後の収益性といった債権放棄負担を決定する基本的な変数だけでなく、法的整理時の非対称な名声喪失のコストの大きさの代理変数である銀行-企業間関係の親密度を示す指

を参照)。つまり、1990年代後半以前は、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った。

⁸ 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。

標によって説明できることになる。理論モデルで明らかにしたように、メインバンクが債権者調整を主導するならば、過去からの継続的な関係性の強さは、交渉プロセスにおいて小口の債権者に対するメインバンクの交渉力の極端な低下を引き起こすためである。つまり、この仮説は次の（仮説 2）にまとめられる。

（仮説 2）メインバンクが債権者調整を主導する債権放棄事例では、取引銀行の債権放棄負担は、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。

以下の節においては、まず第 4 節において（仮説 1）、さらに第 5 節において（仮説 2）を、債権放棄企業と債権放棄企業をサンプルとするクロスセクションデータを用いた回帰分析によって検証する。

4. 債権放棄と法的整理の選択の決定要因

4-1. サンプルと推定方法

表 3 では、1998 年から 2004 年に主な債権放棄事例として債権放棄を行ったことが判明した上場企業 36 社（主な債権放棄事例 37 社から非上場企業の西武百貨店を除く）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。

債権放棄・法的整理直前の指標のうち、売上高当期利益率は法的整理企業の方がやや悪化している傾向が見られるものの、債権放棄企業のサンプル平均値との間で統計的に有意な相違は存在しない。さらに期間構造調整済み支払金利に注目すると、特に直近の決算期の指標において法的整理企業の方がやや上回る傾向がある。総借入金の規模では、債権放棄企業の平均値の方が統計的に有意に大きく、1999 年 3 月期時点の取引銀行数も多かった。

これに対して、直前の関係性の指標では、特にメインバンクとの関係において、債権放棄企業がより密接な銀行-企業間関係を持っていたことが分かる。これは、銀行が（外部株主の中で）最大株主であること、銀行出身の役員派遣があること、銀行出身者が社長又は（代表権を持つ）副社長であることにおいて、法的整理企業のメインバンク関係との統計的に有意な相違が観察できる。

より長期継続的な関係性の指標では、企業がメインバンクの社長会所属企業であるケースは、債権放棄企業で 3 割近くに上っており、法的整理企業（全体の 5%）と統計的に有意な相違を持っている。さらにメインバンクが 1990 年以降、安定的にメインバンク（融資順位 1 位行）であり続けたケース、そして安定的にメインバンクからの役員派遣を受け入れているケースにおいて、債権放棄企業が法的整理企業に対して統計的に有意な高い割合を示している。

以上は、債権放棄企業が法的整理企業に比べて、より規模が大きく、多くの取引銀行を抱え、特にメインバンクとの緊密な銀行-企業間関係を持っていたことを示しており、財務危機企業の債権放棄交渉においてこうした銀行-企業間関係の強さが債権放棄か法的整理かの選択に影響を及ぼした可能性を示唆するものとなっている。そしてこのことは、3-1 節の協力ゲームモデルのインプリケーションとも整合的である。

(仮説 1)を検証する推定式は以下の通りである。

$$(4) \quad \Pr(D_j=1) = \beta_1 + \beta_2 \text{PRSL}_j + \beta_3 \text{INTEREST}_j \\ + \beta_4 \text{NBK}_j + \beta_5 \text{MBL}_j + \beta_6 \text{SHINSEI}_j \\ + \beta_7 \text{RELATION}_j + \epsilon_j,$$

1998 年から 2004 年の上場企業の債権放棄及び法的整理企業計 108 社について、債権放棄企業については 1 を取り($D_j=1$)、法的整理企業については 0 を取る($D_j=0$)二値変数を被説明変数とし、企業 j の 債権放棄・法的整理直前3 決算期平均の収益性 (PRSL_j : 売上高当期利益率、 INTEREST_j : 期間構造調整済み支払金利)、1999 年 3 月期時点の取引金融機関数 (NBK_j) の対数值、メインバンク (MBL_j) 及びメインバンクとサブメイン合算 (MBSBBL_j) の直前の融資比率、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、これにメインバンクとの関係性の指標 (付論 1 参照) を追加して、プロビット・モデルによって推計する。

4-2. 推定結果

推定式(4)のプロビット・モデルの推定結果は表 4 に与えられている。

まず、企業の収益性を示す指標 PRSL_j と INTEREST_j の係数は、いかなる推計式においても統計的に有意な値をとっていない。これに対して、当該企業の取引金融機関数を示す NBK_j の係数は、いずれも 1% 有意で正の値をとっている。このことは、近年の日本の大企業の企業再建では、取引金融機関数が多い事例ほど、法的整理ではなく債権放棄が選択されていたことを示している。さらに、新生銀の顧客企業のダミーの係数はいずれの推計式においても 1% 水準で有意な負の値をとっている。

そして、以上の債権者調整に影響を与える基本的な説明変数を考慮した上で、直前の銀行-企業間関係の指標を盛り込んだ推計式(3)~(5)においては、メインバンクが最大株主であることを示すダミー変数 TOPSHARE_j とメインバンク出身者が役員を務めている企業のダミー変数 BOARD_j の係数や、メインバンク出身者が社長を勤める企業を示すダミー変数 PRESIDENT_j の係数がいずれも統計的に有意な正の値をとっている。このことは、債権放棄か法的整理かの交渉が続けられていた直近の決算期におけるメインバンクと企業間の関係性が親密であった企業ほど、企業再建において債権放棄が選択されたことを示している。

さらに、より長期安定的な関係性の指標を盛り込んだ推計式(5)~(8)においては、メインバンク

の社長会所属企業であることを示すダミーCOUNCIL_j は、直前の関係性の指標との組み合わせでは統計的に有意な正の値をとっているものの、より長期間天敵な関係性を盛り込んだ推計では、1990年以降の融資関係の安定性を示すLLEND_j や、1990年以降継続して安定的にメインバンクが最大株主あるいは役員派遣を行っていることを示すLTOPSHARE_j やLBOARD_j の係数が5%水準で統計的に有意な正の値をとっている。

以上の結果は、1998年から2004年にかけて財務危機に陥った上場企業の企業再建スキームの選択において、メインバンクとの銀行-企業間関係の強さ、特に長期安定的な関係性が親密であった企業ほど、債権放棄が選択される傾向にあったことを強く示している。そして、売上高当期利益率や期間構造調整済み支払金利といった財務危機企業の直前の収益性の代理変数と想定される指標は企業の債権放棄スキームの選択に統計的に有意な影響を与えていなかったことを示している。

以上のプロビット・モデルによる推定結果は、3-1節の法的整理時におけるコストを盛り込んだ協力ゲームモデルからのインプリケーションを強く支持する結果となっており、過去に長期継続的な関係を築いていたがゆえにメインバンクが債権者調整を主導して企業を救済する伝統的な企業再建スキームが、1990年代後半以降の日本の大手企業の債権放棄事例においてさえ継続していたことを示唆している。

5. 債権放棄負担の決定要因

5-1. 推定方法

第3節の(仮説2)を検証するための推計式は以下で与えられる。

$$(5) \quad BF_{ji} = \beta_1 + \beta_2 BL_{ji} + \beta_3 FORGIVE_j + \beta_4 INTEREST_j + \beta_5 RELATION_{ji1} + \beta_6 RELATION_{ji2} + \epsilon_{ji}$$

左辺の BF_{ji} は、事例 j における取引銀行(メインバンク($i=A$)もしくはサブメイン($i=B$))の「債権放棄負担比率」を表している。本稿のサンプルである1998年から2004年にかけての債権放棄事例における債権放棄負担の決定要因を分析するため、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率、各事例の債権放棄の特性を示す指標、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(説明変数の詳細は付論1を参照)。 ϵ_{ji} は攪乱項である。

右辺の説明変数のうち、 BL_{ji} は取引銀行 $i=(A,B)$ 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、債権放棄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

は部分的には放棄前融資比率によって決定されるため、 BL_{ji} の係数は統計的に有意な正の値を取ると考えられる。

各事例の特性を示す $FORGIVE_j$ 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」である。 $FORGIVE_j$ 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、債権放棄の大きさを示す最も基本的な変数である。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、より多くの債権者が債権放棄に応じざるを得ず、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済みである。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 (2006) 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。したがって、 $INTEREST_j$ が企業の収益性 (つまり(2)式の X) の代理変数であるとする、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。

債権放棄企業と取引銀行との関係性を示す $RELATION_{ji1}$ および $RELATION_{ji2}$ は、メインバンクおよびサブメインと顧客企業の銀行-企業間関係の親密度を表す変数群である。

もし、事例 j におけるメインバンク ($i=A$) の債権放棄負担比率を被説明変数としている場合、関係性の指標の第 1 項目の $RELATION_{ji1}$ は自行 (つまりメインバンク ($i=A$)) の関係性の指標を取る。これに対して、第 2 行目の $RELATION_{ji2}$ は他行 (つまりサブメイン ($i=B$)) の関係性の指標を取る。反対に、事例 j におけるメインバンク ($i=B$) の債権放棄負担比率を被説明変数としている場合は、関係性の指標の第 1 項目の $RELATION_{ji1}$ は自行 (つまりサブメイン ($i=B$)) の関係性の指標を取る。これに対して、第 2 行目の $RELATION_{ji2}$ は他行 (つまりメインバンク ($i=A$)) の関係性の指標を取る。こうして、各事例における債権放棄負担を担う主力行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、債権放棄要請直前の関係性を表す指標と、債権放棄直前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 種類の変数群を取った。

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、 $TOPSHARE_{ji}$ で示す。債権放棄直前の決算期において取

引銀行 i (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, $PRESIDENT_{ji}$ で示す。債権放棄直前の決算期において取引銀行 i 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。

以上のような債権放棄直前の銀行 企業間関係は企業が債権放棄を要請し債権者間の交渉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, $COUNCIL_{ji}$ で示す。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 i (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, $LLEND_{ji}$ で示す。これは, 債権放棄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債権放棄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 $LTOPSHARE_{ji}$ と $LPRESIDENT_{ji}$ 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, 債権放棄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。

伝統的な日本の銀行-企業間関係を前提としたとき, メインバンクの債権放棄負担にとって, メインバンクと顧客企業との関係性が強いことは顧客企業の財務危機時にメインバンクが債権者調整を主導して企業の過剰債務問題を解決することが強く期待されるため, そうした期待にも関わらず, 債権者調整が不調に終わり法的整理に移行してしまったときにメインバンクが被る名声喪失のコスト Z_A は非対称に大きくなると考えられる。反対に, メインバンクと顧客企業との関係が非常に希薄であれば, 顧客企業の法的整理時にメインバンクが被るコスト Z_A はほとんどゼロであると想定される。しかし, 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, $RELATION_{ji1}$ に含まれる変数の係数は正の値, $RELATION_{ji2}$ に含まれる変数の係数は負の値が予測される。

もし、1998年以降の債権放棄事例をサンプルとした本稿の推計において、取引銀行の債権放棄負担比率が、放棄前融資比率や債権放棄の特性を表わす指標をコントロールした上で、銀行-企業間関係の親密度を示す指標も統計的に有意な説明力を持つならば、1990年代後半以降の上場企業の過剰債務企業においてさえ、財務状態の悪化した企業にとって過去からの銀行-企業間関係がもたらす「イザというときの貸し手」機能が依然として重要な役割を担っていたと結論付けられる。つまり、長期継続的に関係性が深いメインバンクが融資比率に比べて非対称に大きな負担を担って企業再建を主導する伝統的な配分ルールが2000年代前半に至るまで存在し、それに基づいて実際の過剰債務問題の解決が図られていたことになり、3-2節で提示された(仮説2)を支持することになる。

5-2. 推定結果

表5は、一般の債権放棄事例37社42事例について、メインバンクのみの債権放棄負担比率を被説明変数(第1サンプル)として(3)式についての推定を、様々な説明変数の組み合わせで行った推定結果を報告している⁹。この第1サンプルでは各事例のメインバンク($i=A$)のみをサンプルとしているため、 $RELATION_{ji1}$ はメインバンク自身と当該顧客企業との関係性の指標を取り、 $RELATION_{ji2}$ はサブメインと当該顧客企業との関係性の指標を取っている。推定値のほとんどは前節で予測された符号を取っている。

まず、放棄前融資比率 BL_{ji} のみを説明変数として単回帰及び各事例の特性を示す $FORGIVE_j$ 及び $INTEREST_j$ を追加した推計では、定数項は0.5超の大きな値を取り、1%水準で有意なものとなっている。このことは本稿の分析対象である1998年から2004年の一般の債権放棄事例において、様々な要因をコントロールした上で、メインバンクは平均的に50%近く的大幅な超過負担を負っていることを示している。そして、メインバンクの債権放棄負担比率に影響を与えると想定される最も基本的な変数である BL_{ji} の係数は、いずれの推計においても、1%水準で正の値を取っている。各事例の特性を示す $FORGIVE_j$ 及び $INTEREST_j$ の係数は、それぞれ予測された符号をとっているものの、 $FORGIVE_j$ の係数については推定(2)と(4)以外は統計的に有意な負の値とはなっていない。これに対して、 $INTEREST_j$ の係数は全ての推計で概ね10%~1%水準で安定的に正の有意な値を取っている。 $INTEREST_j$ は企業が債権放棄直前の3決算期にどの程度の金利を支払っていたのかを示す金利の期間構造調整後の支払金利を表す変数であり、債権放棄企業の収益性の代理変数として設定されている。上記の結果は、債権放棄前に多くの利払いを行う能力のあった企業ほど(Xの大きな企業ほど)、メインバンクは債権放棄に際して積極的に超過負担を負って債権者調整を主導したことを示している¹⁰。

⁹ 非上場企業であり有価証券報告書が公表されていない西武百貨店については1990年3月期と1995年3月期の指標が入手できないため、長期継続的な関係性の指標を含めた推計ではサンプルから除外されている。したがって表4におけるサンプル数は42もしくは41となっている。

¹⁰ 予備的な推計では、収益性の指標として債権放棄前1決算期および3決算期平均の当期

そして、これらメインバンクの債権放棄負担比率の基本的な決定要因を考慮した上で、債権放棄直前の顧客企業とメインバンクとの関係性を示す指標は、推定(3)と(4)において概ね予測された符号となっている。特に社長会所属ダミー $COUNCIL_{jit}$ の係数は、債権放棄直前の関係性の指標のみを考慮した場合には、5%水準で正に有意な値を取っており、メインバンクを中心とする企業集団の社長会に所属していた企業の債権放棄事例では、メインバンクは10%超の超過負担を負う傾向にあったことが分かる。メインバンク出身者が社長であった事例を示す $PRESIDENT_{jit}$ の係数も正で10%有意であり、債権放棄直前にメインバンクが社長であった事例でも、メインバンクは積極的な負担をしていることが分かる。一方で、債権放棄直前の株式保有関係を示す $TOPSHARE_{jit}$ の係数は正であるものの統計的に有意な値を取ることはなかった。

推定(5)と(6)は、より長期安定的な銀行-企業間関係を表す指標を盛り込んだ推計であるが、メインバンクとの関係性の強さを示す指標はより強い有意な正の値を取っている。特に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 $LLEND_{jit}$ は0.19前後、同じくより長期的な株式保有関係を示す $LTOPSHARE_{jit}$ と長期的なメインバンク出身社長派遣の継続を示す $LPRESIDENT_{jit}$ は、両者とも約0.12であり、共に5%で有意な正の値を取っている。さらにサブメインの関係性の指標を考慮して、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(7)及び(8)でも、 $LLEND_{jit}$ や $LTOPSHARE_{jit}$ などの長期安定的な関係性の指標は、有意な説明力を持っている。こうしたメインバンク及びサブメインの関係性の指標を考慮した推計では、これらの関係性の指標を考慮していない推計の定数項(0.5超)と比較して、定数項の値が0.3程度に大幅に低下している。つまり、サンプル事例間で観察されるメインバンクの超過負担の程度の約20%は、関係性の指標によって説明されることを示唆している。

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、債権放棄そのものの規模、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、その関係性は債権放棄直前における取引銀行と企業との関係性の指標よりも、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。

つまり、以上の結果は3-2節の理論仮説における(仮説2)を強く支持する結果となっており、過去に長期継続的な関係を築いていたがゆえにメインバンクが非対称に大きな超過負担を負って債権者調整を主導する伝統的な損失配分ルールが、1990年代後半以降の日本の大手企業の債権放棄事例においてさえ存続していたことを示している。この時期、ほとんどの日本の大手銀行の自己資本は長年の不良債権処理により大きく毀損し、大きな債権放棄負担を担う体力がもはや限られていた。それにもかかわらず、メインバンクが非対称に損失負担を担う伝統的な配分ルールに基づいて債権者調整を主導し、顧客企業の過剰債務問題を解消する役割を担わざるを得なかった

利益率やROAを説明変数として含めての推計を行ったが、その係数はいずれも有意な結果となることはなかった。

のである。

そして以上の結果は 3-1 節で提示された法的整理時における債権者間での非対称なコストを盛り込んだ協力ゲームモデルとも極めて整合的である。法的整理時における非対称に大きな名声損失のコストを抱えるメインバンクは、債権者調整において交渉力が極端に低下せざるを得ないため、債権放棄の超過負担が著しく大きくなってしまおうという見解を支持するものとなっている。

5-3. サブメインを含む推計結果

以下では、一般の債権放棄事例のうちサブメインの債権放棄負担比率が判明している 35 事例をサンプルに追加することによって、5-1 節の推定結果の頑健性を検証する。

3-1 節の理論モデルからのインプリケーションは、債権者調整の結果としてサブメインが回収できるシャプレイ値 x_B は、ちょうどメインバンクが回収できるシャプレイ値 x_A と対照的な形で、自行の放棄前融資比率、及び（他行の関係性の親密度と比較した）顧客企業との相対的な関係性の親密度に依存して決定されるということである。したがって、各債権者の回収額と債権放棄負担比率は一対一に対応するため、サブメインの債権放棄負担比率も同じようにサンプルに追加して推計することが可能である。この場合、推定式(3)における説明変数は債権放棄負担比率のメインバンクのサンプル内での債権放棄負担の相違だけでなく、メインバンクとサブメインの間の債権放棄負担の程度の相違をも説明することになる。

表 6 は、主な債権放棄事例 37 社 42 事例について、メインバンク ($i=A$) と共にサブメイン ($i=B$) の債権放棄比率を被説明変数（第 2 サンプル）として表 4 と同じく (3) 式について推計した結果である。サンプル数は 77 もしくは 75 となっている¹¹。銀行-企業間関係を示す $RELATION_{ji1}$ および $RELATION_{ji2}$ は、被説明変数がメインバンク ($i=A$) もしくはサブメイン ($i=B$) の債権放棄比率であるかに依存して、 $RELATION_{ji1}$ は自行の関係性の指標、 $RELATION_{ji2}$ は他行の関係性の指標を説明変数として用いている。

定数項は全ての推定式で概ね 0.25 前後であり、メインバンクとサブメインを平均して超過負担は 25% 程度であることが分かる。放棄前融資比率 BL_{ji} の係数は 0.71 ~ 1.04 であり、表 4 における第 1 サンプルの結果よりも大きな値を取っており、全ての推計式で 1% 水準で有意である。事例 j の特性を示す $FORGIVE_{ji}$ と $INTEREST_{ji}$ のいずれの係数も予測される符号で有意な値を安定的に取っている。

こうした取引銀行の債権放棄負担比率を規定する基本的な変数をコントロールした上で $RELATION_{ji1}$ に含まれる説明変数の係数は統計的に有意な正の値、 $RELATION_{ji2}$ に含まれる説明変数の係数は統計的に有意な負の値を取っている。第 1 サンプルの推定結果と違い、長期継続的な銀行-企業間関係の指標だけでなく、債権放棄直前の関係性の指標の全てが安定的に

¹¹ 前述の非上場の西武百貨店がサンプルから除外されるケースがあることから、表 5 におけるサンプル数は 77 もしくは 75 となっている。

有意な正の符号となっている。

以上の結果は第 1 サンプルを用いた推定結果と同様に、(仮説 2)を強く支持する結果となっている。1990 年代後半以降の日本の大手企業の債権放棄事例において、取引銀行と企業との関係性の親密度は債権放棄負担を決定する重要な決定要因であったことを示唆している。

6. インプリケーション

本稿では、1998 年から 2004 年にかけての日本の上場企業の債権放棄及び法的整理事例のデータを用いて、顧客企業の過剰債務問題の解消における債権放棄と法的整理の選択と、メインバンクの超過負担比率（＝債権放棄負担比率 - 放棄前融資比率）の決定要因を分析した。

まず、シャプレイ値を用いた「協力ゲームの理論」に基づく簡単な理論モデルを提示し、メインバンクによる債権放棄負担比率が債権放棄前の融資比率や過剰債務企業自身の収益性などの変数の他に、法的整理時にメインバンクが非対称に被るコストの大きさに依存していることを示した。そして、実際に近年の大企業の債権放棄事例において観察されたメインバンクの超過負担比率の程度は、債権放棄企業自身の収益性などに加えて、社長会への所属や役員派遣を通じた人的交流などの伝統的な銀行-企業間関係の指標の影響を受けており、日本の伝統的な銀行-企業間関係において議論されてきた「イザというときの貸し手」仮説とも整合的であることが示された。

つまり、以上の結果は、過去に長期継続的な関係を築いていたがゆえにメインバンクが非対称に大きな超過負担を負って債権者調整を主導する伝統的な損失配分ルールが、1990 年代後半以降の日本の大手企業の債権放棄事例においてさえ存続していたことを示している。この時期、ほとんどの日本の大手銀行の自己資本は長年の不良債権処理により大きく毀損し、もはや大きな債権放棄負担を担う体力が限られていたにも関わらず、メインバンクが非対称に損失負担を担う古い配分ルールに基づいて過剰債務問題を解決する役割を担わざるを得なかったのである。メインバンクは顧客企業との長年の継続的な関係に由来する名声喪失のコストを抱えていたため、自らの債権放棄負担を大幅に軽減する新しいスキームを自発的に導入することはできなかった。小口の債権者にも融資比率に応じた均等な負担を求める債権放棄負担の新しい配分ルールの導入は、産業再生機構の出現によって初めて達成され、これによりメインバンクの超過負担が大幅に軽減されることになった。

本稿の結果は、伝統的なメインバンク主導の企業再建スキームが機能不全に陥り、新しいスキームの出現が遅れたことが、1990 年代以降の日本の不良債権問題の長期化の一因であることを示唆するものである。

付論 1 . 説明変数の詳細

A. 放棄前融資比率

(1) BL_{ji} (放棄前融資比率) ...債権放棄が行われた直前の決算期における事例 j の企業の総借入金に占める取引銀行 i (メインバンクもしくはサブメイン) からの借入金残高の割合 .

B. 債権放棄企業の財務指標

(2) $FORGIVE_j$ (債権放棄総額 / 放棄前総借入金) ...事例 j の企業の放棄前負債総額 (= 短期借入金残高 + 長期借入金残高) に対する債権放棄総額 (債務の株式化総額を含む) の割合 .

(3) $INTEREST_j$ (調整済支払金利) ...事例 j の企業の債権放棄直前の 3 決算期平均の調整済支払利息割引料 / 総借入金残高 . 但し , 総借入金残高は前決算期末の短期借入金と長期借入金の残高であり , 各決算期の期首の短期プライムレートと長期プライムレートを適用して算出した最低必要利子支払を損益計算書上の支払利息割引料から控除し , 金利の期間構造を調整 .

C. 債権放棄直前の関係性の指標

(4) $TOPSHARE_{ji}$ (最大株主ダミー) ...債権放棄直前の決算期において取引銀行 i (メインバンクもしくはサブメイン) が事例 j の企業の外部株主の中で最大の株式保有比率を持つ場合に 1 を取るダミー変数 .

(10) $LBOARD_j$ (銀行出身役員ダミー) ...債権放棄直前の決算期において , 取引銀行 i (メインバンクもしくはサブメイン) 出身者が事例 j の企業の経営陣に役員として派遣されている場合に 1 を取るダミー変数 .

(6) $PRESIDENT_{ji}$ (銀行出身社長ダミー) ...債権放棄直前の決算期において , 取引銀行 i (メインバンクもしくはサブメイン) 出身者が事例 j の企業の経営陣の最上位の役職 (会長・副会長・社長・副社長) に就いている場合に 1 を取るダミー変数 .

D. 長期継続的な関係性の指標

(7) $COUNCIL_{ji}$ (社長会企業ダミー) ...事例 j の企業が取引銀行 i (メインバンクもしくはサブメイン) を中心とする社長会に所属している場合に 1 を取るダミー変数 . 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 .

(8) $LLEND_{ji}$ (長期的融資関係ダミー) ...事例 j の債権放棄直前の決算期において融資順位 1 位のメインバンク (融資順位 2 位のサブメイン) であった銀行 i が , 1995 年 3 月期および 1990 年 3 月期の両決算期においても同位以上の融資順位であった場合に 1 を取るダミー変数 .

(9) $LTOPSHARE_{ji}$ (長期的最大株主ダミー) ...債権放棄直前の決算期において取引銀行 i

(メインバンクもしくはサブメイン)が事例jの企業の外部株主の中で最大株主であり,なおかつ1995年3月期および1990年3月期の両決算期においても同様であった場合に1を取るダミー変数.

(10) LBOARD_j (長期的銀行出身役員ダミー) ...債権放棄直前の決算期において,取引銀行i(メインバンクもしくはサブメイン)出身者が事例jの企業の経営陣に役員として派遣されており,なおかつ1995年3月期および1990年3月期の両決算期においても同様であった場合に1を取るダミー変数.

(11) LPRESIDENT_{ji} (長期的銀行出身社長ダミー) ...債権放棄直前の決算期において,取引銀行i(メインバンクもしくはサブメイン)出身者が事例jの企業の経営陣の最上位の役職(会長・副会長・社長・副社長)に就いており,なおかつ1995年3月期および1990年3月期の両決算期においても同様であった場合に1を取るダミー変数.

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』近刊.

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 巻・債権者調整と債権買取手続』,商事法務.

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.

浜田宏一・堀内昭義,(2004),『論争・日本の経済危機:長期停滞の真因を解明する』,日本経済新聞社.

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.(CIRJE ディスカッションペーパー,CIRJE-J-157 (<http://www.e.u-tokyo.ac.jp/cirje/research/dp/2006/2006cj160.pdf>))

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, (2006), "Zombie Lending and Depressed Restructuring in Japan," *NBER working Paper*, 12129, National Bureau of Economic Research.

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.

Peek, J. and E. S. Rosengren, (2005), "Unnatural Selection: Perverse Incentives and the Misallocation of Credit in Japan," *American Economic Review* 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.パトリック編著，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）.

表1. 近年の債権放棄の社数の推移

(単位：社)

	親会社 系列企業	銀行 系列企業	銀行 一般企業	その他	合計
1985年					
1986年					
1987年			1		1
1988年					
1989年	1				1
1990年					
1991年					
1992年	2		1		3
1993年	2	3			5
1994年	2	14			16
1995年	9	7	7		23
1996年	9	10		1	20
1997年	13	6	3	1	23
1998年	32	3	3	1	39
1999年	32	8	16	6	62
2000年	69	14	16	31	130
2001年	165	8	25	43	241
2002年	70	6	15	13	104
合計	406	79	87	96	668

出所：帝国データバンク『第7回・債権放棄企業実態調査』

表2. 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)	要請前取引金融機関数(短期借入金)	要請前取引金融機関数(長期借入金)	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 ¹⁾ (月数)	最終的な債権放棄総額 ²⁾ (百万円)	最終合意金融機関数 ³⁾	最終的なMBの債権放棄負担比率 ⁴⁾
T1	1886	青木建設	19981119	200,000	35	29	29	78,000	0.39	19990331	4.5	200,900 ^a	26*	0.39**
T1	1808	長谷工	19981218	394,200	32	23	39	59,130	0.15	19990521	5.0	354,590 ^b	32*	0.21**
T1	1806	フジタ	19981224	120,000	74	35	6	60,000	0.50	19990331	3.0	120,000	5*	0.52**
T1	1920	殖産住宅相互	19990122	65,000	11	18	2	59,700	0.92	19990331	2.0	65,656	2	0.92
T1	8834	藤和不動産	19990204	250,000	36	15	8	180,000	0.72	19990330	2.0	237,100 ^b	6*	0.77**
T1	1804	佐藤工業	19990222	121,300	60	47	21	52,632	0.43	19990525	3.0	110,911 ^b	21	0.51**
T1	9232	バスコ	19990226	36,000	20	11	12	21,400	0.59	19990331	1.0	36,000	6*	0.78**
T1	3887	中央板紙	19990430	11,400	10	18	29	5,000	0.44	19991001	5.0	7,769 ^b	NA	0.73**
T1	8020	兼松	19990518	170,000	13	21	3	110,000	0.65	19990730	2.5	155,000 ^b	3	0.77**
T1	8003	トーメン	20000208	200,000	19	22	5	150,000	0.75	20000330	2.0	219,000 ^a	5	0.77**
T1	1837	ハザマ	20000524	105,000	56	23	4	NA	0.47	20000927	4.0	104,990	4	0.47**
T1	1861	熊谷組	20000901	450,000	53	49	15	234,000	0.52	20010209	5.0	430,000 ^b	11*	0.60**
T1	1814	大木建設	20000926	64,000	17	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	33	12	NA	0.40	20010329	3.0	141,967 ^b	14	0.62**

1) 「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。

2) 「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。

3) 「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。

3) 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。

表3. 1998年～2004年の債権放棄企業と法的整理企業

サンプル企業数	債権放棄企業		法的整理企業	
	36		72	
	メインバンク	サブメイン	メインバンク	サブメイン
債権放棄・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)	
期間構造調整済み支払金利(直近)	0.002 (0.001)		0.004 (0.002)	
期間構造調整済み支払金利(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centage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. 債権放棄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。

表4. 債権放棄と法的整理の選択の決定要因：プロビットモデルによる推計

サンプル企業：1998年～2004年に債権放棄(36社)もしくは法的整理(72社)となった上場企業108社

被説明変数：債権放棄企業について1を取り、法的整理企業について0を取る二値変数

	Ptohit Model							
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)
定数項	-5.189*** (-5.094)	-5.180*** (-4.725)	-5.604*** (-5.036)	-5.010*** (-4.657)	-4.875*** (-4.421)	-5.746*** (-4.970)	-5.977*** (-4.999)	-6.364*** (-4.978)
PRSL _j	0.130 (0.166)	0.140 (0.194)	-0.111 (-0.147)	-0.172 (-0.280)	-0.301 (-0.517)	0.073 (0.103)	-0.058 (-0.083)	-0.124 (-0.183)
INTEREST _j	-13.595 (-0.516)	-11.657 (-0.447)	9.546 (0.327)	7.053 (0.241)	6.859 (0.222)	-2.950 (-0.105)	4.300 (0.148)	19.854 (0.645)
NBK _j	1.477*** (5.017)	1.451*** (4.936)	1.310*** (4.251)	1.279*** (4.127)	1.087*** (3.442)	1.373*** (4.361)	1.351*** (4.310)	1.365*** (4.248)
MBBL _{j1}	1.669** (2.119)		1.582* (1.932)	1.179 (1.387)	1.445 (1.630)	1.451* (1.703)	1.140 (1.314)	0.984 (1.101)
MBSBBL _j		1.359* (1.669)						
SHINSEI _j	-1.725** (-2.337)	-1.691** (-2.267)	-1.871*** (-2.692)	-2.091*** (-2.764)	-1.958*** (-2.716)	-1.733** (-2.455)	-1.951*** (-2.638)	-2.132*** (-2.3916)
TOPSHARE _j			0.544* (1.691)	0.330 (0.938)	0.272 (0.732)			
BOARD _j			0.780* (1.715)					
PRESIDENT _j				0.913** (2.576)	1.189*** (3.072)			
COUNCIL _j					1.215** (2.369)	0.424 (0.886)	0.336 (0.708)	0.210 (0.418)
LLEND _j						0.850* (1.931)	0.894* (1.925)	1.054** (2.091)
LTOPSHARE _j						0.663* (1.777)		0.799** (1.987)
LBOARD _j							0.826** (2.253)	0.926** (2.410)
サンプル数	108	108	108	108	108	108	108	108

1) 上段は推定された係数値、下段はz値を示している。***、**、*は、それぞれ1%、5%、10%水準で有意であることを表す。

表5. 債権放棄負担比率の決定要因:一般の債権放棄事例(メインバンクのみ)の推計

被説明変数:第1サンプル(メインバンクのみ)の債権放棄負担比率

	第1サンプル							
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)
定数項	0.522*** (8.774)	0.580*** (8.473)	0.438*** (4.958)	0.469*** (6.101)	0.309*** (3.094)	0.323*** (3.176)	0.342*** (3.290)	0.323*** (3.054)
B_{ji}	0.499*** (3.799)	0.596*** (4.624)	0.674*** (5.342)	0.623*** (5.043)	0.546*** (4.492)	0.538*** (4.304)	0.522*** (4.205)	0.498*** (3.882)
FORGIVE _j		-0.259** (-2.082)	-0.178 (-1.453)	-0.269** (-2.198)	-0.129 (-1.075)	-0.136 (-1.111)	-0.150 (-1.201)	-0.124 (-0.963)
INTEREST _j		9.373* (1.948)	11.504** (2.423)	12.405** (2.573)	13.150*** (3.026)	10.735** (2.497)	13.323*** (2.975)	12.483** (2.689)
TOPSHARE _{ji1}			0.075 (1.478)					
PRESIDENT _{ji1}				0.096* (1.698)				
COUNCIL _{ji1}			0.118** (2.159)	0.133** (2.400)	0.066 (1.283)	0.101* (1.904)	0.086 (1.470)	0.088 (1.469)
LLEND _{ji1}					0.188** (2.287)	0.190** (2.249)	0.201** (2.367)	0.213** (2.458)
LTOPSHARE _{ji1}					0.125** (2.553)		0.128** (2.464)	0.105* (1.889)
LPRESIDENT _{ji1}						0.121** (2.108)		0.063 (0.996)
COUNCIL _{ji2}							-0.071 (-0.796)	-0.058 (-0.646)
LLEND _{ji2}							-0.057 (-1.255)	-0.048 (-1.031)
LTOPSHARE _{ji2}							0.116 (0.750)	0.068 (0.422)
LPRESIDENT _{ji2}								-0.105 (-0.674)
修正R ²	0.246	0.344	0.411	0.421	0.518	0.492	0.512	0.503
サンプル数	42	42	42	42	41	41	41	41

1) 上段は推定された係数値、下段はt値を示している。***、**、*は、それぞれ1%、5%、10%水準で有意であることを表す。

表6. 債権放棄負担比率の決定要因: 一般の債権放棄事例(メインバンクとサブメイン)の推計

被説明変数: 第2サンプル(メインバンク及びサブメイン)の債権放棄負担比率

	第2サンプル							
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)
定数項	0.271*** (4.682)	0.255*** (4.485)	0.206*** (3.495)	0.265*** (4.656)	0.275*** (4.498)	0.247*** (3.702)	0.239*** (3.382)	0.250*** (3.767)
BL _{ji}	0.918*** (7.711)	0.841*** (7.712)	1.047*** (10.341)	0.832*** (7.330)	0.715*** (6.482)	0.892*** (8.185)	0.917*** (7.997)	0.859*** (7.884)
FORGIVE _{ji}	-0.211** (-2.158)	-0.182** (-2.093)	-0.179* (-1.973)	-0.192** (-2.110)	-0.172* (-1.985)	-0.172* (-1.865)	-0.181* (-1.877)	-0.171* (-1.884)
INTERST _{ji}	6.522 (1.478)	7.075* (1.819)	7.708* (1.939)	6.531 (1.604)	7.193* (1.961)	7.973** (2.072)	7.316* (1.848)	7.887** (2.076)
TOPSHARE _{ji1}	0.111** (2.220)	0.090** (2.034)	0.144*** (3.335)		0.076* (1.787)			
PRESIDENT _{ji1}	0.112* (1.945)	0.129** (2.522)		0.172*** (3.567)	0.127** (2.610)			
COUNCIL _{ji1}		0.215*** (4.550)	0.213*** (4.193)	0.234*** (4.742)	0.188*** (4.158)	0.163*** (3.177)	0.205*** (3.844)	0.170*** (3.315)
LLEND _{ji1}					0.097** (2.316)	0.114** (2.510)	0.122** (2.559)	0.112** (2.497)
LTOPSHARE _{ji1}						0.165*** (3.289)		0.138*** (2.659)
LPRESIDENT _{ji1}							0.145** (2.344)	0.099 (1.624)
TOPSHARE _{ji2}	-0.098* (-1.826)	-0.080* (-1.685)	-0.122** (-2.647)		-0.077* (-1.701)			
PRESIDENT _{ji2}	-0.109* (-1.846)	-0.098* (-1.844)		-0.142*** (-2.860)	-0.088* (1.709)			
COUNCIL _{ji2}		-0.142*** (-2.782)	-0.127** (-2.326)	-0.164*** (-3.090)	-0.131*** (-2.696)	-0.103* (-1.886)	-0.134** (-2.369)	-0.106* (-1.938)
LLEND _{ji2}					-0.078** (-2.025)	-0.108** (-2.584)	-0.110** (-2.502)	-0.105** (-2.529)
LTOPSHARE _{ji2}						-0.131** (-2.510)		-0.109* (-1.925)
LPRESIDENT _{ji2}							-0.114 (-1.650)	-0.064 (-0.891)
修正R ²	0.740	0.798	0.764	0.777	0.824	0.776	0.753	0.783
サンプル数	77	77	77	77	75	75	75	75

1) 上段は推定された係数値、下段はt値を示している。***, **, *は、それぞれ1%、5%、10%水準で有意であることを表す。

図1. 1998年～2004年の債権放棄事例 (37社42事例)

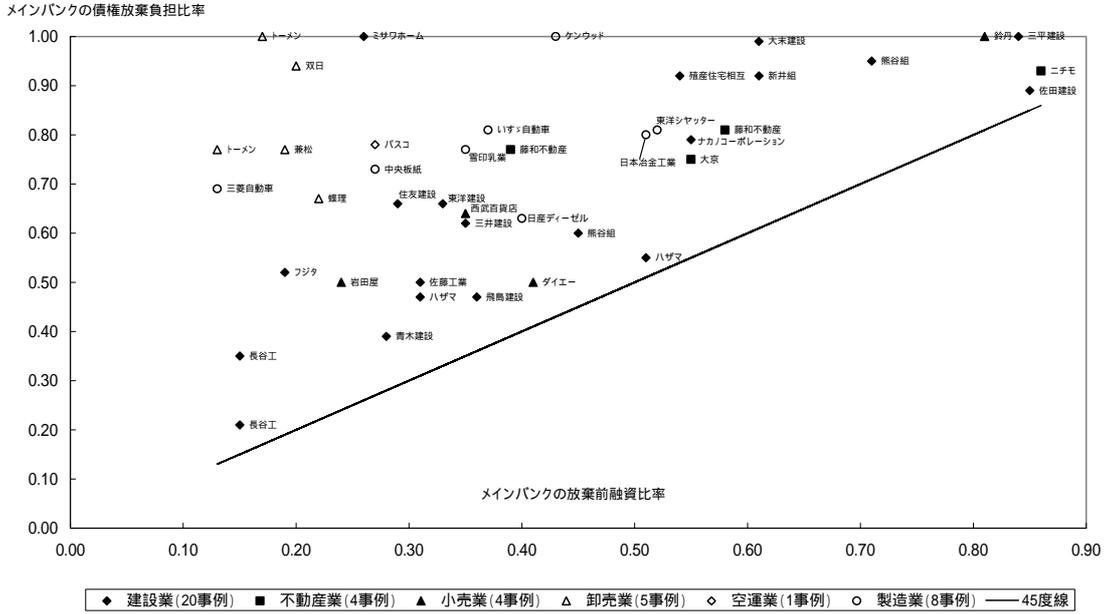


図2. サブメインの債権放棄比率と放棄前融資比率

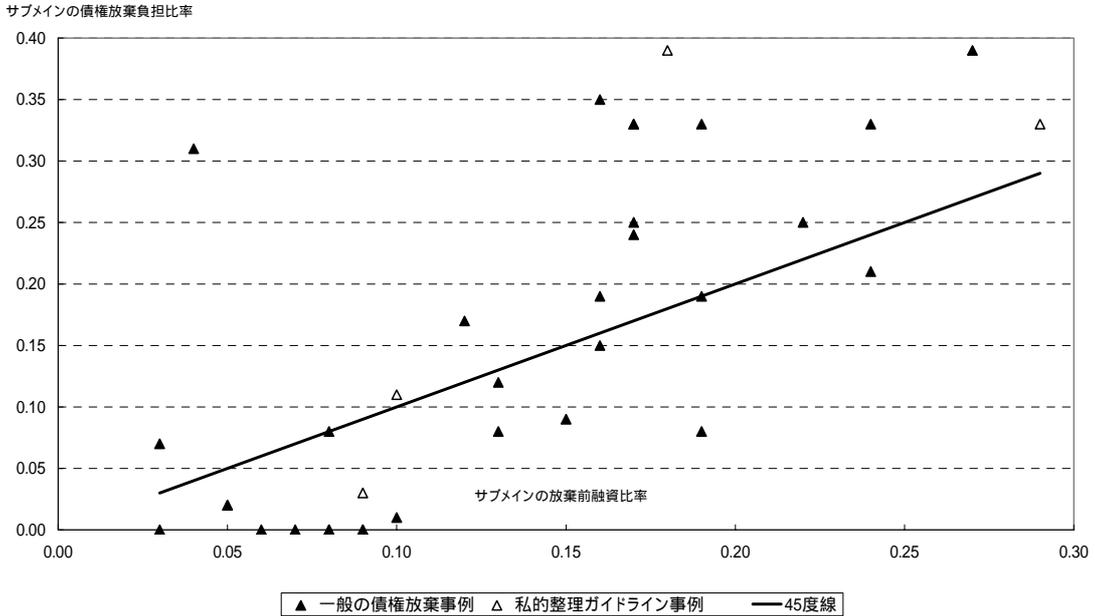


図3. 債権者調整前と調整後のメインバンク債権放棄負担比率
(1998年～2000年の一般の債権放棄事例・全14事例)

