

# 不良債権と債権放棄

——メインバンクの超過負担——

福田慎一・鯉淵 賢

本稿の目的は、最近の債権放棄事例におけるメインバンクの超過負担を、産業再生機構の案件における事例や、1990年代前半以前に行われた債権放棄事例との比較を行うことによって再検討することにある。最近の事例でも、産業再生機構の案件を例外とすれば、大口の債権者が小口の債権者よりも多くの損失を負担するスキームが標準的であった。しかし、金融環境の大きな変化に伴って、メインバンクが高い債権放棄比率を負担して借り手を救済するインセンティブは大きく減ってしまった。一方、長引く経済低迷の中で、ソフト・バジェット問題による債権放棄は増加した。また、産業再生機構による支援企業では、債権放棄負担比率がほぼ融資比率に対応する比例配分法になっており、メインバンクの超過負担は観察されなかった。以上の結果は、「イザというときの貸し手」として顧客企業を救済したメインバンクの役割が、近年急速に低下していることを示唆するものである。

## 1. はじめに

「失われた10年」において不良債権問題が結果的に日本経済の回復を遅らせたとする主張は、今日では幅広く受け入れられている。複合的な要因で不況が長期化した状況で、不良債権処理を大きく遅らせてしまった原因は多岐にわたる。バブル崩壊後の経済の低迷がこれまでになく深刻であったことは、その主因の1つであろう。しかし、それに加えて、従来型の金融システムが機能不全となったことや、新しい金融システムの構築が遅れたことなども、大きな要因と考えられる(たとえば、小川(2003)や福田・粕谷・中島(2005)を参照)。

伝統的な「メインバンク・システム」のもとでは、企業が経営危機に陥った場合でも、メインバンクが「イザというときの貸し手」として顧客企業を率先して救済する傾向にあった(たとえば、Hoshi and Kashyap(2001))。資源配分の効率性という観点からみた場合、現在から将来にかけて正の利潤を生み出す投資プロジェクトを継続させることは社会的に望ましい。しかし、企業に過去の負債がある場合、負債が足かせとなって望ましい投資プロジェクトであっても実行されないことがある。これが、過剰債務問題(debt-overhang)である。既存の債権者が複数存在するケースでは債権者間の協調は難しく、どの債権者がどれだけ債権放棄を行うかという交渉が合意に至らないことも少なくない(Bolton and Scharfstein(1996))。「イザというときの貸し手」としてのメインバンクの役割は、このような既存の債

権者間の利害調整をスムーズに行い、過剰債務問題に直面した企業を救済することでもあったとも解釈できる。しかしながら、金融の自由化・国際化や日本経済の構造的な変化によって、日本でも銀行の役割は大きく変容している。そうした中で、メインバンクが従来のように「イザというときの貸し手」として顧客企業を救済するインセンティブも、かなり小さくなったと考えられる。

本稿の目的は、福田・鯉淵(2004)の結果を拡張することによって、日本における債権放棄の現状を分析することにある。最近の日本の事例でも、産業再生機構の案件を例外とすれば、大口の債権者が小口の債権者よりも多くの損失を負担する債権放棄のスキームが標準的である。全国銀行協会と経団連がまとめた「私的整理のガイドライン」でも、大口と小口の債権者では債権カット率が異なる可能性が想定されている。しかしながら、本稿でみる債権放棄の事例では、メインバンクに代表される大口の債権者がどれだけ追加負担に応じるかはケース・バイ・ケースであった。

同じ金額の債権放棄であっても、大口の債権者の債権放棄と小口の債権者の債権放棄が企業再生にもつ意味合いは大きく異なるので、債権放棄の際には、小口の債権者を優遇し、大口の債権者がその融資比率以上に負担することはある種の経済合理性をもつ。しかしながら、標準的な「協力ゲームの理論」から債権放棄の際の大口債権者の超過負担を計算してみた場合、大口債権者に顧客企業を存続させることに特別な理由がなければ、その超過負担の大きさは限

定的である。このため、「協力ゲームの理論」の観点からメインバンクなど主力行が大きな損失を負担する債権放棄のスキームを正当化するには、メインバンクに顧客企業を存続させる特別な理由を考えなければならない。

第1の理由としては、メインバンクの「名声(reputation)」が考えられる。伝統的な日本の金融システムでは、メインバンクが顧客企業に対して供給する保険機能が重視されていた。メインバンクは通常は顧客企業から金利や手数料等でプレミアムを受け取る代わりに、経営危機に陥った場合には「イザというときの貸し手」として顧客企業を救済するという暗黙の契約があったことが指摘されている。暗黙の契約下では、メインバンクは、その名声を汚さないため、過度の超過負担を負っても、顧客企業が経営破たんしないように過剰債務問題の解決に努めるインセンティブが存在したといえる。

第2の理由としては、メインバンクの「情報の優位性」が考えられる。メインバンクに代表される主力行は、顧客企業と長期的取引関係があり、株式持ち合いや人的交流も行われている(たとえば、岡崎・堀内(1992))。このため、メインバンクは、借り手の情報をより正確に把握していることが多く、債権放棄後の借り手の業績に関してもより正確な情報生産機能をもっていた。メインバンクに情報の優位性が存在する場合、既存の債務残高が大きくても、今後の収益性に対する見通しが高いと判断すれば、メインバンクは過度の債権放棄に応じて過剰債務問題の解決に努めると考えられる。

第3の理由としては、メインバンクの「ソフト・バジェット問題」が考えられる。顧客企業と長年密接な関係を保ってきた銀行は、企業の経営が悪化した場合でもその延命を図るインセンティブが存在する。これが、Berglöf and Roland(1995)らが論じた「ソフト・バジェット問題」である。ソフト・バジェット問題は、顧客企業と関係が密接なメインバンクでより深刻となると考えられるので、顧客企業の延命につながる債権放棄の超過負担もメインバンクが最も大きくなるといえる。

最近の日本経済では、金融の自由化・国際化など外的環境の大きな変化に伴って、伝統的なメインバンクの役割も大きく低下している。その結果、メインバンクの「名声(reputation)」は以前よりは重視されなくなってきたと考えられる。また、メインバンク関係の希薄化により、メインバンクの「情報の優位性」も、多くの企業では低下している可能性がある。今日では、第1および第2の理由の重要性は相対的に低下し、メインバンクがその名声の維

持や情報の優位性のために、高い債権放棄比率を負担して借り手を救済するインセンティブは大きく減ってしまったと考えられる。しかしながら、長引く経済の低迷の中で、第3の理由による債権放棄が増加した。

本稿の後半では、最近の債権放棄事例におけるメインバンクの超過負担を、産業再生機構の案件における債権放棄の事例との比較を行うことによって再検討する。産業再生機構による支援企業で注目すべき点は、債権放棄負担比率がほぼ融資比率に対応する比例配分法になっており、事業会社の債権放棄事例に見られたようなメインバンクの超過負担は観察されなかったことである。この結果は、従来の債権放棄事例でメインバンクに大きな超過負担が発生したのとは全くの好対照である。一方、1990年代前半以前に行われた債権放棄事例では、利払い免除など比較的緩やかな債権放棄による顧客企業の救済が多く、元本を含めた債権放棄はそれほど多くない。しかし、いくつかの重要な事例で、元本を含めた債権放棄が行われており、その代表的な事例の全てで、メインバンクがほぼ全面的に損失を負担する債権放棄のスキームが採用されていた。

以上の結果は、伝統的な「メインバンク・システム」のもとではメインバンクが「イザというときの貸し手」として積極的な債権放棄を行い、過剰債務問題に直面した企業を救済することに成功していたものの、近年、その役割が低下していることを示唆するものである。今日では、メインバンクが、1回限りのゲームでは到底正当化されない大きな負担を債権放棄の際に負う必然性もなくなっている。産業再生機構の案件で起こった債権放棄の負担比率は、メインバンクの役割が崩壊し、新しい金融システムの構築がされていく中での債権放棄のあり方に一定の示唆を与えるものかもしれない。

本稿の構成は、以下の通りである。はじめに次節で債権放棄の問題を理論的に整理した後、第3節と第4節では1999年3月期決算から2005年3月期決算にかけて債権放棄が行われた事例もとに、日本における債権放棄の特徴を検討する。まず第3節では、事例の概要を説明し、全ての事例でメインバンクの債権放棄負担比率が債権放棄直前の決算期におけるメインバンクの融資比率を上回っていることを明らかにする。次に第4節では、債権放棄の事例で大口の債権者がどれだけ追加負担に応じるかには大きく分けて2つのパターンが観察されることを、債権放棄後の経緯とともに示す。第5節では産業再生機構案件の債権放棄事例を概観する。第6節では、1990

年代前半以前に行われた債権放棄事例を検証する。最後に第7節で、全体のまとめを行う。

## 2. 簡単な再交渉の協力ゲーム・モデル

具体的な債権放棄の事例を見る前に、この節では、債権放棄を協調して行う際に、小口の債権者よりも大口の債権者が大きな負担をすることを、「協力ゲームの理論」を使って理論的に整理する。債権放棄を協調して行う必要性を理解するため、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( $X$ )に関して、次のような不等号が成立しているケースを考えよう。

$$D > X > L. \quad (1)$$

ただし、 $D$ は既存の負債残高、 $L$ は中断したときの清算価値をそれぞれ表す。

この不等号は、事業を継続すれば当該企業は清算価値よりも大きい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。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(スクラップ・バリュー)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、 sunk(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、本来は既存の債務者にとっても望ましいことなのである。

以下では、(1)式の状況の下で、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ープレイ値となるかを考えてみよう。簡単化のため、債権者はA、B、Cの3名とし、3名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。シャープレイ値は、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A、B、Cの回収額をそれぞれ  $x^A$ 、 $x^B$ 、 $x^C$  とすると、シャープレイ値は、

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

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

と計算でき、 $x^A$ 、 $x^B$ 、 $x^C$ の値は一意に決定される。

以下では、3人の債権者A、B、Cの融資比率をそれぞれ  $\alpha$ 、 $\beta$ 、 $\gamma$ (ただし、 $\alpha + \beta + \gamma = 1$  および  $\alpha \geq \beta \geq \gamma > 0$ ) とする。また、事業を中断したとき、社会的な清算価値は  $L$  であるが、大口の債権者A(メインバンク)には名声を失うことによる追加のコスト  $R$  がかかるものとする。このとき、債権放棄が行われず事業が中断された場合に、債権者A、B、Cが回収できる金額は、 $\alpha L - R$ 、 $\beta L$ 、 $\gamma L$  となる。したがって、 $v(A) = \alpha L - R$ 、 $v(B) = \beta L$ 、 $v(C) = \gamma L$  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  $\alpha$ 、 $\beta$ 、 $\gamma$  の値に依存する。以下では、もっとも大口の債権者の負担が重くなるケースとして、 $\alpha D \geq \beta D \geq \gamma D > X$  を仮定し、コアおよびシャープレイ値を計算することにする。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  $X$  ではもっと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。したがって、 $v(AB) = (\alpha + \beta)L - R$ 、 $v(AC) = (\alpha + \gamma)L - R$ 、 $v(BC) = (\alpha + \gamma)L$  となる。このとき、各債権者が回収できるシャープレイ値は、

$$\begin{aligned} x^A &= (1/3)X + [2\alpha - \beta - \gamma]/3 L - (2/3)R, \\ x^B &= (1/3)X + [2\beta - \alpha - \gamma]/3 L + (1/3)R, \\ x^C &= (1/3)X + [(2\gamma - \alpha - \beta)/3]L + (1/3)R, \end{aligned}$$

となる。簡単な計算によって、 $X > L$  である限り、各債権者が回収できるシャープレイ値は、事業が中断した場合に回収できる価値  $\alpha L - R$ 、 $\beta L$ 、 $\gamma L$  よりも大きいことを確認することができる。したがって、すべての債権者はこの協調に参加することによって損失が減ることになる。しかしながら、シャープレイ値では回収できる金額は融資比率に比例した配分

法とはなっていない。

たとえば、 $D=540$ ,  $X=120$ ,  $L=27$ ,  $\alpha=5/9$ ,  $\beta=1/3$ ,  $\gamma=1/9$ としよう。このとき、 $A$ ,  $B$ ,  $C$ の当初の融資額(すなわち、貸出債権の簿価)はそれぞれ300, 180, 60で、事業継続のためには総額で420(= $D-X$ )の債権放棄が必要となる。このケースについてシャープレイ値を計算すると、 $A$ ,  $B$ ,  $C$ が回収できる金額は、 $46-(2/3)R$ ,  $40+(1/3)R$ ,  $34+(1/3)R$ である。この結果は、かりに債権者 $A$ に追加コストが発生しない(すなわち、 $R=0$ )としても、融資比率の観点からみると、大口の債権者 $A$ の負担が重く、小口の債権者の負担が軽いことを示している。 $R=0$ のとき、 $A$ ,  $B$ ,  $C$ の債権放棄額の比率はおおよそ9.8:5.4:1であり、当初の融資比率5:3:1と比べた場合、債権者 $A$ と $B$ は融資比率の2倍近くの超過負担を追うことになる。ただし、このケースでは、小口の債権者 $C$ の債権放棄比率(債権放棄総額に占める各債権者の放棄額)も0.43となり、少なからぬ負担を負うことになる。

大口の債権者 $A$ の超過負担比率は、 $R$ が大きくなるにつれてどんどん大きくなる。たとえば、 $R=L=27$ のとき、 $A$ ,  $B$ ,  $C$ が回収できる金額は、それぞれ28, 49, 43となる。大口の債権者 $A$ が回収できる金額が小口の債権者が回収できる金額よりも小さいという逆転現象が生じている。 $A$ ,  $B$ ,  $C$ の債権放棄額の比率はおおよそ16.0:7.7:1となり、大口債権者 $A$ の超過負担が大幅に増加する一方、小口債権者 $C$ の負担が大幅に減少している。

伝統的な日本の金融システムでは、メインバンクには、「イザというときの貸し手」として顧客企業を救済するという暗黙の役割があったといわれている。暗黙の契約下で、メインバンクが顧客企業を破綻させてしまえば、その名声は大きく傷つくことになる。このため、伝統的な日本の金融システムでは、メインバンクは、名声を汚さないため、過度の超過負担を負っても顧客企業が経営破綻しないように過剰債務問題の解決に努めるインセンティブが存在したことになる。 $R$ の値が大きい場合のシャープレイ値は、その点を如実に示している。

### 3. 最近の債権放棄の事例

1990年代末から2000年初頭にかけての日本経済では、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。以下では、福田・鯉淵(2004)の結果を拡張することによって、1999年3月期から2005年3月期にかけての決算期において、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

によって取引銀行による債権放棄額の詳細が判明した日本の事業会社(金融業を除く)、全35社の39事例(期間中に複数回の債権放棄が行われた4社8事例を含む)を対象として分析を試みる(情報ソースを含む個別事例の詳細に関しては、福田・鯉淵(2004)の付論を参照のこと)<sup>2)</sup>。以下の分析で取り扱う事例は、すべて民間の金融機関が、話し合いを行うことによって、融資先企業を「法的処理」することなく、再生を図った事例である。

融資先企業に対する取引金融機関の支援は、主に、債務免除、債務の株式化、優先株引受の3つの形態に分類される。まず、債務免除(貸し手にとっては債権放棄)では、取引金融機関が債権の一部を放棄し、借り手は債務を完全に免除される。債権放棄が取引金融機関との間で合意に達すると、一般的には、直後の決算期における損益計算書の特別利益に放棄された借入金価額に相当する債務免除益が計上される。(ごく稀に、その後の複数年度に渡って債務免除益が分割計上されることもある。)

第二の債務の株式化(デット・エクイティ・スワップ)は、債務の一部と交換に株式を発行する手法である。通常は、取引金融機関が債権の額面額を株式化するために、保有債権を現物出資する方法が採られる。つまり、当該企業への貸付金を出資財産とする現物出資により、取引金融機関を割当先とする第三者割当増資を実施するというものである。したがって、この方法では債務者側に債務免除益は計上されないものの、株式に転換された債務額分だけの借入金の減少が生じる。

第三の支援の形態は、企業側が要請する優先株の第三者割当増資に取引金融機関が引き受け手として応じるというものである。この場合は、資本金が増加するものの、既存の借入金残高に増減は生じない。

表1は、39事例を企業と取引金融機関の間で債権放棄が合意に達した時点順に一覧したものである。表で示した債権放棄総額は、各企業の個別損益計算書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、その額も債権放棄総額に含めている。ただし、優先株引受けによる支援額は、借入金の減少を伴わないことから債権放棄総額には含めていない。

表1では、対象企業ごとに、業種、債務免除益計上時点、債権放棄総額に加えて、メインバンクの名前、メインバンクの債権放棄負担比率および放棄前融資比率、サブ・メインバンク(以下、「サブメイン」とよぶ)の名前、サブメインの債権放棄負担比率お

表 1. 1999年3月期～2005年3月期における主な債権放棄事例(全35社39事例)

会社名	業種	債務免除益計上時点	債権放棄総額 (うち債務の 株式化総額) (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
青木建設	建設業	99年3月期	200,900	あさひ銀	39%	28%	興銀	39%	27%
殖産住宅相互	建設業	99年3月期	65,656	三和銀	92%	54%	さくら銀	8%	19%
フジタ	建設業	99年3月期	120,000	さくら銀	52%	19%	東海銀	35%	16%
藤和不動産①	不動産業	99年3月期	237,100	東海銀	77%	39%	住友信	n.a.	7%
佐藤工業	建設業	99年3月期	110,911	第一勧銀	50%	31%	北陸銀	25%	17%
長谷工コーポレーション①	建設業	00年3月期	354,590	大和銀	21%	15%	中央三井銀	17%	12%
中央板紙	製造業	00年3月期	7,769	十六銀	73%	27%	日債銀	n.a.	13%
兼松	卸売業	00年3月期	155,000	東京三菱銀	77%	19%	農林中金	8%	13%
トーマン①	卸売業	00年3月期	219,000	東海銀	77%	13%	さくら銀	8%	8%
ハザマ	建設業	01年3月期	104,990	第一勧銀	47%	31%	三菱信	33%	24%
大末建設	建設業	01年3月期	70,472	三和銀	89%	61%	住友銀	1%	10%
熊谷組①	建設業	01年3月期	430,000	住友銀	60%	45%	新生銀	24%	17%
三井建設	建設業	01年3月期	141,967	さくら銀	62%	35%	中央三井信	19%	16%
ダイエー①	小売業	03年2月期	400,000 (230,000)	UFJ銀	50%	41%	みずほコーポ銀	25%	22%
☆岩田屋	小売業	03年2月期	29,000 (1,000)	みずほ銀	50%	24%	福岡銀	39%	18%
長谷工コーポレーション②	建設業	(03年3月期)	150,000 (150,000)	中央三井信	35%	15%	りそな銀	36%	14%
ミサワホーム①	建設業	02年3月期	35,000	UFJ銀	100%	26%	中央三井信	0%	9%
☆東洋シャッター	製造業	03年3月期	13,500 (1,000)	みずほ銀	81%	52%	UFJ銀	n.a.	15%
大京①	不動産業	03年3月期	470,000 (60,000)	UFJ銀	75%	55%	みずほコーポ銀	9%	15%
住友建設	建設業	03年3月期	30,000	三井住友銀	66%	29%	住友信	33%	17%
雪印乳業	製造業	03年3月期	50,000 (20,000)	農林中金	77%	49%	UFJ銀	12%	13%
いすゞ自動車	製造業	(03年3月期)	100,000 (100,000)	みずほコーポ銀	81%	37%	UFJ銀	7%	3%
ケンウッド	製造業	(03年3月期)	25,000 (25,000)	あさひ銀	100%	43%	中央三井信	0%	7%
藤和不動産②	不動産業	03年3月期	229,728 (29,600)	UFJ銀	81%	58%	新生銀	0%	8%
新井組	建設業	02年12月期	65,520	三井住友銀	92%	61%	住友信	n.a.	6%
☆日本冶金工業	製造業	03年3月期	35,000 (15,000)	みずほコーポ銀	80%	51%	UFJ銀	n.a.	14%
☆西武百貨店	小売業	04年2月期	211,044	みずほコーポ銀	64%	35%	新生銀	3%	9%
蝶理	卸売業	03年3月期	7,500	みずほコーポ銀	67%	22%	UFJ銀	33%	17%
トーマン②	卸売業	03年3月期	110,000	UFJ銀	100%	17%	三井住友銀	0%	9%
飛鳥建設	建設業	(04年3月期)	30,000 (30,000)	みずほコーポ銀	47%	36%	三井住友銀	33%	19%
熊谷組②	建設業	04年3月期	268,400	三井住友銀	95%	71%	住友信	2%	5%
東洋建設	建設業	04年3月期	23,050	UFJ銀	66%	33%	みずほコーポ銀	15%	16%
日産ディーゼル工業	製造業	04年3月期	89,995 (89,995)	みずほコーポ銀	63%	40%	りそな銀	19%	19%
三平建設	建設業	04年3月期	26,724 (3,000)	りそな銀	100%	84%	商工中金	0%	3%
ナカノコーポレーション	建設業	04年3月期	10,500	東京三菱銀	79%	55%	三菱信	21%	24%
鈴丹	小売業	04年2月期	5,435	UFJ銀	100%	81%	東京三菱銀	0%	6%
☆佐田建設	建設業	04年3月期	13,200	群馬銀	89%	85%	足利銀	11%	10%
三菱自動車工業	製造業	(04年9月期)	130,000 (130,000)	東京三菱銀	69%	13%	三菱信	31%	4%
双日	卸売業	05年3月期	350,000	UFJ銀	94%	20%	みずほコーポ銀	0%	8%

注) 複数回の債権放棄が行われた事例については、会社名の後に①(1回目)及び②(2回目)が示されている。会社名の前の☆印は、「私的整理のガイドライン」に基づく債権放棄事例であることを示す。

債務の株式化のみが行われた事例については、債務免除益計上時点として、債務の株式化が実施された決算期(カッコ内)を示している。出所) 各企業の有価証券報告書、企業及び銀行のニュースリリース、新聞報道。

よび放棄前融資比率を、それぞれ示している。ここで、「メインバンク」および「サブメイン」はいずれも融資順位にもとづいて定義し、メインバンク＝融資順位第1位行、サブメイン＝融資順位第2位行と

した。また、メインバンク(サブメイン)の債権放棄負担比率は「メインバンク(サブメイン)が行った債権放棄額/債権放棄総額」として、メインバンク(サブメイン)の放棄前融資比率は「メインバンク(サブ

メイン)の債権放棄前融資額/債権放棄前総借入金残高」としてそれぞれ計算した。

表1から読み取れる1つの特徴は、全ての事例でメインバンクの債権放棄負担比率が債権放棄直前の決算期におけるメインバンクの融資比率を上回っていることである。各債権者に対して一律のカット率が適用された場合には、債権放棄負担率と放棄前融資比率は等しくなるため、表1の債権放棄事例においては、メインバンクが他の貸し手と比べて非対称に大きな債権放棄損失を負担していることを示している。

メインバンクの債権放棄負担比率が債権放棄直前の融資比率を上回っている点やサブメインを含むその他の債権者が融資比率に比して負担比率が低い点で、表1の結果は前節で議論した「協力ゲームの理論」の考え方も整合的であるといえる。ただし、表1では、メインとサブメイン以外の債権者が全く債権放棄をしていない事例(MBとSMの債権放棄負担比率の合算が100%のケース)も少なくなく、このような極端な事例は、メインバンクに顧客企業を存続させる特別な理由(すなわち、前節のモデルでRが大きい理由)を考えなければ、純粋な「協力ゲームの理論」の観点だけから説明することはできない。

#### 4. 2つのパターンの債権放棄

前節で示したように、最近の債権放棄の事例では、「協力ゲームの理論」の考え方とある程度整合的な債権放棄の事例が観察できるものの、メインバンクに顧客企業を存続させる特別な理由を考えなければ、その比率は説明できないことも指摘した。もっとも、実際の債権放棄のプロセスを詳細に見た場合、債権

放棄負担比率は対象ごとに、ケース・バイ・ケースで大きく異なっている。特に、対象とした債権放棄の事例をより精査すると、メインバンクに代表される大口の債権者がどれだけ追加負担に応じるかには、ある種のパターンが観察される。

図1は、表1のサンプル39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。業種の特性を明確にするため、プロットは、サンプル企業の所属する業種ごとに異なる記号で示してある。図から、建設(◆)・不動産(■)・小売業(△)に属する企業向けの債権放棄のみに注目すると、ミサワホームを除き、メインバンクの放棄前融資比率とメインバンクの債権放棄負担比率との間にはっきりとした正の相関が読み取れる。これらの企業でも、メインバンクの債権放棄負担比率はその放棄前融資比率を常に上回っているという意味で、メインバンクには正の超過負担(債権放棄負担比率マイナス融資比率)が存在する。しかし、メインバンクの超過負担は融資比率と共に低下する傾向にあり、融資比率の低いメインバンクによる債権放棄の姿勢は消極的であるといえる。

一方、トーメン(1回目及び2回目)、兼松、蝶理といった卸売業(○)向けの債権放棄は、メインバンクの放棄前融資比率が10%台から20%台と低いにもかかわらず、メインバンクの債権放棄負担比率が比較的大きな値をとっていることがわかる。これらの債権放棄では、メインバンクの超過負担が非常に大きく、メインバンクによる積極的な債権放棄の姿勢が読み取れる。また、製造業に属する債権放棄の事例(□)は、東洋シャッター、日本冶金工業、日産ディーゼル、および雪印乳業が建設・不動産・小売業

図1. メインバンクの放棄前融資比率と債権放棄負担比率(全35社39事例)

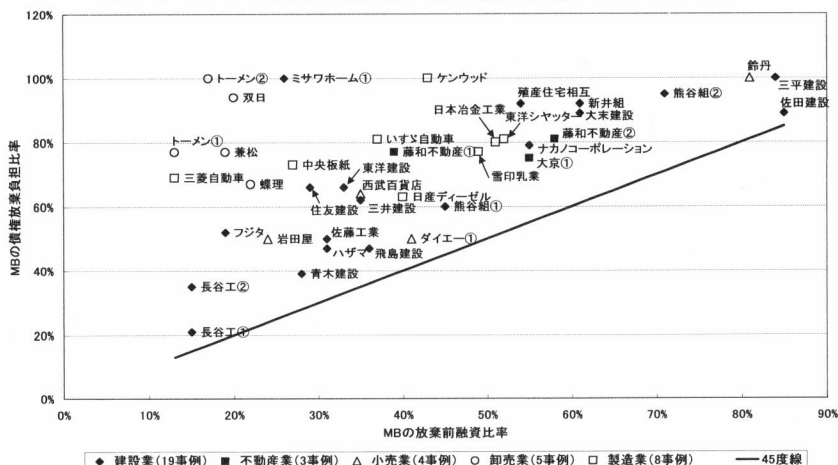


表 2. 債権放棄後の経緯

会社名	業種	債権放棄以降の主な経緯
青木建設 殖産住宅相互	建設業 建設業	2001年12月, 民事再生法適用申請 2002年1月, 民事再生法適用申請 2002年10月, 建設部門(新フジタ)と不動産部門に会社分割
フジタ	建設業	2005年3月, 私的整理のガイドラインによる債権放棄要請, 及び三井住友建設との統合撤回
佐藤工業 長谷工コーポレーション	建設業 建設業	2002年3月, 会社更生法適用申請 2002年, 主力行と債務の株式化に合意
ハザマ	建設業	2003年10月, 建設部門(新ハザマ)と不動産部門に会社分割 2004年1月, 安藤建設と資本提携 2003年5月, 主力3行と2回目の債権放棄に合意
熊谷組	建設業	2003年4月, 飛鳥建設との合併を発表 2004年11月, 飛鳥建設との合併撤回を発表
三井建設 ミサワホーム	建設業 建設業	2003年4月, 住友建設と合併(三井住友建設) 2003年8月, 関係会社3社と共同持株会社, ミサワホームホールディングス設立 2004年12月, 産業再生機構による支援決定
住友建設 新井組	建設業 建設業	2003年4月, 三井建設と合併(三井住友建設) 2005年3月, 私的整理のガイドラインによる債権放棄要請及びフジタとの統合撤回 2002年12月, 鴻池組との資本提携及び業務提携
飛鳥建設 東洋建設 ナカノコーポレーション	建設業 建設業 建設業	2003年4月, 熊谷組との合併を発表 2004年11月, 熊谷組との合併撤回を発表 2003年6月, 前田建設による第三者割当増資の引受決定(東洋建設傘下で再建) 2004年3月, 同じく金融支援を受けた不動産建設の建設部門を譲受
藤和不動産 大京	不動産業 不動産業	2002年11月, 2回目の債権放棄 2003年3月, 3回目の債権放棄及び三菱地所による第三者割当増資の引受 2004年9月, 産業再生機構による支援決定
ダイエー 岩田屋 西武百貨店 鈴丹	小売業 小売業 小売業 小売業	2002年10月, 政策投資銀と主力行による企業債権ファンド設立 2004年12月, 産業再生機構による支援決定 2002年8月, 伊勢丹などを割当先とする第三者割当増資(伊勢丹傘下で再建) 2003年5月, そごうと統合(持株会社ミレニアムリテイリング) 2005年3月, 私的整理に基づく再建計画の終了 2004年2月, ユニーによる連結子会社化
トーマン 蝶理	卸売業 卸売業	2003年3月, 主力行と2回目の債権放棄合意, 豊田通商との統合計画を発表 2003年8月, 旭化成・東レ, 主力3行を割当先とする第三者割当増資
中央板紙 三菱自動車工業	製造業 製造業	1999年9月, 王子製紙, 伊藤忠商事, レンゴーを割当先とする第三者割当増資 2002年4月, 王子製紙との株式交換による完全子会社化 2005年3月, 三菱グループによる第三者割当増資の引受

向けの債権放棄と類似のパターンを示したのに対し、三菱自動車、中央板紙、そしてケンウッドはどちらかといえば卸売業のパターンに近かった。

図1から、メインバンクに代表される大口の債権者がどれだけ追加負担に応じるかには、大きく分けて2つのパターンが観察されるといえる。第1のパターンは、建設・不動産・小売業に属する企業向けの債権放棄で、そこではメインバンクの融資比率と債権放棄比率の間に強い正の相関が存在する。第2のパターンは、卸売業(商社)に属する企業と一部の製造業向けの債権放棄で、そこではメインバンクが、融資比率に関わらず、非常に高い債権放棄比率を負担する行動が見受けられる。

第2のパターンは、メインバンクに過度の負担が集中するという意味で、メインバンクには望ましくないもののように思われるかもしれない。しかし、

このパターンで債権放棄を受けた企業は、過剰債務残高が比較的少ないものが大半で、債権放棄前の数期間における当期利益も売上高との比率で見ても大きなマイナスとなっていないものも少なくない。したがって、メインバンクにとって、積極的な債権放棄によって速やかな企業再生を実現した方がメリットも多かった可能性が高い。

これに対して、第1のパターンの債権放棄の対象となった企業は、建設・不動産・百貨店といった構造的な不況業種に属する企業である。このため、対象となった企業は、債務残高が大きいものが大半で、債権放棄前数期間の当期利益も売上高との比率で見ても大きなマイナスの値を取るケースが多い。このような企業に対しては、融資比率の低いメインバンクは債権放棄に消極的であったといえる。

債権放棄によって業績の大きな改善が見込まれる

のであれば、借り手の情報に優位性を持つメインバンクは、融資比率が少なくても、高い債権放棄比率を負担することにはある種の合理性がある。しかし、債権放棄によって業績の改善が見込まれないのであれば、メインバンクが債権放棄を積極的に行うインセンティブは大きくない。これは、債権放棄対象企業が破綻し法的整理に移行した場合でも、残存資産は原則として融資比率に応じて分配されるからである。

表2は、われわれが分析対象とした企業の債権放棄後における経緯をまとめたものである。表2から読み取れる第一の特徴は、建設業に属する債権放棄企業17社のうち、実に3社(殖産住宅相互、青木建設、佐藤工業)が、債権放棄から約3年後に法的整理(民事再生法または会社更生法)に移行し、倒産していることである。これに対して、建設業以外の産業では債権放棄後に倒産した企業は存在していない。これらの結果は、日本で行われた債権放棄は、建設業以外に属する企業の再生でより実を結んでいることを示している。

第二の特徴は、債権放棄後に他の事業会社と提携が行われた事例では、卸売業では財務状態の良い他業種の大企業が提携先となることが多かったが、建設業や小売業では、同様の債権放棄を受けるなど、財務状態の悪い同業種の企業同士の提携がほとんどだったことである。卸売業の事例には、メインバンクが再建を主導する兼松のケース(東京三菱銀が社長派遣)も存在するが、蝶理とトーメンのように事業会社も再建に参加するケースも含まれる。卸売業のトーメンは、トヨタグループを割当先とする第三者割当増資を行い、トヨタグループの豊田通商との統合が予定されている。蝶理は、主要取引先であり

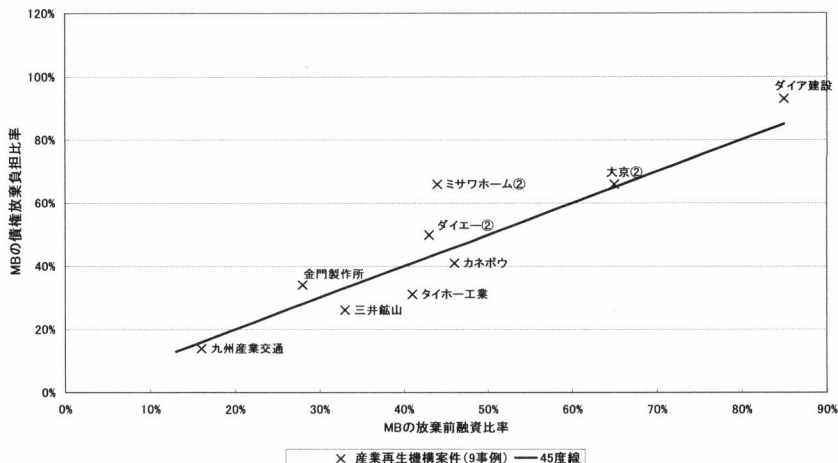
大株主の旭化成と東レから役員を受け入れ、この2社と主力金融機関を割当先とする第三者割当増資を行った。これらの企業では、債権放棄後に業績の回復も観察され、債権放棄による企業再生がおおむね成功した事例といえる。これに対して、互いに債権放棄を受けた建設業の住友建設と三井建設は、メインバンクの三井住友銀行主導で合併し、三井住友建設となった。また、2度の債権放棄を受けた熊谷組は、1998年に保証債務640,000百万円の債権放棄を受けた飛鳥建設との統合が計画された(ただし、後に統合計画は撤回)。さらに、西武百貨店は、2000年7月に民事再生法の適用申請を行って倒産したそごうと統合し、共通持株会社を設立した。

### 5. 産業再生機構案件の債権放棄事例

産業再生機構は、過剰債務問題が発生し、メインバンクと非メインバンクの金融機関で調整が困難なために再生計画が進まない場合に対応するために2003年4月16日に設立された。機構がメインバンクと非メインバンクの金融機関の間を中立的な立場から調整して債権を買い取り、集約を行うことがその目的とされる。成立した再生計画の実施をモニタリングすることなどにより、事業再生を支援している。以下では、産業再生機構が支援を行った全41社(支援決定:2003年8月~2005年2月)のうち、ディスクロージャー資料が入手できる9社に関して、債権放棄がどのように行われたかを検討する。対象とした9社のうち、大京、ダイエー、ミサワホームホールディングスの3社は、産業再生機構の支援が決定する前にも債権放棄が行われた事例で、これまでの節でも取り扱った会社である。

図2は、サンプル9事例について、横軸にメイン

図2. 産業再生機構案件の債権放棄事例(全9社9事例)





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。図からわかることは、産業再生機構による支援企業では、債権放棄負担比率は、ほぼ融資比率に対応する比例配分法になっていたことである。産業再生機構の支援企業における債権放棄においては、メインバンクの債権放棄負担比率はほぼ放棄前融資比率に見合う水準であり、事業会社の債権放棄事例に見られたようなメインバンクの超過負担は観察されなかった。この結果は、前節まで検討してきた債権放棄事例でメインバンクに大きな超過負担が発生したのとは全くの好対照である。

それでは、なぜ、再生機構支援企業ではメインバンクの負担が低いのであろうか？1つの可能性としては、非メイン行からの債権の買取価格が高めに設定されており、実質的に再生機構が多くの債権放棄を負担していることが考えられる。しかし、産業再生機構が公表したデータを見ると、再生機構による非メイン行の債権買取価格は、買取債権元本額の50～60%程度であった。また、株式譲渡や債権の弁済完了を通じて、機構の支援が終了した18事例では、ほぼ全ての事例で再生機構に損失は発生していなかった。つまり、公表データを見る限り、非メイン行が再生機構への債権売却を通じて応分の負担を行っていたといえる<sup>3)</sup>。この傾向は、過去の「私的整理」において、メインバンクが債権放棄の際に大きな超過負担を負った企業にも該当していた。

この結果は、非メイン行の債権は「適正な時価」によって再生機構に買取られ、非メイン行が債権放棄の応分の負担を行っていたことをおおむね示唆している。それでは、なぜ再生機構案件では、非メイン行が応分の債権放棄負担を行ったか？興味深い点は、産業再生機構を利用した際の優遇措置は、非メイン行よりもむしろメイン行の方が大きいことである。たとえば、メイン行は、債権放棄による損失は税法上損金算入できるだけでなく、事業再生計画が成立・実施されると、対象債務者は「要管理先」ではなく、「正常先」となる。再生機構の補償を受けて行う金融機関の追加融資については、自己資本比率計算上、リスクウエイト10%で計算できることになる。もちろん、非メイン行にも、産業再生機構を利用した際の優遇措置は存在する。たとえば、再生機構が債権を買取る際の価格(=DC法により算出)は課税上の問題を生じない。また、非メイン行にとって、再生機構による買取により、不良債権が完全にオフバランス化することはメリットがある。ただ、大きな負担増を考えると、それほど大きなメリットといえない。

「なぜ再生機構案件で非メイン行が応分の債権放棄負担を行ったか？」という問いに対する1つの答えは、そもそも従来の「私的整理」では、メインバンクの負担があまりに大きすぎた可能性があるということである。日本では伝統的に顧客企業と長期的な取引関係があり、「イザというときの貸し手」としての役割を果たすため、メインバンクは、1回限りのゲームでは到底正当化されない大きな負担を債権放棄の際に負ってきた。しかし、近年、顧客企業と長期的な取引関係を結ぶことの重要性が低下し、「イザというときの貸し手」としての役割も低下している。メインバンクが、1回限りのゲームでは到底正当化されない大きな負担を債権放棄の際に負う必然性もなくなっている。産業再生機構の案件で起こった債権放棄の負担比率は、メインバンクの役割の崩壊し、新しい金融システムの構築がされていく中での債権放棄のあり方に一定の示唆を与えるものかもしれない。

## 6. 伝統的な債権放棄の事例

伝統的な「メインバンク・システム」のもとでは、企業が経営危機に陥った場合でも、メインバンクが「イザというときの貸し手」として顧客企業を救済する傾向にあった。イザというときの貸し手としてのメインバンクの役割は、既存の債権者間の利害調整をスムーズに行い、過剰債務問題に直面した企業を救済することであったとも解釈できる。

もっとも、1990年代になるまでは、企業が経営危機に陥った場合でも、利払い免除など比較的緩やかな債権放棄による顧客企業の救済が多く、元本を含めた債権放棄はそれほど一般的ではなかった。これは、日本経済が右肩上がりであった時代では、利払い免除など比較的緩やかな債権放棄で企業再生が達成できたケースが多かったからだと考えられる。しかし、いくつかの事例で、元本を含めた債権放棄が行われており、その代表的なものでは、すべてメインバンクがほぼ全面的に損失を負担する債権放棄のスキームが採用されている。以下では、Sheard(1994)の付論において、上場企業のリストラにメインバンクが関与したとして紹介されている事例のうち、われわれが新聞報道および当該企業の財務諸表上で債権放棄が確認できたものを対象として、1990年代前半以前に行われた債権放棄事例を検証する。

Sheard(1994)の付論では、1960年代半ば(19事例)、1970年代半ば～1980年代半ば(9事例)、最近のケース(14事例)が紹介されている。このうち、Sheardが債権放棄を指すと思われる「貸付金償却の実例」として挙げているのは、安宅産業の破綻に

表3. 伝統的な債権放棄事例

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
安宅産業 ジャパンライン	卸売業	(77年9月期)	200,000	住友銀	57%	16%	協和銀 長銀	22%	10%
	運輸業	87年3月期	16,000	興銀	94%	24%		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%

注) 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) 各企業の有価証券報告書、及び新聞報道。

おける住友銀と協和銀、伊藤万での住友銀、ジャパンラインでの興銀、富士興産での東銀(以上、上場企業)、来島ドックの日債銀(以上、未上場企業)である。

しかしながら、帝国データバンクの資料(第5回：債権放棄企業実態調査、調査期間：1985年～2001年)では、銀行の一般企業に対する債権放棄は、1985年～1994年で1987年のジャパンライン(海運)と1992年の富士興産(石油卸)の2事例しか紹介されていない。以下ではこの2事例に、1970年代に行われた安宅産業の事例を加えた計3事例について、メインバンクを中心とする主力行が債権放棄に応じたかを検証する。

表3は、表1と同様に、対象企業ごとに、業種、債務免除益計上時点、債権放棄総額に加えて、メインバンクの名前、メインバンクの債権放棄負担比率および放棄前融資比率、サブ・メインバンク(以下、「サブメイン」とよぶ)の名前、サブメインの債権放棄負担比率および放棄前融資比率を、それぞれ示している。

表3から読み取れる特徴は、ジャパンラインと富士興産の2事例では、メインバンクの債権放棄負担比率がほぼ100%に近いことである。ジャパンラインのケースでは日本興業銀行が放棄前融資比率が24%しかないにもかかわらず債権放棄の94%を負担し、富士興産のケースでは東京銀行が放棄前融資比率が28%しかないにもかかわらず債権放棄の91%を負担している。融資残高が全体の約4分の1のメインバンクが、「イザというときの貸し手」として、単独でほぼ全面的に債権放棄を負担することによって、企業再生を支援した形になっている。

一方、安宅産業の事例では、メインバンク(住友銀行)単独の債権放棄負担比率は57%で、その融資比率16%は大きく上回るものの、全面的に債権放棄を負担する形にはなっていない。これは、安宅産業が他の2事例に比べて規模が非常に大きかったことに起因すると考えられる。しかしながら、安宅産業の事例でも、サブメインの協和銀行を加えた上位2行の債権放棄負担比率は合計で79%にもなる。2

行の融資比率の合計は26%にしか過ぎないので、安宅産業の事例でも、メインバンク2行が協力して「イザというときの貸し手」の機能を発揮し、ほぼ全面的に債権放棄による企業再生を支援した形になっている。

## 7. インプリケーション

本稿では、1999年3月期から2005年3月期にかけて債権放棄が実施された事例を用いて、債権放棄の負担割合が取引金融機関の間でどのように分配されたかを分析した。結果は、産業再生機構の案件を除く全ての事例で、メインバンクの債権放棄負担比率が放棄前融資比率を上回り、債権放棄においてメインバンクが非対称に大きな負担を担っていることが示された。しかしながら、本稿ではまた、メインバンクの債権放棄負担比率に影響を与える要因には、融資比率以外にも、メインバンクの「名声」や情報の優位性などさまざまな要因が存在していることも明らかにされた。

日本では伝統的に「メインバンク」が債権放棄の交渉の際に主導権を握り、過剰債務問題を解決してきた。寺西(2003)が指摘した通り、メインバンクを中心とする従来の日本の金融システムは、コストを伴いつつも全体としては成果のほうが大きかった。債権放棄で超過負担を負うことによって、メインバンクは「イザというときの貸し手」の役割を果たしてきたといえる。しかし、日本の金融システムがドラスティックに変容を遂げる中で、メインバンクの果たす役割は大幅に低下してしまった。そうしたなかで、メインバンクのソフト・バジェット問題も顕在化した。

もちろん、本稿で見た最近の事例でも、卸売業(商社)や一部の製造業に属する企業向けの債権放棄で、依然として、メインバンクの「名声」や情報の優位性が理由によると考えられる債権放棄のパターンがいくつか観察された。これらの債権放棄では、メインバンクの超過負担が非常に大きく、融資比率が低いメインバンクでも積極的な債権放棄の姿勢が読み取れた。また、このパターンで債権放棄を受けた企

業は、債権放棄後に業績が改善した例がほとんどであった。ただ、その事例の数は必ずしも多くなく、このような形で債権放棄の合意を結ぶことの難しさも同時に示している。

一方、長引く経済の低迷の中で、メインバンクのソフト・バジェット問題が原因の債権放棄も増加した。本稿で見た事例でも、建設・不動産・小売業に属する企業向けの債権放棄で、このパターンが顕著に観察された。これらの事例でも、メインバンクの債権放棄負担比率がその融資比率を常に上回っているという意味で、メインバンクには超過負担が存在する。しかし、そこではメインバンクの融資比率と債権放棄比率の間に強い正の相関が観察され、融資比率が低いメインバンクによる債権放棄は消極的であった。これらのパターンの債権放棄の対象となった企業は、構造的不況業種に属する企業である。このため、対象となる企業も、債務残高が大きいものが大半で、債権放棄後も業績の改善が必ずしも進まないケースが多かったといえる。

金融システムがドラスティックに変容を遂げる中で、今後は、債権放棄による企業の再生には、これまでとは異なる新しいスキームを確立することが必要である。産業再生機構の事例は、新しいスキームの1つのモデルケースになるかもしれない。最近の債権放棄の事例を詳しく調べることによって、より効率的な債権放棄による企業再生のあり方を模索することは、今日の日本経済にとって緊急の課題であるといえる。

(東京大学大学院経済学研究科・  
東京大学大学院経済学研究科)

## 注

\* 本稿をまとめるにあたっては、一橋大学経済研究所定例研究会の参加者、日本経済学会 2005 年度春季大会(京都産業大学)における討論者・小西大一橋大学助教授、および日本金融学会 2005 年度春季大会(日本大学)における討論者・安田行宏東京経済大学助教授から、有益なコメントをいただいた。また、寺西重郎教授には、本稿の基礎となる研究に関して、長年に渡ってさまざまなご教示をいただいた。

1) 「ソフト・バジェット問題」をリレーションシップ・バンキングの観点から論じたものとしては、たとえば、Boot (2000) を参照のこと。また、日本において「ソフト・バジェット問題」が非効率を生み出したとするケース・スタディーとして、Fukuda and Koibuchi (2005) がある。1990 年代以降の日本では、金融機関が経営再建の見込みが乏しい先に貸出を継続または拡大する「追い貸し」の存在が指摘されている(たとえば櫻川(2002)、関根・小林・才田(2003)、Peek and Rosengren (2003))。

2) 本稿の債権放棄事例には、比較的大規模な債権放

棄として報道されたパスコ(99年3月期決算に債務免除益計上)、市田(同02年3月期)、内藤(同04年3月期)などの事例を含んでいない。これは、これらの債権放棄における取引金融機関の負担割合の詳細が不明であったことによる。また、アプラス(同02年3月期)は、「その他金融業」に属する企業であるため、事業会社のみを対象とした本稿の分析からは除外した。

3) もちろん、これはこれまでに支援が終了した案件について公表されたデータに基づくものである点には注意が必要である。

## 参考文献

- 福田慎一・粕谷宗久・中島上智(2005)「非上場企業の設備投資の決定要因：金融機関の健全性および過剰債務問題の影響?」、日本銀行ワーキングペーパーシリーズ、05-J-2。
- 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。
- 小川一夫、(2003)『大不況の経済分析』、日本経済新聞社。
- 岡崎竜子・堀内昭義(1992)「企業の設備投資とメインバンク関係」『金融研究』、第11巻第1号、pp. 37-59。
- 櫻川昌哉(2002)『金融危機の経済分析』、東京大学出版会。
- 関根敏隆・小林慶一郎・才田友美(2003)「いわゆる「追い貸し」について」、『金融研究』第22巻第1号、pp. 129-156。
- 寺西重郎(2003)『日本の経済システム』岩波書店。
- Berglöf, E., and G. Roland (1995) "Bank Restructuring and Soft Budget Constraints in Financial Transition," *Journal of the Japanese and International Economics*, Vol. 9, Issue 4, pp. 354-375。
- Bolton, P. and D. S. Scharfstein (1996) "Optimal Debt Structure and the Number of Creditors," *Journal of Political Economy*, February 1996, Vol. 104, No. 1, pp. 1-25。
- Boot, A.W.A. (2000) "Relationship Banking: What Do We Know?" *Journal of Financial Intermediation*, Vol. 9, Issue 1, pp. 7-25。
- Fukuda, S., and S. Koibuchi (2005) "The Impacts of "Shock Therapy" under a Banking Crisis: Experiences from Three Large Bank Failures in Japan," *Japanese Economic Review*, forthcoming。
- Hoshi, T., and A. Kashyap (2001) *Corporate Financing and Governance in Japan*, The MIT Press, Cambridge MA。
- Peek, J. and E. S. Rosengren (2003) "Unnatural Selection: Perverse Incentives and the Misallocation of Credit in Japan," *American Economic Review*, forthcoming。
- 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(邦訳：東銀リサーチインターナショナル訳、青木昌彦・ヒュー・バトリック編著『日本のメインバンクシステム』東洋経済新報社、1996年)。