

法政大学学術機関リポジトリ

HOSEI UNIVERSITY REPOSITORY

PDF issue: 2024-07-27

コーポレートガバナンス，銀行の機能と担保 の是非

XU, Peng / 胥, 鵬

(出版者 / Publisher)

法政大学経済学部学会

(雑誌名 / Journal or Publication Title)

経済志林 / The Hosei University Economic Review

(巻 / Volume)

75

(号 / Number)

1

(開始ページ / Start Page)

299

(終了ページ / End Page)

322

(発行年 / Year)

2007-07-25

(URL)

<https://doi.org/10.15002/00003110>

【研究ノート】

コーポレートガバナンス、 銀行の機能と担保の是非*

胥 鵬

- I はじめに
- II 銀行融資と担保保証——国際比較
- III 銀行の情報生産機能と担保保証
- IV 担保と企業再生
- V 担保物権の法と経済学

I はじめに

金融仲介機関、とりわけ、商業銀行は貸出先の信用に関する情報を生産するといわれている。具体的に、(1) 与信の事前審査、(2) 事後監視、(3) 及び経営破たん時の介入が挙げられる。他方、担保付短期融資といった銀行融資の特徴は、銀行が情報を生産する誘因（インセンティブ）を弱めるのではないかと疑問視するむきもある。かつてメインバンクは日本のコーポレートガバナンスの重要な一端を担うと称賛されていた。90年代後半以降、それが一転して、日本の銀行は担保がなければ貸さない、いわゆる不動産担保主義は批判されるようになった。

企業金融において、担保はどのような役割を果たすのか。日本の銀行は本当に不動産担保主義を取っているのか。その判断基準とは何か。不動産担保主義に弊害があるならば、それはなぜなのか。“不動産担保主義”の弊

害を示す確固たる証拠があれば、それを取り除く政策はあるのか。また、どのような政策が考えられるか。本稿の目的は、理論分析と実証研究に基づいて、担保の是非をめぐる一つの答えを与えようと試みることである。とりわけ、企業金融、地域金融と日本の企業再生における担保の評価に関する実証分析成果に照らして、銀行の情報生産機能と企業再生における担保の是非を客観的にレビューする。

担保保証を取って金を貸す銀行実務は、アダム・スミスの時代に遡れるほど歴史が長い。数字は雄弁に勝る。日本の銀行は不動産担保主義的かどうか云々を言う前に、データに事実を語らせよう。中小企業庁のアンケート調査データを、米国および英国の中小企業金融に関するデータと照らしてみると、意外に日本の銀行は必ずしもことさらに担保保証に依存していないことがわかる。したがって、担保保証を取って金を貸す銀行融資ビジネスモデルは、昨今東西普遍的である。

では、なぜ銀行が担保を要求するのか。膨大な情報経済学の文献から、その答えを見つけることはさほど難しくない。担保の役割は以下のように要約することができる。まず、借り手が担保で信用情報をシグナルすることが考えられる。同じように、借り手がリスクな投資を行わないことをコミットするために、借り入れを申し込むときに担保を提供する。このように、担保はシグナルやコミットメント・デバイスとして機能する。満期期間を含めて考えると、借り手は自分がリスクでないことをシグナルするためにできるだけ担保付短期債務で資金を調達する。ここで、担保付短期債務が銀行借り入れに該当する。したがって、銀行融資は担保付短期融資として特徴付けられる。シグナルやコミットメント機能説は、リスクが低いほど借り手の担保付銀行借り入れの割合が高いと示唆する。

シグナルやコミットメント機能説に対して、対称情報でも事後に債務免除などの返済条件をめぐる再交渉の際に銀行が足元を固めるために担保を要求する考え方もある。いったん借金の棒引きを要求すると、借り手の信用がなくなってしまう。同じく信用を失うならば、借り手はできるだけ多

くの債務免除を要求する。借金の棒引きの要求に対し、銀行は融資を引き上げると脅す。再交渉が決裂すれば、企業は倒産する。すると、無担保無保証債権は二束三文同然になってしまう。換言すれば、銀行融資が無担保無保証であれば、融資を引き上げると脅すことは空脅しに過ぎない。結局、無担保無保証で与信する以上、二度、三度の債務放棄を覚悟しなければならない。シグナルやコミットメント機能説と逆に、再交渉モデルは銀行が高リスクの貸出先から担保を要求すると示唆する。これは、リスクが高いほど事後に貸出先は再交渉を企てる可能性が高いからである。

例外的に、担保の弊害を分析したlazy bankモデルが挙げられる。銀行融資が担保で100%カバーされると、銀行は企業の事業を審査するインセンティブを持たなくなる。情報非対称性の下で、低リスクな借り手が審査費用を負担する代わりに十分な担保を持って自分の信用情報をシグナルするという分離均衡が存在する。このような分離均衡において、十分な担保を提供する低リスク貸出先を銀行が審査せずlazy bankと化してしまう。このモデル以外に、担保の弊害を指摘した理論分析は見当たらない。lazy bank仮説を支持する確固たる証拠があれば、過度担保の弊害を防ぐために居住用不動産を自由財産として認める法改正は参考になる。

無担保無保証の場合、確かに銀行は事前に貸し手を入念に審査することになる。ただし、再交渉モデルで説明したように、企業再生や清算の果実の多くが担保債権者の手に渡るため、無担保無保証で与信する銀行は事後に情報を生産するインセンティブを持たなくなってしまう。これは、事後に芳しくない情報をキャッチして融資を引き上げようとする無担保無保証債権者の銀行にとっては、貸出先の再生や清算の果実が“火中の栗”に過ぎないからである。その上、銀行が大口債権者であり、銀行同士の交渉が容易である。よって、銀行は債務免除に応じることがしばしば見られる。その結果、早期再生は遠のく。このように、極端に担保を重視することも完全無担保無保証もいずれも有害だということになる。したがって、銀行の情報生産と企業早期再生に関して、担保保証のあり方は両刃の剣である。

何が最適になるかは悩ましい問題である。

実証分析の結果もまちまちである。一つの共通点は、高リスクの借り手に担保を要求することである。このことから、シグナル・コミットメント説よりも再交渉モデルが支持される。最近、日本の企業金融に関する実証分析の結論もこの点を支持する。金融契約上、返済を受けない場合に債権者が担保物権を行使することになる。したがって、企業経営破たん（financial distress）や破たん処理すなわち企業再生の場合こそ、担保の役割や銀行企業間の関係が顕になる。これはまさに金融契約のつぼである。担保付銀行借入比率が高い企業は、業績が悪化しても長く放置され、倒産に追い込まれる時点ではもはや再生見込みがほとんどなくなる。他方、無担保銀行融資比率が高い中小企業においては、残高維持やリスケジュールや債権放棄といった大口債権者である銀行同士の私的交渉は散見される。この要因を加えると、大口債権者の銀行に強く依存する企業ほど、経営不振に陥ってから破たんにいたる期間が長くなると考えられる。日本における企業再生と再建の研究成果はこれらの理論分析と整合する。

本稿の構成は以下の通りである。Ⅱ節では、銀行融資における担保保証に関する国際比較を行う。Ⅲ節では、極端に担保を重視することと完全無担保無保証はいずれも有害だと、担保保証は両刃の剣であると理論研究と実証分析を概観する。Ⅳ節で、筆者は企業再生に対する担保の効果を分析する。最後、Ⅴ節では担保物権の法制度と内外の関連法改正を概観しながら、銀行機能における担保保証の現状と今後の展望を述べて本稿を結ぶ。

Ⅱ 銀行融資と担保保証——国際比較

昨今東西、担保は銀行融資に欠かせないものである。アダム・スミスの時代に、銀行は、満期額面の為替手形を満期日までの法定利子率を用いて割り引き、金・銀貨ではなく銀行自身が振り出す手形で前払いすることが主であった。これに加えて、スコットランド銀行は、こうした手形割引に

加えて、キャッシュ・アカウントという特殊な制度を採用した。キャッシュ・アカウントとは、確実な信用と申し分のない土地財産を持った二人の保証人を立て、一定の信用枠で融資する制度であった。このようなキャッシュ・アカウントのおかげで、あらゆる商人は信用枠内で、より多額の取引をすることができる（『国富論』Ⅰ，四四七～四六〇ページ，アダム・スミス〔著〕，大河内一男監訳，中央公論社，1988）。堅実な銀行経営を行うために、為替手形や保証人による担保と保証で債権を保全することは、最も古典的なリスクマネジメント手段である。

担保保証が銀行経営にとってリスクマネジメントの手段だという点は今も大きく変わっていない。表1は、中小企業向けメインバンク担保保証融資割合に関する平成15年度中小企業庁企業金融環境実態調査の有効回答をまとめたものである。担保保証がなければ貸さないというほどではないが、2003年10月31日調査時点で従業員数123人以下の企業の半数以上に対し、担保保証付銀行融資は70%以上、無担保無保証融資は30%未満であった（表1 **太字斜体影付**部分）。平均的に、従業員数123人以下の企業に対し、日本の銀行は融資のうち60%近く担保保証を要求していた（表1 **太字影付**部分）。この数字が高いか低いかを判断する基準はないが、これは担保保証が重要な役割を果たすことを示唆する。この事実と整合的に、表3に示した銀行の不良債権のうち約50%近くが担保保証によって保全されていることがわかる。不動産担保主義は痛烈に批判されているが、銀行の不良債権のうち5割が回収することができるのは担保保証のおかげだということも忘れてはいけない。言い換えれば、担保保証がなければ不良債権を処理するためにもっと多くの貸倒引当金が必要だったに違いない。

表1 無担保無保証融資割合

従業員数	～5	6～10	11～16	17～22	23～33	34～49	49～76	77～123	124～249	250～
Percentiles										
10	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
20	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
30	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	15.3
40	13.5	12.8	8.2	8.5	11.5	9.6	3.8	4.7	8.5	35.2
50	24.6	23.9	20.0	27.3	23.5	26.4	29.0	22.1	34.3	54.5
60	40.8	41.1	33.3	46.7	38.5	44.9	49.2	49.4	61.5	71.4
70	56.3	53.7	52.4	67.8	59.1	66.1	80.0	78.3	100.0	100.0
80	82.4	79.4	76.7	100.0	95.3	91.0	100.0	100.0	100.0	100.0
90	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
平均	36.86	36.30	34.46	39.64	37.46	38.81	41.67	40.70	44.74	52.21
標準偏差	37.47	37.49	37.48	40.21	39.46	39.22	42.30	42.25	44.00	41.18
企業数	263	285	283	227	263	250	257	256	261	259

データソース:平成15年度企業中小企業庁金融環境実態調査有効回答(調査時点平成15年10月31日)

表1から日本の銀行が“担保主義”者に当たるかどうかは判断しかねる。暗黙的に、日本の銀行の“担保主義”は英米と比較して提起されたものと思われる。ここで、英米の中小企業金融の実態と比較してみよう。まず、NSSBF (National Survey of Small Business Finance) 1993年データによると、商業銀行の融資の91.99%は担保付、53.82%は保証付だった (Berger and Udell (1998))。また、英国の銀行も広く担保保証を要求している。最近、Franks and Sussman (2005) が調べた1997年1月—1998年3月の間に英国三つの銀行のBSU (business support unit) に入った中小企業の担保保証利用状況が次のようになっている。不動産と動産を同時に担保にとった融資比率はそれぞれ91.2%、52.6%と78.99%。不動産と動産のいずれかが担保となった融資比率は100%、97.99%と94.5%にも達していた。担保付融資の担保のカバー率を見ると、三行はそれぞれ103.79%、74.6%と111.89%。サンプル企業の特性や制度の相違で単純比較は難しいが、日本の銀行と比べて、英米の銀行は少なくとも日本の銀行と同程度に“担保主義”的である。

担保主義云々はさておき、商業銀行以外の資金提供者は担保をどの程度

要求するかを見てみよう。同じFranks and Sussman（2005）が調べた結果から、企業間信用に対する弁済率が半数以上0％に対して、銀行不良債権の弁済率は半数以上90％を超えた。ちなみに、英国では担保行使は法的整理などから制約を受けることがほとんどない。このことは、銀行融資の場合は担保付が多いことに対し、企業間信用は無担保がほとんどだということを示唆する。日本でも担保債権者はほとんど銀行であり、取引先などの企業間信用提供者はほとんど無担保債権者である。したがって、昨今東西、担保保証をとって資金を貸すことは普遍的である。次節では、銀行の情報生産インセンティブから、担保の是非について説明する。

Ⅲ 銀行の情報生産機能と担保保証

Diamond（1984）の銀行情報生産理論は非常に馴染み深い話である。まず、各々の預金者が同じ貸出先に小額の資金を貸すために、各自に信用情報を生産することは無駄な重複である。これを避けるために、多数の預金者が資金を銀行に預けると同時に貸出先に関する情報を生産することを銀行に委任する。きちんと情報を生産する銀行は利潤がゼロになるように均衡が決定される。ちなみに、大数の法則から、銀行のリスクは多数の企業に融資することによって完全に分散される。もし、情報生産を怠れば、銀行は利潤が負になって破たんする。預金者は破たん銀行を清算する。このように、銀行の情報生産インセンティブとリスク分散は両立する。このモデルは数学的には非常に美しく完結したものであるだけに、担保などは登場する余地がなかった。メインバンク理論は、Diamondのモデルにおける銀行をメインバンクに、預金者をサブバンクに置き換えたシナリオである。

しかし、担保保証の有無は銀行融資契約の重要な内容の一つである。債権の優先弁済の順序と満期期間に着目し、Diamond（1993）は、銀行融資が担保付短期融資中心でなければならないと、昨今東西の銀行実務を説明することを試みた。貸出先の業績予想が時間とともに少しずつわかるとす

る。たとえば、一期後に業績予想が上方修正または下方修正になる。単純化のために、業績予想が下方修正となった貸出先を早期清算することは社会的に望ましいとしよう。このような場合、短期銀行融資は貸出先を定期的に監視することができる¹⁾。業績予想が上方修正となる貸出先は、新たに短期資金を調達して既存の短期融資を返済することができる。他方、業績予想が下方修正となる貸出先は、既存の短期融資を返済するために新たに短期資金を調達することができず清算される。優良企業は将来業績予想が上方修正になる確率が高く、リスクな企業は将来業績予想が下方修正になる確率が高い。情報非対称性の下で、貸出先はできるだけ多くの短期融資を選ぶことによって、自分がリスクではないとシグナルしなければならぬ。なぜなら、優良貸出先は、既存の短期融資を返済するために新たに短期資金を調達することができる自信があるからである。同じように、できるだけ短期融資を選ぶことで、貸出先はリスクの高い投資を行わないとコミットすることもできる。

長期融資は優先返済の順序が短期融資よりも劣後でなければならない。なぜなら、多くの長期優先債務を抱える企業は、新たに調達できる短期資金に限られる。初期時点に遡れば、長期融資の優先返済の順序が高ければ、調達できる短期資金の額が少なくなってしまう。結論をまとめると、短期債務は長期債務より優先返済の順序が高く、長期債務は新規短期借入を制限しない。企業金融実務上、担保付短期銀行融資は優先返済の順序が最も高く、無担保社債は長期かつ担保付短期銀行融資より劣後、株式は満期期間が無限かつ優先返済の順序が最も劣後である。中小企業の場合には、社債発行が稀であるため、担保付短期銀行融資と株式が最適な資本構成になる。

1) 確かに、コベナンツをつけることによって長期融資の場合にも銀行は定期的に貸出先を監視することができるとも考えられる。ところが、銀行が生産する情報は、上場企業の決算データや公募社債の格付けなどのような裁判所に立証可能な公開情報(public information)と異なる私的情報(private information)である。だから、公開情報を利用するコベナンツは、銀行融資、とりわけ、中小企業向け融資には馴染まない。

また、情報非対称性の下で、担保を取ることによって逆選抜やモラル・ハザード問題が緩和されると分析する理論モデルも数多く挙げられる²⁾。こういった議論は、忠誠を誓うために大名が人質を江戸に置くことと相通ずるところが多い。大名は江戸幕府に人質を、貸出先企業は銀行に担保を差し出す。こういったシグナル・コミットメント・モデルの実証的含意は、担保を提供する貸出先はリスクが低いことを意味する。また、取引関係を長く継続してきた信用度の高い貸出先よりも信用度の低い新規貸出先に担保を多く要求すると、繰り返しゲームで企業銀行間関係（relationship lending）を分析したモデルも興味深い³⁾。さらに、貸出先情報生産インセンティブのコンテクストから、担保保証の影響も分析されている。銀行は貸出先の情報を生産する。芳しくない情報をキャッチしたときに、銀行は短期融資を引き上げなければならない。これを受けて、短期融資を返済できない貸出先は倒産する。無担保無保証の銀行債権は優先返済の順序が低いいため弁済率がほとんどゼロになってしまう。明らかに、無担保無保証融資の場合には、銀行にとって、事後に情報を生産することは“火中の栗”を拾うことに他ならない。だから、適度の担保が銀行の情報生産インセンティブを強めることになる（Rajan and Winton, 1995）。

九十年代後半から、アジア通貨危機をきっかけに銀行破たんが相次いでいた。これを受けて、最近、リレーションシップ・レンディング（relationship lending）は、銀行と貸出先の再交渉過程において次のように具体的に定義されている。まず、かつて漠然とした銀行の情報生産は、リレーションシップを通じて私的情報を生産した銀行は、貸出先とリレーションシップを持たない金融機関と比べて、貸出先の担保資産を有効に保全・処分することができるように具体化されるようになった。シグナル・コミットメント・モデルと異なって、貸出先のリスクに関する情報は対称的である。しかし、

2) 文献が多数あるため、本稿では簡潔に述べることにとどめたい。

3) これと逆に、貸出先の情報を独占した銀行が高い金利や多い担保を強要するホールドアップ（hold up）仮説を唱えた分析も見られる。

情報対称の場合に、融資契約を結んだ後、貸出先が銀行に対して債務免除を要請するように再交渉（renegotiation）することは問題となる。再交渉が起こりうる理由として、貸出先の収益が立証できないことや経営者の人的資本が決定的な役割を果たすことなどが挙げられる。以下は経営者の人的資本が生産活動に欠かせないケースを取り上げて説明する。

返済条件をめぐって再交渉する際に、経営者は人的資本を引き上げると脅して再交渉に臨む。経営者の人的資本が引き上げられれば企業収益はゼロになる。他方、銀行は担保権を行使して担保資産を処分すると脅す。再交渉が決裂すれば、銀行の回収できる債権額は、担保資産の処分価値に等しい。銀行の足元を見透かして、経営者は担保資産の処分価値と同等の返済額を銀行に提示する。このように、経営者の人的資本が生産活動に欠かせない場合には、最終的に銀行が回収できる貸出債権額は担保資産の処分価値に依存する（Diamond and Rajan 2000, 2001）。貸出先企業が頻繁に銀行と返済条件をめぐって再交渉することは現実的ではない。しかし、経営不振に陥った企業は信用維持よりも当面の存続が危ぶまれるときに、銀行に対して債務免除を要請することがしばしば見られる。経営不振に陥って債務免除を要請して信用がなくなるときに無担保無保証銀行債権は、無担保無保証かつ無信用になってしまう。Diamond and Rajanの一連の理論分析は、銀行の債権放棄と担保との関係を分析することに適すると思われる。担保を提供する貸出先はリスクが低いというシグナル・コミットメント・モデルの実証的含意と正反対に、再交渉モデルはリスクの高い貸出先に担保を要求することを示唆する。これは、リスクの高い貸出先ほど再交渉する可能性が高いからである。

前述したように担保保証の役割をポジティブに捉える理論実証分析が多く見られる。他方、極端に担保を重視する融資方法の弊害を指摘するManove, Padilla and Pagano（2001）も挙げられる。論文タイトルにちなんで、この分析をlazy bankモデルと呼ぶ。lazy bankモデルは銀行の審査機能に着目している。起業家には低リスクと高リスクの2タイプがある。低リ

スクタイプは事業成功の確率が高く、高リスクタイプは事業成功の確率が低い。タイプは起業家自身しかわからない。借り入れ申し込みがあると、貸出先の事業計画を審査すれば、銀行は貸出先の事業が成功するかどうかは確実にわかる。審査結果に基づいて、銀行は事業が成功する起業家に申し込み額通りに融資し、事業が失敗する起業家に借り入れ申し込みを拒絶する。ただし、審査は費用がかかる。審査結果は銀行の私的情報であり、起業家にも第三者にも伝えることができない。したがって、審査を受けて融資申し込みが受け入れられた起業家が審査結果を持ってほかの銀行に資金を借りるというただ乗りの恐れはない。他方、銀行は審査費用を貸出金利に上乗せて回収することができる。

銀行審査のメリットは、確実に事業が失敗する場合に起業家が融資を受けられず中止することである。低リスクタイプよりも高リスクタイプは、銀行審査のメリットが大きい。しかし、銀行は事業が成功するか失敗するかを審査することはできるが、事前に起業家のタイプはわからない。その結果、低リスクタイプも高リスクタイプも同じ審査費用を負担しなければならない。シグナル・コミットメント・モデルの部分で説明したように、低リスクタイプの起業家は十分な担保を提供できれば、担保で自分のタイプをシグナルすることができる。他方、融資が完全にカバーされれば銀行は審査するインセンティブを持たなくなってしまう。完全競争均衡において、以下の分離均衡は成立しうる。低リスクタイプは借り入れを全部カバーできる担保を提供して借り入れる。高リスクタイプは無担保で融資を受ける。銀行は低リスクタイプを審査しないが、無担保の高リスクタイプを審査する。その結果、低リスクタイプに低い金利、高リスクタイプに高い金利がそれぞれ適用される。担保付融資を与信する銀行が審査を行わないことは、lazy bankと呼ばれる所以である。lazy bank仮説が正しければ、債権を100%回収することができるように担保を要求する銀行は事前審査を行わないため、貸出先企業の倒産確率が高い。その結果、過度に担保を要求する銀行は不良債権比率が高いが、担保保証によって保全される比率も

高い。留意してほしいのは、低リスク起業家も失敗するため銀行が低リスク起業家の事業が成功するかどうかを審査することが社会的に望ましい点である⁴⁾。

担保保証を取ることによって貸出先の逆選抜やモラルハザード問題が緩和される見方があれば、債務免除などの返済をめぐる再交渉の際に銀行が足元を固めるために担保は重要だという考え方もある。他方、極端に担保に依存する銀行は事前に貸出先を審査するインセンティブが乏しい。担保は正に両刃の剣であり、最適な担保融資比率については謎が多く残っている。また、理論分析の実証的・政策的含意もまちまちである。前述したように、シグナル・コミットメントと再交渉という二種類のモデルは異なる結論を示唆する。シグナル・コミットメント・モデルにおいて担保を提供する貸出先はリスクが低いという実証的含意に対して、再交渉モデルはリスクの高い貸出先に担保を要求する結論となっている。では、実証分析はどの理論を支持するのか。最近、企業金融研究の成果の一部として、Ono and Uesugi (2005) の実証分析が一つの答えを与えてくれる。まず、リスクが高いほど貸出先が担保を提供する結論は、シグナル・コミットメント・モデルよりも、再交渉モデルを支持すると思われる。Berger and Udellの米国の中小企業金融に関する分析もリスクな貸出先、リスクな銀行ほど担保をよく利用すると同様の結果を得ている。ただし、満期期間が長くなるにつれて担保提供が少なくなる点は、間接的にDiamond (1993) のシグナル・モデルをサポートする。ほかには、モニタリング頻度が高いと担保利用が減るなどの結論は興味深く、モニタリングと担保が代替的だと考えられる。

理論分析と同様に実証分析もまちまちである。一点だけ、返済をめぐる再交渉や企業が債務不履行 (default) に陥った“有事”の時に備えて、銀行が担保を要求する点だけは確かである。返済を受けない場合に債権者が

4) このモデルの政策含意は担保を制限することである。後ほど担保物権と個人破産制度の部分で再度この問題に触れる。

担保物権を行使することになる。したがって、企業経営破たん（financial distress）と破たん処理すなわち企業再生の場合こそ、担保の役割や銀行企業間関係が顕になる。これはまさに金融契約のつづきである。たとえば、経営危機に陥った後の企業経営にフォーカスをあてメインバンクの救済機能を分析した論文は典型的である。Ⅳ節では、筆者は企業再生と担保などの債務構成との関係に関する研究成果を取り上げる。

Ⅳ 担保と企業再生

メインバンク機能の一つとして、経営危機に陥った貸出先をレスキューすることが挙げられる。債権が担保によって保全されているならば、メインバンクが債権を放棄する誘因（インセンティブ）は見当たらない。胥（2005）によると、入念に新聞記事を追っていくと、銀行の債権放棄はほとんど無担保や担保割れの部分に限定されることが浮かび上がってくる。たとえば、金融機関のゼネコンに対する債権放棄では最大規模となった1998年長谷工コーポレーションのケースでは、“グループ全体の借入金約一兆円のうち、無担保で借り入れている8,100億円強を対象に、三十八の取引金融機関が融資残高の48%を一律に放棄する”（1998/12/18, 日本経済新聞 朝刊, 1 ページ）。

金融界と産業界が2001年9月にまとめた「私的整理（債権放棄）のガイドライン（指針）」に基づく債権放棄も概ね同じである。たとえば、指針に基づく私的整理第1号の市田は、“無担保か担保価値が減少した融資（合計100億円強）を持つ金融機関に債務免除を正式要請した”（2001/11/16, 日経産業新聞, 19ページ）とあるように、通常の債権放棄とほとんど異ならない。同様に、再生機構が買い取る銀行債権も銀行債権の無担保部分に限るのである。2004年7月、“再生機構は5月末にまとめた再建計画で、カネポウへの融資残高が3億円以上ある金融機関に、無担保部分の債権を一律23.5%放棄するよう求めていた”（2004/07/29, 日本経済新聞 朝刊, 4 ペ

ージ) ように、産業再生機構はカネボウの金融機関の放棄分を差し引いた債権を時価で買い取ると決定した。

世間を騒がせたそごうの倒産の引き金を引いたのは、新生銀行だった。新生銀行と政府との間で貸出資産の価値が2割以上目減りすれば、政府に貸出資産の買い戻しを求めることができる“瑕疵担保特約”は結ばれていた。“無担保貸出の86%の970億円”の債権放棄が要請された新生銀行は、“そごう再建のカギを握る存在”だった。しかし、債権放棄に応じれば“瑕疵担保特約”を使えなくなることから、新生銀行は態度を留保したままだった(2000/06/08, 日本経済新聞 朝刊, 11ページ)。実は、新生銀行にとって、かつて長銀のそごう向けの無担保債権が譲渡された後“瑕疵担保特約”によって保全される担保付債権だったのである。当然、新生銀行は“瑕疵担保特約”で100%保全される債権を放棄するはずはない。

二度三度も借金の棒引きを受けたゼネコンは決して珍しくない。その理由は高い無担保銀行融資比率にある。表2に示したように、1990年3月期の長谷工コーポレーション向け銀行債権のうち担保付債権はわずか7.33%に過ぎなかった。90年3月がバブルの末期だったため、銀行が債権回収のために不動産などの担保資産を処分した結果として担保付銀行融資比率が低下したとは考えられない。比率90%にも達する無担保債権を抱えていた銀行が債権放棄に応じざるを得なかったのである。偶然にも債務免除を受けた熊谷組、飛島建設、旧ハザマ、トーメンなどはいずれも無担保銀行融資比率が90%以上だった。債権者コーディネーション仮説(coordination failure)やホールドアウト(hold-out)仮説から、取引先などの数多くの零細無担保債権者と交渉することと比べると、残高維持やリスケジュールや債権放棄といった大口無担保債権者の銀行同士の私的交渉は容易である。負債契約の再交渉の時点で、貸出先が信用を既に失ったため、無担保無保証債権は無担保無保証無信用債権になってしまう。換言すれば、担保を取ることによって債権ははじめて真のハードバジェットになるという議論にうなずけるところが多い。

表2 長谷工コーポレーションの担保付借入金の変遷（単位：億円）

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

データソース：長谷工コーポレーション有価証券報告書

担保資産によって債権が完全に保全されるほどハードになると、銀行が事前審査も事後監視も情報を生産するインセンティブを持たなくなる。平時に情報を収集するインセンティブが乏しいゆえに、担保付融資中心の銀行は債権を引き上げるタイミングが遅い。その結果、担保付銀行借入比率が高い企業は、業績が悪化しても長く放置され、倒産に追い込まれる時点で既に再生見込みがほとんどない。他方、債権者コーディネーション仮説（coordination failure）やホールドアウト（hold-out）仮説から、無担保銀行融資比率が高い中小企業において、残高維持やリスケジュールや債権放棄といった大口債権者として銀行同士の私的交渉は散見される。この要因を加えると、大口債権者の銀行に強く依存する企業ほど、経営不振に陥ってから破たんしている期間は長くなると考えられる。再び、企業再生においても担保は両刃の剣である。

最近、筆者の一連の共著は上述した企業再生における担保の両刃の側面にフォーカスをあて中小企業の法的破たんしているプロセスと法的整理方法の選択に与える債務構成の効果を分析している。胥・鶴田（2005）は、Credit Risk Database（CRD）の大規模なマイクロデータを用いて、連続債務超過かつ経常赤字に陥った中小企業が法的破たんしているまでの存続期間の決定要因を分析している。とりわけ中小企業の債務構成に注目し、企

業間信用比率やその動きが法的破たんのタイミングに与える影響を明らかにしている。分析結果は以下の通りである。まず、負債合計に占める買入債務の割合は経営不振中小企業の法的破たんに陥る確率を高める。また、企業間信用の割合は法的破綻数年前から大幅に減少する傾向が見られる。かつ、企業間信用の減少率が大きい企業ほど、経営不振に陥ってから法的破たんにいたるまでの存続期間は短くなる。これらの結果は、企業間信用と銀行融資の特徴と整合する。

銀行借入比率が高い中小企業は、業績が悪化しても長く放置されてゾンビ化する。このことは、中小企業の法的整理方法の選択にも影響を及ぼす。銀行借入に強く依存する中小企業は経営が悪化しても長く放置される結果、一旦倒産に追い込まれる時点で既に再生見込みがほとんどない。大企業と違って、中小企業の再生は私的整理よりも民事再生法の適用申請が主である。民事再生において、当事者の申請や裁判所の判断で担保権の行使が停止することはあるが、担保債権者は原則として民事再生手続きに参加せず債権が保護される。したがって、民事再生手続きで、担保債権は厳格に保護されると解釈できる。他方、破産手続きでは、担保債権は無担保債権より優先弁済の順序が高い。銀行依存度、担保と企業再生の関係に関する今までの議論を以下のようにまとめることができる。まず、担保比率の高い倒産中小企業は民事再生よりも破産を選択する可能性が高い。第二に、担保付銀行債権比率が高い中小企業は、担保債権を含めて実質的に高い弁済率が要求されるため、民事再生企業の収益性より破産企業の収益性が劣るとは一概に言えない。

表3 破産企業と民事再生企業の比較

	破産 (505社)			民事 (332社)		
	平均	中央値	標準偏差	平均	中央値	標準偏差
借入金/負債合計	0.607	0.631	0.203	0.59	0.627	0.209
現預金/資産合計	0.103***	0.076***	0.097	0.086	0.058	0.086
取引銀行担保保全率 (%)	0.515	0.512	0.1302	0.499	0.511	0.124
(借入金/負債合計)× 取引銀行担保保全ダミー	0.180***	0	0.305	0.12	0	0.255
EBITDA/資産合計	-0.001***	0.022	0.129	-0.055	0.022	0.434
売上高/資産合計	1.419*	1.192***	0.982	1.29	1.082	0.851
企業年齢の対数	3.390*	3.497***	0.54	3.495	3.555	0.521
資産合計の対数	13.580***	13.615***	1.261	14.339	14.326	1.552

データソース：TSR倒産企業調査データ ***，*はそれぞれ1%，10%レベルで有意

胥・鶴田・袁（2006）は，この二点を踏まえて，倒産直前の銀行企業関係，とりわけ，負債合計に占める銀行借入の割合などの債務構成と取引銀行の不良債権の担保保全割合が企業の法的整理方法の選択に与える効果を分析している。表3は東京商工リサーチの倒産企業調査データと倒産直前財務データ，倒産企業の取引銀行の不良債権担保保全比率を要約したものである。表3を見ると，民事再生企業と破産企業の間銀行借入比率は有意に異ならないが，ロジット回帰分析では銀行借入比率が高いほど破産を選択する傾向が強いと認められる。不良債権比率の担保保全比率が極端に高い取引銀行は，与信の事前審査を怠るlazy bankに当たる可能性が高い。取引銀行担保ダミーとは，取引銀行の不良債権の担保保全比率が75%分位より高いことを意味する。銀行借入比率と取引銀行担保保全ダミーとの交差項が高ければ高いほど，倒産企業は破産で清算される傾向が強い。倒産直前の収益性の指標EBITDA/資産合計（減価償却前・利子支払前・税引き前利益率）と売上高/資産合計のいずれかを見ても，破産企業は劣らないことがわかる。この結果は，収益性が高くても担保債権の比率が高ければ，倒産中小企業が民事再生ではなく破産で清算される仮説と整合する。

V 担保物権の法と経済学

V節では、担保物権の法制度と内外の関連法改正を概観しながら、銀行機能における担保保証の現状と今後の展望を述べて本稿を結びたい。担保は、債権の優先弁済の順序（priority）と密接に関連する。契約で債権契約ごとに優先順位を決めることがありうる。ところが、債権の優先順位を細かく定める契約を強制（enforce）する取引費用が著しく高い。昨今東西、債務不履行の場合に担保目的物の競売代金から優先弁済をうける権利をあらかじめ登記することによって優先順位を定める担保物権⁵⁾は、取引費用を軽減するための制度だと思われる。抵当権の目的物は、登記、登録などによって公示できる物でなければならない。登記登録などによって抵当権による債権の優先順位が簡単に立証できる（verifiable）。1990年まで、担保割れの心配がないことを加えて、土地建物などの不動産が抵当権の目的物として広く用いられた日本の慣行はきわめて合理的である。優先弁済の順序は、登記の前後によって決まる。日本では、継続的取引から生じる不特定の債権を極度額の限度で担保する根抵当は登録費用が低く⁶⁾継続的銀行取引によく用いられる。登記、登録ができなくても、伊藤若冲の絵や狩野派の金屏風のような高価なものを債務者が簡単に債権者に差し出すことができる場合、質権を設定することはできる。いずれにしても、返済を受けない場合、債権者が簡単に競売などの方法で担保権の目的物を簡単に処分することができることは不可欠である。

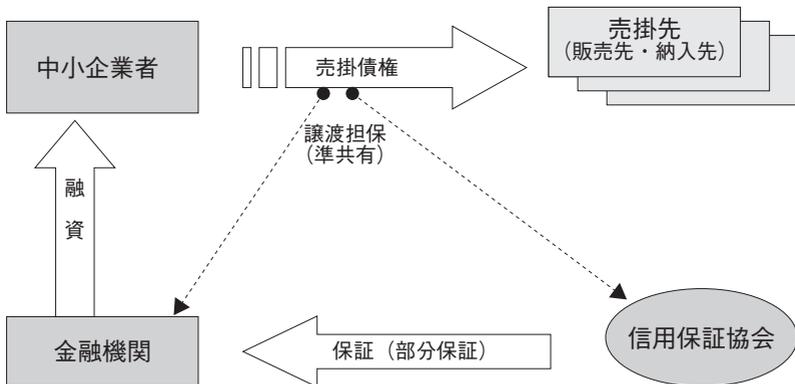
最近担保保証制度をめぐる、二つの方向で法律改正は行われてきた。一つは、不動産担保並びに第三者保証への過度の依存から脱却して、動産を担保として融資を受ける中小企業資金調達の多様化による経営安定に寄

5) 厳密には特定の財産を担保にしたとき、その財産の上に行使できる留置権、先取特権、質権、抵当権を担保物権という。

6) 新規融資を受ける度に抵当権を登録する必要はない。

与する動産担保制度の創設である。まず，経済産業省が2001年12月に創設した売掛債権担保融資保障制度が挙げられる。日本の手形割引はそもそも売上債権担保融資の一形態である。経済産業省は2002年7月に発表した「売掛債権担保融資保障制度の創設の背景と現状」で，土地の担保価値の下落，手形の取引枚数・金額が1991年をピークに減少傾向にあることから，売掛債権担保融資や流動化の重要性を訴えた。ちなみに，「売掛債権担保融資保障制度の創設の背景と現状」によると，1998年時点で，中小企業の有する資産としては売掛金97兆円（売掛金68兆円，手形19兆円）であり，91兆円の土地価値に匹敵する。また，2002年3月末時点で，米国は222兆円の売掛債権のうち証券化されたのが約33兆円（13.1%），日本は190兆円の売掛債権のわずか1.7%が証券化されていた。売掛債権担保融資保証制度が創設されてから，表4に示したように売掛債権担保融資保証の利用件数・融資金額が順調に伸び，2005年末時点で累積件数が40,169，累積融資金額が9,525億円だった。

図1 売掛債権担保保証の仕組み



資料：中小企業庁ホームページ

表4 売上債権担保融資保障制度の実績（累計）
（単位：件、億円）

	承諾件数	融資実施金額
2002年	4,587	1,718
2003年	10,479	4,377
2004年	23,841	6,851
2005年	40,169	9,525

資料：中小企業庁ホームページ

動産担保登記制度の創設は、「債権譲渡の対抗要件に関する民法の特例等に関する法律の一部を改正する法律」（2004年12月1日公布・2005年4月1日施行）によって行われた。既に説明したように、不動産の登記制度と異なって、貸出先企業が現在使用（占有）している在庫などの動産は、外見上担保物権の設定の有無を識別することは容易ではない。動産担保登記制度の創設によって、譲渡企業の本店などの所在地を管轄する法務局等に登記事項概要ファイルを備えて、何人でもこのファイルに記録されている事項を証明した書面の交付を要求することができる。したがって、土地、マンションなどの不動産と同様に、登記で担保権を設定することはできる。これを受けて、“動産担保融資に取り組む金融機関は増えている。三井住友銀行は在庫と売掛債権をあわせて担保に取る手法を開発し、融資枠の残高は三千億円ほどまで増えた。福岡銀は昨年十月、海産物卸会社に昆布や煮干しを担保にした融資を商工組合中央金庫と実行した”⁷⁾ほか、“担保価値の査定が難しいワインを担保に融資する商工組合中央金庫の珍しいケースもあった”⁸⁾。また、日本政策投資銀行は株式会社タイセイに対し、同社が保有する製品・商品を集合動産として担保権の設定を行い、集合動産担保融資を実行した⁹⁾。

企業金融において、担保は重要な役割を果たす。よって、動産担保の増加は非常に有意義である。ただし、以下の点に留意してほしい。十九世紀、

7) 2006/02/03, 日本経済新聞 朝刊, 4ページ

8) 2005/10/01, 日本経済新聞 地方経済面（北海道）, 1ページ

9) http://www.dbj.go.jp/japanese/relese/rel2004/0407_local.html

倒産した米国の鉄道会社が二束三文でレールを競売で落札したという非常に有名な話がある。つまり，担保の目的物として，在庫などの動産の市場価値が低い点やレールのような企業特異的 (firm specific)¹⁰⁾ などの動産は担保の目的物に向かない難点が挙げられる。また，登記費用を節約するために，担保価値が低い動産の目的物とする担保権の設定の簡便さが要求される。他方，担保権設定の登録内容を確認するだけで足りず，他の担保権の存在の有無を一目瞭然となる登録制度は求められる (鹿島，2003)。土地不動産と異なって，誰かが密かに動産担保資産を持ち出すことができる点から，動産担保は監視費用が高い。ただし，動産担保を監視することが銀行のモニタリング頻度を高めるメリットは考えられる。今後，動産担保の役割を分析する実証研究が期待される。

動産担保制度の創設と反対に，担保保証を制限する方向で行われた法改正として，自由財産の拡張と包括根保証の禁止が挙げられる。中小企業経営者は，工場，事務所などの不動産だけでなく，居住用不動産などの個人資産を担保として提供することが多い。債務者の経済生活の再生の機会の確保を図るために，自由財産 (= 破産しても所持し得る財産) として所持し得る金銭の範囲を標準的な世帯の1ヶ月間の必要生計費の3ヶ月分の99万円に拡大する等の破産法改正は2004年5月に行われ，2005年1月1日に施行された。ただし，現在居住している不動産を無制限，現金，株式，自動車および現金同等物を60,000ドルまで所持し得る米国テキサス州の自由財産の範囲¹¹⁾ と比べて，かなり小額であるため，担保保証に対するインパクトは限定されると思われる。もちろん，破産した経営者の再起にとって破産法改正は非常に有意義に違いない。引き続いて，個人保証があると企業経営の失敗が経営者本人，家族や知人の生活基盤を壊しその再起を阻むため，2005年4月に金額の限度や期間を定めずに融資を保証する「包括

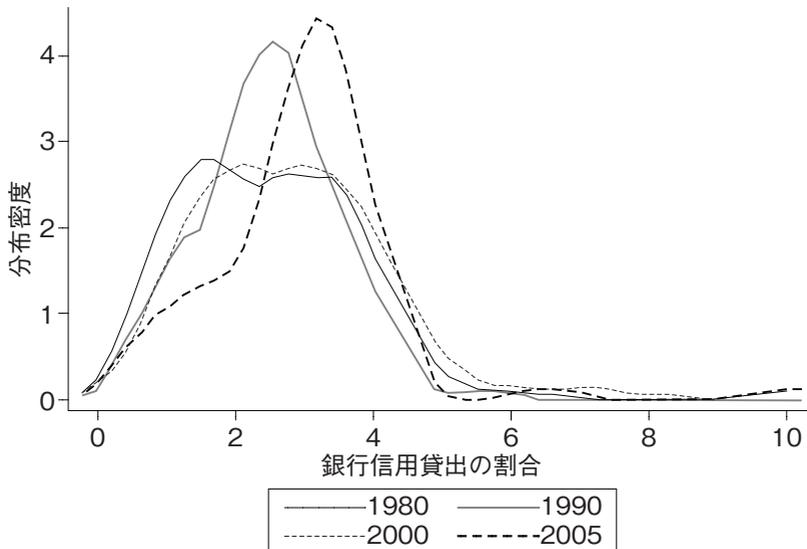
10) 債権者や第三者にとってレールはただくず鉄に過ぎないが、鉄道会社にとっては価値の高いもの。

11) <http://www.nber.org/papers/w9010>(Berkowitz and White (2002))を参照されたい。

根保証」を無効とする改正民法は施行された。

居住用不動産や現金などの自由財産の範囲を拡大すると、経営者が提供できる担保資産は限定されてしまう。lazy bankモデルと関連して、自由財産拡大の法改正は銀行の審査を促進することが考えられる。たとえば、前掲Berkowitz and White（2002）によると、個人破産後所持し得る居住不動産が大幅に制限される州と比べると、個人破産後現在居住している不動産を無制限に所持し得る州における融資申し込みが拒絶される割合は25%も高い。銀行が審査結果に基づいて融資申し込みを拒絶したとすれば、担保を制限する法改正はlazy bankを防ぐと思われる。もちろん、単に担保が不足するから融資申し込みを拒絶したという解釈もありうる。lazy bank仮説を主張するには、更なる証拠は不可欠である。確固たる証拠があれば、過度担保の弊害を防ぐ対策として、居住用不動産や現金などの自由財産の範囲を拡大する法改正は参考になる。

図2 銀行信用貸出の割合の推移



データソース：日経 Financial Quest 銀行財務データ

図2に示したように、動産担保制度の創設にもかかわらず土地下落などの影響を受けて、無担保無保証銀行融資は拡大している。この拡大は銀行の情報生産インセンティブ、法的整理方法の選択にも大きく影響を与えると予想される。まず、無担保無保証ゆえに銀行は事前審査を念入りに行う¹²⁾。しかし、いざ経営危機や法的整理などの有事に陥った時に、無担保無保証債権者の交渉力が著しく低く弁済額がゼロに近いリスクは考えなければならない。これだけでなく、無担保無保証銀行融資中心の場合、企業再生や企業清算の果実が銀行にとっては火中の栗に他ならない。つまり、担保は両刃の剣であるという点に留意されたい。無担保無保証融資の増加は、中小企業の早期再生やDIPファイナンスが広がるいわゆるリレーションシップバンキングのばら色世界だけではない。金融機関の情報生産能力の如何によって、無担保無保証銀行融資がむやみに拡大することは、バブルがはじけた90年代の不況以上の不良債権と貸倒引当金で終わってしまう恐れも大きい。

もちろん、無担保無保証銀行融資の広がりや結末を占う前に、理屈云々よりもデータにものを語らせるべきである。担保の是非をめぐって、現状と政策評価に関する経済分析を地道に行うことが重要である。最近の企業金融に関する研究はその第一歩を踏み出した。今後、多くの実証分析が行われることを期待して本稿を結びたい。

*この研究ノートは、科学研究費補助金（基盤（B））「企業リストラクチャリングの代替的手法」（課題番号18330016）の研究成果の一部である。記して感謝する。

12) 東京三菱銀行は大手税理士団体、TKC全国会の税理士や会計士とともに決算書を作っている「会計参与制度」を中小企業向けの無担保無保証新型融資の条件としている(2005/10/28, 日本経済新聞朝刊, 1ページ)

参考文献

Berger, Allen N. and Udell, Gregory F. (1998), Economics of Small Business Finance: The Roles of Private Equity and Debt Markets in the Financial Growth Cycle, *Journal of Banking and Finance*, 22(6)-(8), 613-673

Diamond, Douglas W(1993), Seniority and Maturity of Debt Contracts, *Journal of Financial Economics* 33, 341-68.

Diamond, Douglas W.; Rajan, Raghuram G. (2000), A Theory of Bank Capital, *Journal of Finance* 55, 2431-65

Diamond, Douglas W.; Rajan, Raghuram G.(2001) Liquidity Risk, Liquidity Creation, and Financial Fragility: A Theory of Banking; *Journal of Political Economy* 109, 287-327

Franks, Julian and Sussman, Oren (2005), Financial Distress and Bank Restructuring of Small to Medium Size UK Companies, *Review of Finance*, 9, 65-96

Manove, Michael; Padilla, A. Jorge and Pagano, Marco (2001), Collateral versus Project Screening: A Model of Lazy Banks, *RAND Journal of Economics*, 32(4), 726-744

Ono, Arito and Uesugi, Ichiro(2005), The Role of Collateral and Personal Guarantees in Relationship Lending: Evidence from Japan's Small Business Loan Market, *RIETI Discussion Paper Series* 05-E-027

Rajan, Raghuram and Winton, Andrew (1995), Covenants and Collateral as Incentives to Monitor, *Journal of Finance*, 50(4), 1113-1146

鹿島みかり (2003) 「米国の動産担保法制について」, 日本銀行信用機構室論文・資料

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

胥 鵬・鶴田大輔 (2006) 「経営不振に陥った中小企業の存続期間と債務構成」, *RIETI Discussion Paper Series* 06-J-009

胥 鵬・鶴田大輔・袁 媛 (2006) 「銀行企業関係と中小企業の法的整理方法の選択」, 未発表論文