

# メインバンク関係はいかに機能するか

## ——状態依存的ガバナンスの1つの「検証」——

「リスク管理に最先端の統計モデルを使っている、これほど惨めに失敗する理由の説明としてもっとも信頼できるのは、モデルを構築する際に基礎となっているデータが、陶酔の時期と恐怖心におそわれている時期の両方にわたっていることである。動きが大きく違う2つの局面を区別することなく、データを使っているのだ。信用と景気の循環の収縮局面は、恐怖心に動かされるが、過去の実績を見ると、拡大局面よりはるかに短期間であり、はるかに突然に起こっている。これに対して信用と景気の拡大局面には、陶酔感がゆっくりと積み上がっていく。資産クラス間の負の相関性は、拡大局面には極めて鮮明であっても、この時期にはすべての資産価格が一斉に下落して、投資分散によってリスク・リターン特性を改善する戦略が破綻することがある。／サイクルの2つの局面をそれぞれ分離して適切にモデル化することができれば、リスク管理システムははるかに向上するだろう。」(アラン・グリーンズパン, 2008)

### 1. 問題関心と目的

日本型コーポレート・ガバナンスとも形容される「状態依存的ガバナンス(contingent governance)」は、資本市場でのテークオーバーを通じて企業経営の効率性を改善するアングロ・アメリカン・システムと対置されるガバナンス・メカニズムとして理論化されてきた(青木, 1994, 1995, 2001)。企業の財務状態が悪化した場合、内部者から「特定」の外部者、すなわちメインバンクへコントロール権が自動的に移行し、経営再建に向けた事業の再組織化(既存経営陣の退陣、資産売却、銀行借入の返済、人員削減)がなされるとする。こうした「関係的」な(relational)状態依存型ガバナンス・メカニズムは1950年代から70年代半ばの高度成長期に有効に機能したが、しかし「1980年代に進化を遂げた制度的環境、技術環境、あるいは国際環境とのあいだに不適合をきたし始め、ついに1990年代に状態依存的なガバナンスの空洞化をもたらした」(青木, 2001, 329頁)とされる。

メインバンク介入型ガバナンスの有効性の「検証」は、「財務危機」にある企業<sup>1</sup>を特定し、介入が経営改善に及ぼす効果を見ることをもってなされてきた(星・カシャップ, 2006), (P.シェアード, 1996), (Kaplan・Minton, 1994), (Kang・Shivdasani, 1995), (広田・宮島, 2001), (Arikawa・Miyajima, 2007))。しかし「財務危機」にあるという状態は、「望ましくない非常事態」として、平常時と対置された、いわば1つの極にある状態ともいえて、そうした窮境の状態に至らない場合に、いかなる規律付けのメカニズムが機能しているか

---

<sup>1</sup> 例えば2期以上にわたってインタレスト・カバレッジ・レシオ(営業利益/金利支払い)が1未満の企業とされる。

を融資取引行動を通して検証してみる<sup>2</sup>ことは、状態依存的ガバナンスの 90 年代以降の機能評価を行う際に意義なしとはしないであろう。本稿はメインバンク関係を通じてガバナンスの発揮されるべき「状態」を、介入を引き起こすような「財務危機」にまでは到っていないが、しかし「経営不振」の状態にある企業を対象に特定化しようとする。併せて、「平時」に内部経営陣にそのコントロールが任される状態についても、これを経営が「好調」な企業を対象に特定化しようとする。すなわち本稿は、建設、小売、不動産という 3 業種の上場企業を対象とし、それら企業の売上高変化によって経営が好調な企業と不振な企業との 2 グループを特定し抽出しようとした。これら 2 つの企業グループは、売上高の前年度比較において、2 期以上にわたって当該業種の上場企業中のそれぞれ「上位」と「下位」15%を占めるものとされた。それら 2 つのグループへのメインバンクを含めた融資行動が一体いかなるものであり、いかに対置され、もって規律付けの観点からどのようなメカニズムが機能しているかを捉えようとしたのである。

以上のように特定化された 2 つの企業グループが、状態依存的ガバナンスが論じられる「状態」として果していかなる意義を有しているか、つまり規律付けに当たって、メインバンクの活動を議論しうる枠組みであるかどうか問われよう。まず青木（1996, 38 頁、第 4 章第 2 節）においてメインバンクが次のような 3 つのモニタリング活動を「統合的」に遂行すると述べることに留意しておこう。すなわち「事前的」モニタリングにより、提案された投資案件の内容を審査して借入企業の実行能力をチェックする。「中間的」モニタリングでは、借入企業の業務および事業内容に関する情報を収集する。「事後的」モニタリングでは、投資プロジェクトの結果を確認し、必要であれば、無能な経営陣を懲戒する。そして状態依存的コーポレート・ガバナンスにおいて、取引企業の財務状態が悪化したときの事後的介入は、メインバンクにとってコストのかかるものとなりうるリスクがあるから、あらかじめ取引企業の財務状態が悪くならないように、メインバンクは、事前・中間のモニタリングを責任を持って行うインセンティブが与えられる( *ibid.*, 26 頁)とし、モニタリングが統合的に行われるとするのである。モニタリングが統合化されているなら、(仮に以下で触れるように)事前のモニタリング段階で問題があり、その所為で事後的なモニタリングにおいて経営改善すべきというようなこと起こっても、それは一時的な資金繰り救済で対応されるはずのものか、あるいは何らかの外生的事情で構造的な問題から経営破たんが起るような事態になるものであっても、清算等の事後処理策に伴うコストを安くすべく、事前・中間的モニタリングが責任を持って行われ、通時的にコントロールがなされているはずのものである。そのとき、企業が経営危機に陥るようなことがあったとしても、清算されるか、あるいは救済融資=追い貸しされるかの選択行動は、合理的な意思決定の下になされ、したがって企業価値の最大化が達成され=エージェンシーコストがうまくコン

---

<sup>2</sup> 青木（1994,20 頁）はメインバンク関係を 5 つの類型によって描き、財務状況が「優」「良」「普通」「不良」といった状態に応じて、どの類型が重要となり、強度がどうか触れているが、これは規律付けにかかわるメカニズムではなく分類にとどまるものである。

トロールされて、ガバナンス・メカニズムがうまく機能したと理解されるであろう。

これに対し、以下でガバナンス対象として1つの「状態」として設定される「上位企業」について事前的モニタリングにおける規律付けの弛緩が触れられるが、統合的にモニタリングがなされるなら、事前段階での予算制約の「ソフト化」がそのまま事後的モニタリングに到っても、依然ソフト化のままで済まされるということにはならないであろう。それにもかかわらず事前段階のソフト化が、仮に上位企業という「状態」についてのガバナンス上の問題として設定できるとするためには、事後のモニタリングに到るまでに、そうした問題が「補正」されるということがなされないというものでなければならない。このような事態が実際にかにして起こっているかについて、われわれの理解するところでは以下で2節において状態依存的ガバナンスの機能低下を引き起こす要因として指摘される「制度配置の不適合」が、モニタリングの統合化を困難化し、いわばその「分断化」を引き起こしているからと考えようとする。そのとき事前段階でのモニタリングの弛緩という事態を、独立の「状態」として取り出し設定することが可能になるのではないかと考えるのである。こうした理解に呼応すると考えられるシェアードの文章を引いておこう。「メインバンクに関するかぎり、平常時において現職の管理者に統制権を委ねると、非常時にはメインバンクに寄り掛かってくることになる」（1996, 246 頁）。加えて青木は次のように述べている。「企業の銀行借入に対する依存が低下し、銀行の明示的・陰伏的な介入から自由になると、企業の経営者の努力支出の怠慢や無能力は、銀行にとって必ずしも、悪いニュースとは言えなくなる。なぜならば、それは企業の銀行依存度を復活させることになるからである。」（1995, 147 頁。アンダーラインは引用者）

以上の理解の下にわれわれは、P.シェアード(1996)が指摘する、「事前的」及び「事後的」それぞれにおける「ソフトな予算制約」の問題に移ろう。シェアードは「平時」における「事前的」観点からの予算制約の問題を指摘する。すなわち「メインバンクは、企業の逆境時における関与には向いているかもしれないが、そもそも倒産につながるような行為を未然に防ぐ上でのモニターとしてはふさわしいであろうか」（*ibid.*, 245 頁）と問い、「メインバンクは事前にまた中間的にモニタリングを行っているが、不良な投資の結果が突如あらわになる前に、経営陣の行き過ぎに歯止めを掛けたり、矯正的行動にのりだす力は限られている。メインバンクがどれほどの事前の影響力を行使できるかは、その交渉力と効果的な威嚇、そしてその経営陣が直面するインセンティブに左右される」（*ibid.*, 245 頁）。

シェアードのこうした指摘がわれわれの「上位企業に対する融資行動についてその規律付けを考察するに当たって意義あるのは、(先に触れたように、状態依存的ガバナンスの有効性を低下せしめる)「制度的配置の不適合性」という環境変化のもとでガバナンスの機能低下がいわれるが、われわれがメインバンク型ガバナンスの対象として設定しようとする「上位企業」への融資行動はまさにそうした環境の下にあり、事前のモニタリングにおいての予算制約のソフト化が企業のその後の経営（とガバナンス）を規定してしまったと理

解されるものと考えられるのである。すなわち「高度成長期においては、取引先企業に対する銀行の事前的な影響力はきわめて大きかった。融資資金が乏しく、金融システムが高度な規制下に置かれ、投資案件にあふれた（貸手有利の）状況下では、メインバンクの取引先に対する融資拒絶の威嚇は、近年の状況に比してより効果的で（取引先にとっては）高くつく方法であったであろう。／近年のように代替的な資金調達手段が豊富にあり、取引先企業の資金繰りに懸念がなければ（銀行が）融資を拒絶することはたいした効果を持ちえない。取引先企業の追加的・案件への融資を拒否することは、取引先企業が他の資金調達ができるとすれば、メインバンクの地位をやがては放棄することにほかならない。銀行はメインバンクの地位に固執したいがため、事前的にハードな予算制約を有効に活用できる状況ならば、拒否し、あるいは少なくとも修正を求めていたであろうような融資案件でさえ、これを応諾せざるを得ないという立場におかれることになる。」(ibid., 245-246 頁)

これに対応して、われわれが状態依存型ガバナンスの対象たる「状態」として想定する「経営不振企業」への融資については、事後的モニタリングによって経営への介入を含めた経営改善策の採用が考えられるが、「事後的」なソフトな予算制約の問題として、いわゆる追い貸し傾向がはらまれていることが留意される。それはメインバンク関係が「関係依存金融」であるところにはらまれた行動特性として理解できる。鶴(2006, 68-9 頁)は関係依存型金融において、借り手のプロジェクトが不採算とわかった段階での「再交渉の容易さ」に留意し、(事前の)コミットメント通りにプロジェクトを中止することが困難で再交渉に持ち込まれることになりがちだとする。それは「関係依存型金融」では、過去に行ってきたモニタリング・コストなど、関係特殊な投資などは「サンクコスト」となっているため、途中で融資関係を解消してしまえば、そうしたコストは回収できなくなるからで、そのため再交渉の段階で投資プロジェクトが不良とわかって、少しでも将来的に利益を生む可能性があれば、追加融資を行うインセンティブがあるからというのである。

以上、「事前」と「事後」それぞれの段階でのメインバンクによるモニタリングにおける予算制約のソフト化がはらまれた 2 つの異なる「状態」を、われわれが抽出してきた 3 業種における「上位企業」と「下位企業」として設定し、それぞれに対する融資・借入行動を分析していこうとする。そのときメインバンクと企業間の融資・借入行動をいかなるメカニズム——とくに規律付けにかかわるそれ——において捉えるかが問題になる。本稿の分析の枠組みの提示に当たり、青木(1995, 1996, 2001)の状態依存的ガバナンスの理論構造を参照基準としよう。その内容は次節で取り上げられるが、その骨格は次にある。まず青木にあっては経済主体の合理的選択行動が想定され、企業価値の最大化が追求される。情報の非対称性が前提され、したがってエージェンシーコストを最小化すべくモニタリング活動が議論される。「関係依存金融」を枠組みとし、企業組織とメインバンク間の相互依存性=制度補完性を視野に組み入れて、企業価値を最大化する条件は、モニタリングを統合的に行う際のコストが、次のような特定水準にあるときとして提示される。すなわち、関

係的モニターたる銀行が、財務危機に陥った際には救済してくれることを企業組織のメンバーに期待させ、信頼をもたせられるようコミットすることが必要で、そのためには融資先の企業側で努力を払って経営を健全化させられるようモニタリングし、かつ救済することとし、そのコストを償うだけの「メインバンク・レント」が獲得できるのでなければならぬというものである。しかるにそうした制度的配置が得られるもとでも、コストに比した当該レントが十分高位のものでないなら、メインバンクはそのコミットメントを果たさず、企業を解散してしまう動機を持つし、逆にレントが過度に高位のものとなれば、救済されるべきではない企業をも救済する動機をもち、そうした期待が支配的となれば、関係的な状態依存型ガバナンス・メカニズムは企業組織のステークホルダーに十分な努力を行う適切なインセンティブを事前に提供することができない、つまりソフトバジェットの問題を起こしてしまうこととなる（青木、2001,326-7頁、1994, 148-151頁）。

以上の青木のインセンティブメカニズム論をベースにして、上位企業と下位企業それぞれに対する融資・取引行動を描く枠組みの設定を試みようとするとき、次節で青木自身が述べるように、上掲のメインバンクレントの獲得を困難にする制度環境の変化が進行する。そのとき制度補完の関係にある領域間のインセンティブがちょうど整合的になるような（統合的モニタリングのコストを償う）特定のメインバンクレントを介したガバナンスメカニズムが機能していないかもしれない。さらに制度配置の不適合でモニタリングが統合化されず、先に見てきたような事前的、事後的な予算制約のソフト化が生じているかもしれない。そのような条件下で、状態依存的ガバナンスの対象として設定された「上位企業」と「下位企業」に対する融資行動において働くメカニズムをいかに考えることができるであろうか。ここでわれわれは、第3節で提示されるところのロジット分析において、上位企業と下位企業を分ける有意な変数として、われわれがメインバンク関係比率と呼ぶ2変数（x15とx16）が有意な変数として検出されていることに注意する<sup>3</sup>。これら2変数はメインバンクからの当該企業に対する既存ないし現存の融資残高を分子として、それを企業の負債総額あるいはメインバンク自身の貸出残高で割った比率で、それぞれ「企業の負債総額に占めるメイン行からの融資比率」（x15）、あるいはメイン行の当該企業に対する「貸出比率」（x16）である。これら2変数は、上位企業と下位企業への融資・借入行動それぞれにおいて一体いかなる働きをしているのであろうか。x15とx16が上位と下位とで（その大きさにおいて）相違し、その違いをもって上位と下位それぞれへの融資・借入行動の相違を生み出しているとするならば、われわれは上位と下位それぞれが異なる状態として、そこで働く（ガバナンスを含めた）メカニズムが異なっているとして扱わなければならないかもしれない。もしそうであるならば、そのための枠組みとして、行動経済学における「プ

<sup>3</sup> ここに含意されることは、メインバンク関係比率であるx15あるいはx16といった変数が、青木のインセンティブ構造におけるメインバンクレントの役割を代わって果たしているといえるのかもしれない。メインバンク比率はどういうメカニズムの元に決まってくるのか、その特定値を境に異なる状態のある融資行動をいかに分岐させるのか、といった点を理論的枠組みを用いて検討することは今後の課題とされねばならない。

ロスベクト理論」を持ってくることが適切となるかもしれない。

ロスベクト理論では何よりも、「利得」の得られている局面と「損失」の生じている局面とで異なる意思決定、行動が引き起こされることを説明する<sup>4</sup>。経営組織の戦略的意思決定にロスベクト理論を応用した印南（2003）は「追い貸し」を次のように説明する。追加融資を断れば融資をした金融機関側に確実に損失が生じる場合、しかしその損失額は、追加融資された場合の不確実な損失よりも金額的により小さいにもかかわらず、損失フレームの下で、不確実だがより大きな損失を伴う「リスクな選択」がなされることであるというものである。印南はこうした意思決定が、（将来時点での事態の好転といった）願望思考に影響されるとき、あるいは回収困難な「サunkコスト」に引きずられるとき等に生じやすいと述べているのである。以上の印南の下位企業に対する追い貸し行動の説明を、われわれの関心事であるメインバンクのガバナンスを含めた融資行動の説明仮説とするためには、ここで「利得」と「損失」とされた 2 つの局面が、われわれのロジット分析で上位と下位を分ける「メインバンク関係比率」（x15、x16）の大きさとどのように照応するかが検討されねばならない。こうしてわれわれの、上位企業と下位企業それぞれへの融資行動の分析を通してメインバンク型ガバナンスを論じるという課題は、メインバンク関係をいかに理解するかという問題に帰着していくのである。これらは次節で検討されるであろう。

本稿は以下のように構成される。まず次節で、青木による状態依存的ガバナンスの理論構造を要約し、インセンティブメカニズムをうまく機能させるようなメインバンクレントの値のあることが留意される。しかし制度補完関係にある領域間で不適合を起こす環境変化がガバナンスメカニズムを機能不全に陥らせ、モニタリングの統合化にひびが入るなか、事前的、および事後的な予算制約のソフト化の問題が生じるが、これをわれわれが上位企業と下位企業という異なる「状態」に対するそれぞれの融資・取引行動によって分析すべくメインバンク関係比率の果たす役割に留意される。これらの比率がいかに理解されるか、その大きさの持つ意味に焦点が当てられた後、上掲の上位と下位への融資行動に関する 2 つの仮説が提示される。第 3 節では、実証分析のための枠組みが説明されるとともに、基本統計量およびロジット分析が示される。第 4 節では上位企業と下位企業それぞれの企業群——それらをわれわれは状態依存的ガバナンスにおける 2 つの「状態」として扱おうとしている——に対する融資借入行動についての統計解析結果が読み取られ、仮説の検証が試みられる。第 5 節は結語である。

---

<sup>4</sup> ここで経営不振企業への融資行動における「追い貸し」行動を、ロスベクト理論における「損失」下のリスクテイク行動としてみることにしたのは次のような考えからである。すなわち、それら経営不振企業に対する融資は、債務者区分から見て「要管理債権」以下の不良債権を抱えている先であるから、対応した（特に個別）貸倒引当金を積んでの融資ということであれば、融資する金融機関の側自体「損失」を抱えながらの意思決定を迫られているとして、これを「損失下のリスクテイク行動」として理解できるのではないかということである。

## 2. 関係的ファイナンスの理論構造と仮説の提示

「関係的ファイナンスとは、投資家の側に、例えば借り手の財務困難のような、契約不可能な将来の状態において現在の借り手に追加的資金調達を可能にするというクレディブルなコミットメントがあるタイプの金融である。」(青木、2001、287頁) 注意されることは、将来、望ましくない状態が企業側に生じても追加的な資金供給が得られることが企業側に期待され、しかもそれが銀行サイドからのクレディブルなコミットメントであるということが、経営者自身の行動選択を事前に制約したり、規律づけると考えられている——このとき「関係的ファイナンスが自己拘束的になる」と表現される——ことである。青木(2001)(1996)(1995)にあって、メインバンク制における状態依存的ガバナンスを特徴づける構築素材と、その機能が有効に発揮されるための条件は以下のように整理することができよう。

(1) そのガバナンス構造は「二元的」となっており、会社組織ドメインと金融取引ドメインとの間で相互に関連し、依存しあう「制度的補完関係」において捉えられるものとなっている。つまり、日本の株式会社は(終身雇用)従業員集団とメインバンクの両者によってコントロールされており——ということは、その他の投資家や金融機関はメインバンクにモニタリング機能を委任している＝メインバンクが「統合的」モニタリングを担っている——、その補完的關係は以下のように「状態依存的」にガバナンス機能を発揮するものとなっている。つまり(2)「正常もしくは良好な財務状態」においては陰伏のモニタリング及びコントロールにとどまるが、財務危機のような状態ではメインバンクのコントロールパワーが明白になり、(従業員を含む)企業組織のメンバーは従属的な立場に置かれることから、最適な努力水準を払うよう動機付けられる。すなわち企業のインサードである労働者についてみるなら、(3)危機的状況下でメインバンクが経営権を支配し、企業を清算措置したときは、解散させられたチームメンバーの企業特種的な使用価値は減少するので、メインバンクの事後的な介入が労働者から多大な努力をひき出すこととなり、もって破産の現実化を防ぐということとなる。換言すれば、メインバンクの救済オペレーションが信頼しうるコミットメントとみなされるなら、チームメンバーは自己の行動を規律付けるので、関係的ファイナンスは「自己拘束的」あるいは誘引両立的となる<sup>5</sup>。(4)関係的モニターたる銀行が、財務危機に陥った際には救済してくれることを企業組織のメンバーに期待させ、信頼させるようにコミットするためには、融資先が努力を払って健全化しうるようモニタリングし、救済するコストを償うだけの「メインバンク・レント」が獲得でき

<sup>5</sup> 青木はこのことを、(日本を特徴付ける「チーム生産」は、組織の成果に対する「個人」の貢献が短期的には容易に測りづらいという意味での)「不完全な労働市場とメインバンク契約はチーム生産にとって補完的なモニタリング措置である」(1995、147頁)と表現した。また「会社組織ドメインにおける、ステークホルダー(投資家、労働者、経営者)の状態依存的な行動選択を規制する」(青木、2001、p.305)とは、以上の文脈で理解されるものである。

るとされるものでなければならない<sup>6</sup>。しかも、そうしたコストに比して当該レントが十分高位のものでないなら、メインバンクはそのコミットメントを果たさず、企業を解散してしまう動機を持つし、逆にレントが過度に高位のものとなれば、救済されるべきではない企業をも救済する動機をもち、そうした期待が支配的となれば、関係的な状態依存型ガバナンス・メカニズムは企業組織のステークホルダーに十分な努力を行わせるだけの適切なインセンティブを事前に提供することができず、ソフトバジェットの問題を起こしてしまう（青木、2001、326-7頁、1994、148-151頁）。

しかし 80 年代以降の制度的、技術的な環境変化の下で生じたメインバンク・レントの縮減はメインバンク制のガバナンス機能の有効性を問うものとなる。青木は次のように述べる。「救済の費用とレントを規定するパラメータ値をドラスティックに変換する環境変化が生じ、モニタリング主体の行動に関する予想が不確実になると当該ガバナンスの有効な働きは疑わしいものとなろう」（2001、327 頁）。それまでの当該ガバナンスの成功が却って自らの足元を脅かすのであって、良好な経営状態の企業がより多くの資金を内部的に創出する能力を発展させ銀行からより一層の独立を図ることとしたし、規制緩和で市場からの資金調達が可能になると、優良企業ほど金融機関からの借入を減らす。これらは状態依存型ガバナンスの規律づけから自由な地位を得ることを可能にし、そうであればこれらはメインバンクの有する規律付けのカバーする範囲をそれだけ狭めるものとなる。加えて規制緩和は銀行のフランチャイズ・バリューを低下させて規制レントを縮減するが、メインバンクレントの低位がもたらされれば、費用のかかる処罰・救済活動へのコミットのインセンティブを弱らせる。しかも青木が理論的分析（Aoki(1994)<sup>7</sup>の命題 3）で示したことは、「銀行による介入可能性の低下は、メインバンクが強い交渉力を有しているときには、企業の経営者と労働者に対して正のインセンティブ効果を持つ。しかし銀行のコントロールの力がある一定値を超えて下がると、事後的モニタリングでの銀行の積極的活動の一層の低下は、企業のインサイダーに負のインセンティブを与える起因となるのである」（青木、1994、161 頁）。バブル崩壊後の不良債権処理の過程で自己資本が毀損し、金融機関の側の健全性が失われるや、融資引き上げの脅威を通じたガバナンス（「ハードバジェットティング」）が発揮されず、「ソフトバジェットティング」（非効率企業の予算制約の事後的緩和）に伴う非効率性、いわゆる非効率企業への追加融資（あまりに寛容な救済）＝「追い貸し」が生じることが説明される。

関係的な状態依存的ガバナンスの有効性低下は、80 年代以降の環境変化とりわけグローバル化する金融市場及び情報・通信技術（ICT）革命と、メインバンク・システムを取り巻

---

<sup>6</sup> ここには、救済され、将来収益を分配するようになった企業は再建後も同一のメインバンクから離れないというコミットによって報いるということが期待されていることも含まれる。なお広田（2009）は、90 年代以降の環境下でもメインバンク関係は企業に対する多様なサービス提供から「超過レント」を生み出しようと考えている。

<sup>7</sup> Aoki,M(1994), ‘The Contingent Governance of Teams An Analysis of Institutional Complementarity’ ,*International Economic Review* 35 March

く全体的制度配置との間の不適合に見られるとするが、これまで他のドメインとの緊密な補完関係、共進化により 1 つのまとまりを持ったシステムがいまや、金融部門と非金融部門とが幾分か離れた存在になっているとも述べられるものである。ここでガバナンスメカニズムの有効性を低下させる制度配置の不適合がどのようなものかを、バブル期を例にとった岡崎（2003）の説明を見ておこう。メインバンク制の機能は経済システムの他の領域の条件に依存するが、他領域としては資本市場が取り上げられる。1970 年代末以降、徐々に進んだ金融自由化の結果、大企業の社債市場へのアクセスが容易になり、これらの大企業に対する銀行融資が減少する。そのとき、預金金利規制が取り払われ、規制レントによりこれまで抑制されてきた「金融規制」、つまり銀行のリスクな行動の選択の抑制の支柱が除去されたことが注意される（青木、2001、370-1）。大企業向け融資の減少を補おうとして銀行はハイリスク・ハイリターン型の不動産融資、富裕な個人（単なるギャンブラーも含む）や中小企業といった新しい顧客の開拓に躍り上がったのであり、こうしたリスクテイクは 1986 年以降に行われた内需拡大のための金融政策と相まって不動産価格の上昇をもたらす。そのとき不動産価格の上昇が、諸領域間の補完関係に齟齬をきたすことによってメインバンクのガバナンス・メカニズムに変調を来すことを、岡崎は次のように描写する。

第一は、中小規模の企業も含めてその担保価値を上昇させ、企業に対するメインバンクの交渉力を全般的に低下させた。メインバンクの企業経営に対する規律付けは、企業の経営状態が悪化した場合、企業が資金繰りに窮してメインバンクに依存せざるを得なくなるという条件に支えられていた。担保価値の増大は、企業の資金調達能力を高めてメインバンクによる企業経営に対する規律を弛緩させ、一層の融資と不動産関連投資の増大をもたらした。第二に銀行は、不動産担保に依存してそれまで取引関係を持たなかった中小規模の企業にも融資を拡大した。このような新規の取引先と銀行との間に、安定したメインバンク関係（あるいは関係的ファイナンス）は存在しないから、バブル期には、メインバンク制がガバナンスする取引範囲の相対的な縮小が同時に発生した。

こうした立場から岡崎は、不動産価格がバブルによって上昇を続けている（資本市場の機能不全）とき、多くの不動産を持つ企業について金融面から規律が緩むのはむしろ当然の結果であるとして、資産市場の機能不全が銀行と企業の誤った行動を導いたと述べるのである<sup>8</sup>。

さて以上の、制度配置の不適合がガバナンス・メカニズムの有効性を低下させたという説明を踏まえるとして、次に問われるのはメインバンク・レントの調節を介した統合型モ

---

<sup>8</sup> こうした理解、つまりメインバンクによる規律付けが他の領域の市場機能との補完性に依存するという立場に立って、他の領域の市場に関する制度が整った場合、それらとの補完性に支えられたメインバンク制は、21 世紀にも役割を果たし続ける可能性がある、と岡崎は述べる。

ニタリングが機能しないもとで、それぞれの「状態」に対応してメインバンク型ガバナンスが機能しうるための代替的なメカニズムが何であろうかということである。すでに見たように、(ロジット分析を介して検出された)メインバンク関係がそれぞれ異なる「状態」たる上位と下位それぞれの企業に対する融資・借入行動において有意に機能している——しかもプロスペクト理論に言うごとく、利得と損失といった異なる局面で異なるメカニズムが働いているのかもしれない——ことが示唆された。そのようなメインバンク比率はメインバンクからの既存融資・借入額をベースにした比率であるから、当該ストック変数がメインバンクの融資取引行動においていかに機能するかから見ていこう。まず留意されることは、メインバンク関係比率  $x_{15}$ 、 $x_{16}$  に含まれる、メイン行からの各企業への融資残高はストック次元の変数であるが、「合理的」経済主体であるならば、それら残高はDCF(Discounted Cash Flow)法<sup>9</sup>(注:DCF法とは、銀行の債権から将来発生することが予想されるキャッシュフローの割引現在価値を算出し、その価値額と債権額とを比較して、前者が後者に達しない場合には、その差額を貸倒引当金に計上する方式である)(花崎、2008)によって、つまり将来収益の流れというフロー(ファンダメンタルズ)によって評価される。そして当該プロジェクトを(事後的モニタリングに基づき)清算するか、貸し増し(追い貸し)をして救済するかが合理的な意思決定として説明される。ここに追い貸しは「合理的」選択行動なのである。しかし、事後的モニタリングの結果として予算制約のソフト化が生じる事態を、こうした合理的選択行動として説明するのに代えて異なる理解の仕方がある。それは例えば小幡・坂井(2005)が(われわれと同様、日経NEEDSによる上場企業を対象とした)追い貸し行動の実証分析において行ったように、既存の借入残高をそうしたファンダメンタルズによってではなく、以下のようなストック次元のままでメインバンク関係比率によって扱うものである。それは追い貸しを、既存融資額の規模がある一定水準以上になると、融資を引き上げることができずにやむを得ず追い貸しをしてしまう<sup>10</sup>と述べるのであり、それはメインバンク間の競争があるもとで、融資額を一定以上にしてしまうと企業側が金融機関を選ぶ側に立ってしまうことから起こると説明された。このことは次のようにも説明されよう。メインバンク関係比率  $x_{15}$ 、 $x_{16}$  を用いて言うと、メイン行からの融資比率、あるいはメイン行にとっての当該企業への貸出集中度あるいは貸出ポートフォリオの分散度が、経営不振企業に対する資金繰り救済に伴って(ある閾値を越えて)ある大ききになるとき、それは企業、金融機関双方にとって互いが「重要な存在」となり、容易に融

---

<sup>9</sup> 小幡・坂井(2005)は銀行貸出における「追い貸し」を検出するにあたり、売上高変化率で見て「2期以上連続してマイナス」である企業に対して、(非メインバンクの3分の2以上が貸出を減らしている中)メインバンク(最大融資銀行)が貸出を増加させるときに追い貸しがなされたとみなしている。

<sup>10</sup> 小幡・坂井(2005)では、このことは企業と銀行間の「系列関係」という特殊な関係がなくても融資額を一定額以上にするとどの銀行にも常に起こりうるリスクであると論じた。

資停止にもっていけず追い貸しがなされるというものである<sup>11</sup>

そこで以下、メインバンク関係比率についての一層の理解を求めて、青木（1996年、第4章）の説明に目を向けよう。青木はモニタリング機能が統合的、独占的に行われているのに、融資は分散的に行われることに留意する。すなわち、企業は借入先を多くの金融機関に分散し、借入に占めるメインバンクのシェアは、平均でも半分に達しないとして、モニタリングがメインバンクに専属的に委任されるのに、債務契約のほうはなぜ専属化されないのか、と問う（ibid. 140頁）。これについて歴史的経緯<sup>12</sup>や規制<sup>13</sup>を挙げつつ、次のような理由を提示する（ibid., 141頁）。債務契約を分散化させることにはそれぞれ相互にインセンティブが働いているというもので、企業側には、投資資金を単一の銀行に依存してしまうとその銀行の企業経営への介入度を高めてしまう（ホールド・アップ）という懸念が生じる。融資元を分散させることをすれば、企業経営者は、現在のメインバンクが経営に過度の干渉をしてくるならメインバンク関係を他の銀行に切り替える余地を残すことができるというものである。同じことをメインバンク側に立って見れば、専属化された債務契約では、それを終了してしまったほうが効率的な場合でもそうできなくなる。そこで自行の融資を小さなシェアに抑えておくことによって、メインバンクは企業の利害に取り込まれるのを防ぎ、必要であれば困難に陥った企業を見捨てる余地も残しておくことができるというものであり、メインバンクが事後的に取りうる潜在的行動の範囲を広げうるということである。なお、メインバンクが事後的に取りうる、財務困難に陥った企業に対する行動オプションとしては、清算から更正、銀行管理の下での再建、利子減免などに及ぶが、貸付が分散していればメインバンクは清算と救済とを「状態に応じて」選択できるということである。

そこで下位企業に対する融資・借入行動について以下の仮説を考えてみよう。融資先が多大な既存債務を抱えているとき、当該企業のメイン行として、非メイン行が「メイン寄せ」をして資金繰り救済の負担を軽減しようとしているなか、融資先の負債総額中メイン行融資額の占める比率（x15）は高くなりがちである。しかしメイン行は、高いx15を甘受しつつも当該企業の利害に取り込まれるのを免れるべく、そして企業が財務困難に陥った場合の選択の幅を確保すべく（自らの貸出総額中の）当該企業への融資額（比率 x16）を抑える、あるいは融資行動の「事後的」段階で自由度をできるだけもてるように意思決定している。換言すれば x16 が低位にある限りで、リスクを分散している限りで資金繰り融資に応じて

---

<sup>11</sup> 小幡らは企業銀行間の相互依存を合理性基準を外してよりゆるい枠組みにおいて扱っており、「追い貸し」行動を、企業内外のエージェンシーコストの発生を表す金融機関の融資行動における非効率性——たとえば融資先企業の低いROAとか、不良債権等の金融機関の財務状況——として理解するのは代替的な説明を与えようとしている。

<sup>12</sup> 戦後の復興過程で代表的産業の企業の資金需要は単独の民間銀行が自由に扱える金融資源に比して大きすぎた。（そこで融資団の形成が必定であった。）

<sup>13</sup> 単一企業への都市銀行の融資は、銀行の純資産の25%以内でなければならなかった。

いる、というものである。その場合の追加融資は「選別」的になされ、いわゆる非効率企業への「追い貸し」という性質のものではない。これがいえるためには、当該企業の財務指標は悪化しておらず、また金融機関のそれも同様のことが言えるはずのものである<sup>14</sup>。

それでは次いで、売上好調な（「上位」とグルーピングされる）企業に対する融資行動についてはいかに理解されるであるか。プロスペクト理論においては利得フレームにあっては、期待効用の最大化に合致して確実性下のペイオフの選択あるいはリスクの少ない保守的な意思決定が選択され、その意味で「合理的なリスクテイク」が行われると想定される（印南、2003）。しかしわれわれにおける「上位企業」の「状態」を期待効用理論での合理的選択行動が成立する「利得フレーム」として捉えることは適切ではない。なぜならすでに見たように、P.シェアード（1996）は「メインバンクは事前にまた中間的にモニタリングを行っているが、不良な投資の結果が突如あらわになる前に、経営陣の行き過ぎに歯止めを掛けたり、矯正的行動にのりだす力は限られている。」（245頁）と述べており、しかもそうした事前的なソフトな予算制約問題は事後的モニタリングの段階まで補正されないままであることが窺われるからである。すなわちシェアードは続けて次のように言う「メインバンクに関するかぎり、平常時において現職の管理者に統制権を委ねると、非常時にはメインバンクに寄り掛かってくることになる」（ibid.）そして青木（1995）も次のように述べている。「企業の銀行借入に対する依存が低下し、銀行の明示的・陰伏的な介入から自由になると、企業の経営者の努力支出の怠慢や無能力は、銀行にとって必ずしも、悪いニュースとは言えなくなる。なぜならば、それは企業の銀行依存度を復活させることになるからである」（ibid., 147頁）。かくてわれわれは売上が好調な状態にある上位企業に対する融資行動について、「平常時」において企業の中間的モニタリングが生ぬるくなるとし、その能力も低下しているという事態を仮説として想定しようとする。これをメインバンク関係比率を用いて表現すれば以下のようなようになろう。

上位企業については、銀行借入に代えて海外での起債を含め市場性債務によって有利な資金調達が可能であろう。このことは x15 の比率をより小さく抑えよう。他方、以上のような市場性債務への依存が高まり、メインバンクとしては有望企業とのあいだで関係が希薄化する、あるいは交渉力が低下するという事態（x15の低位）に置かれよう。そうしたとき相手が上位企業のグループにあるなら何とか関係を密にしておこうとして、上位企業に対して（チャンスを得て）短期貸出の形で積極的に貸し増そうとする（x16が大きめ）。それは上位企業に対する非効率的な、あるいは採算性を伴わぬ「シェア争い」行動として捉えら

---

<sup>14</sup> これと代替的な行動仮説としては、先の印南（2003）における「損失局面」でのリスクテイクがかんがえられる。われわれはメインバンク関係比率の意味するところを組み込んで、下位企業に対するメインバンクのコミットメントがこうした規律付けを有するものとして理解しようとする。

れるところかもしれない。

以上、上位企業と下位企業それぞれに対する融資行動について検証しようとする仮説を提示した。これに加えて、事前のおよび事後的な予算制約のソフト化の程度を規律付けの観点からより明確に捉えるべく、メインバンク比率に「閾値」を設定することを考えよう。x15、x16 それぞれの閾値がいくらかについて理論的な根拠に基づいて設定するものではないが、仮にこれを平均値 ( $\mu$ ) + (1/2) 標準偏差 ( $\sigma$ ) として、各業種の上位、下位それぞれの企業群について計算し、それらを x15'、x16' とした。平時(といっても、売上好調な企業群)という「状態」にある企業に対する融資行動については、それぞれの変数 x15、x16 が貸付・借入行動に対して回帰される係数の符号は「ホールドアップ」への懸念、及び貸付ポートフォリオの分散志向を表し「マイナス」となる。それが予算制約のソフト化が生じているときは、それらの符号は「プラス」になることが生じうるのであり、その程度が顕著な場合には、x15'、x16' についてもプラスの符号が生じうることが期待されるのである。

### 3. 回帰モデルの構成とデータ

本稿では借入行動を分析する対象企業を、建設、不動産、小売の3業種に属する上場企業とし、それを01年度から05年度までの5年間にわたって取り上げる。それらのデータは、日経 NEEDS のオンラインデータ・ベースである FQ Quest からとられている。上掲3業種を選択した理由は、「財務的に困難な状態にある企業」(フィナンシャル・ディストレス企業)として(債権放棄、あるいは債務免除、債務の株式化等の形で)経営支援を受けた企業の割合の大きい(問題)業種として挙げられるからである<sup>15</sup>。上場企業を対象とする上掲データベースが用いられるのは、企業の財務データと金融機関貸出の双方のデータが利用可能で、本稿が関心とする企業銀行間関係を扱うことができるからである。本稿は以上のデータを用いて、前節までに述べられた理論的関心に基づき、提示された仮説を検証すべく融資・借入行動を通じた企業銀行間関係を実証的に分析しようとするものである。

われわれでは金融機関と企業間の融資取引関係を個々の取引レベルで捉えることができる。そのとき(上場企業を対象として)抽出された企業ごとにその取引先金融機関との間の融資額(借入総額及び短期借入額)を特定し被説明変数とできるが、われわれは個々の企業の借入額について、これを総額(y1)と短期借入額(y3)において取り上げる他は、各企業のメインバンクを特定した上で、メインバンクからの借入額(の変化率)についても、総額レベルと短期貸出額とで見て、これらを被説明変数(y2、y4)とする。非メインバンクからの貸出額については、これを「準メイン」以下4行——つまり融資額において第2位から第4位までの金融機関——からの借入合計額を「1行当たりの平均額(の変化率)」で見て「説明変数」として用いる。

---

<sup>15</sup> 大村・水上、2007、第5章第3節。

説明変数としては、企業と金融機関双方の財務データが用いられる。それら財務指標は収益性や安全性、成長性を表すものとして、貸出・借入行動にかかわる「ファンダメンタルズ」を現すものとして置かれている。説明変数と被説明変数とは本来的には因果関係におかれるべく——ただし同時決定の関係にあるものもある——、「被説明変数」は前期末の借入残高から今期末の残高の増加分(あるいは減少分)を前期末残高で除した変化率がとられ、「説明変数」については売上高経常利益率(経常利益/売上高)のようにフロー次元のものは今期のもの、また経常利益変化率のようなフロー変数の変化率は前期に比した変化率がとられる。総資産利益率(経常利益/総資産)や企業間信用(流動負債-短期借入金残高)/総負債)、そしてすでに言及した、メインバンク比率について(分子に来る)メインバンクからの融資残高、(分母に来る)ストック次元の変数は「今期末」の残高がとられている。これら説明変数のほかに、例えば「既存債務」のような「前期末」の借入残高が用いられている。通常、同時性バイアスの問題を考慮し、被説明変数と説明変数のあいだには「ラグ」が考慮されるべきであるが、そうしなかったのは、(ラグのつかない)上掲変数と別個に「ラグつき」の変数を考慮し(以下の x7、x17、そして後ほど x15、x16 に代えて用いられる x15 “、x16” )、これらの変数の役割を見ようとしたからである<sup>16</sup>。

3業種に属する上場企業のうち対象として取り上げる企業の絞り込みは、本稿において状態依存的ガバナンスを論じる特定の「状態」として「経営不振」下にある企業と、それと対置される「好業績」を享受する企業を以下のように特定することによって行った。すなわち、上位企業と下位企業との識別を売上高の増減率によって行い、それぞれの業種に属

---

<sup>16</sup> にもかかわらずラグを考慮しない場合の変数間の「因果関係」がいかにも理解され、読み取られるかは注意されるべきことであろう、ここでは以下の理解を示しておこう。たとえば説明変数 x15、x16 について取り上げると、それらが同一年度のストック変数同士の比率であり、(前年度に比した)変化率ではない。そのときこれら比率の大小と、被説明変数である貸出(借入)額の変化率の動向との間の「因果的関係」がいかにも成立し、いかにもそれを読み取るかについて述べよう。被説明変数の変化分を容れた今年度末の値 = メイン行からの融資残高が他のストック変数の今年度末の値に対する割合と、(前年度から今年度にかけての)融資変化率とが対応しており、ここにおいて既存債務が貸出フローとの間で有する「因果的関係」は以下のように陰伏的に読み取られるものと考えられる。すなわち、説明変数の今年度末の値(割合)の大きさには、被説明変数の(前年度から今年度にかけての)変化の結果が入り込んでいるから、説明変数が(今年度末に)その特定の値をとることを(合理的に)「予想」しつつ、かつそこには現存債務が、他のストック値(企業の負債総額、あるいは金融機関の貸出総額)との間でどのような大きさの比率をとるかについての企業あるいは金融機関サイドの判断や動機が働きつつ、被説明変数のフローの投資の動きが決まっているというものである。本文中に述べたインセンティブによれば、x15 や x16 の値が(年度末に向けて)大きくなりそうであれば、それは(因果的に)借入・貸出フローを抑えることになるということである。

する全上場企業数の中から、上位及び下位それぞれ 15%（合せて1標準偏差の外側）に入る企業を抽出したものである。これらの企業から借入行動を分析すべく絞り込むための第2のステップは、「2期以上連続」して当該下位ないし上位グループに入る企業を選定したということである。これらの企業の中には2期以上ということ、場合によっては3期以上にわたってそれぞれのグループに属するものがあるが、そういう場合を含めて、対象年度としては01年度以降「2期目」を選んでいる。

問題は、こうして対象企業を選定を受けてそれらの企業の該当年度の借入額を得ようとした場合に、FQデータにおいて金融機関との取引額が記載されておらず、欠損値となっている場合が多数あるということであった。そのとき欠損値を除くとデータ数が少なく、パラメータ推定に必要なサンプル数が確保できないという問題が生じる。しかしわれわれが行おうとしているのは、3業種を「合わせて」、「下位」と「上位」それぞれのグループごとに、借入総額と短期借入額それぞれを被説明変数とする回帰分析である。そこで実際利用可能なサンプル数を見てみると、建設、小売、不動産の3業種を合わせるなら、借入総額を見ると「下位」企業の場合、欠損値を除いたデータは62個であった（それぞれの業種で、 $19 + 36 + 7$ ）。またデータのより少ない短期借入額については、「非メイン行」の場合でも45個（それぞれの業種ごとで見て $17 + 21 + 7$ ）が数えられた。他方「上位」企業について対応するサンプル数を数えると71個（ $16 + 30 + 25$ ）、短期借入額を非メイン行で見ると43個（ $12 + 15 + 16$ ）であった。以上から、推定に必要なサンプル数は確保できているといえよう<sup>17</sup>。

このように3業種を合わせて、しかも選択された異なる年度のデータが一緒に合わされて回帰分析あるいは（上位企業と下位企業との識別を行う）ロジット分析が計算されるためには、データ間で比較可能なように同質化されるべく「調整」がなされなければならない。まず各々の被説明変数（ $y_1 \sim y_4$ ）は、前年度末の借入残高を今年度末の値から差し引いた値を前年度末残高で除した変化率で採るが、さらに年度間、業種間の相違が調整されて「同質化」されるべく、以下のように調整される。つまり、どの被説明変数についても、当該業種に属する全企業の該当年度の当該被説明変数の値から平均値を計算し（例えば建設の借入総額の変化率の2004年度平均は-7.75%）、それを各企業の当該被説明変数の値から差し引くというものである<sup>18</sup>。

---

<sup>17</sup> 回帰分析に際しては1編数でも欠損値のあるサンプル(企業)を除く「リストワイズ法」が採用し、被説明変数に欠損がある場合にデータが除去されるだけでなく、対応した説明変数に欠損のある場合もサンプルから取り除かれているから、実際のサンプルはもっと少なくなっている。

<sup>18</sup> 各企業の「メインバンク」は、各々の年度の「最大融資額の金融機関」がとられているが、単年度ベースでなく当該期間にわたる「実質的なメインバンク」が、『会社四季報』も参考に特定されている。つまり01年度から05年度までの期間、当該年度を中心に当該メインバンクが安定的にその位置を占めてきたか否かが個別に検討され、最大融資金融機関が（当該年度をはさんで）変更した場合には、メインバンクの融資行動の分析対象からは外してあるし、たまたま対象

個々の企業の融資取引額は、メイン行からの借入額も含めて、継続して上位、下位15%に入る企業の該当年度（2年目）の値が、上位、下位、そして業種ごとに別表Ⅱとして添付された資料において示されている。

以下、説明変数について付記しておこう。まず企業の財務データについて、それらは基本的にそのまま、（被説明変数についてなされたような加工は施さずに）用いられる。メインバンクである金融機関の財務データについては、それぞれのメインバンクが属する業態の当該財務データの「平均値」との差がとられている。先に触れたように、説明変数は、被説明変数とのあいだで基本的にラグがとられていないが、それとは別個にラグを付した変数を説明変数に加えている。それらは「既存債務」のような「前期末の借入残高」を用いる場合であり、x7(企業の前年度の借入総額/今期総資産額)、x17(メイン行からの企業への前年度融資額/今期の負債総額)がそうである。もう1点述べておくと、業態の財務変数が説明変数(x23~x27)に加えられていることで、これは以下のような理由からである。個々の企業はメイン行のみならず、非メイン行数行からも借り入れている。メインバンクの財務指標はすでに入っているが、非メイン行の財務変数を同様の観点から加えれば説明変数は煩雑に過ぎることになる。そこで「非メイン行」の属する業態がメイン行の属する業態と一致するときのみ、非メイン行の財務特性を「業態」の財務指標によって考慮に入れるということを行った。この扱いの意味することは、対象年度のそれぞれの業態がどのような財務状況にあるかを示すものとして、いわば「タイムダミー」としての意味を持つと考えられるということである<sup>19</sup>。

以下に被説明変数と説明変数を一括して挙げておこう。

#### 被説明変数

- y 1: 各企業の借入金総額の変化率(業種及び年度間の相異、調整済み)
- y 2: メイン行からの借入額の変化率(業種及び年度間の相異、調整済み)
- y 3: 短期借入額の変化率(業種及び年度間の相違、調整済み)
- y 4: メイン行からの短期借入額の変化率(業種及び年度間の相異、調整済み)

---

年度に限って最大融資の条件を満たしていないケースについては、他の期間にわたってメインと判断された金融機関をメイン行としてある。

<sup>19</sup> ただし回帰分析の結果から、これら各業態の財務変数がほとんど有意に出てこなかったのであり、ここから窺われることは、変数に(業種間、ならびに)「年度間の相違を調整」したことにより、タイムダミーはほとんど意味を失ったということである。なお以下の説明変数に出てくる、そして付表Ⅱにおいて現れるメインバンクの変数である「メイン行の総資産(x20)」と「メイン行の経常利益(x21)」は、回帰分析に先立って行われた相関係数から多重共線性の問題を免れるべく結局用いられなかった。

## 説明変数

- x 1 : 経常利益変化率
- x 2 : 売上高変化率
- x 3 : 総資産経常利益率 (経常利益/総資産)
- x 4 : 売上高営業利益率 (営業利益/売上高)
- x 5 : 総負債/売上高
- x 6 : (流動負債-短期借入金)/総資産 (=企業間信用の割合)
- x 7 : 借入金総額(前年度) /総資産
- x 8 : (CP+社債+転換社債+受取手形割引高) /総資産
- x 9 : 担保資産比率=(土地+建物) /総資産
- x 1 0 : 手元流動性比率=(現金・預金+有価証券保有額)/総資産
- x 1 1 : y 1 各企業の借入総額の変化率 (調整済み)
- x 1 2 : y 3 各企業の短期借入額の変化率 (調整済み)
- x 1 3 : 非メイン行 (1行当り) からの借入額の変化率 (業種及年度間の相異、調整済み)
- x 1 4 : 非メイン行 (1行当り) からの短期借入額の変化率 (業種及び年度間の相異、調整済み)
- x 1 5 : (メイン行からの) 当該企業への融資額/当該企業の負債総額
- x 1 5' : x 1 5 - 閾値 ( $\mu + 1/2\sigma$ )
- x 1 6 : (メイン行からの) 当該企業への融資額/メイン行の総貸出額
- x 1 6' : x 1 6 - 閾値 ( $\mu + 1/2\sigma$ )
- x 1 7 : (メイン行からの) 当該企業への融資額 (前年度) /当該企業の負債総額
- x 1 8 : (メイン行の) 不良債権比率の変化率 (メイン行の属する業態の当該変化率との差をとる)
- x 1 9 : メイン行の自己資本比率 (メイン行の属する業態の当該比率との差をとる)
- x 2 0 : メイン行のROA (経常利益/総資産)
- x 2 1 : メイン行の総資産(百万円) 対数値
- x 2 2 : メイン行の経常利益(百万円) 対数値
- x 2 3 : (当該企業に対するメイン行の属する) 業態の貸出金の変化率
- x 2 4 : (当該企業に対するメイン行の属する) 業態の経常利益の変化率 (該当年度を取る)
- x 2 5 : (当該企業に対するメイン行の属する) 業態の不良債権比率の変化率
- x 2 6 : (当該企業に対するメイン行の属する) 業態の自己資本比率の変化率
- x 2 7 : (当該企業に対するメイン行の属する) 業態のROA (経常利益/総資産) の変化率

われわれは、以上の変数をいかに適切に組み合わせて効率的に説明しうるかの基準を与える AIC (Akaike) Information Criterion) を用いて、最適モデルに取り込む変数の選択

を行う。次節において回帰分析に入る前に、以下で第 表の基本統計量を用いて融資・借入行動に関する財務変数の上位と下位それぞれの企業グループ間の相違を見ておこう。その後、ロジット分析の結果を取り上げておこう。

基本統計量は第 表で、各業種ごとにそれぞれ上位と下位の企業グループごとに与えられている他、3 業種を合わせ場合の上位と下位の企業グループそれぞれについて与えられている。以下では 3 業種をあわせた場合について、上位と下位を対比することとしよう。以下が読み取れる。

(1) 上位企業に対する借入総額、短期借入額、メイン行からの借入額、短期借入額どの変化率をとっても上位企業のそれらが下位企業のそれらよりも大きい。しかし、上位企業に対する借入総額と短期借入額の変化率( $y_1$ 、 $y_3$ )が正であるのに対し、メイン行のそれら変化率( $y_2$ 、 $y_4$ )はともにマイナスである。ただし、下位企業に対するそれらどの 4 つの変化率もマイナスである。

(2) 非メイン行からの借入変化率(総額は  $x_{13}$ 、短期は  $x_{14}$ )はどれも、また上位と下位双方で平均的にはマイナスである。しかしそのマイナスの程度は、総額については(上位より)下位のほうがより大きく減り、短期については上位のほうがより大きく減っている。

(3) 収益性 ( $x_1$ ,  $x_3$ ,  $x_4$ ) は上位企業がすべて正なのに、下位企業はすべてマイナスである。売上高変化率 ( $x_2$ ) についても当然上位が大きい。

(4) 売上高に比して見た負債比率 ( $x_5$ ) は下位企業が大きい。また(総資産に比して見た)前年度借入金総額 ( $x_7$ ) も下位企業のほうが有意に大きい。しかし市場性債務の(総資産に比した)比率は意外にも下位企業のほうが大きい。

(5) (総負債に比して見た)企業間信用(受信  $x_6$ )は上位企業のほうが大きい。

(6) 手元流動性比率 ( $x_{10}$ ) は上位企業の方が大きい。

(7) 担保資産の比率 ( $x_9$ ) は下位企業のほうが大きい。

(8) (われわれの関心事の)  $x_{15}$  (そして  $x_{15}'$ ) は下位企業のほうが大きい。 $x_{16}$  (そして  $x_{16}'$ ) も下位企業のほうが大きい傾向があるが、業種(建設業)によってはほとんど差がない。

(9) メイン行からの前年度融資額の(今期の企業の総負債に比した)比率( $x_{17}$ )は、下位企業のほうが大きい。前年度借入総額の(今期の)企業の総資産に比した比率( $x_7$ )も下位企業のほうが大きい。

なお、メイン行の財務比率( $x_{18} \sim x_{20}$ )、及び業態の財務比率( $x_{23} \sim x_{27}$ )については、上位と下位のそれぞれの企業に対応したそれらに対比することに意味がないので、とくに触れることはない。

次いで上位企業と下位企業を分岐させるのに有意な変数をロジット分析から得てこよう。表 I に示されるように、メインバンク関係比率  $x_{15}$  と  $x_{16}$  の双方が上位と下位の識別に有意であることがわかる。そしてそれらの符号から、 $x_{15}$  が小さいほど、そして  $x_{16}$  が大きいほど上位企業に属する傾向があるということである。こうしたメインバンク関係が一体ど

のような意味を持ち、いかに融資行動に際して機能しているかは、次節での実証析結果と合わせて説明していこう。

表 I ロジット分析

変数	推定係数	標準誤差	p 値
定数	-3.886	2.605	.136
x3 総資産経常利益率 (経常利益/総資産)	190.578	71.979	.008 **
x4 売上高営業利益率 (営業利益/売上高)	14.891	7.219	.039 *
x9 担保資産比率=(土地+建物)/総資産	-7.213	3.687	.050 *
x15 メイン行からの融資額/企業の負債総額	-23.580	9.483	.013 *
x16 メイン行からの融資額/メイン行の総貸出額	3405.478	1338.324	.011 *

(ロジット x1-x27)

#### 4. 実証結果

われわれは上位企業と下位企業という2つの「状態」に対する融資行動に現れた「状態依存のガバナンス」について、それぞれ仮説を設定した。まず上位企業に対しては、「平常時」において企業に対する中間的モニタリングが規律付けを欠く傾向にあるという「事前的な予算制約のソフト化」である。それは、上位企業については、銀行借入に比して市場性債務による有利な資金調達が可能であり、収益性も高ければ内部資金が豊富で資金需要自体が少ないということがあり、ここにメイン行からの、企業の負債総額に占める比率(x15)は小さくなる傾向がある。メインバンクとしては上位行に対する関係を密にし、そのためのチャンスを捉えようとして短期資金需要に積極的に応じるということが考えられる。こうした行動が「ソフト化」という形で規律付けを欠くようなものとなるということが言えるためには、次のような条件が成立することが期待される。x15のy1~y4、とくにy3、y4といった短期貸出に対する係数の符号が正であることである。次に負債ないし借入残高の(売上高や総資産に対する)比率(x5、x7)の増加に対し、リスク管理が緩めば、それらの係数の符号が正になっているであろう。x17についても同様の符号条件が成立しよう。

これらの結果をまずメインバンクについて見ると、確かに  $x_{15}$  の係数は、総額でも短期でも有意で正である。ただし、 $x_{15}'$  は総額でも短期でも有意で負であるから、閾値に達するまでは貸し増している、それを超えると貸出を減少させている。しかも  $x_{16}$  の係数の符号は  $y_4$  について有意で負であるから、貸付ポートフォリオの分散が図られている。加えて  $x_5$ 、 $x_7$  の係数は有意で負であり、債務のリスク管理がなされていることが窺われる。加えて  $x_6$ 、 $x_8$  といった企業間信用や市場性債務の調達とも連動した動きをしており、かつ  $x_1$ 、 $x_3$ 、 $x_4$  など収益性の上がる貸出行動をしている。以上からすると、メインバンクの上位企業に対する貸出行動については、元来低位にとどまる傾向のある  $x_{15}$  という企業との関係の希薄さをもう少し厚くしようとする行動はとられていても、その他市場規律を外れた行動、資金供与に際してのソフト化は指摘できないように見える。しかしそうした結論を得る前に、メインバンクの行動を非メインの行動との対比で見ておく必要がある。それは  $y_1$ 、 $y_3$  という、メインと非メインの双方を含む、借入総額、短期借入額についての動きを見ておくということである。

表Ⅱ

y 1 上位				y 1 下位			
	推定係数	標準偏差誤差	有意確率		推定係数	標準偏差誤差	有意確率
(定数)	0.425	0.369	0.266	(定数)	-0.24	0.058	0.001 ***
$x_2$	2.894	0.763	0.001 ***	$x_1$	-0.028	0.006	0 ***
$x_3$	-4.262	1.286	0.004 **	$x_2$	0.305	0.149	0.055 †
$x_6$	-1.372	0.524	0.018 *	$x_5$	0.069	0.02	0.003 **
$x_7$	-1.43	0.479	0.008 **	$x_7$	-0.054	0.015	0.002 **
$x_{10}$	-1.268	0.499	0.021 *	$x_8$	-3.089	0.587	0 ***
$x_{13}$	0.987	0.337	0.009 **	$x_9$	0.309	0.12	0.019 *
$x_{15}$	6.036	1.357	0 ***	$x_{13}$	0.727	0.089	0 ***
$x_{15}'$	-1.224	0.459	0.016 *	$x_{16}'$	-31.787	17.774	0.091 †
$x_{16}'$	-163.927	57.33	0.011 *	$x_{23}$	-3.991	0.96	0.001 ***
$x_{17}$	-4.073	1.136	0.002 **	$x_{27}$	0.01	0.006	0.148
$x_{18}$	-6.278	2.92	0.046 *	調整済み決定係数： 0.827			
調整済み決定係数： 0.852							

\*\*\*, \*\*, \*, † は、それぞれ有意水準、0.1%、1%、5%、10%で推定値が有意であることを示している。

y 2 上位				y 2 下位			
	推定係数	標準偏差誤差	有意確率		推定係数	標準偏差誤差	有意確率
(定数)	-0.628	0.12	0 ***	(定数)	0.153	0.055	0.013 *
x1	0.085	0.018	0 ***	x3	0.637	0.52	0.236
x4	0.546	0.222	0.027 *	x7	0.057	0.025	0.033 *
x5	-0.228	0.089	0.022 *	x10	-0.639	0.283	0.036 *
x6	0.54	0.154	0.003 **	x11	0.046	0.154	0.77
x7	-0.511	0.135	0.002 **	x12	-0.135	0.086	0.134
x8	1.04	0.414	0.024 *	x13	1.05	0.154	0 ***
x9	0.229	0.157	0.165	x14	0.24	0.081	0.008 **
x11	0.148	0.07	0.053 †	x15'	1.209	0.274	0 ***
x12	0.125	0.042	0.009 **	x16'	-131.864	37.88	0.003 **
x13	0.501	0.126	0.001 ***	x17	-0.864	0.239	0.002 **
x14	-0.307	0.074	0.001 ***	x18	1.566	1.335	0.256
x15	2.937	0.39	0 ***	x20	4.129	2.392	0.101
x15'	-0.656	0.186	0.003 **	調整済み決定係数： 0.874			
x19	-1.305	0.373	0.003 **				
調整済み決定係数： 0.938							

\*\*\*, \*\*, \*, † は、それぞれ有意水準、0.1%、1%、5%、10%で推定値が有意であることを示している。

メインバンクの融資行動に比して、非メイン、メインの双方を含む(当該企業への)金融機関全体の貸出行動(y1、y3)を見ると、x13、x14の係数の大きさと符号から、貸出総額、短期貸出額は、非メインの行動とより合致しているように見える。x13、x14の係数からすると、メインバンクのy2、y4に対するx13、x14の係数は、金融機関全体の貸出行動(y1、y3)のそれに比して全体的に値(プラス)が小さい。とくにy2に対するx14の係数は符号がマイナスとなっており、これはメイン行が他の金融機関と異なる行動をとっているということである。これが一体何を意味するかというと、基本統計量から上位企業に対しても(下位企業に対しても)x13、x14はマイナスであるから、プラスの符号のときは、メインも全体と連動した動きをしているが、非メインが貸出を(上位企業に対してであっても)減少させているときに、その減少の程度が小さいということであり、マイナスの符号のときは、非メインや全体が減少させているときでも増やしているということなのである。換言すればメインバンクの行動にはメイン行独自の行動がとられ、それがy2、y4の動きに現れているということである。ここに含意されてくる規律付けにかかわることとして留意されるのは、金融機関全体の行動(y1、y3)には、x7、x17が有意になるケースがメインバンクの行動に比して多く、その係数のマイナスの程度もより大きいのである。これは負債圧力に非メインのほうがより感応的であることを示唆しており、実際メインの短期貸出行動においてはx7もx17も有意になっていない。このことは、メインバンクが上位企業への融資

y 3 上位				y 3 下位			
	推定係数	標準偏差誤差	有意確率		推定係数	標準偏差誤差	有意確率
(定数)	1.193	0.271	0 ***	(定数)	0.127	0.205	0.545
x1	-0.151	0.095	0.129	x1	-0.042	0.014	0.009 **
x2	1.89	1.036	0.087 †	x2	0.664	0.288	0.037 *
x3	-2.339	2.129	0.288	x3	-2.845	1.44	0.068 †
x4	-2.303	1.146	0.062 †	x4	2.572	1.136	0.04 *
x7	1.22	0.863	0.177	x8	-4.765	1.361	0.004 **
x13	2.428	0.588	0.001 ***	x9	-0.583	0.239	0.029 *
x14	2.021	0.313	0 ***	x16	214.906	39.072	0 ***
x16'	-484.696	113.359	0.001 ***	x17	-0.363	0.334	0.296
x17	-10.059	2.055	0 ***	x19	-5.893	2.611	0.041 *
x19	19.104	5.19	0.002 **	x20	-13.846	4.936	0.014 *
x20	22.582	8.606	0.018 *	x23	-1.301	2.014	0.529
x23	-7.796	3.429	0.037 *	x25	0.81	0.422	0.076 †
	調整済み決定係数 :	0.768		x26	1.326	0.791	0.116
				x27	-0.021	0.014	0.139
					調整済み決定係数 :	0.839	

\*\*\*, \*\*, \*, † は、それぞれ有意水準、0.1%、1%、5%、10%で推定値が有意であることを示している。

y 4 上位				y 4 下位			
	推定係数	標準偏差誤差	有意確率		推定係数	標準偏差誤差	有意確率
(定数)	-0.788	0.205	0.003 **	(定数)	0.052	0.073	0.489
x1	0.085	0.022	0.003 **	x2	-0.559	0.283	0.063 †
x3	1.198	0.607	0.074 †	x3	0.213	1.059	0.843
x6	1.166	0.295	0.002 **	x4	1.884	1.13	0.112
x10	-0.978	0.272	0.004 **	x5	-0.064	0.05	0.213
x12	0.343	0.036	0 ***	x10	-0.821	0.395	0.051 †
x14	0.499	0.156	0.009 **	x11	0.242	0.114	0.048 *
x15	2.01	0.522	0.003 **	x14	1.044	0.148	0 ***
x15'	-1.056	0.234	0.001 ***	x15'	0.239	0.179	0.196
x16	-120.46	33.86	0.004 **	x16	-92.079	26.857	0.003 **
x19	-0.764	0.472	0.134		調整済み決定係数 :	0.739	
x20	4.277	2.053	0.061 †				
	調整済み決定係数 :	0.946					

\*\*\*, \*\*, \*, † は、それぞれ有意水準、0.1%、1%、5%、10%で推定値が有意であることを示している。

において収益を挙げることを可能にしている一方、非メインを含む金融機関全体の行動 ( $y_1$ ,  $y_3$ ) では収益の上がる融資の機会を失することのあることとも照応している ( $y_1$  に対する  $x_3$  の係数が有意で負)。

そこでわれわれは、メインバンクと非メインバンクの行動を明示的に比べるところの一種の「融資シェア争い」を表す新たな変数  $y_5$ ,  $y_6$  を定義しようとする。それは貸出総額と短期貸出行動それぞれについて、メインと非メイン(一行あたりで計算されてきた)の貸出変化率の差をとったものであるが、その回帰分析結果は後ほど説明され、これをもって上位企業に対する仮説の検証が改めてなされる。それに触れる前に下位企業に対する融資・借入行動の結果を見ておこう。

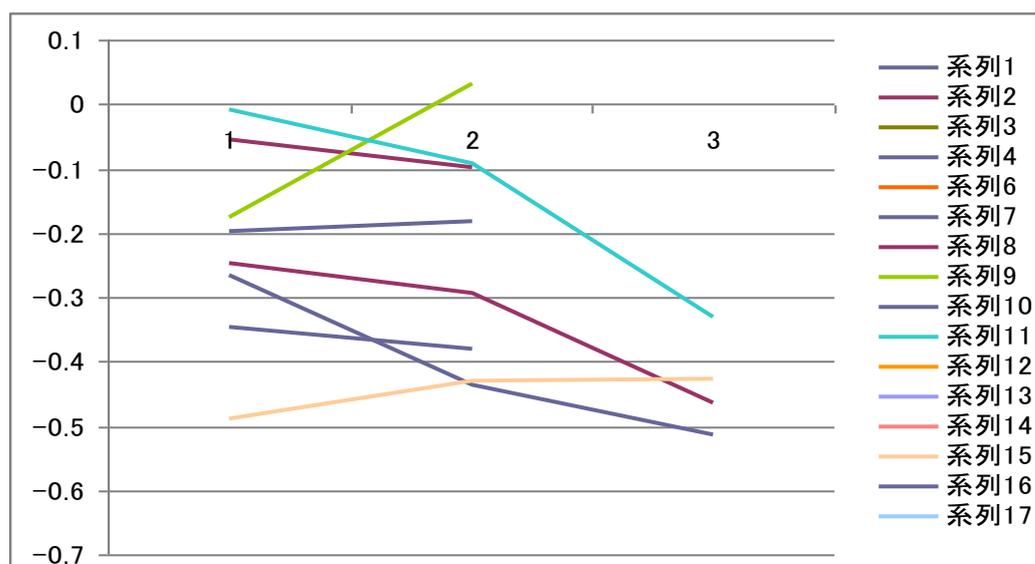
下位企業という「状態」に対する融資行動に現れた「状態依存的ガバナンス」について、われわれは次のような仮説を設定した。経営不振に陥っている企業が資金繰りに逼迫しているとき、メインバンクとしてその救済に当たるメインバンクの  $x_{15}$  (融資先の負債総額中メイン行融資額の占める比率) は高くなっていよう。しかしメイン行は、高い  $x_{15}$  を甘受しつつも当該企業の利害に取り込まれるのを免れるべく、そして企業が財務困難に陥った場合の選択の幅を確保すべく (自らの貸出総額中の) 当該企業への融資額 (比率  $x_{16}$ ) を抑える、 $x_{16}$  が低位にある限りで、リスクを分散しつつ資金繰り融資に応じている、というものである。その場合の追加融資は「選別的」になされるということもいえよう。この条件が成立するとすれば、 $x_{15}$ 、あるいはもしかして  $x_{15}'$  についても有意でプラスの符号をとり、 $x_{16}$  についてはマイナスの符号をとるということである。市場性債務による資金調達に困難な中 ( $x_8$  の係数が負)、資金繰り救済が金融機関に求められているとき、収益性の指標は芳しくないかもしれない。つまり  $x_1$ ,  $x_3$  などの係数はマイナスが伴うこともあろう。また負債圧力にも上位ほどリスク管理の観点から貸出減ができないとなれば、 $x_5$ ,  $x_7$ ,  $x_{17}$  のマイナス値は(上位企業に対するそれより)大きくないか、時にはプラスのこともあろうし、あるいは有意でなくなるかもしれない。しかしそのとき、仮説に言うように、相手企業の利害に取り込まれるのを免れるために「選別的」に融資先を限定して資金繰り逼迫 ( $x_{10}$  の係数が負) に応じているのであれば、以上に挙げられた変数の符号条件はもっと良好なもの——収益性なら  $x_1$ ,  $x_3$  が正であってもよいし、負債比率の増加に対しては貸出減に伴ってよい(符号条件が負)——であってよいと考えられる。

下位企業についての実証結果は、上に挙げた変数についておおむね予想と合致しているといえるが、そうであれば果して「選別的」な貸し増し(追い貸し、したがって短期貸出)にとどまるといえるかどうか、疑問が生じる。それはメインバンクの貸出  $y_2$ ,  $y_4$  については、 $x_{15}'$  の係数がプラスであるとの結果(ただし、 $y_4$  については有意でない)を得ているからで、ここに生じる疑問は、長期貸出を含む総額について、 $x_{15}'$  の係数がプラスである(つまり、当該企業の負債額中の、メイン行(自行)からの融資残高の比率がある閾値を越えても長期貸出を増やす)ような貸出がいかなるものとして行われているかということである。加えて考

慮すべきは、 $x16'$  の係数が有意で負であり、メイン行のポートフォリオの分散は、自行の貸出残高中の当該企業への融資残高の集中度が、ある閾値を越えてはじめて下がるというもので、それまでは長期貸出について、メイン行も金融機関全体としても当該企業に対して貸し応じているということである。こうした長期貸出の文脈で、上に見た負債圧力への非感応的な貸出がもたらされているのではないかとということが考えられるのである<sup>20</sup>。さてそれでは、下位企業に対する、長期貸出を含む総貸出額についてのメインバンクの積極的な貸出行動がいかに理解されるかを検討すべく、まず 2 期以上売上が低迷して下位企業としての対象年度が設定されているが、それ以降 1 期、2 期、3 期の時間経過において下位企業の経営パフォーマンスがいかなるものであったかを見ることから始めよう（なお対象とした下位企業で倒産に到ったケースはない）。以下は、3 業種それぞれの売上高と ROA(総資産経常利益率) の対象年度以降を図にしたものである。なお、折れ線グラフは、対象年度の値を分母にして、経過年度の値の比率をとったものである。

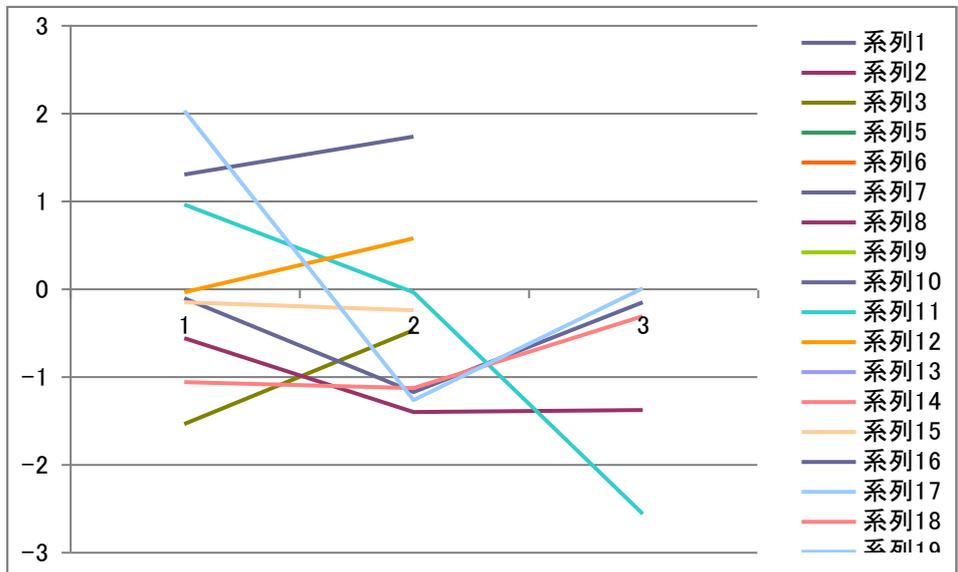
### 図 I

建設業(売上変化率：対象年度の値を分母に経過年度の値の比率)

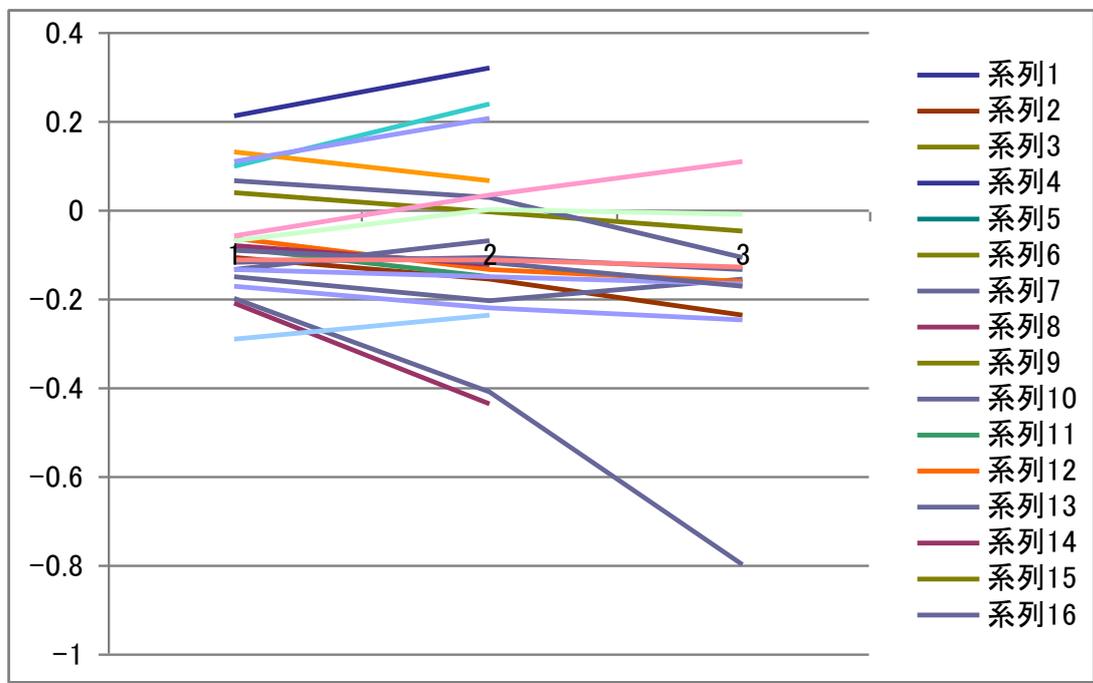


<sup>20</sup> なお別個の問題として  $y3$ (下位企業の短期貸出額変化率)に対する  $x16$  の係数が有意なプラスであるということが注意される。これがいかに理解されるかといえば、メインが特定企業に融資する割合が高まると、モニタリングをメインに代行してもらっている他行はメイン行の貸出増をもって——融資先が下位企業であるにもかかわらず——、信頼して同調するということがあり、そういうことから短期貸出について(非メインを含む)総額レベルで貸出の増加が生じているものと考えられる。したがって、これはメイン行自身の貸出( $y2$ ,  $y4$ )に対する  $x16$  の係数がマイナスというのとは矛盾するものではない。なぜなら、メインは自らのポートフォリオの集中度が、とくに下位企業に対して高まれば、貸出を引き下げるといふものだからである。

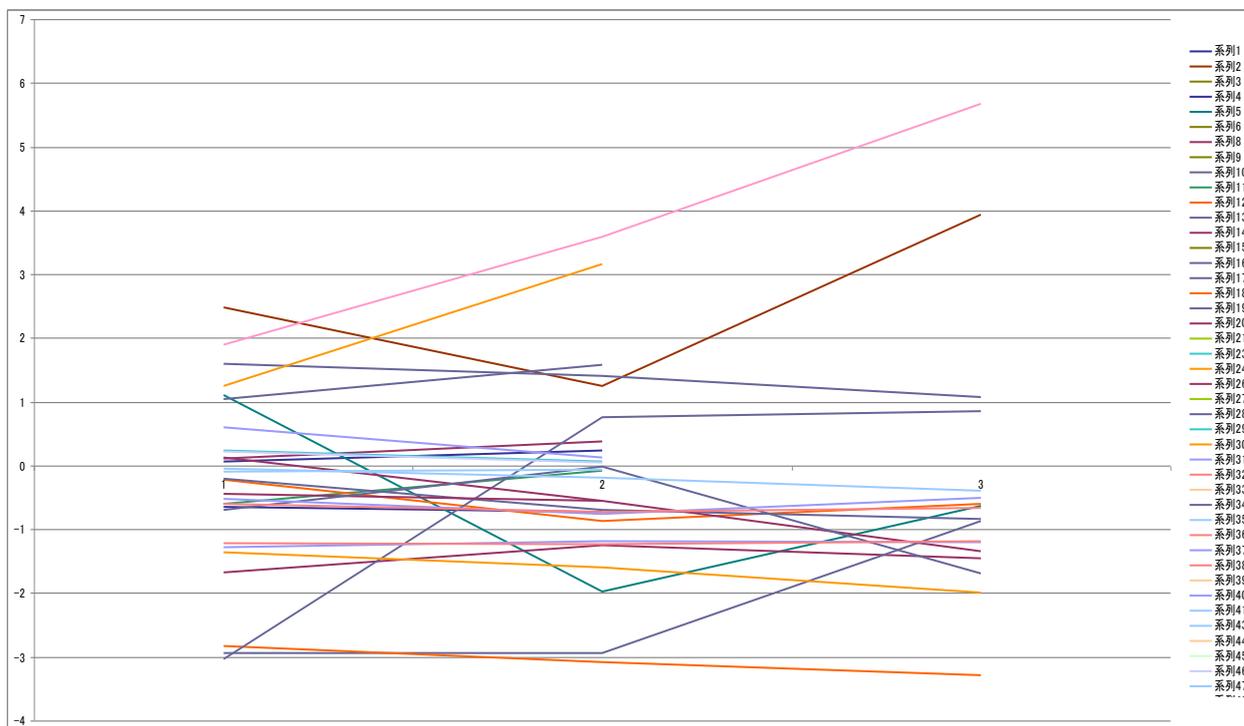
建設業 (ROA : 上掲と同様、対象年度を分母に経過年度の比率)



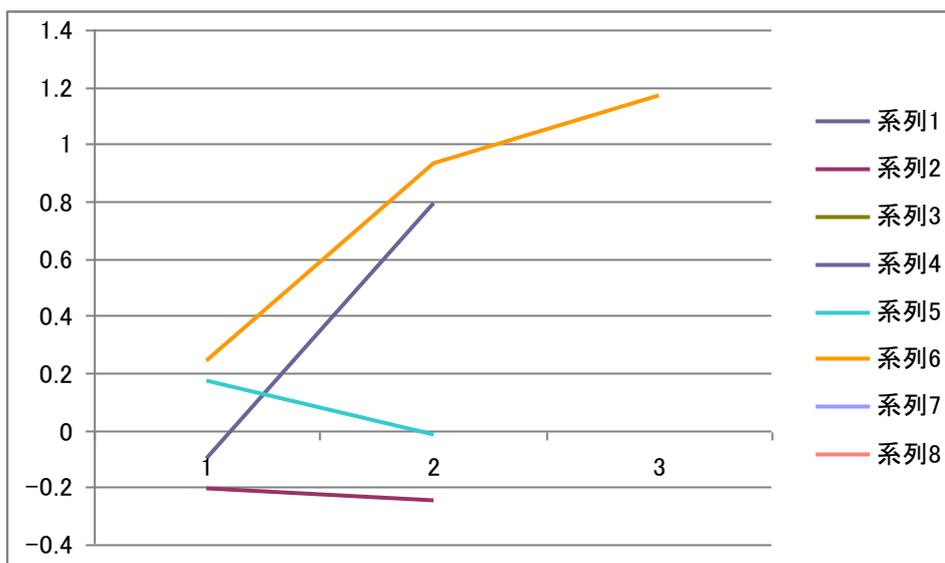
小売業(売上高:同)



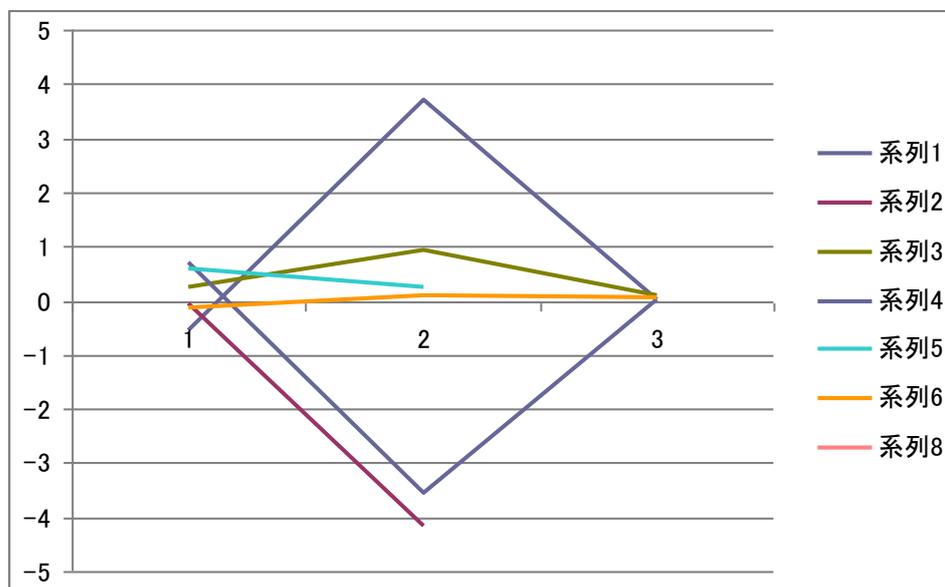
小売業(ROA:同)



不動産業(売上高:同)



不動産業（ROA:同）



以上から窺われるのは、売上高についても、ROAについても下位グループにあった年度から、経過年度ごとに業績を改善させる企業が少なからず存在するということであり、そうであるならば、下位企業のその後にありうる業績改善の背後にある要因が何かを探るべく、以下のような新たな説明変数を設定して回帰分析を試みることにした。下位企業については、銀行貸出を含む「総負債」の動きを見ることとし、その変化率を被説明変数  $y_8$  とした。他方上位企業に関連して先に新たな被説明変数に言及したが、それら  $y_5$ 、 $y_6$  については下位企業についても見ることにしよう。すなわち、上位及び下位企業それぞれに対し、被説明変数として  $y_5$ （メインバンクの当該企業に対する総貸出額変化率  $y_2$  - 非メインバンクの当該企業に対する総貸出額変化率  $x_{13}$  = 当該企業に対するメインバンクの融資シェアの変化の代理変数）、及び  $y_6$ （メインバンクの当該企業に対する短期貸出額変化率  $y_4$  - 非メインバンクの当該企業に対する総貸出額変化率  $x_{14}$  = 当該企業に対するメインバンクの短期貸出のシェアの変化の代理変数）を考える。下位企業に対してのみ、「リストラクチャリング」の進捗を見るべく  $y_8$ （総負債の変化率）を取り上げる。

これに対し説明変数は、上のどの3つについても共通で、基本的にこれまでに融資・借入額の変化率の分析に用いてきた変数を用いる<sup>21</sup>。すなわち説明変数は、 $x_1 \sim x_{20}$ （ただし  $x_{13}$ 、 $x_{14}$  を省く）である（ $x_{15}$ 、 $x_{16}$  については、上に定義された  $x_{15}$  “、 $x_{16}$ ” のみが用いられている。また単相関表から相関係数が高いということで、 $x_4$ 、 $x_5$ 、 $x_9$  の中からは  $x_5$  のみを選び、 $x_6$ 、 $x_7$  の中からは  $x_6$  が選択された。）これら変数の基本統計量は添付の表に示さ

<sup>21</sup> 業態の財務比率をのぞくほか、メイン行の財務比率については多重共線性の問題も考慮して  $x_{21}$ 、 $x_{22}$  を省く。その他  $x_{13}$ 、 $x_{14}$  も省く）が、 $x_{16}$  については、分母子ともに前年度の値をとって  $x_{15}$  “、 $x_{16}$ ” とした（ただし、以下では煩雑さを避けて  $x_{15}$ 、 $x_{16}$  で表示している。

れている。

(分析結果で) 留意されるのは、メインバンクの融資シェア変化 ( $y_5$ 、 $y_6$ ) については、上位企業に対してのみ $x_{15}$ あるいは $x_{16}$ が有意となってくるが、下位企業に対してはそのどちらも有意ではないということである。これはメインバンク関係比率の表す「コミットメント」の大きさが上位企業に対する(シェア比率に関する)融資行動では影響を発揮するが、下位企業に対するシェアの変化については効果がないということである。ところが下位企業についてだけ見た(リストラクチャリングの進捗を見るべく採られた)総負債の変化 ( $y_8$ ) に対しては再びメインバンクのコミットメントに関する変数 ( $x_{16}$ ) が有意に現れてくるのである。そこでこれらがどのように解釈されるか、見ていこう。

まずあらかじめ触れておこなら、データの欠損が多く、これに対処する分析方法として可能な限り多くのデータを計算に使用する「ペアワイズ除去 pair-wise case deletion」<sup>22</sup>を用いた分析も実施し、「リストワイズ除去」による分析と一緒に並置した。その結果が表 であるが、欠損値が多く全く違った結果となっている。以下ではこれらのどちらかからでも得られた有意な結果を参照した。まず上位企業に対するメインバンクの融資シェアの変化については、総額では「リストワイズ法」が、短期貸出については「ペアワイズ法」が参照される。後者から触れると、 $x_{15}$ と $x_{16}$ の双方が有意となっている。ここで双方の符号が「マイナス」であることがいかに読まれるかに留意しよう。これまでの分析ではしかも $x_{15}$ 、 $x_{16}$  (あるいはそれらのプライム付き)は今期末の値がとられていたがここでは「前年度末」の値である。このことに留意するならば、今年度の期首に $x_{15}$ 、 $x_{16}$ で表されたメインバンク関係が希薄であると思うなら、メインバンクは上位企業に対して今期、関係を密にしようとして——そしてそれが比較的容易にできるのが(長期貸し出しを含む総額より)短期貸出であるとすれば——、積極的に短期貸出を行い、非メインよりも融資シェアを高めるという行動のとられたことがここで得られているのである。他方、総額についても、 $x_{15}$ が有意ではないが、メインバンク関係がどうであるかということが貸出行動に表れており、やはり総額でももっと密接な関係を求めることが示唆されている。こうした貸出行動を規律付けという観点から評価すべく他の有意な変数についても見ておくと、まず短期貸出(のシェア変化)について、メイン行は市場性債務による資金調達と競合する関係にあり( $x_8 < 0$ )、そうした厳しい競争関係の中で融資先が(売上に比して)債務比率を高めていても( $x_5 > 0$ )、融資先が売上高経常利益率が低くても( $x_4 < 0$ )積極的な(短期)貸出行動に出ているのであり、これは先に上位企業に対する(短期貸出行動における)「予算制約のソフト化」を端的に示すものと理解できるのである。こうしてわれわれの提示した仮説1. である「事前的」なモニタリングにける規律付けの弛緩を支持する結果を得ることとなると考えられ

<sup>22</sup>  $y_5$  とか  $y_6$ 、 $y_8$  のそれぞれの上位、下位の計算ごとに、欠損値のあるサンプルを除いて計算する分析であるが、通常の「リストワイズ除去」では、解析対象とされる複数の変数のどれか一つでも欠損値を持つケースを計算から除外する。

るのである。表3

y 5 上位(listwise)				y 5 上位(pairwise)			
	推定係数	標準偏差誤差	有意確率		推定係数	標準偏差誤差	有意確率
(定数)	0.090	0.183	64.1%	(定数)	-0.125	0.1	23.2%
x4	0.762	1.352	59.7%	x1	0.035	0.029	25.0%
x1	0.386	0.046	0.0% ***	x18	-5.934	5.366	28.9%
x11	-0.477	0.065	0.1% **				
x3	-3.160	0.792	1.0% *				
x15	-0.666	0.371	13.3%				

\*\*\*, \*\*, \*, † は、それぞれ有意水準、0.1%、1%、5%、10%で推定値が有意であることを示している。

y 6 上位(listwise)				y 6 上位(pairwise)			
	推定係数	標準偏差誤差	有意確率		推定係数	標準偏差誤差	有意確率
(定数)	0.51	0.06	0.1% **	(定数)	1.449	0.153	0.0% ***
x12	0.35	0.02	0.0% ***	x12	0.323	0.044	0.0% ***
x1	0.34	0.02	0.0% ***	x15	-3.531	0.463	0.0% ***
x2	-1.22	0.12	0.1% **	x5	0.219	0.040	0.1% **
				x4	-5.238	0.755	0.0% ***
				x16	-388.975	90.707	0.3% **
				x20	29.810	6.846	0.2% **
				x8	-5.156	1.341	0.5% **

y 8 下位(listwise)				y 8 下位(pairwise)			
	推定係数	標準偏差誤差	有意確率		推定係数	標準偏差誤差	有意確率
(定数)	-0.126	0.05	1.8% *	(定数)	-0.683	0.679	32.4%
x1	0.015	0.007	5.3% †	x15	5.134	2.052	1.9% *
x3	-2.553	0.622	0.0% ***	x11	1.303	0.91	16.4%
x2	0.628	0.159	0.1% **	x3	5.229	2.726	6.6% †
x18	-4.446	1.33	0.2% **	x16	-165.766	196.451	40.6%
x5	0.057	0.021	1.0% *	x10	3.34	2.855	25.3%
x16	23.303	17.011	18.2%	x5	-0.11	0.091	23.6%
x8	-0.384	0.3	21.1%	x12	0.543	0.549	33.2%
				x20	30.58	37.469	42.2%

\*\*\*, \*\*, \*, † は、それぞれ有意水準、0.1%、1%、5%、10%で推定値が有意である。

続いて下位企業に対する貸出行動として、総負債の変化率（y8）についての回帰分析結果を見てみる。基本統計量からy8は平均的にはプラスであり、「リストラクチャリング」とは逆の結果が出ており、下位企業について総負債は増加している。上位についてみたと同様「ステップワイズ法」からメインバンク関係比率としてx15が有意との結果を得ている。符号はプラスであるから、前期末に当該企業とメインバンクが密接な関係にある（負債総額中の当メインバンクの融資額の比率が大きい）と、当該企業の総負債は増加するのである。しかももう1つ有意な変数x3（企業のROA）はプラスであるから、企業側の採算性を伴って負債は増加している。負債の構成はわからないが、先に見てきたメイン行の貸出総額（y2）についての回帰分析結果とつぎ合わせるなら、メイン行は下位企業に対して（「長期貸出」を含めた）貸出総額を増加させているとの結果と整合的である。そこで改めて、そうした貸出行動をいかに意思決定、規律付けの観点から評価するか、しかも下位企業に対するメインバンク関係がいかなるものと理解できるかについて検討していこう。

論点は、下位企業に対する長期貸出が一体いかなるものとして理解できるのか、ということである。この点で先に売上高とROAで見た、売上低迷後の経過年度に応じた業績推移である。すでに触れたように、少なからずの企業に（顕著ではないにしても）業績の改善が見られるとすれば、その背後で設備投資等のための長期投資があり、そのための銀行借入があったとすればそこにはメインバンク関係の関与があり、モニタリング活動を含めたそのコミットメントの効果が現れてきたと考えることができるのである。

こうした推測を可能にする先行研究を紹介して、われわれの下位企業に対する仮説について検討を加えることにしよう。

王他（2009）はわれわれが対象した時期をカバーする2000年度から2008年度までのデータを用いて、（2000年から2005年までに）業績（が前年比50%以上）悪化した製造業企業（一部上場）を対象にして、悪化してから3年後の経営パフォーマンス（ROAの推移）を見ている。そして有意に業績の改善が生じたことを確認し、その要因を探っているのである。彼らはそうした業績改善がいかにして可能になったかについて、5つの要因（資産圧縮、人員削減、社長交代、設備投資、新規事業参入）を取り上げ、9つの変数を用いてプロビット分析を行った結果、次のような関係が機能していることを見出す。1つは外国人投資家が資産圧縮や人員削減を行う。もう1つは（メインバンクとの繋がりを表す代理変数である）借入金比率が高いほど設備投資を増加させる（ただし社長交代を遅らせる）ということである。そこでつぎにROAの上昇に寄与した業績改善行動が、上の2つの主体（外国人投資家とメインバンク）のどちらのガバナンスが寄与したかを重回帰分析したのである。その結果は、（産業調整済み）ROAの上昇幅に対して設備投資ダミーが5%水準で有意であるというもので、ここから彼らは、業績が悪化したとしても企業が工場の新設など設備投資を増やすことで、製造工程の効率化や新たな収益源を生み出していると述べる。そしてそうした設備投資と借入金比率との関係が有意であることが得られているとして、「借入金比率が高いと、銀行からのモニタリングが働くことで設備投資を引き起こし、経営効率につながるという業績

改善の流れが示唆される」としたのである。以上のシナリオは、x15あるいはx16に現れたメインバンクのコミットメントが、融資取引額に対し有意となるわれわれの実証結果と整合的である。

もう1点、先行研究 (Arikawa&Miyajima, 2007) に触れておこう。それは、(外国人投資家ではなく)メインバンクがリストラクチャリングを進めるケースを90年代の日本経済について実証したもので、留意されることは、必要なリストラ、雇用調整が、メインバンクからの借入額が総資産との比率で見て高い先=コミットメントが大きいところで (メインバンク関係比率が低いところと比べて) 効果を挙げている論じたもので、われわれと同様、メインバンク関係がガバナンスに有意となっていると述べるものである。彼らが行ったのは、われわれが取り上げてきた青木の論じたメインバンク制による「状態依存型ガバナンス」を90年代後半の日本経済について検証しようとする際、われわれが「下位企業」を特定し、それをもって「状態」として理解したことに照応したアプローチを採っていると理解できるものである。

以上、メインバンク制が相手企業に対しディシプリンに機能を発揮していることを実証した論稿と整合的な結果をわれわれは下位企業について得たが、それではわれわれの下位企業についての仮説はいかに評価されることになるであろうか。ポイントは、下位企業への規律付けの問題は、従来短期運営資金の供与という形でソフト・バジェットिंगが論じられてきた。しかし 2000 年代以降の経営不振企業を対象にしたメインバンク型ガバナンスは、短期貸出を超えて長期貸出について、そのコミットメントを発揮していると考えられるということである。これは日向野( )が投資銀行としてリスクをとる役割をメインバンクに求めたのと照応するところである。われわれの下位企業に対する実証に戻るならば、短期貸出と貸出総額双方を見るに、y2 に関する x15 プライムの係数が大きく (1.209)、これは非メイン行とも同調しながら、下位企業への総貸出額 (短期貸出の動きを見ると、長期貸出が増加されていると理解される) を増加させるという行動で、これはメイン行としてリスクをとりながら業績改善に取り組むものとして理解できるのである。しかもそれが「規律」を持ってなされているということは、x16' の係数がマイナス値で、貸出先の分散化が、ある閾値を越えると貸し出しを減らすという自己規制が働き、x7 がプラスで、確かに前年度の (低迷する売上高に対する) 負債総額 (下位企業にとっては銀行借入が主要部分を構成していよう、したがって過剰債務の状態にあるといえる) が高いのにさらに追加して貸すということになっているが、x17 の係数はマイナスで、メインバンクの前年度の融資残高が今期の企業負債総額に占める比率が低いと貸出総額を増やすという行動をとっているからである。以上のように理解される行動は、これら下位企業が、来期以降依然売上を低迷させながらも、少なくとも倒産して市場から退出した企業でないことを勘案すれば、経営不振に陥った企業に対し、一見追い貸しに見えるが、融資先企業の再生に当たって長期貸出を増やし、リスクをとって将来に向けた再生に取り組んだことを表しているものといえるのである。

## 5. 結語

われわれは、売上好調企業と経営不振企業それぞれに対する融資取引行動を、2つの異なる財務「状態」に対する状態依存的ガバナンスの対象として理解したときに、いかなるガバナンス・メカニズムが働くかを検証しようとした。まずロジット分析によって「メインバンク関係比率」の大きさが2つの「状態」で識別されることを見出した。ここにメインバンク関係がそれぞれの状態でいかにガバナンス上クルーシャルな役割を果たすかに留意し、融資残高をベースにしたメインバンク関係がメインバンクの融資行動に及ぼす影響を論じた。そして「上位企業」と「下位企業」それぞれに対する融資行動について「仮説」が提示され、検証された。上位企業については、メインバンク関係の希薄化、交渉力の低下のもとで上位企業との関係を密にしようとして、非メインに比して積極的な(短期)貸出行動が貸出シェア争いを引き起こし、採算性の悪い貸出につながる「事前的」なソフトバジェットティング＝モニタリングにおける規律付けの低下が生じているとの結果を得た。

「下位企業」に対してはメインバンクの融資残高が、企業の債務中に占める比率の大きさから相手企業の利害に飲み込まれるのを免れるべく、事後的モニタリングの段階での(清算と救済)選択の自由度を確保するために、メインバンクは自らの貸出額中の当該企業への融資比率を抑えようとする。ここに規律付けのゆるみが生じないとの仮説を提示し、実際いわゆる先送りとしての「追い貸し」は生じていないとの結果を得るが、長期貸出において、融資比率が閾値を超えても長期貸出を増加させ、貸付ポートフォリオの分散度(集中度)についても、閾値に到らないと長期貸出を抑えないとのファイナディングも得た。つまり負債比率を高めながらの融資行動が見られ、これがガバナンス上いかに解釈されるかという問題から追加分析が施された。銀行貸出を含む総負債の増加率を被説明変数とする回帰分析によって、採算性を伴った総負債の増加が生じており、これを下位企業に対し「長期」投資をもって業績改善を意図した企業再生が試みられているとの理解を得た。これは下位企業に対する先の仮説を拡充する形で支持するものといえる。

(追記:本稿を書きはじめたとき元気であった愛犬ラスティは、いまや逝ってから1年余を経る。この小論をラスティとの10年余にわたる素晴らしい思い出に奉げたい。)

## 参考文献

- 青木達彦・池田欽一・六浦光一(2009)「売上好調企業と経営不振企業に対する融資行動の実証分析」信州大学経済学部 Staff Paper Series, '09-01、May.
- 青木達彦・片瀬拓弥(2011)「窮境下にある企業に対する企業銀行間関係—愛知、長野両県の各30社の倒産企業の分析を通して—」信州大学経済学部 Staff Paper Series, '10-2、March.
- 青木達彦(2006)「プロスペクト理論」『進化経済学ハンドブック』(塩沢・進化経済学会編)、

共立出版

青木昌彦・ヒュー・パトリック(1996)『日本のメインバンク・システム』(白鳥正喜訳)東銀  
リサーチ・インターナショナル

青木昌彦(1995)『経済システムの進化と多元性』東洋経済新報社

青木昌彦(2001)『比較制度分析に向けて』NTT出版

印南一路(2003)『すぐれた組織の意思決定』中公文庫

植杉威一郎(2005)「企業間信用と金融機関借入は代替的か」『日本経済研究』第52号

植杉威一郎(2010)「「つなぎ力」とリレーションシップ・バンキング」全国信用金庫協会(編)  
(2010)所収、第5章

王新・児玉みず木・神保孝臣他(2009)「日本のコーポレートガバナンス—2000年代の  
実証—」

大村敬一他(2002)「倒産企業の財務特性と」金融機関の貸出行動景気判断・政策分析ディス  
カッションペーパー、内閣府

大村敬一・水上慎士(2007)『金融再生 危機の本質』日本経済新聞社

小川一夫(2008)「メインバンクの財務状況と企業行動」『経済研究』vol.59, no.1

小川一夫(2009)『「失われた10年」の真実』東洋経済

小野有人(2007)『新時代の中小企業金融』東洋経済新報社、

小幡績・坂井功治(2005)「メインバンク・ガバナンスと「追い貸し」」『経済研究』vol. 56  
No.2 April

岡崎哲二(2003)「メインバンク制の歴史 実態的・制度的環境で機能は変化」『金融ジャーナ  
ル』第43巻第7号

グリーンズパン, アラン(2008)『波乱の時代 特別版(ペーパーバック版へのエピロー  
グ)』、日本経済新聞社

小林慶一郎・加藤創太(2001)『日本経済の罫』日本経済新聞社

小林慶一郎・才田友美・関根敏隆(2003)「いわゆる「追い貸し」について」『金融研究』  
第22巻第1号

清水克俊・家森信義(2009)「長期貸出関係に関する理論と実証」『金融経済研究』4月号

鶴光太郎(2006)『日本の経済システム改革』日本経済新聞社

中村純一・福田慎一(2008)「いわゆる「ゾンビ」企業はいかにして健全化したのか」『経  
済経営研究』、3月

花崎正晴(2008)『企業金融とコーポレート・ガバナンス』東京大学出版会

花崎正晴・堀内昭義(2005)「日本の金融システムは効率的だったか」

日向野幹也(2003)「」『金融ジャーナル』

広田真一(2009)「メインバンクのリスクヘッジ機能:関係契約的アプローチ」早稲田大学ファ  
イナンス総合研究所、ワーキングペーパーシリーズ WIF-09-003, April.

広田真一・宮島英昭(2001)「メインバンク介入型ガバナンスは変化したか?—1990年代と石

油ショック後との比較—」早稲田大学ファイナンス総合研究所ワーキングペーパーシリーズ WIF-01-004

- 福田慎一・鯉渕賢(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』vol. 57,no. 2 April
- 星岳雄 (2000)「なぜ日本は流動性のわなから逃れられないのか」深尾光洋・吉川洋篇『ゼロ金利と日本経済』日本経済新聞社
- 星岳雄 (2006)「ゾンビの経済学」、岩本康志・太田誠ほか『現代経済学の潮流 2006』日本経済新聞社
- 星岳雄 & A.カシャップ(2006)『日本金融システム進化論』日本経済新聞社
- 宮島英昭 (2009)「状態依存型ガバナンスの進化とその将来性」『金融財政事情』11月2日
- 村本孜(2010)「リレーションシップ・バンキングの理論」全国信用金庫協会(編)(2010)4章
- 渡辺努・植杉威一郎 (2008)『検証 中小企業金融』日本経済新聞社
- Xu, Peng, ・鶴田大輔(2006)「銀行企業関係と中小企業の法的整理方法の選択」RIETI Discussion Paper Series
- Akerlof G. A & R. Shiller(2009), *Animal Spirits*, prinston
- Aoki M. & G. Jackson & H. Miyajima(2007), *Corporate Governance in Japan*, Oxford U.P.
- Arikawa, Y. & H. Miyajima(2007) “Relationship Banking in Post-Bubble Japan: Coexistence of Soft-and Hard-Budget Constraint” in Aoki M. & G. Jackson & H. Miyajima(2007)
- Berglof, E & G. Roland(1995) “Bank Restructuring and Soft Budget Constraint in financial Transition”, *Journal of the Japanese International Economics*
- Horiuchi, A., F. Packer, S. Fukuda(1988) ‘What Role has the “Main Bank” Played in Japan,’ *Journal of Japanese and International Economics*, 2
- Kahneman, D & A. Tversky (1979), “Prospect Theory” *Econometrica*
- Kang, J. K., A. Shivdasani(1997), ‘Corporate Restructuring during Performance declines in Japan’ *Journal of Financial Economics*. 46
- Kaplan, S., B. A. Minton(1994), ‘Appointments of Outsiders to Japanese Boards Determinants and Implications’ *Journal of Financial Economics*. 36
- Ogawa, K., E. Sterken, I. Tokutsu(2007), Multiple Bank Relationships and the Main Bank System: Evidence from a Matched Research Institute of Economy, Trade and Industry, Discussion Paper 07-E-022007. 4
- Ogawa, Kazuo, Elmer Sterken & Tokutsu Ichiro (2009), ‘Redistributional View of Trade Trade Revisited: Evidence from Micro Data of Japanese Small Firms’, RIETI Discussion Paper Series 09-E-029, June 2009