

# 企業銀行間関係とメイン寄せ：上場3業種の融資取引関係の分析から

信州大学 青木達彦  
学校法人未来学舎 片瀬拓弥

## 目次

1. はじめに	1
2. 企業銀行間関係の理論的側面	4
2-1. 融資シェアの集中と債権者調整	4
2-2. メイン寄せをめぐる先行研究から	7
2-3. メインバンクの変更と貸出金利政策	8
3. 実証モデルの構成とデータ	10
4. 実証分析結果	15
5. 結語	20
参考文献	21

## 1. はじめに

メインバンク制やリレーション・レンディングといった継続的取引に対してはベネフィットと同時にそのコストが指摘されてきた(Sharpe,1990)(Rajan,1992)(Ongena&Smith,2001)。継続的な情報生産は情報の非対称性に対処し、とりわけ中小企業にとっては「ソフト情報」の生産によって資金の利用可能性を広げ、金利平準化を可能にする。また経営難に際しては契約の再交渉によって救済措置が採られた。しかし契約の再交渉にはそれと表裏して「追い貸し」といった「ソフトバジェット」問題が内包されたし、取引関係の縛りは「スイッチングコスト」を伴った。加えて専有的情報の取得は貸し手に交渉力あるいは独占力を生じさせ、融資先が経営好調時には(短期貸付を通じて)企業の質が正当化する以上の高金利を課すという「ホールドアップ」問題<sup>1</sup>を引き起こすことが指摘されてきた。

以上のような諸側面をもつ企業銀行間関係を本稿は取り上げようとするが、その現代的意義を考える上で、90年代半ばを境に不良債権処理等で金融機関の体力が消耗し、それまではメインバンクと一緒にあって企業救済に当たっていた非メインが融資先の経営不振とともに融資から手を引くようになった(小佐野他、2010)ことは、「メイン寄せ」<sup>2</sup>の問題としてメイン

---

<sup>1</sup> 「ホールドアップ」の概念は、本文にあるように、費用以上の金利を課して、しかも融資先は競争的金利で融資を受けることが妨げられている事態で、それを可能にするのが、当該メインが他行に対し情報優位に立っているから(Sharpe,1990)というものであるが、以上に含意されていることとして次が挙げられることもある。すなわち、借り手の借入金利を引き上げるだけではなくて、経営活動への介入、それが借り手の企業家としてのインセンティブを損なう、他の銀行からの借入が難しくなる(スイッチングコスト)といったことである。王・古川(2007)を参照。

<sup>2</sup> その定義として次を挙げておこう。「企業の信用力が低下し貸出を回収する銀行に代わってメインバンクが追加貸出を行うことがある。こうしたメインバンクへのエクスポージャー集中は、一般

バンク制の機能を捉えなおす上で意義がある。非メインの融資引き上げがメインバンクの負担を過重にすることによって、それまでの寛大な救済行動をとることに対する「脅し」として働くメカニズムが組み入れられ、そこからメインバンクの行動を規律付けるという可能性が指摘されるからである（小佐野他、2010）。本稿は上場3業種の経営不振企業を対象に、メインバンクとの融資取引関係を軸に企業銀行間関係がいかに関機能しているかを理論的、実証的に検討したものである。そのとき企業とメインバンクとの取引関係を、「融資シェア」に焦点を当てることによって理解しようとするのが本稿の特徴である。

これまでの先行研究では、企業銀行間の関係を「取引継続期間（duration）」によって表し、取引期間の長さに応じてリレーション・レンディングの便益がどのように現れてくるかを論じるものが主要であった（Ongena&Smith,2001）（Degryse et al., 2009）（加納, 2006, 2007）。すなわち「リレーションシップ・レンディングの代理変数としてもっとも使われるのは企業銀行間関係の継続期間（duration）であるが、その基本的考えは、継続期間はリレーションシップの強さ（intensity）の程度を表し、もし継続期間が時間にわたる私的情報の蓄積に同値ならば、借り手のロックインは継続期間とともに増加しよう。そのとき継続期間は、スイッチングコスト、ホールドアップ問題の深刻さ、そしてリレーションシップの強度（intensity）を一般に反映する。」<sup>3</sup>（Elsas,2005、p. 35）

しかし銀行と借り手の間の「取引継続機関」は（ソフト）情報の取得と経営に及ぼす影響という点で情報量に乏しい（less informative）との指摘があるのである。Elsas(2005)は、ドイツのユニバーサル・バンクに対し行ったアンケート調査から、ドイツのメインバンクに当たる「Hausbank」について、「アームズ・レンジス（arm's length）」銀行に対置されるものとしての「Hausbank」が何をもってそのように認定されるかを問い、継続期間をもってしてはメインバンクの機能を適切に捉えることができないとの結果を得ているのである<sup>4</sup>。これに代えて Elsas がメインバンクと識別しようとした変数が企業の総負債額（total debt financing）中に占める（各）銀行の融資額のシェアであった。たとえばエルサスは、ハウスバンクについてはその値が平均して44%、アームズ・レンジス銀行の場合は26%という値を得ている。

本稿では、上場3業種の経営不振企業について、2000年から2005年までの日経NEEDS

---

にメイン寄せと呼ばれている。」（芝田・山田、2008）

<sup>3</sup> Elsas（2005）は継続機関を用いることについて次のことを指摘している。「しかしながら蓄積された情報、継続期間、及び借り手のロックインとの間の関係は単調であると考えする必要はない。第一に、価値ある情報の持つ有利さを確立するには時間がかかる。第二に、以前に蓄積された情報はある時間の経過後、減少し始める。第三に、追加的情報の限界価値は逡減的かもしれない。」

<sup>4</sup> すなわち、継続期間について、観測された総数からの平均値、中央値（18.2年、15年）と Hausbank と認定（claim）される銀行についてのそれら（20.2年、18.5年）との間で有意な差がなかったのである。

FQの金融機関別借入金データを用いて各々のメインバンクを認定し、かつ(融資順位5位までの金融機関について)非メイン(一行当たり平均での)についても、それぞれ融資シェアを計算した<sup>5</sup>。そうした融資シェアが一体いかにして決定されているか——地域金融機関を含む非メイン行がいち早く資金を回収するといった場合の「メイン寄せ」を含み——を問いながら、われわれはその背後にあって働く企業銀行間関係を明らかにしようとしたのである。このためにわれわれは、メイン及び非メインの融資シェアの決定の説明変数として(前年度の)次のようなメインバンク関係比率を用いた。それはメインバンクからの融資額が、企業の負債総額に占める割合、およびメイン行の貸出総額中に占める割合の2変数(それらは本文中では変数x15、x16にあたる)である。そしてわれわれはこれら2変数を次のような企業銀行間関係に関する議論の中におこうとした。

まず、「融資シェア」を問題にするということは、一行との取引に限らず多行取引(multiple borrowing)を想定するということであるが、多行取引は一行取引に固有の難点、たとえばリレーション・レンディングについて指摘されてきた「ホールドアップ」問題に対処しうるものとしてある。たとえば、企業は多行取引によって貸し手間の競争を刺激して、(プロジェクトが完成する前に)レントを引き出そうとする行為を防ぐことができる。また、多行取引は貸し手自身を規律付けることも期待できて、企業が債務不履行を起こし企業再建をめぐって債権者との調整がなされる際、債権者が多いことはそれだけ費用を増加させることだから、そうした高い調整費用を免れようと、貸し手としては企業に対し低いデフォルト確率を持ったプロジェクトを遂行させようとモニタリングするであろう。しかし他方、多行取引に伴われる問題としては次が挙げられる。多行取引はrelationship bankが契約の再交渉を通じて借り手を自身に縛り付け、もって交渉力を発揮するのを軽減するが、債務契約の再交渉が減じられるということは借り手がより厳しい予算制約を受けるということでもある。そして融資する銀行数が多いということは、デフォルトしたとき債権者間の交渉を複雑にし、調整が失敗する(coordination failure)というリスクが伴われる。

こうして単一行取引と多行取引がそれぞれ難点を抱えているとして、しかもそれらが互いにトレードオフの関係にあるとすれば、いかにしてリレーション・レンディングに伴うホールドアップ問題と、多行取引に伴うcoordination failureをバランスさせることができるかを問題にできる。これに対し、取引先金融機関の融資シェアの配分を調整することによって相互を整合的な関係におき、両者の関係をバランスさせるようないわば「最適」な負債構造を成立させるということが考えられるのである(Petersen&Rajan(1994), Elsas&Krahn(1998)), Elsas, R., F. Heineman&M. Tyrell, 2004)。つまり、multipleであって、しかも次のようなasymmetricな銀行金融である。そこでは、情報特権と交渉力を有する枢要や役割を果す(pivotal)銀行(メインバンク)と同時に、情報劣位な(less informed) 'arm's length' banksが共存している。われわれが、メインバンク及び非メインの融資シェアの決定を議論するとい

---

<sup>5</sup> ただし、メイン行と貸出行動において「拮抗」と看做しうる「準メイン行」は非メインにはカウントしなかった。

うことは、以上のような企業銀行間関係の文脈からなされるということである。

以上に加えて、われわれは各企業が、メイン行が及ぼすホールドアップに抗してメイン行を変更するという選択肢を持っていると考える。それはメインと、非メインあるいは準メインとのあいだの非対称な情報の下で、かつまた企業がメイン行を変更する際にスイッチングコストが存在する下でメインの座を獲得する新メインが、金利形成を含めていかなる行動をとるものとして理解されるかを問うことでもある。

以下は次のように展開される。次節で企業銀行間関係についての理論的枠組みが提示される。第3節は実証のための枠組みと用いるデータが説明される。第4節は提示された仮説とその検証である。最後は結語である。

## 2. 企業銀行間関係の理論的側面

### 2-1. 融資シェアの集中と債権者調整

前節で触れた企業銀行間関係としての‘multipleで、かつasymmetricな’銀行金融(借入構造)は、各企業の取引先金融機関をメインバンクと‘arm’s length’banks(非メイン行)から成るものとして理解する<sup>6</sup>。こうした取引銀行間で傾斜(differentiate)した融資シェアをもつ銀行金融はいかに機能するものであろうか。とくに集中した融資シェアを持つメインバンクはどのような役割を果たすものであろうか。

われわれは経営不振企業——を継続して売り上げが不振な企業として捉える——を対象とするが、そうした経営難にある企業から、非メインバンクが速やかに資金を引き揚げるようになったとしたら、集中した貸出を行っているメインバンクは一体どのような対応をとるであろうか。その企業を存続させるためには肩代わり融資を引き受けざるを得ず、それでも企業が債務不履行に陥ったときにはメイン行の損失は巨額になってしまうであろう。これが90年代前半から後半にかけて生じた「メイン寄せ」(『平成15年度経済財政白書』)であり、小佐野ら(2010)が指摘する既存のメインバンク救済論に代わる新たなメインバンク関係を提示する必要性のゆえんであり、本稿もそうした場合に実際に生じているメカニズムを実証しようとしている。しかしそれに先立ち、ここでは取引先企業が財務危機に陥ったときのメインバンクの役割を問う(シェアード、1996)べく、企業再建あるいは権利請求(債務)の再交渉にあたって、傾斜した借入配分がどのような役割を果たすか、を問おう。換言すれば、債権者間の調整に際して債権者が多数であることは同意形成をそれだけ複雑化し、失敗に終わるリスクが孕まれるが、融資シェアの傾斜化、集中化がそうした問題にいかに対処しうるかということである。

注意されるのは、銀行間の意思決定の補完性、相互依存性であって、小銀行の行動について次のように言われる。「小銀行は自らの意思決定を他の小銀行との戦略的相互作用に合わせよう(orientate)とする傾向があるだけでなく、枢軸的銀行の予想される行動にも合わせようとする

<sup>6</sup> あるいはそれは、小銀行(郡)と単一のrelationship lenderのjoint金融ともいえる(Elsas&Krahn, 1998)。

る」(Elsas&Krahn, 1998) そのとき、集中した融資比率を持つメイン行の役割が、金融逼迫(distress)期に債権者間の調整に際して次のようなものとして描かれる。「メインバンクの有する大きな融資シェアが他の銀行に対するシグナルを信頼に足るものとする、つまり集中した貸出を有するゆえにメイン行の利害は他の債権者の利害をともにするものであり、メインバンクは集中した貸出をもって他の金融機関による貸出を調整することを可能にする」(Hall&Weinstein, 2000)ということである<sup>7</sup>。集中した貸出シェアを持つ relationship lender が、他の非メイン行との間でよく利害調整を行いうるとすれば、それは集中した貸出をもつゆえにメイン行自体が融資先をよくモニタリングする動機を持ち<sup>8</sup>、もって融資先企業(経営者)が経営不振に陥ったとき責任を逃れ、フリー・ライドすることを軽減しうるだろうからである。(企業の負債中に占めるメイン行の) 融資シェアの集中は、規律付けの作用(discipline device としての働き)を有するとも理解できるということである。

以上の議論は先に触れたメインバンク関係比率(変数  $x_{15}$ ,  $x_{16}$ )の働きについて何を示唆するであろうか。既存債務はメイン行など銀行サイドにとってリスク・エクスポージャーを意味する。非メインが(資金回収とか、継続融資といった)意思決定に当たり、メインの行動によって方向付けされるといふとき、非メインが考慮に入れ、それをメインからの信号と受け取るのは、メインが抱えた当該企業への既存債務、リスク・エクスポージャーの大きさを通してと考えることができる。われわれのメインバンク関係を表す  $x_{15}$ ,  $x_{16}$  は、メインバンクからの貸出額を、前者は企業の負債総額中に占める比率、後者はメインバンクの貸出総額に占める比率として表すものであり、非メインが意思決定に当たってどれほどの信頼性をもって自らを方向付けることができるかのシグナル足りうると考えられる。たとえばいま、売り上げ不振の企業に対して、将来一層の経営難が予想され、経営再建あるいは清算に際しての債権者間の調整が予想されたとき、メイン行からの貸出比率の集中度がそれだけ大きいならば、非メインバンクはメイン行の債権放棄がなければ再建はおぼつかないとか、債権者間の合意が得られないと予想できるとき、メイン行の融資シェアはそのようなシグナルとして、非メインの意思決定に入っていくであろう。

問題は、その融資シェアがどれほどの大きさであり、それに応じて非メインが実際どのような行動をとるかである。90年代後半の金融機関の体力消耗が、地域金融機関を中心として、経営難の上場企業から非メインバンクの迅速な撤退を促すという状況下で、この問題はまさに実証されるべき課題といえるであろう。そこで次節で実証分析に入る前に、これら融資シェア

---

<sup>7</sup> Hallらは、このことを、非メインからの借入を含む企業の総借入額が、メイン行の有する融資シェアと正に相関している、ということに基づいて述べている(Hall&Weinstein, 2000)。類似する指摘として次を引用しておこう。「情報優位を持った大ロプレーヤーの存在が、調整の失敗の問題を軽減し、小ロプレーヤーをしてリスクな行為に従事する際に効率的な解に向けて閾値を変化させる。」(Corsetti et al. 2000)

<sup>8</sup> その理由として次を引用しておこう。「銀行のポートフォリオが differentate されると、銀行は企業家の非効率の帰結を、預金者にシフトできぬだろう、だから、このこと(differentiation)が、銀行家をして企業家を注意深くモニターする誘引を与えるだろう。」(Diamond, 1984)

が企業側とメインバンクにあってどのようなインセンティブとして働くかに触れておこう。

青木（1996年、第4章）は、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ず分散的に行われるのかと問う（ibid. 140頁）。これについて、企業とメイン行双方の側にそれぞれのインセンティブが次のように働くとする。すなわち企業側には、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、いわゆるホールド・アップへの懸念が挙げられる。融資元を分散させておくことで、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企業経営者はメインバンクを他の銀行に切り替える余地を残すことができる。他方、メインバンク側からは、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というものであり、事後的に取りうる潜在的行動の範囲を広げるためであるというものである。

以上のように  $x_{15}$ 、 $x_{16}$  の大きさを理解するならば、それぞれの企業に適切な均衡的ともいえる比率を想定することができるかもしれない。その場合には、そうした特定の比率を超えた場合には、その比率を引き下げようと融資を抑える、あるいは他の債権者に追加融資を求めたり、少なくとも融資残高を維持するよう説得すると考えることができよう。逆に特定の比率を下回っていれば、積極的に貸し増すことが行われるかもしれない。しかしわれわれが対象としている経営不振企業の場合、他律的に、たとえば非メイン行が融資を引き揚げることによって結果的にメイン行の融資比率が上昇してしまう場合を含めて、すでに  $x_{15}$ 、 $x_{16}$  の値が大きくなっていることが考えられる。実際、われわれが分析対象にする上場3業種の経営不振企業と、逆に売上好調な「上位企業」を対置させ、それらのメイン行の融資額の（企業の負債総額に占める）融資割合を比べる<sup>9</sup>と、下位企業の  $x_{15}$  が上位企業のそれを有意に上回っているのである<sup>10</sup>。そうした場合に問われることは、売上不振企業に対するメイン行の「大きな」融資割合（前年度）が今期の融資割合に影響する際のメカニズムをいかなるものとして理解するかである。ここでわれわれは、先に触れてきた「債権者」としてのメイン行の立場がどういうものであるかに立ち返ることになる。すなわち、すでに非メインの撤退で大きくなった融資シェア（「メイン寄せ」）の下で、メイン行は企業の再建あるいは清算を念頭に債権者間の調整の場でリーダーシップを発揮し、スムーズな合意にもっていくという観点から、メイン行は貸出ポートフォリオの集中化が進もうとも、融資シェア、 $y$  の増加に照応する行動を採るかもしれない。それは企業再編(reorganizaition)の際に、少しでも資産を多く確保しておくべく、貸出を続けて貸出債権額を増やしておくという行為であり、あるいはまた大口債権者として債権調整の立場から、債権放棄(debt forgiveness)を含めリーダーシップを発揮しようとする行動である。こ

<sup>9</sup> 「上位」企業と「下位」企業を対置して、それらの財務特性を対比した結果は、青木（2011）の基本統計量において示されている。

<sup>10</sup> あるいは同様なことは、上位と下位企業を対置させ両グループを識別すべくロジット分析を行ったとき、識別に際し有意な変数が  $x_{15}$  であるとの結果からも言える。

れらはいずれも、「財務危機下にある負債を抱えた企業に集中的な融資残高を抱える銀行は、それだけ大きな支援を与える傾向がある」(Hall&Weinstein、2000)ということとして理解できる。

## 2-2. メイン寄せをめぐる先行研究から

Bulow&Shoven(1978)はもっとも初期の段階で、前節で触れた請求権者間の利害関係を軸にした倒産の決定を論じたものと考えられる。交渉力や企業支配能力において非対称性がある様々の請求権者を想定した下で倒産を決定する基準は、銀行をその(倒産後の企業の)決定権者としつつも、企業にとっての請求権の総価値を最大化するとか、負の純正味価値とかに求められるものではない。銀行の決定は、事業を継続した場合の銀行のポジションの価値と、清算して銀行が受け取る価値との対置にかかっている。あるいは事業継続からの総利得が社債保有者の利得を下回り、従って残存請求権者(株主)が事業継続の下で状態が悪くなる時、(企業の倒産前の段階で)倒産決定力を持つ株主は清算を選ぶが、それは倒産した場合の費用が債券保有者の利得を下回るからである。こうした決定においては満期の構成、資産ポートフォリオの構造、ポートフォリオからの収益の変動性等が関係してくる。それらが、企業の収益(proceeds)を銀行や株式所有者(交渉力のある連携者)と債券所有者(交渉力のない債権者)とのあいだの分割に影響するからである。

メイン寄せをめぐる文献(芝田・山田、2008)(小佐野他、2010)も以上の倒産決定における請求権者間の利害関係を扱う枠組みにおいて議論されており、(事態好転の可能性を考慮した「リアルオプション」による価値評価を容れた)貸出債権の価値(事業の継続価値)と清算価値との間で融資を停止し回収に入るか<sup>11</sup>、清算か、あるいは継続融資かの選択が論じられている。以下では「メイン寄せ」についての先行研究から、われわれの関心とする変数が倒産の決定に果たして関与しているか、あるいはメイン寄せが生じる場合に融資シェアにどのような変数が決定因となっているかをみることによって、次節での実証分析に向けた橋渡しをしよう。

芝田・山田(2008)は、銀行が互いに合理的に行動した結果の均衡として「メイン寄せ」を説明するが、それは貸出債権の(早期)回収をめぐるゲーム理論と、貸出債権の価値評価についてのリアルオプション理論の組み合わせによって生じるゲームの均衡として理解するものである。メイン寄せは以下のようなものとして生じる。メインバンクは貸出額が多い銀行と定義されるが、(既存の)貸出額の相違に起因して貸出回収の最適タイミングが異なる。それは回収のタイミングが遅れた場合(フォロワー銀行になる)——しかも肩代わり融資がなされないと最終的に清算に至る——に、肩代わりする貸出額の大小が、清算に至ったときに生じる損失増加の大きさを左右する。そして注意されることは、非メインがフォロワーになるとその損失増加が(メイン行がフォロワーになった場合より)著しく多いことから、非メインのほうが先に

<sup>11</sup> 他行がその分を肩代わり融資すれば企業は事業を継続できる。

貸出を回収するということで、メインバンクは肩代わりをして貸出を継続することがゲームの均衡となる。すなわち、

(1) 貸出額が多い銀行が肩代わりを行うので、ここにメイン寄せが生じる。そのとき既存の融資割合（われわれの  $x_{15}$ ）と今期の融資割合は正の関係にある。

(2) 清算価値が低いほど、清算のオプション価値が低下して（清算閾値が低下するため）清算が行われにくくなるので、赤字化での事業継続が長期化しやすい、すなわちメイン寄せにつながりやすい。芝田&山田（2008）にあって、実物資産（貸出担保）は売却されて清算価値を構成するものであり、そうであれば、担保可能資産が大きいほど清算価値は大きい。そのとき清算が選択され、メイン寄せもない。このことから、次節での実証において担保可能資産比率（ $x_6$ ）とメインの融資比率（ $y_2$ ）とはマイナスの関係にあることが示唆される<sup>12</sup>。

(3) 芝田&山田（2008）にあって、貸出金利が低い（リスクフリー・レートに近づく）と、（リスクフリー・レートで割引かれた）支払い金利の現在価値が低下し、将来の利子収入を放棄して貸出の早期回収を計るという合理性が高まる。非メインがこのロジックに従って行動するとメイン寄せが起こりやすくなる。次節の実証において、われわれの（調整済み）支払金利（ $x_{13}$ ）とメインの融資割合（ $y$ ）との関係が負であるということが示唆される<sup>13</sup>。

(4) 上掲（1）において述べられたところであるが、既存の貸出額がメイン行と非メイン行の間で大小の差があることが回収のタイミングの違いとなって現れる。早期回収のタイミングの遅れからフォロワーとなったとき、清算にいたったときの損失増加が非メインにおいて顕著に大きくなることから、非メインのほうが資金回収のタイミングは早い。このことは、小佐野ら（2010）が留意した、1990年代末以降非メイン行が経営難の疑われる企業からいち早く資金を引き揚げるようになったという事態——それは地域金融機関のように中小の非メインバンクが大企業に貸出をしているときによくとられた行動とされる——と合致している。

### 2-3. メインバンクの変更と貸出金利政策

---

<sup>12</sup> 小佐野ら（2010）でも清算価値がメイン寄せに及ぼす効果について類似の結果を得ている。「非メインバンクの投資量に対して企業の潜在的なキャッシュフロー（もしくは清算価値）が減少（もしくは増加）していくと、あるいは貸出先企業が成功する可能性が低下していくと、メインバンクに対する脅しとして非メインバンクの資金引き揚げが機能することで、不良債権に対するメインバンクの効率的な対応を促してゾンビ企業問題を防ぎやすくするだけでなく、メインバンクが情報収集の役割を積極的に引き受けやすくなる。」

<sup>13</sup> われわれは支払い金利とメイン寄せの関係を、以下で取り上げるように Greenbaum et al.（1989）のモデルによって理解しようとする。従って芝田・山田のモデルにおいて導出される  $x_{13}$  と  $y$  との関係のロジックが、同様のメカニズムとして理解できるか、あるいは整合的かどうかは検討されねばならない。



以下では、企業銀行間の取引に便益のみならず「コスト」が伴われるとき、企業側で予想されるコストに抗すべく（複数行取引にする以外に）メイン行を変更するという選択<sup>14</sup>を考慮しようする場合のモデルが紹介される。「ホールドアップ」を享受するメイン行はレントを見込んだ貸出金利を設定するが、取引期間が長期化するにつれてより高い金利を課すというモデルであり、これまで「取引期間」を用いて企業銀行間関係を実証した Ongena&Smith(2001)の次のファインディングと合致したものとなっている。すなわち取引継続期間が長くなると、取引関係の終了（termination）の確率は高くなる、つまり関係解消確率が大きくなるというものである。他方、現在のメイン行に対し新たにメインの座に就こうとする競争的貸し手は顧客企業を誘おうとより低利の金利をつけて関係を取り結ぼうとするとされる。次節では、こうしたモデルに描かれたメカニズムが実際に融資シェアの実証において成立しているかどうかを検討する。

Greenbaum et al.(1989) は、貸し手の(当該貸し手から繰り返し借りる企業に対する)貸出金利政策を論じるものであるが、情報優位さを他の非メイン行に対して持ち、専有的情報を対融資先に対して持つことから、次のような行動に出るとされる。

- ・費用(例えばモニタリングコスト)以上の(高)金利を課し、独占力を行使する。
- ・しかも企業側は競争的(貸し手の提供する)金利で融資を受けることが妨げられている。

このために企業としては、(より有利な貸出条件を求めて)競争的オファーを探索(search)すべくコストをかけねばならない。その固定的探索費用は、顧客がより低い金利を求めて十分な数だけ他の貸し手を捜すのを妨げている。

留意されることは、以下のような理由から、「ホールドアップによるレント」は取引関係が長くなるにつれて低下するとされることである。それは、メイン行が融資先の返済可能性の見込み(返済リスク)の情報を蓄積するにつれて不確実性が低下するからで、攪乱項の分散が低下すれば、取得可能な最大予想利潤を低下させる。これが企業銀行間関係が option-like character を持つと表現されることに照応することで、関係が長期化していくと、貸出からの銀行収益の分散が減少していく。このことはオプションの価値(プレミアム)の縮小として理解されるものである。

ここに返済リスクが小さくなれば、顧客の質の分布の分散が小さくなる(less dispersed)から、こうした形のオプションの価値は縮小し、もって現行の貸し手(メイン行)はより「高い」貸付金利を課す。(逆にリスクが高い率で顕現するなら、現行の銀行はより高利潤を予想し、借り手企業が他行にスイッチしないよう十分「低い」金利を課す。)換言すれば、取引関係が長くなるほど、顧客は銀行にとって価値がより小さくなり<sup>15</sup>、銀行としては、顧客の離反を警

---

<sup>14</sup> 一方的でなく、企業側との相互作用（interaction）を容れた議論は、Sharpe（1990）によって動的取引間関係と理解された。われわれが以下で実証に際し採用しようとする枠組みは、Greenbaum et al.（1989）に求められるが、それは予想割引収益を最大化する金利設定を、「サーチ理論」の決定ルールの下で dynamic programming による定式化がなされている。

<sup>15</sup> しかし Greenbaum et al.（1989）は次のような留保をつけている。時間を通じての貸出債

戒することがより少なくなり、より長い取引関係にある顧客により高金利を課すというのである。

- ・ここに最適貸付金利は時間の「非減少関数」との命題が導かれる
- ・併せて、取引関係が長くなればなるほど、残存する期間(duration)は短くなる

他方、競争的貸し手は、顧客企業を誘おうとより低利の金利をつけて関係を取り結ぼうとする。そして将来時点で独占利潤を刈り取ろうとする。新たな顧客をひきつけるのに成功する銀行はどれも(予期されたとおりの)短期の損失をこうむるが、それは後々の利潤を予想することで相殺されるのである。

### 3. 実証モデルの構成とデータ

本稿では融資取引関係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 Financial 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(大村・水上、2007、第5章第3節)。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、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。

われわれがまず対象企業とする経営不振企業とは、売上高変化率において連続して下位に低迷する企業のことである。すなわち2000年から2005年度までの6年間において、3業種ごとに各企業について5個の売上変化率を計算し、各業種においてランキングをつけ、01年度以降の5年間において売上高変化率のランキングで下位15%に2年以上連続して属した企業である。そうした企業の2年目、あるいは3年以上継続した企業については3年目を「対象年度」とし、その年度の財務比率を用いる。

さて、われわれが被説明変数とするのは、各企業についてそれぞれ特定されたメインバンク<sup>16</sup>の融資割合と、融資順位第5位までの金融機関について非メインバンクとみなされる各行1行あたりの平均的融資割合である<sup>17</sup>。ここに被説明変数はメイン行について、4個(総額と短

---

権の価値評価、つまり情報生産を継続的に行い、時間の経過は相手についての返済リスクの評価において不確実性を低下させるから、リスク・アバースな金融機関の期待効用を改善する(融資先をプラス評価する)。他方、オプション評価からは価値低下するから、分散の縮小は凸型価値関数に不利な効果を与える。従って、取引関係の長期化が、銀行にとっての顧客の価値にどのように影響するかは、一層の情報が無いと決められない。

<sup>16</sup> 政府系金融機関は融資順位が1位であってもメイン行からは外してある。

<sup>17</sup> 注意されるべきは、「対象年度」とその前年度において継続して融資額のデータが取れる非メイン

期借入額それぞれについての「融資割合」とその変化率)、そして非メイン行あたりについては総額についてのみ、2個である。

われわれはメイン行を変更するケースに関心を持つが、メイン行の変更がある企業については、変更前の「旧メイン行」の融資割合が被説明変数にとられていることに注意される。なぜそうしたかは、以下で「支払い金利」について触れるところで説明される。なお3業種を合わせてメイン行の変更があったケースは7例に過ぎない<sup>18</sup>。説明変数群は、以下に示されるように3つの群(それに加えてメイン行の財務比率)にまとめられている(変化率以外は、原則として前年度の値がとられている)。1つのグループは融資取引行動に関する「コントロール変数」であって、売上成長率や収益指標、負債比率のほか、(基準化された)企業間信用、担保可能資産比率、手元流動性等が採られている。

以上の企業側の変数に対して、第2グループとしては金融機関側のデータが採られる<sup>19</sup>。注意されるのは地銀と第2地銀に信金を加えた地域中小金融機関の融資割合とその変化率を独立変数としてあることで、これは、非メイン行としてその平均的行動によって捉えられるグループの中には大手の主要行も含まれているため、それら主要行を除き、いわば「非メインバンク」として1つの純化したグループの行動がメイン行に及ぼす影響を見ようとするためである。それは90年代後半以降、大企業への貸出において通常メインバンクになることがめったにないとされる中小の金融機関が経営難の疑われる企業から速やかに資金を引き揚げるという行動がメイン寄せを引き起こしているとの議論(小佐野ほか、2010)を検証するためでもある。以上のほか、この説明変数グループには(調整済み)支払金利とその変化率が加えられている。

ここで「(調整済み)支払金利」の導出過程に触れておこう。われわれでは分析対象の企業の対象年度が同一でないため、企業間で金利の大小関係を問題にしたり、比較するためにはそれらは「同質化」されている必要がある。ここに各年度の「最低支

---

行を対象としており、しかも非メイン行についての融資割合は次のように計算される。企業ごとに対象年度について非メインバンクの融資額を合計し、それを両年度においてデータの採れる非メイン行の数で割り、それを対象年度の「借入総額」で割るということである。さらに、融資割合の「変化率」をとる場合には、各企業について非メイン行の両年度間の融資変化額を合計し、非メイン行の数で割り、それを「前年度」の借入総額で割った比率を用いているということである。なお付記しておけば、非メイン行としてその融資額が用いられるのは、対象年度とその前年度の2年間連続してデータがとれる場合に限るとしたが、前年度に借入があり、対象年度にゼロとなっている場合は、(できるだけ多くのデータを用いるべく)融資額ゼロとして扱った。その他融資割合の変化率を計算するとき、2年間連続してデータが採れない場合、前年度でなく前々年度の融資額を用いる場合があった。

<sup>18</sup> 青木・片瀬(2011)において愛知と長野の非上場の倒産企業60社を取り上げたときはメイン行の変更は9社であった。なお、「対象年度」以降にメイン行の変更のあったものが1例あったが、それはメイン行の変更例には入っていない。

<sup>19</sup> ただし借入額(総額と短期)あるいはその変化率(次節での記号いうとx7、x8、x9、x10)は、融資割合あるいはその変化率のコントロール変数として考えられたが、借入総額変化率(x8)のみを説明変数に採用した。

払金利」を用いて、それとの相対関係で各企業の支払い金利の大きさを評価しようとしたのである。最低支払金利は各年度の長短プライムレートを用い、かつ（企業ごとの満期構成の相違を勘案すべく）長期借入金と短期借入金（割引手形を含む）の構成比率でそれら金利の加重平均値を計算した。従って（調整済み）支払金利は各企業の支払い金利を「平残」で割った比率から、上の最低支払金利を差し引いて求められている。

第3のグループがわれわれが関心事とする企業銀行間関係を表すもので、ここにはすでに触れてきたx15とx16、つまりメイン行からの融資額を、前者は企業の負債総額で割った比率、後者はメイン行の貸出総額で割った比率（ともに前年度）が採られている。その他「メインバンク変更ダミー」、「調整済み支払金利とメインバンク変更ダミーの交叉項」、「調整済み支払金利変化率とメインバンク変更ダミーの交叉項」、「取引金融機関数」が採られる。ここで取引金融機関数は対数で扱っている。

ここで前節でx15について述べたように、売上不振企業について、その負債総額中の、メイン行からの融資額の比率がすでにある大きさとなっている場合に、今期末の融資シェアとの間で「正」の関係があり、しかもx15が増大する＝非メインが一層撤退する下で、y1が非線形に増大するという関係にあるとして、これを下に凸の2次関数によって表せると考えてみよう。つまり、2次関数の頂点は縦軸にあり、第1象限にあるその右側の線分がx15とy1との間の非線形な正の関係である。われわれは以下の説明変数中、x15についてはその二乗を用いて実証する。また「取引金融機関数」についてはその対数値を用いるであろう。

以上の変数群は、次のような重回帰式にまとめられる。

### 重回帰分析

$$\begin{aligned} & (\Delta \text{MBTL}, \text{MBTLRTO}, \Delta \text{MBTLRTO}, \text{MBSLRTO}, \Delta \text{MBSLRTO}, \text{NMBTLRTO}, \Delta \text{NMBTLRTO}) \\ & = a_0 + a_1 \text{FIRM}_{i,j,t-1} + a_2 \text{BANK}_{i,j,t-1} + a_3 \text{AFFIL}_{i,j,t-1} + \text{others} + u_{i,j,t} \end{aligned}$$

**被説明変数：**（「今年度」とは、分析対象年度）

y 1 : MBTLRTO: (企業の借入総額に占めるメイン行の融資額（総額）の割合：メイン行の融資割合（総額）)

y 2 : ΔMBTLRTO (メイン行の融資割合（総額）の変化率、前年度から今年度にかけてのy 1の変化率)

y 3 : MBSLRTO: (企業の短期借入額に占めるメイン行の短期融資額の割合：メイン行の融資割合（短期）)

y 4 : ΔMBSLRTO: (メイン行の融資割合（短期）の変化率、前年度から今年度にかけてのy 3の変化率)

z 1 : NMBTLRTO (非メイン行の一行あたりの融資総額が、企業の借入総額に占める割合)

z 2 :  $\Delta$ NMBTLRTO (非メイン一行あたりの融資割合 (短期) の変化率、前年度から今年度にかけての z 1 の変化率)

**説明変数** : (「前年度」とは、対象年度を基準にしたときの前年度)

#### **FIRM**

- x 1 :  $\Delta$ SALES (前年度に比しての売上高変化率、資金需要のシフトのコントロール変数)
- x 2 : FROA (企業の売上高営業利益率、前年度)
- x 3 : FLIABRTO (売上高に対する負債総額、前年度)
- x 4 : FTC (企業間信用 (受信) : 流動負債 - 短期借入金、総資産で割って基準化、前年度)
- x 5 : FCOLLO (担保可能資産比率、土地 + 建物、総資産で割って基準化、前年度)
- x 6 : FLIQ (手元流動性 (現金プラス預金)、総資産で割って基準化、前年度)

#### **BANK :**

- x 7 : FTL (前年度借入総額) (対数値)
- x 8 :  $\Delta$ FTL (前年度からの借入総額変化率)
- x 9 : FSL (前年度短期借入額) (対数値)
- x 10 :  $\Delta$ FSL (前年度からの短期借入額変化率)
- x 11 : LOCBTLRTO (企業の借入総額に占める地域金融機関の融資割合、対象年度)  
(「地域金融機関」 : 地方銀行 + 第2地銀 + 信金)
- x 12 :  $\Delta$ LOCBTLRTO (地域金融機関の融資割合の変化率、前年度に比した変化率)
- x 13 : INTRST : 支払金利 (調整済み)
- x 14 :  $\Delta$ INTRST : (調整済み支払い金利の変化率、前年度から今年度にかけての変化率)

#### **AFFIL :**

- x 15\_\_2 : MBEXPOSE (企業の負債総額中のメイン行の融資額の割合、前年度、2乗した値を用いる)
- x 16 : MBDIVERS (メイン行の貸出総額中の当該企業に対する融資額の割合、前年度)
- x 17 : CHMBD (メインバンク変更ダミー : メインバンク変更あり、1、その他ゼロ)
- x 18 : CHMBD \* INTRST (交叉項 : 調整済み支払い金利 \* メインバンク変更ダミー)
- x 19 : CHMBD \*  $\Delta$ INTRST (交叉項 : 調整済み支払い金利変化率 \* メインバンク変更ダミー)
- x 20 : NUMBANK (取引金融機関数) (対数値)

#### **Others (メインバンクの財務比率)**

- x 21 : MBNPL (メイン行の不良債権比率、業態の平均値に比して調整、「前年度」)
- x 22 : MBOCAPRTO (メイン行の自己資本比率、業態の平均値に比して調整、前年度)
- x 23 : MBROA (メイン行の総資産経常利益率、業態の平均値に比して調整、前年度)

以上の変数群の基本統計量が添付の表に示されている。これらの平均値を用いていくつか注意される論点を挙げておこう。

1. メインバンクの融資割合は総額で約 40%、短期借入額で 3 割を超える。これに対し非メイン行は一行あたりの平均（総額）で 8.7%である。注意されるのはそれらの変化率で、メイン行も非メイン行も平均的には融資割合を減少させているのである。メイン行の融資割合は総額、短期とも約 2%の減、非メインも 3%強の減である。しかも企業の借入額自体の増減を見ると、総額（x8）、短期（x10）がそれぞれ 18.7%、約 1 割の減少である。こうした結果について留意すべきは、ここでの「メイン行」は、対象年度においてメイン行の変更が生じている場合、貸出を回収した旧メイン行について計算されているということである<sup>20</sup>。したがってもしメイン行を変更したケースについて、新メインを対象にした融資割合を用いていけば、メイン行として融資割合は平均的に「増大」したとの結果が得られたかもしれない<sup>21</sup>。それにもかかわらず融資割合におけるメインと非メインの対置から提起される論点は、「非メイン行」が融資割合を減少させ、対応して「メイン行」の融資割合が増加するとして「メイン寄せ」が生じたとしてみても、メインの側の「増加」を一体いかに理解するか、そのインセンティブが問われるのである。前節で見たところでは、非メインが撤退するその肩代わり融資として理解されたが、小佐野ら（2010）が提起した論点は、非メインバンクの撤退が、メインバンクがの流動性支援がおきるとき、「メインバンクに非効率的な意思決定を思いとどまらせる流動性の脅しとして機能するかどうか」ということであった。われわれは融資シェアの動きを分析することを通して、こうした論点に留意するであろう。

2. 非メイン行の資金回収行動が「メイン寄せ」を引き起こす契機として位置づけられるとして、その「非メイン行」が果たしていかに捉えられるかというとき、われわれでは「大手主要行」も含んでの、メイン（そして、それと拮抗する関係にある「準メイン」）を除く融資元の平均的な像を捉えているにすぎない。そこで、「非メイン」として、小佐野ら（2010）が「上場企業に非メインとして融資し、融資先の経営難が懸念されると迅速に資金の回収に走る」として、典型化された「地域金融機関」を「非メイン行」のいわば「純化」されたグループとして考えるべく、われわれは地銀、第 2 地銀に信金を加えた「地域金融業態」を別個に採ってきて、その融資割合とその変化率(x11、x12)を見ている。ところが、それら業態の融資割合は 27.3%、そして融資割合の変化率はプラス 6.8%となっているのである。つまり「非メインバンク」として典型的と考えられた地域金融機関は、小佐野ら（2010）の描く「非メイン」では必ずしもないのであり、そうであれば、そうした地域金融機関としての業態の行動をいかに理解したら

<sup>20</sup> われわれにあってメイン行の融資割合が得られた企業数は約 60 であるが、そのうち 7 企業についてメイン行の変更が見られた。

<sup>21</sup> 加えてこうした結果の背後には、メイン、非メインの双方にカウントされていない「準メイン」——ここには、対象年度において「メイン」の座についたケースもある——が貸出を増やしているということがあるかもしれない。

よいのかが新たに問われるのである。

われわれが「非メイン行」としてその動向を記述しようとする金融機関は、大手主要行を含むと同時に地域金融機関を含む、いわば「混合体」であることに注意が払われねばならない。行動類型の異なるグループを一緒にすることは、「純粹系」によって抽出しようとする行動特性の理解に難点をもたらすと言えるかもしれない。にもかかわらず「混合系」によってわれわれの「非メイン」が共有しうる特性として次を挙げることができる。すなわちそれは「メインバンク」と対置されるとき、ともに専有的な情報の取得と利用、そしてそこから派生する交渉力において劣位であるということである。次節でわれわれは、集中的な融資比率を持つ「メインバンク」と、それと対置される「非メイン」を上のような意味で対照させつつ、実証結果を理解するであろう。

3. (調整済み) 支払い金利を見ると、長短プライム・レートをベースに計算された最低支払い金利を超えており、0.74%高い。そして支払い金利の(前期に比した)変化率は約30%も高くなっている。ここから窺われるのは、メイン行は融資先の信用リスク増大に合わせて金利を高く引き上げたということで、このことは経営不振企業に対してメイン行の融資割合が増大するとき<sup>22</sup>、それは寛大な救済融資がなされているとはいえないということを示唆しているように思われる。こうしてふたたび、(旧)メイン行の融資割合の増加、とくに経営不振先への追加融資についてそのインセンティブが問われるが、銀行借入における「コスト」面を表すものかどうか、といったか検討がなされることになるのである。

同時に留意されることは、メイン行を変更した企業についてみると、まず支払い金利については、依然最低支払い金利よりは高いが、その差は0.057%に過ぎない。しかし支払い金利変化率は前年度と比べてマイナス値(-1.47%)となっているのである。これはメイン行と非メイン行を対置するとき、情報劣位な非メインがメイン行に抗して、ホールドアップの下にある企業におけるメイン行の座を得ようとして、取引先に有利な金利を提示したことの現れではないかということが示唆されるのである。ここにおいてわれわれは、先行研究から現行のメインと非メインの金利政策の議論を参照しようとしており、前節で紹介した理論モデルでは、新たにメインの座に就いた銀行が、将来時点での金利引き上げを見込んで低い金利を提示した影響が現れていると解釈しようとしている。

次節でわれわれは、重回帰分析を施し、AIC基準によって最も効率的な変数の組み合わせを見つけると同時に、有意な変数を取り出していく。

#### 4. 実証分析結果

分析結果を読み取っていくに当たりわれわれは企業銀行間関係についての先の理論的分析と、

---

<sup>22</sup> これは回帰分析では、y2 に対する x14 の係数の符号を見ることに照応するであろうが、分析結果は x14 は y2 に対しても y1 に対しても有意となっていない。

前節末に提示された基本統計量をベースにした論点に留意しつつ、以下のような仮説を設け、それが検証されるかどうかを回帰分析の結果をまとめた表を参照しながら検討していこう。

**仮説 1.** 「非メイン」が経営難企業から融資を回収するという行動とあいまって「メイン寄せ」が生じているとしても、しかしそうしたメイン寄せは、メイン行が融資先の資金繰り救済を行い、したがって「ソフトバジェットिंग」がはらまれるものとしてよりは、集中した融資シェアを持つメインバンクが情報上の優位と交渉力を有して、企業再建や清算に当たり債権者間の調整をスムーズに進めるべく採られる行動として理解される。」

まず留意されることは、企業の借入行動（総額）とメイン行の融資シェアが高い正の相関を有していることである（ $x_8$ の係数が各 $y$ に対し正で、 $y_1, y_2, y_4$ に対し0.21、0.8860.566の係数を有する。これに対し、非メインについては同じく正の係数だが0.038でしかない）。つまり、メインバンクは、企業の借入総額が（平均的には）減少する中で、（平均的には）融資を（ $x_8$ の係数が示すように）率先して減少させ、もって（平均的には）融資割合は必ずしも増加しない。他方、メインバンクにおける融資シェアと、非メインバンクのそれが「負」に相関し、したがって「メイン寄せ」が生じる分析結果も得られている。すなわち、メインと非メインが対置されるのは、 $x_{15}$ （二乗）および $x_{16}$ が $y_1$ と $z_1$ に対して係数の符号が正負逆で、 $y_1$ に対しては、 $x_{15}, x_{16}$ は大なるほど融資シェアを増加させるのに対し、 $z_1$ に対しては符号が逆で融資シェアを減少させるのである、これはメイン寄せが、 $x_{15}, x_{16}$ に現れたメインの融資額が企業サイド、メインバンクサイド双方で集中化することの効果、メインと非メインとのあいだで逆方向に働き、それが「メイン寄せ」となって現れることを示唆している<sup>23</sup>。

それでは、上で見た2つの結果、すなわち経営難企業に対するメイン行の消極的な融資行動と、メイン寄せとはいかに整合的に理解できるであろうか。この問題に関連して $x_1$ （売上高変化率）、 $x_2$ （売上高利益率）、 $x_4$ （企業間信用）、 $x_5$ （担保可能資産比率）、そして支払い金利の各 $y$ に対する係数（の符号）に注意してみよう。まず $x_2$ について、収益が悪化するところほど融資割合を高めているあるいは増大させている。これはパラドキシカルに思われるが、集中的な融資シェアを有するメインバンクが「債権者」として、経営不振企業に対して再建あるいは清算のために債権者間の調整を行うという観点から理解できるように思われる。すなわち、融資先に対する専有的情報の取得によって債権者間の調整の必要を察知したメイン行が、たとえば企業再編（reorganization）にあたり少しでも多く資産を確保しておくべく、貸出を続けて貸出債権額を増やしておくという行為として理解できるのである。 $x_{15}$ （二乗）が $y_1$ に対

<sup>23</sup> 先に挙げた芝田・山田（2008）では、メイン寄せは貸付債権の回収のタイミングによって説明され、非メインがフォロワーとなるときに損失がはるかに大きくなることから、非メインが先に資金回収に走ると論じられた。これと照応して、貸出額の多い銀行のほうが肩代わり融資を行うことも導かれ、このような形で「メイン寄せ」が説明された。しかしわれわれの得た結果では、非メインとくに地域金融機関が速やかに融資を回収しているように見えないのである。



して正の係数を持つ<sup>24</sup>のは、このような債権者調整の文脈で理解できるし、x16 が各 y に対して正の係数を持つのも、債権者間の調整に際して非メインを誘導するべく自らのエクスポージャーを「シグナル」として発信しようとしているからと理解できる。非メインは債権者調整にあって、メインのシグナルを受け、誘導されて融資を継続する（あるいは少なくとも融資残高の維持する）、あるいは資金を回収する<sup>25</sup>というので良く、非メインの迅速な資金の引き揚げは債権者間の効率的な調整のための前提になっていない<sup>26</sup>。実際われわれでは、地域金融機関のような非メインは経営難企業から迅速な撤退をしておらず、それに代えて、メインバンクへの融資の集中化が債権者間の調整を機能させているのである。x5（担保可能資産比率）が y2 に対して負の係数を持つというのもこうした債権者調整という文脈において整合的に理解できる。すなわち、担保可能資産が多いと清算価値が大きくなり、それだけ清算にもちこまれる見込みが大きくメイン寄せが生じない、つまりメインの融資シェアは減少するということである。

以上のような債権者調整の立場からメイン行の融資行動、融資シェアを理解するということが「債権者」として合理的な選択行動としてあるということは、以下のようにして見ることができる。企業の選別機能を果たす(Ogawa et al., 2009) とされる x4（企業間信用）の係数が y1 に対し正の係数を持ち、企業間信用と歩調を合わせた融資行動をとっていることも、メイン側が経済合理的な行動をとっていることと整合的である。x1（売上高変化率）の y1、y2 に対する係数が正であるということは、売上高が（前向き）資金需要の代理変数と考えられるだけに、売上の低迷する企業に対し融資シェアを低下させることは合理的な融資行動がとられているということで、後ろ向きの資金繰りのための救済としてメイン行の行動が説明されるものではない。加えて述べれば、手元流動性 x6 が各 y に対して正の係数を持つということは、メイン行が融資先の預金を押さえ、それを担保に融資を認めるということとして理解でき、そうした行動は情報優位なメイン行だからこそできるということを示していると思われる。

メイン行が（前年度から今年度にかけて）融資割合を増加させるときには、貸出金利（最低支払い金利とのスプレッド）がより高いものになる（x13：調整済み支払い金利の係数が y2 に対して正）ということも、融資割合の増加あるいは貸出増が、債権者の利害確保という観点からなされており、不振企業の資金繰り救済という観点からなされているのではないということが示唆される<sup>27</sup>。つまり、経営不振が進む先に対して融資比率を高めるに当たっては、それだ

<sup>24</sup> x15 と y1 は非線形の関係で、x15 が大きくなるほど加速的にシェアは大きくなる

<sup>25</sup> 「主要な取引銀行にとっては、限界的な存在の下位の取引銀行は役に立つというよりもむしろ障害になるため、債権者の数を減らし、そのような銀行を撤退させた方が行動しやすくなるものである。」（シェアード、1996、225 頁）

<sup>26</sup> 小佐野ら（2010）では非メインバンクの資金引き揚げが（貸出先企業に流動性支援を行う企業が資本市場から資金調達できるためにも）危機的企業に対するメインバンクの流動性支援とセットになって、金融システムが不良債権を効率的に処理する、つまり清算処理がしやすくなるというメカニズムが論じられている。

<sup>27</sup> これは非メインでより大きな融資割合をもつ場合、貸出金利がより低いものになっているのと対照的である。つまり z2（融資割合の変化率）に対する金利水準(x13)の係数はマイナスで、非メイ

け金利水準を高くしているということで、これはメイン行としてリスクをとる際、相手にそれだけコストを払わせるということで、メイン側の交渉力が反映されていると思われる。

われわれの「非メイン行」は、大手主要行を含み、かつ地域金融機関を含むという点で「混合体」である。しかしそれらがメイン行と対置されたとき、共通して有する特性として情報劣位にあり、従って融資先に対して交渉力が(相対的に)弱いということが言えるであろう。そのような非メイン行が一体いかなる行動において捉えられるかを述べたのが以下の仮説2. である。

**仮説2.**「非メイン、そして中小の地域金融機関については一層適用できることとして、メインバンクに比して情報劣位にあり、従って融資先に対して交渉力が弱いため、財務困難な融資先の資金繰り救済行動を担わせられ、寛大な融資条件を受け入れ、経営難にある上場企業から迅速に資金を回収することができないこともある。そのために非メイン行は「ソフトバジェット」問題を抱えている。」

非メイン行について特徴的なことは、 $x_1$ (売上高変化率)の係数が( $z_2$  に対して)「マイナス」であり、 $x_3$ (売上高負債比率)の係数が「正」であることである。売上高変化率についてメイン行の場合にはすでに触れたが、それと対置されて非メイン行では、融資シェアの変化率 ( $z_2$ ) に対して、売上パフォーマンスが悪化している先であるほど非メインの融資シェアを高くする関係が見られる。加えて  $x_3$ (売上高負債比率)が大なるほど非メインの融資シェアが大きくなるという関係も、非メイン行が経営不振企業の資金繰り救済の役割を担わせられていることを窺わせる<sup>28</sup>。

非メイン行がメインに比して交渉力に欠けていることを金利設定においても見るができるように思われる。すなわち  $y_2$  (メインの融資割合の変化率) に対する金利水準( $x_{13}$ )の係数は正であり、経営不振が進む先に対して、債権者間の調整という立場からであれ融資比率を高めるに当たっては、それだけ金利水準を高くしている。これはメインとしてリスク増に際し、相手にそれだけコストを払わせるということで、メイン側の交渉力を反映していると思われる。これに対し非メインの場合 ( $z_2$ ) は、金利水準( $x_{13}$ )の係数はマイナスであり、融資比率を高めたところほど金利水準は低位になっており、これは経営不振企業に流動性支援をする際、その支援が大きい＝窮状の程度が大きいほど金利水準を低下させていると理解すればソフトな予算制約の問題が孕まれているように思われる<sup>29</sup>。

---

ンが融資割合を増加させるときには、調整済み支払い金利をより低位にしているのである。

<sup>28</sup> 融資シェアの増減は金融機関間の貸出額の増減に関係するだけでなく、資金の回収のタイミングの遅速にも関係しており、その意味で情報の入手に影響されよう。最近の事例で言えば、2011年1月岡山のバイオ企業、林原が私的整理の一種である事業再生ADRによる再建を目指したが、28行全行の合意取り付けは難航し、会社更生法に切り替えられた。その背景として、銀行間で再建に向けた温度差の違いがあり、それはメインの中国銀行や準メインの住友信託銀行がADR申請直前に担保保全に走り、それをみずほ銀行など他行が批判するということがあった。

<sup>29</sup> メイン行と非メイン行で共通することとして、支払い金利水準( $x_{13}$ )が融資割合の水準( $y_1, z$

以上の文脈で、地域金融機関の融資比率、その変化率がなぜメイン行の融資シェアに対し有意にならなかったのかに触れておこう。ここで考えられるのは、情報劣位、交渉力欠如の地域金融機関は、迅速に貸出を回収することができていないということで、実際、基本統計量から地域金融業態については平均的に融資割合を増加させている。そうした行動パターンは、小佐野ら（2010）が言う、非メインの資金引き揚げがメイン行に対し「脅し」として機能するというケースと対置されるもので、メイン行の融資シェアに対しシステムティックな影響を及ぼすようなものでないということと理解される。

**仮説3.**「経営不振企業においてメイン行の変更が起こった場合、新たにメインの座に就いた銀行は、旧メイン行あるいは他の非メインとの競争から金利を引き下げてメインバンクの座をつかもうとする。新メインは旧メインの融資を肩代わりし、融資シェアを増大させている。」

この仮設が成立するための変数の符号条件は以下である。ただしここで注意を要するのは、被説明変数の融資シェアは旧メインのままのそれが採られているため、通常メイン行の変更の起こった場合、旧メインの融資シェアは減少している<sup>30</sup>。従って、 $y_1$  あるいは  $y_2$  にたいする  $x_{18}$ ,  $x_{19}$ （それぞれ「調整済み支払い金利、及びその変化率と、メインバンク変更ダミーの交叉項」の係数の符号は「正」である。実際この条件は、 $y_1$  に対しては  $x_{19}$  が正の係数、 $y_2$  に対しては  $x_{18}$  の係数が正であり、成立している。

以上に触れられなかったファイナニングとして以下に挙げておこう。

メイン行の変更は、ダミー変数 ( $x_{17}$ ) の係数が負であり、予想されるように融資シェア、およびその変化率と逆方向に関係する。

取引金融機関数も各  $y$  とマイナスの関係にあるが、これも取引金融機関数が多い企業ほど当該メイン行の融資シェアは小さくなり妥当な結果である。

---

1) と負の関係にある。これは非メインの場合、融資割合の大きな主力銀行群——メインバンクと同じ程度に重要な取引関係を維持している銀行群(堀内、1996))——が、貸出条件を緩和しているとも考えられ、その点で集中的な融資シェアを持つメインが、債権者間調整の立場からスムーズな合意を得ようとする場合と類似した結果を与えていると考えられる。併せて触れるべきは、 $z_1$  に対する  $x_{14}$  (支払い金利スプレッドの変化率) の係数が正であるということで、同じ非メインであっても、融資割合の高い場合には、経営不振の持続する今期にかけて(前期に比しての)金利上昇の程度はより大きくなっており、この結果は、われわれの「非メイン」の中には大手主要行も含まれることから、そうした非メインはそれだけ交渉力のあることが現れているのかもしれない。

<sup>30</sup> ただし、メイン行の変更が、分析対象年度より、2、3年以上さかのぼる場合には、メインの座を獲得すべく金利引き下げの効果が減少し、以下の符号条件が必ずしも満たされない場合がある。

## 5. 結語

われわれは、90年代後半以降指摘されるようになった「メイン寄せ」について、それが地域金融機関など大企業にメイン行としてかかわっていない非メイン行が、経営難の企業から迅速に資金を引き揚げることによって生じているとの見解を、2000年代前半の上場3業種の経営不振企業を対象に検証しようとした。小佐野ら(2010)の議論は、非メインの資金引き揚げとメイン行の流動性支援がセットになるところに生じた「メイン寄せ」が、旧来のメインバンク・ガバナンスであるゾンビ企業への非効率的な融資行動から、効率的な清算処理へとメインバンク・システムの刷新を主張することを趣旨としたものである。しかしわれわれの実証においては、小佐野らが言う非メインが及ぼす「脅し」の機能は検出できなかった。それにもかかわらず、債権者としてのメイン行の効率的な債権調整が倒産・清算と継続融資の意思決定において機能するとすれば、非メインの脅しに代わるメカニズムが他に求められる。それをわれわれは融資取引関係の傾斜化、とりわけメイン行における集中的融資シェアに求めようとした。リレーション・レンディング論が照準を当ててきた企業銀行間関係を、われわれは融資取引関係によって表し、債権調整に当たって「集中した融資シェア」が効率的な役割を果すことに注目した。われわれはメインバンク関係比率として、メインの融資額が企業の負債総額と、メイン行の貸出総額それぞれに占める比率を取り出し、それがメイン寄せを含み、メインバンクの変更も含むものとして企業銀行間関係をいかに規定するかを論じようとした。その結果、3つの仮説を提示し、それを検証したと考える。

仮説1. は、メイン寄せを含む融資取引関係が、集中した融資シェアを持つメインバンクによって、その情報上の優位と交渉力を用いて経営不振企業の再建や清算処理において効率的な債権者間調整を可能としているというものである。

仮説2. は、非メイン行が情報劣位にあり、交渉力を欠くことから、財務困難な企業の資金繰り救済を担わされ、そこにはソフトバジェットिंगが孕まれているというものである。

仮説3. 情報の非対称性の下にあるメイン行と非メイン行のそれぞれの金利政策において、スイッシングコストを含むホールドアップを課すメイン行の金利設定が、「オプション・ライク」といわれる特性から時間にわたって「非減少関数」となる一方、非メインは金利を引き下げてもメインの座を獲得しようとするところから金利を引き下げ、と論じるもので、メインバンクの変更があった企業については、(最低支払金利とのスプレッドで表された)支払金利あるいはその変化率がマイナス化し、旧メインの融資シェア(の減少)との間で正の相関が成立していることを得ている。

## 参考文献

- 青木達彦・片瀬拓弥 (2011)「企業銀行関係とメイン寄せ：理論と実証」、ポストケインジアン研究会夏季コンファレンス報告資料 (信州大学)、8月
- 青木達彦 (2011)「メインバンク関係はいかに機能するか—状態依存型ガバナンスの1つの「検証」」、日本経済学会報告資料 (筑波大学)、10月
- 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
- 内田浩史(2010)『金融機能と銀行業の経済分析』日本経済新聞社
- 王 凌・古川顕(2007)「リレーションシップ・レンディング、ロック・イン効果と銀行のリファイナンス行動」『甲南経学論集』第48巻第1号。
- 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
- 小倉義明(2007)「地域金融市場の競争度と新規参入融資利用可能性」筒井義郎・植村修一編『リレーションシップバンキングと地域金融』所収、日本経済新聞社、2007年。
- 小佐野広・小林磨美・寺崎真美子・中村友哉(2010)「メインバンクをめぐる新しい問題」：「メイン寄せ」の理論的分析、『金融研究』、1月。
- 小野有人 (2007)『新時代の中小企業金融』東洋経済新報社、
- 小野有人 (2011)「中小企業向け貸出をめぐる実証分析：現状と展望」『金融研究』
- 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』、56
- 加納正二(2006)「メインバンクを変更する中小企業の特徴」RIETHI Discussion Paper Series 06-J-005
- 加納正二(2007)「リレーションシップバンキングはどのような場合に中断されるのか—関西地域における実証分析」筒井義郎・植村修一編『リレーションシップバンキングと地域金融』所収、日本経済新聞社、2007年。
- 鯉淵賢(2008)「銀行主導の企業救済はどのように機能したのか—「失われた10年」の債権放棄からのインプリケーション—」mimeo.
- 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
- シェアード、P(1996)「メインバンクと財務危機管理」(青木昌彦・ヒュー・パトリック編著『日本のメインバンク・システム』所収。
- 芝田隆志・山田哲也 (2008)「メイン寄せリスクと貸出債権価値の評価：ゲーム論的リアルオプションによるアプローチ」『金融研究』、11月。
- 島袋伊津子 (2006)「銀行貸出におけるスイッチング・コストと競争環境」PRI Discussion Paper Series no.06A-09
- 鶴光太郎(2006)『日本の経済システム改革』日本経済新聞社
- 内閣府 (2003)『平成15年度年次経済財政報告』10月。

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』70-2、  
福田慎一・鯉淵賢(2006)「不良債権と債権放棄—メインバンクの超過負担—」『経済研究』vol.

57

藤原賢哉(1993)「企業倒産とメインバンク制」『金融経済研究』1月。

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

堀内俊洋 (1996)「銀行との取引関係およびローン・シンジケーションに及ぼす企業規模の効果」

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

宮川大介 (2010)「企業—銀行間関係の動的安定性について：ハザード関数推計からの含意」『経済経営研究』, 31, No. 3, 日本政策投資銀行設備投資研究所。

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

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*

Bulow, J. I. & J. B. Shoven (1978), “The Bankruptcy decision”, *Bell Journal of Economics* 9.

Corsetti, G., A. Dasgupta, S. Morris, & H. S. Shin (2000) “Does one Solos make a difference? A Theory of Currency Crisis with large and small traders”, *Working Paper, Yale Univ.*

Degryse, H., M. Kim, S. Ongena (2009), *Microeconometrics of Banking*, Oxford U.P.

Detragiache, E., P. Garella, & L. Guiso (2000), “Multiple versus Single Banking Relationships: Theory and Evidence”, *Journal of Finance*, 55, June.

Diamond, D. W. (1984), “Financial Intermediation and delegated Monitoring”, *Review of Economic Studies*, 51.

Elsas, R. (2005), “Empirical Determinants of Relationship Lending”, *Journal of Financial Intermediation*, 14

Elsas, R., & J. P. Krahen (1998) “Is Relationship Lending special? Evidence from Credit-file Data in Germany”, *Journal of Banking and Finance* 22

Elsas, R., F. Heinemann & M. Tyrell (2004), “Multiple but Asymmetric Bank Financing: The Case of Relationship Lending”, *CESifo Working Paper* No. 1251, August

Greenbaum, S. I., G. Kantas & I. Venezia (1989): “Equilibrium Loan Pricing under the Bank-Client Relationship”, *Journal of Banking and Finance* .13.

Guiso, L., & R. Minetti (2010), “The Structure of Multiple Credit Relationships: Evidence

- from U.S. Firms,” *Journal of Money, Credit and Banking*, 142, Sept.
- Hall, B. J., & D. E. Weinstein (2000), “Main Banks, Creditor Concentration, and the Resolution of Financial Distress in Japan,” *Finance, Governance, and Competitiveness in Japan*, eds. by Aoki, M., & G. R. Saxonhouse, Oxford U.P.
- Hubert, F., & D. Schafer (2002), “Coordination Failure with Multi-Source Lending, the Cost of Protection against a Powerful Lender,” *Journal of Institutional and Theoretical Economics* 158, June.
- Horiuchi, A., F. Packer, S. Fukuda (1988) ‘What Role has the “Main Bank” Played in Japan,’ *Journal of Japanese and International Economics*, 2
- Ogawa, K., E. Sterken, I. Tokutsu (2007), “Multiple Bank Relationships and the Main Bank System: Evidence from a Matched Sample of Japanese Small Firms and Main Banks” *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
- Ongena, S. & D. C. Smith (2001), “The Duration of Bank Relationships,” *Journal of Financial Economics*, 61,
- Petersen, M. A., & R. Rajan (1994), “The Benefit of Lending Relationships: Evidence from small business data” *Journal of Finance*, March.
- Petersen, M. A., & R. Rajan (1995), “The Effect of Credit Market competition on Lending Relationships,” *Quarterly Journal of Economics* 110.
- Rajan, R. (1992), “Insiders and Outsiders: the Choice between informed and arm’s length debt,” *Journal of Finance*, 47.
- Sharpe, S. A. (1990) “Asymmetric Information, Bank Lending, and Implicit Contracts: A Stylized Model of Customer Relationship,” *The Journal of Finance*, 45, Sept.

被説明変数 説明変数	y1:メインからの 融資割合(総額)	y2:y1の 変化率	y3:メインからの 融資割合(短期)	y4:y3の 変化率	z1:非メインからの 融資割合(総額)	z2:z1の 変化率
(定数)	0.697 *** (0.087)	0.628 *** (0.173)	0.484 *** (0.105)	-0.358 * (0.206)	0.100 *** (0.014)	-0.289 ** (0.124)
x1:売上高変化率(前年度比)	0.474 *** (0.137)	1.118 *** (0.29)	0.289 (17.50%) (0.209)		0.064 (18.30%) (0.047)	-0.723 * (0.407)
x2:利益/売上高(前年度)	-2.696 *** (0.319)	-4.271 *** (0.638)	-2.431 *** (0.489)			
x3:総負債/売上高(前年度)					0.056 *** (0.019)	0.352 *** (0.125)
x4:企業間信用(前年度)	0.376 *** (0.131)			1.393 ** (0.595)		
x5:担保資産比率(前年度)		-0.641 ** (0.252)				
x6:手元流動性比率(前年度)	1.002 *** (0.226)	0.898 * (0.447)	1.439 *** (0.369)			
x8:借入金総額変化率(前年度比)	0.21 *** (0.061)	0.886 *** (0.124)		0.566 * (0.289)	0.038 * (0.021)	
x11:地域金融機関業態の融資割合						
x12:x11の変化率						
x13:調整済み支払金利	-0.052 ** (0.024)	0.131 *** (0.043)			-0.013 * (0.007)	-0.16 *** (0.057)
x14:x13の変化率					0.011 ** (0.005)	
x15_s:x15(企業負債中のメイン融資割合(前年度))の二乗	0.639 ** (0.25)	-1.229 ** (0.478)			-0.132 (11.50%) (0.082)	
x16:メイン行からの融資額/メイン行の総貸出額(前年度)	185.473 *** (32.278)	351.092 *** (56.501)	215.451 *** (42.477)		-28.869 ** (11.122)	
x17:メインバンク変更ダミー	-0.258 *** (0.075)	-1.092 *** (0.184)				
x18:調整済み支払金利*メインバンク変更ダミー		0.496 ** (0.212)	-0.187 (15.90%) (0.131)		0.032 (27.30%) (0.029)	0.496 ** (0.249)
x19:調整済み支払金利変化率*メインバンク変更ダミー	0.725 *** (0.199)		1.15 *** (0.296)			
x20_L:x20(取引金融機関数(前年度))の対数	-0.528 *** (0.082)	-0.28 * (0.159)	-0.408 *** (0.116)			
x21:(前年度)不良債権比率(業態平均との差)			3.231 ** (1.461)	-6.634 (16.1%) (4.652)		
x22:(前年度)自己資本比率(業態平均との差)	2.138 (13.50%) (1.398)	-3.776 (18.00%) (2.763)				
x23:(前年度)ROA(経常利益/総資産)(業態平均との差)	-10.161 ** (4.05)					
調整済み決定係数	0.774	0.706	0.514	0.143	0.210	0.285