

# 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\*

王 凌  
古 川 顕

## 1. はじめに

銀行が経営危機に陥った取引先企業に対して、法的整理に基づく清算ではなく、負債のリファイナンス（追加融資や金利免除あるいは債権放棄などの金融支援策）を講じ、私的整理による企業再生を図る場合も少なくない。バブル崩壊後、日本の銀行がバブル期に巨額の融資を受けて重い債務負担を負った企業に対して「追い貸し」を行ったことはよく知られている<sup>(1)</sup>。この「追い貸し」という現象は、銀行による負債のリファイナンス（再融資）行動の典型的な事例である<sup>(2)</sup>。

こうした銀行による負債のリファイナンス行動は、日本の銀行に特有のものではない。例えば、James (1996) は、米国の事例に基づいて、企業が財務困難 (financial distress) に陥った場合、当該企業の総負債に占めるある特定の銀行からの借入金の割合が高いほど、すなわち、銀行のバランスシート

---

\* 本研究は、日本学術振興会からの研究助成を受けており、本稿はその助成による成果の一部である。

(1) 「追い貸し」に関する実証研究は、Woo (1999)、Tsuru (2001)、小林・才田・関根 (2002)、杉原・笹田 (2002)、王・古川 (2006) などを参照されたい。

(2) 金利減免、債権放棄は事実上、同額の追加融資として理解してもよい。

劣化の度合いが深刻であるほど、銀行が企業のリストラクチャリング、とりわけ債務再建に参加して「譲歩」しようとするインセンティブが強まることを示している。<sup>(3)</sup> また、Elsas and Krahnén (1998) は、ドイツのメインバンク (housebank) と企業との取引関係を多面的に分析し、メインバンクのある企業が財務困難に直面した場合、メインバンクがその企業に流動性を提供するという流動性保険 (liquidity insurance) 機能を果たすことを示している。

これらの研究成果は、経営不振の企業に対する銀行のリファイナンス行動を解明するためには、銀行と企業の長期継続的な取引関係を前提とする、いわゆるレンディング・リレーションシップが重要な手がかりであることを示唆している。周知のように、企業とメインバンクとの長期安定的な取引関係は、日本の金融システムの大きな特徴である。<sup>(4)</sup> それゆえ、日本のメインバンク・システムは、銀行と企業のレンディング・リレーションシップに基づく銀行のリファイナンス行動を解明するための恰好の材料を提供しているように思われる。そこで本稿では、銀行と借り手企業との取引関係に焦点を絞り、日本における経営不振企業に対する銀行のリファイナンス行動の分析を試みる。

本稿の構成は次の通りである。まず次節では、リレーションシップ・レン

---

(3) James (1996) は、企業の債務再建に対する4つの銀行行動を提示して、サンプル企業が銀行からこの4つのタイプの債務再建を受けるそれぞれの割合も示した。タイプ1は、企業の貸出元本を減らすこと(債権放棄)で、その割合は21%であり。タイプ2は、貸出元本を減らさないまま、新たな担保を徴収し、あるいは、他の方法で既存した貸出を優先債権にすることで、その割合は6%しかない。タイプ3は、貸出元本を減らさないまま、契約制限条項(covenant)を撤回したり、貸出の返済期限を延ばしたりすることで、その割合は32%である。タイプ4は企業に追加融資をすることで、その割合は19%である。銀行から何ら債務再建行動を受けていない企業の割合は22%である。Jamesは、合計72%ほどの割合を占めていたタイプ1、タイプ3とタイプ4を「銀行譲歩」(bank concessions)と定義した。

(4) 日本のメインバンク制度に関する包括的な研究として、Aoki and Patrick (1994)、藪下 (1995) (第5章～第7章)などを挙げるができる。

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……

ディングのメリットとデメリットを中心に、リレーションシップ・レンディングに関する先行研究を整理し、研究の課題や問題の所在を明らかにする。第3節では、リレーションシップ・レンディングによるロック・イン効果と銀行のリファイナンス行動との関連を理論的に分析する。第4節では、日本の個別企業の財務データを用いて、長期継続的な取引関係と銀行のリファイナンス行動との関連について実証分析を行う。最後に第5節では、以上の結論をまとめ、分析から導かれるインプリケーションを論じる。

## 2. リレーションシップ・レンディングに関する先行研究と問題の所在

銀行と企業との取引関係は、多くの場合、一回限りではなく長期継続的なものである。なぜ銀行と企業の間で長期継続的な取引関係が生じるのだろうか。取引関係を維持することには、どのような経済的価値があり、逆に、どのような問題があるのだろうか。1980年代末から、情報の経済学や企業金融理論などの著しい発展に伴って、これらの問題が次第に解明され始めた。

### 2.1 金融取引における取引関係のメリット

金融取引における取引関係の重要性については、これまでの理論研究と実証研究の蓄積より、以下の6つの点が指摘される。

第一に、長期的・多面的な取引関係は、銀行と借り手企業との間の情報問題（情報の非対称性と不完全性）およびエージェンシー問題を軽減できる（Sharpe (1990), Berger and Udell (1995, 2002), Harhoff and Körting (1998), Boot (2000), Elsas (2005)などを参照）。

長期継続的な取引関係のもとでは、銀行は取引先企業に関する私的情報（private information）を多く蓄積できるので、過去の取引経歴に基づいてより客観的に企業の質を判断し、逆選択問題を克服することができる。また、銀行と取引先企業との取引関係は、融資取引だけではなく、預金や決済や経

営アドバイスなどを含む総合的で多面的な金融取引に関わるものである。したがって、銀行は借り手企業の財務状況や経営活動へのモニタリングを行いやすく、借り手企業に関する正確な情報も入手しやすい。さらに、継続的な取引関係は銀行の情報収集・生産活動のインセンティブを強め、借り手企業のモラル・ハザード行動のインセンティブを弱めることができる。すなわち、銀行から言えば、長期にわたって借り手企業に多額の融資を行った場合、借り手企業のデフォルトによる貸付損失が大きいので、銀行は借り手企業を監視するインセンティブが強い。借り手企業から言えば、Haubrich (1989)、Hellwig (1989) が示したように、継続的な取引関係のもとで、銀行が融資を拒否するような直接的かつ強力的な威嚇・処罰手段を用いて借り手企業を誠実に行動させることができるので、もし借り手企業が取引で不正な行動をすれば、融資先銀行から何らかのペナルティを受けることが事前に予測できるため、モラル・ハザード行動を取るインセンティブが弱くなる。この場合、リレーションシップ・レンディングは一種の契約履行強化装置 (contract enforcement device) として機能するとみられる。

第二に、長期的・多面的な取引関係は、銀行の情報生産コストや金融仲介コストおよびモニタリング・コストを節約することができる (Bernanke (1983), Diamond (1984, 1991), Degryse and Cayseele (2000) などを参照)。すなわち、長期継続的な取引関係のもとでは、前述したように、銀行と借り手との情報問題やエージェンシー問題が軽減され、借り手自身も長年の取引でようやく築き上げた名声 (reputation) をただ一度の不正行為によって失いたくないため、誠実に行動するインセンティブが強い。のみならず、長期的・多面的な取引関係においては、銀行は情報収集・生産活動における「規模の経済性 (economies of scale)」および「範囲の経済性 (economies of scope)」の利便性を享受して情報収集・生産活動から生じた固定費用を長期的かつ多面的に平準化することができるうえ、ひとたびコストをかけて生産した情報

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……

は、その後何度でも利用できるという「異時点間の情報の再利用性」(inter-temporal information reusability)を享受することもできる。したがって、長期的・多面的な取引関係における銀行のモニタリングは、Diamond (1991)の言葉を用いれば、「安くて効果的」(cheap and effective) (p. 711)なのである。

第三に、長期継続的な取引関係においては、「異時点間のリスク・シェアリング」(intertemporal risk sharing)、あるいは「貸出価格における異時点間の移転」(intertemporal transfers in loan pricing)によって、銀行と借り手の双方の収益が安定化するから、互いに有利である(佐々木(1992)、Boot and Thakor (1994)、Boot (2000)などを参照)。例えば、銀行は借り手企業が若い時は低い貸出金利で融資を行うが、当該企業が成熟すると、貸出金利を引き上げる(Petersen and Rajan (1995))。また、銀行は借り手企業の経営状況が悪化した時は貸出金利を引き下げ、借り手企業の経営状況が安定している時は貸出金利を引き上げる(広田(1990))。さらに、銀行は安定貸出先を長期的に確保するため、金融引締め期に採算が取れなくても、取引先企業の必要に応じて融資を行ったり(鈴木(1966)、第2章)、取引先企業に対する貸出金利を市場金利水準以下に抑えたりする(Wood (1975)、Berlin and Mester (1998))。

第四に、長期継続的な取引関係は借り手、とりわけ情報問題の深刻な借り手に対する銀行の貸出供給を増大することができる。この点は、多くの実証分析によって確認されている(Petersen and Rajan (1994)、Weinstein and Yafeh (1998)、Cole (1998)、Harhoff and Körting (1998)、Angelini *et al.* (1998)、中小企業庁(2002, 2003)など)。

第五に、長期継続的な取引関係は、貸出金利、担保要件および契約の再交渉などの面で、借り手の借入条件を緩和することができる(Diamond (1989, 1991)、Boot and Thakor (1994)など)。ただし、この点は理論的にはほぼ意

見の一致をみているが、実証的には、現在までのところ統一した結論が得られていない。Berger and Udell (1995), Blackwell and Winters (1997), 中小企業庁 (2003) などのように、これを肯定する文献もある一方, Petersen and Rajan (1994), Angelini *et al.* (1998), Degryse and Cayseele (2000), 加納 (2005) などのように、否定する文献もある。

第六に、銀行との長期安定な取引関係は、借り手企業の流動性制約を緩和し、それによって借り手企業の設備投資などを増大させる。この点も多くの実証分析によって支持されている。例えば、Hoshi *et al.* (1990, 1991), 岡崎・堀内(1992), Houston and James (2001) などを挙げることができる。

## 2.2 金融取引における取引関係のデメリット

上で論じたように、一般には、金融市場には情報の非対称性や不完全性が存在するため、貸し手と借り手が長期継続的な取引関係を築くことが合理的な行動であり、双方にとってメリットであると考えられてきた。しかし、取引関係に基づいた金融取引には、非市場的な要因が作用する余地が大きいので、資源配分の効率化や取引主体の経営規律などを歪める恐れがある。これまで、リレーションシップ・レンディングのメリットについては数多くの研究によって指摘されてきたが、そのデメリットについてはあまり考察されていない。

いち早くリレーションシップ・レンディングの弊害を明示的に指摘したのは、Hellwig (1989) である。Hellwig (1989) は、不完備かつ再交渉可能な契約形態である長期継続的な取引には、部分ゲーム均衡 (subgame equilibria) が多数存在し、この複数の部分ゲーム均衡の存在は全体均衡 (overall equilibrium) の効率性を損なうと指摘した。

Greenbaum *et al.* (1989), Sharpe (1990), Rajan (1992), Thakor (1996), Houston and James (1996) などは、長期継続的な取引関係を通じて、銀行は借り手についての専有的な情報 (proprietary information) を入手できるので、

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……

リレーションシップ・レンディングのもとでは、銀行は情報の比較優位性 (informational advantage) および借り手に対する情報独占 (informational monopoly) やリレーションシップ・レント (relationship rent) を獲得できると指摘した。この問題が深刻になると、ホールド・アップ問題 (hold-up problem) を惹き起こす恐れがある。リレーションシップ・レンディングにおけるホールド・アップ問題について、よく指摘されるのは次の3つである。第一は、銀行が借り手の貸出金利を引き上げることである (理論研究としては、Greenbaum *et al.* (1989), Sharpe (1990) などがあり、実証研究としては、Angelini *et al.* (1998), Degryse and Cayseele (2000), 加納 (2005)などを参照のこと)。第二は、Rajan (1992) が理論的に示したように、銀行が過度な裁量権などを用いて借り手の経営活動に介入し、借り手の努力のインセンティブを損なうことである。第三は、借り手の他の銀行からの借入が難しくなることである。

また、Dewatripont and Maskin (1995), Boot (2000), 大瀧 (2000) が示したように、長期継続的な取引関係においては、もし融資契約の再交渉が容易過ぎたり、あるいは銀行の監視能力が不十分であったりすると、「ソフトな予算制約」(soft-budget constraint) などの借り手のモラル・ハザード問題が生じる可能性も高いと考えられる。

さらに、銀行と借り手企業との取引関係が緊密である場合、ひとたび、銀行の財務状況が劣化すると、銀行の貸出供給能力が著しく悪化し、取引先企業の資金調達については支出活動に重大な影響を及ぼす恐れもある (Slovin *et al.* (1993), Gibson (1995), Kang and Stultz (2000), 永幡・関根 (2002)などを参照)。より深刻な事態は、もし銀行が破綻した場合、借り手企業は、新たな貸し手の開拓を余儀なくされる。その際、新規貸し手との間の情報の非対称性が元の貸し手より大きいので、借り手企業にとって無視できないスイッチング・コスト (switching cost) が不可避となる (Sharpe (1990),

Kashyap and Stein (1994))。

以上からわかるように、リレーションシップ・レンディングのデメリットに関する先行研究は、主に借り手の視点から行われたものである。リレーションシップ・レンディングにおける貸し手のデメリットはほとんど検討されていない。特に、それに関する実証研究は現在のところ、極めて少ないと言わざるを得ない。以下では、以上の先行研究の成果を踏まえて、貸し手の視点から、長期継続的な取引関係におけるロック・イン効果と銀行のリファイナンス行動との関連を理論的かつ実証的に分析する。

### 3. ロック・イン効果と銀行のリファイナンス行動

#### 3.1 自己強化メカニズム、リレーションシップ・レンディングとロック・イン効果

われわれの知る限り、ロック・イン (lock-in) 効果について、はじめて明示的・体系的に分析したのは Athur (1988) である。Athur (1988) は、自己強化メカニズム (self-reinforcing mechanism) の特性の一つとしてロック・イン効果に言及し、「いったんある結果に達すると、そこから脱することは<sup>(5)</sup>難しい」(p. 10) と述べている。

もし、リレーションシップ・レンディングが一種の自己強化メカニズムであるとみなすと、リレーションシップ・レンディングにはロック・イン効果という特性があると考えられる。

Athur (1988) は、この自己強化メカニズムの発生原因について、次の4つを挙げている。第一は、多額の初期コストあるいは固定コスト (large setup or fixed cost) であり、固定コストの存在のために、産出が増えるとも

---

(5) Athur (1988) の述べた自己強化メカニズムの他の3つの特性は、複数均衡 (multiple equilibria)、可能な非効率性 (possible inefficiency) と経路依存 (path-dependence) である。

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……

に単位コストが減少するという利点が得られる。第二は、学習効果 (learning effects) であり、商品の普及率の増加につれて商品を改善し、生産コストを低下させるという効果である。第三は、協調効果 (coordination effects) であり、ある経済主体が他の経済主体と協調的な行動をとることによって得られるメリットである。そして、第四は適応的期待 (adaptive expectation) であり、商品の市場普及率の増加が、よりいっそうその商品の普及への期待を強めるという効果を指している (p. 10)。

この4つの要因から判断する限り、リレーションシップ・レンディングも自己強化メカニズムに従うと考えられる。例を用いて具体的に説明しよう。例えば、いま借り手Aは取引経歴のない銀行Bに新規貸出を申請するとする。

多額の初期コスト：銀行Bは借り手Aに関する情報を一切持たない、あるいは少量しか持っていないから、貸出リスクを軽減するために、貸出を実行する前には、Aの信用度調査、Aのプロジェクトに関する評価など徹底的な審査を行うはずである。この審査は無視しがたい情報生産コストがかかることになるが、これが初期コストを形成する。銀行にとって、新規貸出の際に投下した初期コストが多ければ多いほど、長期継続的な取引関係を構築して「異時点間の情報の再利用性」を享受することは経済合理的である。

学習効果：借り手Aが銀行Bの審査に合格して、銀行Bからの貸出金でプロジェクトを完成し、そのプロジェクトからの収益で貸出元利金をBに返済する、つまり、1回目の取引が成功したとしよう。この1回目の取引を通じて、銀行Bは借り手Aについてより深く知るようになり、A・B双方の間にある程度の信頼関係が築き上げられると考えられる。このことは、前節でも指摘したように、銀行Bにとっては、借り手Aとの2回目の取引の際、情報生産コストが第1回目より低下することを意味する。このように、AとBの取引関係が長く緊密であればあるほど、銀行BがAに関する情報を多く蓄積することになり、Aに関する情報生産コストは次第に低下する。これが学習

効果にほかならない。

協調効果：借り手Aは自ら誠実に正確な情報を開示して、銀行Bの情報生産行動に協力するとしよう。Aのこの情報提供行動は、銀行Bの情報生産コストの節約につながるだけではなく、自分に関する正しい情報を伝達して銀行Bに信用させるというシグナリング・メカニズムによって、A自身のエージェンシー・コストの軽減にも効果がある。その結果、借り手Aと銀行Bの間の情報問題が緩和され、双方の取引関係がさらに安定的で円滑になることが期待される。また、メインバンク制度がそうであるように、他の融資銀行が情報生産活動をメインバンクに委託することによって、自らの情報生産コストが節約されるし、重複な情報生産活動による資源の浪費も削減される<sup>(6)</sup>。これらが協調効果の具体的な内容である。Sharpe (1990), Rajan (1992) などが示したように、借り手と貸し手との長期継続的取引関係はほとんど明示的な契約によるものではなく、「暗黙の長期契約」(implicit long-term contract) に基づいたものである。この点は、貸し手と借り手が協調的行動をとることが、長期継続的取引関係の構築にとって極めて重要であることを示している。

適応的期待：新しいプロジェクトに対する投資資金の不足によって、借り手Aは既存の借り入れに加え、銀行Bから追加的な借り入れを求めるとしよう。すでに述べたように、1回目の取引後、借り手Aと銀行Bの間の情報問題は緩和され、ある程度の信頼が築き上がっている。したがって、借り手Aにとって、他の条件が一定であれば、銀行Bとの取引コスト（貸出金利だけではなく、意思疎通の易さなども含める総合的な取引コスト）は他の銀行より低いから、今回も銀行Bから資金を借りるインセンティブが強いのである。一方、銀行Bにとっては、すでに借り手Aに多額の初期コストを投下したこ

---

(6) Aoki (1994), 藪下 (1995) (第5章) を参照されたい。

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……

とと、「学習効果」により、継続的にAに貸出することは得策である。それゆえ、借り手Aと銀行Bはともに取引関係の継続を強く望むことになる。これが適応的期待の内実である。

### 3.2 ロック・イン効果と銀行のリファイナンス行動

以上説明したように、リレーションシップ・レンディングも、自己強化メカニズムに従うと考えられるが、ロック・イン効果はリレーションシップ・レンディングの特性の一つといえよう。ロック・イン効果とは本来、「既存状態からの脱出が容易ではない」という意味であるが、本小節では、リレーションシップ・レンディングの貸し手へのロック・イン効果を具体的に分析する。

現実の経済世界では、取引銀行からリファイナンス（再融資）を受けて倒産の危機を免れた経営不振企業が少なくない。貸出債権の回収が危うくなる取引先企業（例えば、要注意先・破綻懸念先企業）へのリファイナンス行動はリスクが非常に大きいことは直感的にも理解できるが、なにゆえ、しばしば「質への逃避」（flight to quality）行動を取る同じ銀行がこのようなリスクな行動を取るのだろうか。<sup>(7)</sup>以下では、次の四つの面から銀行のリファイナンス行動の誘因を考察することによって、リレーションシップ・レンディングの貸し手へのロック・イン効果を検討し、この興味深い経済現象を説明してみよう。

銀行が不良債権の償却を先送り、不良債権先にリファイナンスする行動の第一の誘因は、貸付損失を実質化・表面化させまいとすることである。不良債権の償却による貸付損失の表面化は、銀行の評判と信用の失墜、他の借り

---

(7) 経営基盤と収益力を備えており、景気変動に影響されたり、不可抗力の事故に出あたりして、資金繰りに苦しい企業に対する銀行のリファイナンス行動は、本稿の検討対象ではない。

手企業の融資銀行の乗り換え、預金者の取り付け行動、監督当局の経営介入などをもたらし、銀行の経営に多大な影響を及ぼすかもしれない。特に、不振企業への貸出損失がかなり大きい場合、これらの不良債権を償却することによって銀行自身の財務状況も危うくなるので、当該企業にリファイナンスして過去の貸付損失を隠そうとする銀行のインセンティブはいつそう強くなる。

第二に、企業の倒産コストを回避することも銀行のリファイナンス行動の誘因である。経営不振の企業は倒産に追い込まれると、種々のコスト負担（いわゆる倒産コスト）が避けられない。倒産コストには、倒産に関連する法務、会計、事務処理に伴う支出（例えば、会計士と弁護士等に支払う費用、訴訟費用等）のような直接倒産コストはもちろん、企業の評判と信用の失墜、既存取引相手との取引関係の断絶、経営再建費用（例えば、不採算部門の売却等による損失など）等の間接倒産コストを含んでいる<sup>(8)</sup>。したがって取引先企業が倒産に追い込まれると、倒産コストの存在によって企業の企業価値は大きく損なわれ、その結果、企業に対する銀行の債権価値も大きく毀損される。当然のことながら、倒産コストによる銀行の債権価値の毀損の度合いは銀行の債権の大きさと正比例の関係にある。

第三に、借り手に関する情報収集・生産活動には無視できないコストが生じることも銀行のリファイナンス行動のインセンティブを高める。銀行の情報収集・生産活動は、実質的に、借り手に関する一種の投資行動であると考えられる。もし、銀行と企業が長期取引関係を維持しているならば、銀行が当該企業を審査・監視するために投入した費用（投資コスト）はすでに多額にのぼり、その代わりに、蓄積されてきた当該企業に関する情報ストックは銀行の重要な無形資産（のれん）になるわけである。しかし、もしこの企業

---

(8) 倒産に関連する法務、会計、事務処理に伴う費用は、通常、倒産企業の残存価値から支払われる。

## 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……

が倒産してしまうと、当該企業に関する情報生産コストは完全にサンク・コスト（埋没費用）になると同時に、当該企業に関する情報ストックの価値もすべて失ってしまう。換言すれば、せっかく蓄積したその企業固有の情報は、転用不能の資本財と同様、たちどころに役に立たなくなってしまう。この場合、特に、経営不振企業と銀行との取引年数が長いほど、そして取引額が多いほど、サンク・コストとしての銀行の情報生産コストおよび流失した銀行の情動的資産価値もより多くなる。

第四に、貸出損失を少しでも取り戻そうとすることも経営不振企業に対する銀行のリファイナンス行動の誘因の一つとなると考えられる。もし借り手企業が倒産してしまうと、銀行は貸出元利金を全額回収できないかもしれない（特に、優先権のない貸出債権の場合）。しかし、その企業にロール・オーバーの形で追加融資することによって企業がその追加融資額から既存の貸出金の利息を支払うようになれば、銀行は当面、貸出利息収入が得られ、損失を少しでも取り戻せる。特に、貸出利息が多い場合はそうである。

一般的には、借り手が経営不振に陥って債務の返済が困難になった場合、銀行は今後この借り手に融資しないか、あるいは貸付条件を厳しくするはずである。しかし、以上の説明からわかるように、銀行と経営不振企業との取引関係が緊密になるほど、企業の倒産が銀行に与える損失（コスト）がより大きくなるので、まさに一蓮托生のごとく、銀行は経営不振企業と取引を断つことは難しくなる。この場合、そのコストが企業を存続させるコストよりも大きいならば、銀行にとって、リファイナンスによって企業を倒産から救い出す行動は経済合理的である。こうした銀行の取引先企業に対するリファイナンス行動は、リレーションシップ・レンディングが銀行に与える一種のロック・イン効果によるものであると言えよう。このロック・イン効果の本質は、銀行の交渉力を削減するところにある。すなわち、銀行と企業との取引関係が緊密であればあるほど、企業が財務危機に陥った際、その企業に金

融支援策を講じざるを得ないのである。

#### 4. 実証分析

本節では、以上の理論的考察を踏まえ、銀行と取引先企業との長期継続的な取引関係が経営不振企業に対する銀行のリファイナンス行動におよぼす影響を実証的に分析する。

##### 4.1 実証分析の方法

###### (1) サンプル企業の抽出方法

以下の分析では、「経営不振企業」とは「税引後当期純損益」がマイナスである企業であると定義し、それを実証分析のサンプル企業として選び出す。具体的には、日本政策投資銀行の『企業財務データバンク』を用いて、全国の8証券取引所に上場している建設業、不動産業の2業種に属する企業211社の中で、サンプル期間（1990年度～1997年度）中、「税引後当期純損益」がマイナス、すなわち、最終損益が赤字であったことのある56社を選び出して推定の対象とした（サンプル企業の構成については、表1を参照されたい）。

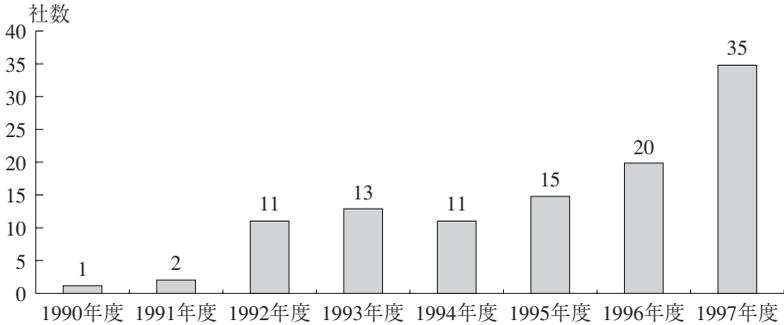
###### (2) サンプル期間

分析のサンプル期間は、以下の理由によって、1990年度から1997年度までの8決算期とした。第一は、90年代に入って以降、地価の持続的かつ大幅な

表1 サンプル企業の構成  
( )内は構成比

サンプル企業総数	56 (100.00%)
建設業企業	35 (62.50%)
不動産業企業	21 (37.50%)
資本金50億円以上の企業	38 (67.86%)
資本金50億円未満の企業	18 (32.14%)
最終赤字が1回だけの企業	27 (48.21%)
最終赤字が2回以上の企業	29 (51.79%)

図1 サンプル期間中の毎年度の赤字企業数



下落が生じたため、この期間、分析の対象とする不動産関連企業の経営環境は非常に厳しかったと考えられるからである。第二は、バブル崩壊後、第一の理由から、不動産関連企業への銀行の「追い貸し」行動が典型的にみられたと推測できることである。<sup>(9)</sup> 第三は、本分析の利用したデータベース『企業系列総覧』（東洋経済新報社）のデータは、98年度までしか利用可能ではないという制約によっている。

図1は、サンプル期間中、年度ごとに最終赤字が生じたサンプル企業を集計したものである。この図を見ると、1990年代後半以降、地価の下落が長引く中で、不動産関連企業の財務状況がますます悪化していたことが一目瞭然である。

### (3) メインバンクの定義

リレーションシップ・レンディングの一方の当事者である借り手企業として、上述のようなサンプル企業を選んだが、これに対する貸し手の銀行（金融機関）としては、分析の目的から考えて、当該企業のメインバンクを選ぶのが最も自然であろう。したがって以下の分析においても、上述の不動産関

(9) バブル崩壊後、銀行が不動産関連企業に対して「追い貸し」を行ったことを実証的に確認した研究は、注(1)の参考文献を参照されたい。

連企業のメインバンクを貸し手として選択した。そして、これまでの慣例に従い、個々の企業にとって融資第1順位の銀行をメインバンクと定義した。また、メインバンクと取引先企業との関係は総合的・多面的であり、融資取引をはじめとする各種の取引以外にも、株式の相互持ち合いや企業への役員派遣という資本関係、人的関係を通じて補強されるとしばしば指摘される。そこで以下の分析では、メインバンクの持株状況や役員派遣なども考慮したうえで実証分析を行った。

各標本企業のメインバンクは、具体的には次の手順によって決定した。まず、サンプル企業56社について、『企業系列総覧』を用いて、これらの企業が系列に属しているかどうかを調べた。その結果、すべてのサンプル企業が『企業系列総覧』に載っている、すなわち、サンプル企業はすべて企業系列に属し、メインバンクを有していることが判明した。次に、同じく『企業系列総覧』を用いて、それぞれの企業ごとに各銀行からの融資シェアを調べ、各企業の最終赤字年度の翌年度の融資シェア1位の銀行を当該企業のメインバンクとした。

#### (4) 推定方法

以下の分析では、個別企業の企業財務データを用いて、最小二乗法 (OLS) で回帰分析を行った。また、企業間の異質性を明らかにするため、全対象企業を資本金規模と赤字回数で分け、それぞれについて回帰分析を行った。

### 4.2 推定モデルの定式化

本分析の主要な目的は、経営不振企業に対する銀行のリファイナンス行動が、銀行と取引先企業との長期継続的な取引関係によって説明できるかどうかを検証することである。そのため、最終赤字の翌年度のメインバンクからの融資比率を被説明変数とし、銀行と企業との取引関係の代理変数を説明変数とした。その他、企業の投資機会と信用力の影響をコントロールするため

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……

に、それぞれに対応する代理変数をも説明変数に加えた。以上の点を考慮して、推定モデルを次のように定式化する。

$$\begin{aligned} \text{モデル 1 : } LR = & \beta_0 + \beta_1 ALR + \beta_2 YRD + \beta_3 SHD + \beta_4 BMD + \beta_5 LANDP \\ & + \beta_6 SG + \beta_7 DR \end{aligned} \quad (5)$$

用いられた変数は、以下の通りである。

*LR*：最終赤字の翌年度のメインバンクからの融資比率（メインバンクからの借入金を総借入金で割った値）である。すなわち、もし企業の最終赤字の生じた年度を  $t$  とすると、*LR* は  $t+1$  年度のメインバンクからの融資比率である。なお、経営不振企業に対するメインバンクのリファイナンス行動をより正確に把握するために、推計期間中、2 回以上の最終赤字のある企業については、最後の赤字の生じた年度を  $t$  とする。<sup>(10)</sup>

*ALR*：メインバンクからの融資比率の  $t$  年度までの10年間平均値であり、過去の融資取引の集中度（メインバンクへの融資依存度）を表す変数である。一時的な財務データの変動を除去するために、ここでは10年平均を取った。<sup>(11)</sup>

*YRD*：メインバンクとの取引年数の長さを表すダミー変数である。メインバンクとの取引年数が10年以上の企業（10年の間にメインバンクを変更しない企業）を1、10年未満の企業を0とする。繰り返すが、本分析のメインバンクに対する定義は、 $t+1$  年度の融資順位1位の銀行である。したがって、企業とメインバンクとの取引年数も、この銀行の融資順位1位の持続年数とする。<sup>(12)</sup>

---

(10) 企業に何回かの赤字が生じた後も、銀行が当該企業に融資する場合、銀行と企業との取引関係は相当に強いと予想される。それゆえ、最後の赤字の生じた翌年度の融資比率には、銀行と企業との取引関係についての情報が多く含まれている。

(11) 過去の融資取引の集中度の代理変数として、メインバンクからの融資比率の  $t$  年度までの5年間平均値も用いたが、推計結果には大きな変化は見られなかった。

(12) 三輪（1985）、堀内・福田（1987）、広田（1989）、佐々木（1992）、加納（2005）などの先行研究は調査期間を10年間として、メインバンクの安定性を調べた。本分析は、これらの研究に従い、10年を継続取引年数ダミーの境界値とした。

*SHD*：メインバンクの持株状況を表すダミー変数である。メインバンクの持株比率が t 年度までの 5 年間、継続的にすべての銀行株主の中で最も高い企業を 1、そうでない企業を 0 とする。<sup>(13)</sup>

*BMD*：メインバンクからの役員派遣の有無を表すダミー変数である。メインバンクから役員が派遣された企業を 1、そうでない企業を 0 とする。

*LANDP*：t 年度の地価の変化率である。サンプル企業は不動産関連企業であるため、地価の変動は企業の投資機会に大きな影響を与え、また、担保価値の変動を通じて、企業の信用力にも影響を及ぼすと考えられる。

*SG*：t 年度の企業の売上高成長率である。これも、企業の投資機会をコントロールするために入れた変数である。

*DR*：t 年度の企業の負債比率（総負債を自己資本で割った値）であり、企業の財務健全性を表す変数である。

上のモデル 1 に加えて、取引年数の長さ (*YRD*)、持株関係 (*SHD*) および役員派遣 (*BMD*) などの指標で測った取引関係の緊密さと過去の融資取引の集中度 (*ALR*) の間に、相乗効果が働くか否かを検証するために、次のようなモデル 2 を用いて推定を行った。

$$\begin{aligned} \text{モデル 2 : } LR = & \beta_0 + (\beta_1 + \beta_2 YRD + \beta_3 SHD + \beta_4 BMD) ALR + \beta_5 LANDP \\ & + \beta_6 SG + \beta_7 DR \end{aligned} \quad (6)$$

#### 4.3 使用データ

以下の分析に使用したデータは、東洋経済新報社の『企業系列総覧』（各年版）、日本政策投資銀行の『企業財務データバンク』および国土交通省の『公示地価』から得られた。なお、『企業財務データバンク』には、個別決

---

(13) バブル崩壊後、株価下落や BIS 規制などを背景に、銀行が株式の持ち合い関係を解消し、保有株式を売却せざるを得なかった。これを考慮して、持株状況ダミーの境界値を 5 年とした。

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……

算と連結決算のデータがあるが、より詳細な時系列データが揃っている個別決算のデータを用いた。これら3つの時系列データより、必要なデータを次のようにして求めた。

- (1) メインバンクからの融資比率：各サンプル企業の個別銀行ごとの借入金および総借入金は、『企業系列総覧』によった。
- (2) メインバンクとの取引年数：各年版の『企業系列総覧』を用いてメインバンクの融資順位1位の持続年数を調べて得られた。ちなみに、『企業系列総覧』のデータは1969年度から1998年度までの30決算期であるので、取引年数は最大で29年である。
- (3) メインバンクの企業への役員派遣の有無：『企業系列総覧』によった。
- (4) メインバンクの持株比率：『企業財務データバンク』から得られた。
- (5) 地価の変化率：国土交通省の『公示地価』の商業地価の前年度変化率を用いた。各サンプル企業の本社所在地の都道府県地価を採用した。
- (6) 企業の売上高成長率：売上高のデータは『企業財務データバンク』によった。
- (7) 企業の負債比率：負債の簿価総額と自己資本の簿価総額のデータは、『企業財務データバンク』によった。

表2は、サンプル企業を5つのグループ（全対象企業、資本金50億円以上の企業、資本金50億円未満の企業、最終赤字が1回だけの企業、最終赤字が2回以上の企業）に分け、各企業グループの特徴を調べた結果をまとめたものである。

表2は、いくつかの興味深い事実を示している。

第一は、規模の大きい企業ほど、メインバンクとの取引関係がより緊密である。例えば、メインバンクの持株比率、メインバンクとの取引年数を見てみると、いずれも資本金50億円以上の企業グループの平均値は、50億円未満の企業グループおよび全対象企業グループより高いことがわかる。赤字翌年

表2 サンプル企業の特徴

項 目	全対象 企 業	資本金規模別		赤字回数別	
		50億円 以上の企業	50億円 未満の企業	1 回だけ の企業	2 回以上 の企業
1. 資本金(百万円)	23951.52	33931.32	2883.06	28391.48	19816.83
2. 従業員数(名)	1712.29	2269.53	535.89	2428.33	1045.62
3. 売上高(百万円)	206048.80	282781.20	44057.94	287022.80	130659.20
4. キャッシュ・フロー(百万円)	-18132.38	-26278.24	-935.56	-26398.04	-10356.31
5. 有利子負債比率(%)	53.01	55.50	47.75	43.41	61.95
6. メインバンクの持株比率(%)	3.86	4.11	3.34	4.08	3.65
7. メインバンクとの取引年数(年)	17.96	19.89	14.06	19.67	16.48
8. 起債実績のある企業の比率(%)	80.36	97.37	44.44	70.37	86.21
9. 赤字翌年度、メインバンクの融資 比率が上昇した企業の比率(%)	64.29	71.05	50.00	51.85	75.86
10. 赤字翌年度、メインバンクからの 短期借入が長期借入より大きい 企業の比率(%)	66.07	50.00	83.33	62.96	68.97

- 注：1. 項目1～7の値は各企業グループの平均値である。  
 2. 項目1～5は、赤字が発生した年度のデータにより作成。  
 3. キャッシュ・フロー＝内部留保＋減価償却；有利子負債比率＝有利子負債／総資産。  
 4. 項目6のメインバンクの持株比率は、赤字が発生した年度までの5年間の平均値である。  
 5. 項目7のメインバンクとの取引年数は、メインバンクの融資順位1位の持続年数である。  
 6. 項目9の値は、赤字翌年度のメインバンクからの融資比率と過去10年間の平均融資比率を比較して得られた。

度メインバンクからの融資比率が増加した企業の比率も、資本金50億円以上の企業グループは50億円未満の企業グループおよび全体の平均レベルより高く、特に、50億円未満の企業グループとの差は顕著である。さらに、赤字翌年度のメインバンクからの融資内訳を調べた結果、資本金50億円未満の企業グループに対するメインバンクの資金繰り支援は主に借入期間が1年以内の短期借入の形で行われるが、資本金50億円以上の企業グループには特定なパターンが見られない。これは、規模が比較的小さい企業にとって長期の安定資金の調達が困難であることを示している。

第二は、規模の大きい企業ほど外部資金調達において有利であり、外部資金にアクセスしやすい。起債実績のある企業の比率を見てみると、資本金50億円以上の企業グループの値は50億円未満の企業グループより2倍以上も高い。サンプル企業はすべて上場企業であるにもかかわらず、これほど明白な違いがあることは注目すべきである。

第三は、サンプル企業の財務劣化状態がかなり厳しく、とりわけ、最終赤字が2回以上の企業グループの状況はより深刻である。キャッシュ・フローは、いずれの企業グループでもマイナスである。有利子負債比率から見れば、赤字が2回以上の企業の平均値は赤字が1回だけの企業のそれより18.5%も高く、全体の平均レベルよりも10%ほど高い。

次に、表3は、実証分析で用いた各変数の基本統計量をグループ別に示している。いずれのグループにおいても、(1)赤字翌年度のメインバンクからの融資比率の平均値はおよそ30%であり、(2)大多数の企業はメインバンクとの取引関係が緊密的であり、(3)売上高成長率はマイナスである。表3のうち、特に注目すべきは、次の3点である。

第一に、表3は表2と同じく、資本金が50億円以上の企業グループはメインバンクとの取引関係がより緊密であることを示唆している。なぜなら、その84.2%はメインバンクとの取引継続年数が10年以上であり、73.7%はメインバンクの持株比率が5年連続して他の銀行株主より高く、71.1%はメインバンクから役員が派遣されているからである。第二に、負債比率もサンプル企業の経営不振の深刻さを示している。全対象企業グループにおいては、総負債が自己資本の12倍であり、赤字が2回以上の企業グループにおいては、その値は16倍にもものぼり、赤字が1回だけの企業グループの2倍以上も高い。

第三に、赤字2回以上の企業グループの地価変化率の平均値はマイナス15%であり、赤字1回だけの企業グループのそれより2.5%ほど低い。これは、地価下落が不動産関連産業の業績に非常に深刻な影響を与えたことを示唆し

表3 基本統計量

変数		全対象 企業	資本金規模別		赤字回数別	
			50億円 以上の企業	50億円 未満の企業	1回だけ の企業	2回以上 の企業
LR	平均値	0.310	0.301	0.329	0.313	0.308
	標準偏差	0.185	0.193	0.170	0.161	0.207
ALR	平均値	0.254	0.227	0.312	0.294	0.215
	標準偏差	0.138	0.106	0.178	0.158	0.106
YRD	平均値	0.768	0.842	0.611	0.778	0.757
	標準偏差	—	—	—	—	—
SHD	平均値	0.750	0.737	0.667	0.778	0.690
	標準偏差	—	—	—	—	—
BMD	平均値	0.643	0.711	0.500	0.704	0.586
	標準偏差	—	—	—	—	—
LANDP	平均値	-0.139	-0.139	-0.139	-0.126	-0.150
	標準偏差	0.048	0.050	0.045	0.050	0.043
SG	平均値	-0.036	-0.043	-0.022	-0.042	-0.031
	標準偏差	0.172	0.198	0.099	0.123	0.209
SG	平均値	11.907	12.692	10.251	7.436	16.070
	標準偏差	21.876	25.295	12.304	9.963	28.471
サンプル数		56	38	18	27	29

ている。

次に表4は、各説明変数の相関関係を調べた結果をグループ別に示している。いずれのグループでも、各説明変数の間の相関係数は低い。特に、企業とメインバンクとの取引関係を表す4つの代理変数（ALR、YRD、SHD、BMD）の間の相関関係も高くない。したがって、これらの変数を同時に説明変数として推定式に入れることにより、多重共線性問題が生じる可能性は低いとみられる。

#### 4.4 推計結果

表5は実証分析の結果である。<sup>(14)</sup>以下では、この推計結果に基づいて、銀行・借り手企業間の長期継続的な取引関係と経営不振企業に対する銀行のリフ

表4 各説明変数の相関係数

1. 全対象企業	<i>ALR</i>	<i>YRD</i>	<i>SHD</i>	<i>BMD</i>	<i>LANDP</i>	<i>SG</i>	<i>DR</i>
<i>ALR</i>	1	0.045	0.135	-0.086	0.006	-0.089	0.124
<i>YRD</i>		1	0.269	0.385	0.186	-0.236	0.150
<i>SHD</i>			1	0.344	-0.121	-0.070	0.117
<i>BMD</i>				1	0.225	-0.134	0.246
<i>LANDP</i>					1	-0.197	0.171
<i>SG</i>						1	0.005
<i>DR</i>							1
2. 資本金50億円以上の企業	<i>ALR</i>	<i>YRD</i>	<i>SHD</i>	<i>BMD</i>	<i>LANDP</i>	<i>SG</i>	<i>DR</i>
<i>ALR</i>	1	0.019	0.077	-0.011	0.127	-0.198	0.119
<i>YRD</i>		1	0.277	0.360	0.063	-0.170	-0.347
<i>SHD</i>			1	0.277	-0.230	0.0005	-0.189
<i>BMD</i>				1	0.337	-0.236	0.210
<i>LANDP</i>					1	-0.142	0.212
<i>SG</i>						1	-0.057
<i>DR</i>							1
3. 資本金50億円未満の企業	<i>ALR</i>	<i>YRD</i>	<i>SHD</i>	<i>BMD</i>	<i>LANDP</i>	<i>SG</i>	<i>DR</i>
<i>ALR</i>	1	0.163	0.187	-0.048	-0.164	0.057	0.303
<i>YRD</i>		1	0.161	-0.114	0.258	0.068	0.196
<i>SHD</i>			1	0.236	-0.076	0.012	0.127
<i>BMD</i>				1	0.001	0.272	0.433
<i>LANDP</i>					1	-0.496	0.0004
<i>SG</i>						1	0.592
<i>DR</i>							1
4. 赤字が1回だけの企業	<i>ALR</i>	<i>YRD</i>	<i>SHD</i>	<i>BMD</i>	<i>LANDP</i>	<i>SG</i>	<i>DR</i>
<i>ALR</i>	1	-0.194	0.106	-0.230	-0.293	0.098	0.288
<i>YRD</i>		1	0.357	0.434	0.045	-0.092	0.181
<i>SHD</i>			1	0.434	-0.114	-0.187	-0.081
<i>BMD</i>				1	0.096	-0.026	0.249
<i>LANDP</i>					1	0.036	0.039
<i>SG</i>						1	0.486
<i>DR</i>							1
5. 赤字が2回以上の企業	<i>ALR</i>	<i>YRD</i>	<i>SHD</i>	<i>BMD</i>	<i>LANDP</i>	<i>SG</i>	<i>DR</i>
<i>ALR</i>	1	0.150	0.167	-0.016	0.281	-0.240	0.214
<i>YRD</i>		1	0.051	0.111	0.004	-0.177	-0.240
<i>SHD</i>			1	0.193	-0.104	-0.008	0.238
<i>BMD</i>				1	0.309	-0.189	0.319
<i>LANDP</i>					1	-0.360	0.355
<i>SG</i>						1	-0.094
<i>DR</i>							1

表5 推計結果

説明変数	全対象企業		資本金規模別				赤字回数別			
			50億円以上の企業		50億円未満の企業		1回だけの企業		2回以上の企業	
	モデル1	モデル2	モデル1	モデル2	モデル1	モデル2	モデル1	モデル2	モデル1	モデル2
定数項	-0.030 (-0.46)	0.006 (0.11)	-0.060 (-0.60)	-0.048 (-0.58)	-0.065 (-1.39)	-0.054 (-1.32)	-0.018 (-0.43)	0.018 (0.54)	-0.068 (-0.47)	-0.022 (-0.17)
ALR	1.028 (9.58)***	0.914 (5.66)***	1.332 (6.71)***	1.275 (4.27)***	0.866 (15.90)***	0.879 (11.93)***	1.024 (11.54)***	0.967 (8.74)***	1.409 (5.23)***	1.121 (3.04)***
YRD	0.027 (1.71)*		-0.041 (-0.78)		0.032 (2.09)*		0.037 (1.26)		0.021 (1.38)	
SHD	-0.026 (-0.38)		-0.036 (-0.69)		-0.052 (-2.82)**		-0.023 (-0.72)		0.005 (0.08)	
BMD	0.048 (1.38)		0.094 (1.74)*		0.022 (1.63)		0.031 (0.96)		0.099 (1.73)*	
ALR*YRD		0.148 (2.03)**		-0.127 (-0.58)		0.137 (2.12)*		0.077 (0.86)		0.009 (1.04)
ALR*SHD		-0.185 (-1.30)		-0.237 (-1.02)		-0.213 (-3.05)**		-0.107 (-1.00)		-0.048 (-0.19)
ALR*BMD		0.222 (1.87)*		0.434 (1.80)*		0.121 (1.94)*		0.105 (1.09)		0.510 (2.06)**
LANDP	-0.165 (-0.51)	-0.161 (-0.52)	-0.229 (-0.49)	-0.282 (-0.62)	-0.664 (-2.49)**	-0.575 (-2.27)**	0.092 (0.40)	0.089 (0.39)	-0.071 (-0.10)	-0.146 (-0.21)
SG	-0.192 (-2.20)**	-0.196 (-2.33)**	-0.162 (-1.52)	-0.148 (-1.37)	-0.362 (-2.52)**	-0.391 (-2.70)**	-0.189 (-1.80)*	-0.185 (-1.79)*	-0.171 (-1.28)	-0.142 (-1.07)
DR	0.001 (2.06)**	0.001 (1.91)*	0.0008 (0.84)	0.0005 (0.48)	0.003 (2.49)**	0.002 (1.87)*	0.0005 (0.39)	0.0006 (0.40)	0.0004 (0.37)	0.0004 (0.36)
Adjust R <sup>2</sup>	0.714	0.727	0.681	0.686	0.977	0.978	0.914	0.913	0.686	0.704

注：かつこ内はt値。\*\*\*は1%水準で有意，\*\*は5%水準で有意，\*は10%水準で有意であることを示す。

ファイナンス行動との関連性を検討する。

### (1) 取引関係要因

#### ① 過去の融資比率

いずれのグループでも、ALRの係数推定値は正で期待された符号条件を満たし、かつ1%水準で有意となっている。これは、企業が財務困難に陥った時、メインバンクからの融資比率がメインバンクとの過去の融資取引に強く依存することを意味している。特に、赤字が2回以上の企業グループの係数推定値は他のグループより大きい点が注目される。これは、銀行が経営不振の深刻な企業にリファイナンスする際、過去の融資取引がより重要であり、

(14) 推計モデル1とモデル2に、年度ダミーも説明変数として加えて推計したが、結果の大きな変化は見られなかったため、ここでは、その推計結果の報告を省略する。

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……

ロック・イン効果がより大きいことを示している。

## ② 継続取引年数

資本金が50億円以上の企業グループを除いて、*YRD* の係数推定値は正の符号条件を満たしている。注目したいのは、資本金が50億円未満の企業グループの符号はプラスで概ね有意であるが、資本金が50億以上の企業グループの符号がマイナスで有意でもない点である。これは、比較的規模の小さい企業では、継続取引年数が銀行のリファイナンス行動に与えた影響はより大きいことを示唆している。

Diamond (1991) は、長い継続取引年数による情報の蓄積は、すでに市場で評判のある大企業にとっては、情報の非対称性問題を軽減する効果が少ないことを明らかにした。Berger and Udell (1995) と Elsas (2005) は、継続取引年数の増加につれて継続取引年数の情報蓄積の限界価値が逡減する可能性を指摘した。表2の資本金規模による「メインバンクとの取引年数」の差異を考えると、上の継続取引年数に関する推計結果はこれらの先行研究と整合的である。

また、モデル2の *YRD* と *ALR* の交絡項を見ると、資本金が50億円以上の企業グループ以外に、いずれのグループでも係数推定値の符号はプラスであり、しかも2つのグループに関する結果は有意になっている。これは、長い継続取引年数は過去の融資比率の効果を補強することを示している。

## ③ 持株関係

係数推定値を見ると、モデル1の *SHD* の符号およびモデル2の *SHD* と *ALR* の交絡項の符号は、ほとんどの場合マイナスであるが、赤字が2回以上の企業グループの場合に限ってのみ、これらはプラスの値をとっている。この *SHD* に関する符号条件に関して、2つの仮説が考えられる。第一は、銀行が企業の株式を多く保有する場合、株主として企業情報の収集、企業への監視およびコントロールが可能なので、持株関係は企業の情報問題とエー

ジェンシー問題の軽減に役に立つという仮説である。この仮説のもとでは、持株関係は銀行のリファイナンス行動にプラスの影響を与え、そのため  $SHD$  の符号は正となる。第二は、銀行融資と株式発行は企業の資金調達の方法の2つの手段であり、また債権者と株主との間の利益相反も生じやすいので、融資関係と持株関係は互いに代替的となる可能性が大きいという仮説である。この仮説のもとでは、持株関係は銀行のリファイナンス行動にマイナスの影響を与え、それゆえ  $SHD$  の符号は負となる。本分析の推計結果は、代替仮説を支持する傾向が窺われるものの、有意となっている結果は少ない。

#### ④ 役員派遣

企業へ役員を派遣する場合、銀行はその企業に関する詳しい内部情報を把握でき、重大な経営活動の決定にも直接的で強い発言力を持ち得ると考えられる。したがって、役員派遣は、借り手企業の情報問題およびエージェンシー問題を効果的に解消する有力な手段であり、銀行のリファイナンス行動にプラスの影響を与える。本分析の推計結果は、この見方を裏付けるものである。まず、モデル1の  $BMD$  の係数推定値を見ると、すべてのグループにおいて、その符号はプラスであることがわかる。また、すべての企業グループにおいて、モデル2の  $BMD*ALR$  の係数推定値もプラスであり、かなり高度の有意性をもっている。

ここで特に、資本金が50億円以上の企業グループと赤字が2回以上の企業グループの結果に注目したい。両グループの  $BMD$  の係数推定値および  $BMD*ALR$  の係数推定値は、他のグループよりはるかに大きい。これは、役員派遣の有無はこの両グループへのリファイナンス決定に非常に大きい影響を与えることを示唆している。

この原因をエージェンシー問題の視点から説明してみよう。大企業は中小企業に比べて利害関係者はより複雑で、各利害関係者との間の利益相反はより激しいと予想される。一方、財務劣化が深刻な企業は、モラル・ハザード行

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……  
動を取りやすく、エージェンシー問題がより深刻である。<sup>(15)</sup>それゆえ、この両グループに対して、役員派遣を通じてエージェンシー問題に対処し、自らの利益を守ろうとする銀行のインセンティブはより強いと考えられるのである。

以上の取引関係要因についての推計結果を全体として見ると、銀行と経営不振企業との緊密な取引関係が、銀行の当該企業に対するリファイナンス行動を促していることは明らかである。このことは、リレーションシップ・レンディングによる銀行へのロック・イン効果を裏付けるものであると考えられる。

## (2) 投資機会要因

### ① 地価変化率

赤字が1回だけの企業グループを除いて、地価変化率の係数推定値は負である。

バブル期に、銀行は土地担保依存によって不動産関連企業に巨額の貸し出しを行ったが、バブル崩壊後の長引く地価下落に伴って、不動産関連企業の経営状況が悪化するとともに、不動産関連企業の担保処分価値（清算価値）も低くなった。地価変化率に関する推計結果は、ロック・イン効果のもう1つの側面を実証的に支持するものである。すなわち、企業を破産させることによる銀行の損失が大きければ大きいほど、経営不振企業にリファイナンスしようとする銀行のインセンティブもそれだけ強くなる。

特に推計結果で注目されるのは、資本金規模の50億円未満の企業グループ

---

(15) 多額の負債を抱えた借り手は、2つのタイプのモラル・ハザード行動を取りやすい。一つは、借り手がローリスク・ローリターンプロジェクトよりもハイリスク・ハイリターンプロジェクトを選好するというリスク選好 (risk preference) あるいは資産代替 (asset substitution) 行動である。他の一つは、ローリスク・ハイリターンプロジェクトがあっても、借り手が投資しないという過小投資 (underinvestment) あるいはデット・オーバーハング (debt overhang) 行動である。これらについての分かりやすい解説として (Bebczuk (2003), Chap. 3) を参照されたい。

の係数推定値（絶対値）が資本金規模50億円以上の企業グループよりはるかに大きく、しかも有意であるという点である。この結果は、銀行がバブル期間中、情報問題およびエージェンシー問題に対処するために、比較的規模の小さい企業に対して、より多くの土地担保を徴求して貸し出しを行ったことを示唆している。

## ② 売上高成長率

経営赤字の企業に対する銀行のリファイナンスは、企業が良い投資機会に恵まれていると判断したうえで行ったのであれば、売上高成長率の係数はプラスになるはずである。しかし、いずれの企業グループにおいても、売上高成長率の係数推定値はマイナスであり、しかも有意になっている結果は少なくない。これは、経営赤字の企業に対する追加融資は、企業の投資機会によって説明できないことを示している。

## （3）財務健全性要因（負債比率）

すべての企業グループにおいて、負債比率の係数推定値は正であり、通常の有意水準で有意となっている結果も少なくない。この実証結果も、「追い貸し」の一つの証拠となると思われる。

## 5. お わ り

内外を問わず、銀行が経営不振の取引先企業に救済機能を果たすことはしばしば観察される。しかし従来、こうした経済現象を暗黙知として捉えた場合が多く、なぜ銀行が取引先企業を救済するかは、理論的にも実証的にも必ずしも明確ではなかった。一方、これまでの「銀行と企業との取引関係」に関する研究は、主に借り手企業を中心にするもので、長期継続的な取引関係が銀行の経営や行動にどのような影響を与えるかという問題はあまり検討されてこなかった。本稿では、貸し手の視点から、リレーションシップ・レンディングのロック・イン効果を分析したうえで、長期継続的な取引関係と経

## 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……

営不振企業に対する銀行のリファイナンス行動との関連性を理論的かつ実証的に分析することによって、以上の2つの問題への探究を試みた。

本稿の主な特徴は、リレーションシップ・レンディングを一種の自己強化メカニズムとして把握するところにある。この自己強化的なメカニズムにおいては、銀行と借り手企業との取引関係が緊密になるにつれて両者は運命共同体となり、相互依存かつ相互束縛の度合いが高くなる。借り手企業が経営不振に陥ると、当該企業と長期継続の取引関係を維持してきた銀行は簡単には取引関係を断つことは難しい。企業の倒産が銀行に与える種々の費用（例えば、貸出損失の表面化によるコスト、銀行の債権価値の毀損、サンク・コストになった情報生産コストなど）が企業を存続させる費用よりも大きい場合は、銀行はその企業に対して金融支援策を講じざるを得ない。これこそ、リレーションシップ・レンディングが銀行に与えるロック・イン効果にはかならない。このロック・イン効果の本質は、銀行の取引先企業に対する交渉力を削減することにあると考えられる。

本稿の実証分析の結果は、以上の仮説を支持するものであった。その結果をまとめると、以下の通りである。

- (1) 企業に対する銀行の過去の融資比率、銀行と企業との取引年数の長さ、銀行の企業への役員派遣は、当該企業が経営不振に陥った後の銀行のリファイナンス行動を強める方向に作用することを明らかにした。しかも、長い取引年数および役員派遣は、過去の融資比率の影響を補強するという結果を検出した。この結果は、銀行と借り手企業との取引関係が緊密になればなるほど、リレーションシップ・レンディングの銀行に及ぼすロック・イン効果がより強くなり、経営不振企業にリファイナンスしようとする銀行のインセンティブが強まることを実証的に支持するものである。
- (2) 持株状況については、前述した3つの取引関係要因と違った結果が得られた。すなわち、企業の株式を多く保有することは、当該企業が経営不振

に陥った後の銀行のリファイナンス行動を弱める方向に作用する。しかも、持株関係は、過去の融資比率の影響を削減する。

(3) 取引関係要因と銀行のリファイナンス行動との関連性については、企業の異質性を検出した。すなわち、実証分析の結果、銀行のリファイナンス行動に対して

①過去の融資比率の影響は、経営不振の深刻な企業の方がより大きい。

②継続取引年数の影響は、規模の小さい企業の方がより大きい。

③役員派遣の影響は、規模の大きい企業と経営不振の深刻な企業の方がより大きい。

(4) 地価の下落も、銀行の不動産関連企業へのリファイナンス行動に大きく影響することを明らかにした。特に規模の小さい企業に対する銀行のリファイナンス行動は、地価下落からより大きな影響を受ける。この結果は、借り手企業の担保処分価値（清算価値）が低ければ低いほど、換言すれば、企業を破産させることによる銀行の損失が大きければ大きいほど、銀行に及ぼすリレーションシップ・レンディングのロック・イン効果がより強くなり、経営不振企業にリファイナンスしようとする銀行のインセンティブが強まることを実証的に支持するものである。

(5) 経営不振企業に対する銀行のリファイナンス行動は、当該企業の投資機会および財務健全性によっては適切に説明できないことを実証的に明らかにした。既述のように、銀行と借り手企業との間に緊密な取引関係が築き上げられた場合、ひとたび借り手企業が経営不振に陥ると、銀行は既存の取引関係に制約され、当該企業への金融支援策を講じざるを得ない。また、実証分析結果から、借り手企業の経営状況が悪化するもとで、他の融資銀行は融資額を引き下げるのに対して、メインバンクは「最後の貸し手」として経営不振企業の資金繰りの面倒を見るという「メイン寄せ」現象も観察される。したがって、投資機会も少なく、財務状況も劣化した取引先企

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……

業に対してメインバンクが融資し続けることは、リレーションシップ・レンディングが銀行に与えるロック・イン効果を示唆する有力な証拠であると考えられるのである。

以上の分析結果を見ると、銀行の貸出行動は、金融政策はもちろん、銀行の財務健全性および借り手の財務健全性などの諸要因によって影響を受けるほか、銀行と借り手との長期継続的な取引関係によって大きな影響を受けることは明確である。

さらに、本稿の分析結果から、次の3つのインプリケーションが導かれる。

第一は、リレーションシップ・レンディングが経済の正常な新陳代謝および資金の効率的な配分を阻害しかねないという点である。借り手企業の経営状況は一定のものではなく、時間と外部環境とともに変化していくものである。銀行がすでに借り手企業と深く結び付いていた場合、本稿で示したように、ひとたび当該企業が経営不振に陥ると、銀行の貸出行動が既存の取引関係に制約され、銀行の交渉力が大きく削減される可能性が高い。こうした銀行と借り手との取引関係が緊密になるにつれて強まる内生的なロック・イン効果は、借り手企業が経営不振に瀕した際に、銀行のリファイナンス行動のインセンティブを強めることになる。しかし、経済全体の効率性から考えれば、銀行の不振企業へのリファイナンス行動は非効率的な企業を延命させる可能性もなしとはしない。すなわち、リレーションシップ・レンディングには、情報非対称性問題の軽減やエージェンシー・コストの削減、情報生産コストの節約などの経済合理性がある反面、非効率的な資金配分をもたらし、社会的に有意義な投資機会の実現を阻害し、経済全体の生産性を損なう可能性がある。

第二は、第一の点とも密接に関連するが、リレーションシップ・レンディングのロック・イン効果がマクロ経済に与える影響も看過できないことである。特に、日本の1990年代における深刻な不良債権問題に象徴されるように、

景気後退期ないし不況時において、銀行が経営不振企業に対して「追い貸し」のような非効率的な貸出を行うと、銀行自身の財務健全性が著しく毀損され、当該企業と共倒れになってしまう危険性が高まる。その結果、金融不安と实体经济の悪化が相乗的に作用する悪循環が引き起こされ、いわゆるフィナンシャル・アクセラレーター・メカニズムによって不況が増幅される恐れが高まる。<sup>(16)</sup>

リレーションシップ・レンディングのメリットをよりよく發揮し、そのデメリットを抑止するためには、何といても金融監督当局が銀行を厳格にモニタリングし、それに経営規律を与えることが不可欠である。金融監督当局は、銀行の不良債権など財務情報のいっそう徹底したディスクロージャーを求め、追加融資や債権放棄などに応じる銀行に対して、その妥当性に関する明確な説明および再建失敗の責任を求めるべきである。

第三に、本稿の分析は、経営不振企業の再生手法に関して、ある程度の示唆を与えるように思われる。経営不振企業の再生手法に関して、銀行の追加融資や債権放棄などによる私的整理が望ましいのか、それとも会社更生法や民事再生法などによる法的整理が望ましいのか、といった議論がしばしばなされる。そして、倒産コストの存在によって、法的整理は企業価値を大きく損なうという主張されることも多い。しかし、本稿では、私的整理が必ずしも効率的であるとは限らないことを示した。銀行の追加融資や債権放棄がただ問題の先送りに過ぎない場合、私的整理はむしろ経営不振企業の早期再生を阻害してしまうといえよう。

最後に、残された課題について簡単に言及しておきたい。本稿は、データの制約によって、銀行が経営不振企業にリファイナンスする場合の貸出金利、担保徴求状況、融資以外の金融サービスなどのデータが利用不可能であり、

---

(16) フィナンシャル・アクセラレーター・メカニズムについては、古川・林（2001, 2002）、王（2005）およびそこでの参考文献を参照されたい。

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……

そのためリレーションシップ・レンディングのロック・イン効果について、十分な実証分析を展開できなかった。また、同じ理由によって、より密接な取引関係にあると推測される地方銀行・第二地方銀行・信用金庫など中小金融機関と中小企業との間のリレーションシップ・レンディングのロック・イン効果について、実証分析を行うことはできなかった。これらの問題については今後の課題としておきたい。

#### 参 考 文 献

- 大瀧雅之（2000）「銀行に監視能力は存在したか——過剰債務の問題の視点から」宇沢弘文・花崎正晴『金融システムの経済学』（第3章）東京大学出版会。
- 岡崎竜子・堀内昭義（1992）「設備投資とメインバンク」堀内昭義・吉野直行編『現代日本の金融分析』（第4章）東京大学出版会，97-122ページ。
- 加納正二（2005）「リレーションシップと付利行動」堀江康熙編『地域金融と企業再生』（第3章）中央経済社，61-84ページ。
- 小林慶一郎・才田友美・関根敏隆「いわゆる「追い貸し」について」日本銀行調査統計局，Working Paper 02-2。
- 佐々木一成（1992）「メインバンクの実証分析」『経済経営研究』（日本開発銀行設備投資研究所）1992年3月。
- 杉原 茂・笹田郁子（2002）「不良債権と追い貸し」『日本経済研究』No.44，63-87ページ。
- 鈴木淑夫（1966）『金融政策の効果』東洋経済新報社。
- 中小企業庁（2002）『中小企業白書 2002年版』。
- （2003）『中小企業白書 2003年版』。
- 永幡 崇・関根敏隆（2002）「設備投資，金融政策，資産価格——個別企業データを用いた実証分析」日本銀行調査統計局，Working Paper 02-3。
- 広田真一（1989）「日本におけるメイン・バンクの固定性について——その調査と理論的分析」『経済学論叢』（同志社大学）第41巻第2号，39-63ページ。
- （1990）「日本におけるメイン・バンクの保険提供機能について——実証的分析」『経済学論叢』（同志社大学）第41巻第3号，155-178ページ。
- 古川 顕・林 秉俊（2001）「日本の地価と設備投資（1）——フィナンシャル・アクセラレータ仮説の検証」『経済論叢』（京都大学）第168巻第5・6号，1-21ページ。
- （2002）「日本の地価と設備投資（2）——フィナンシャル・アクセラレータ仮説の検証」『経済論叢』第169巻第1号，1-21ページ。
- 堀内昭義・福田慎一（1987）「日本のメインバンクはどのような役割をはたしたか？」『金融研究』第6巻第3号，1-28ページ。

- 三輪芳郎 (1985) 「メイン・バンクとその機能」中村隆英・西川俊作・香西泰編『現代日本の経済システム』(第3章) 東京大学出版会, 170-199ページ。
- 藪下史郎 (1995) 『金融システムと情報の理論』東京大学出版会。
- 王 凌 (2005) 「銀行貸出とマクロ経済(1)」『経済論叢』(京都大学) 第176巻第1号, 43-62ページ。
- 王 凌・古川 顕 (2006) 「日本の銀行の貸出行動分析——1980年代以降を対象に」『甲南経済学論集』(甲南大学) 第47巻第3号, 73-107ページ。
- Angelini, P., R. D. Salvo, G. Ferri (1998) “Availability and cost of credit for small businesses: Customer relationships and credit cooperatives,” *Journal of Banking and Finance*, Vol. 22, pp. 925-954.
- Aoki, M. (1994) “Monitoring characteristics of the main bank system: An analytical and developmental view.” in Aoki and Patrick (1994), pp. 109-141.
- Aoki, M. and H. Patrick (1994) *The Japanese Main Bank System*, New York: Oxford University Press.
- Authur, W. B. (1988) “Self-Reinforcing Mechanisms in Economics,” in *The Economy as an Evolving Complex System: the proceedings of the Evolutionary Paths of the Global Economy Workshop*, edited by Philip W. Anderson, Kenneth J. Arrow, David Pines, Addison-Wesley, pp. 9-31.
- Bebczuk, R. N. (2003) *Information in Financial Markets*, New York: Cambridge University Press.
- Berger, A. and G. Udell (1995) “Relationship Lending and Lines of Credit in Small Firm Finance,” *Journal of Business*, Vol. 68, pp. 351-81.
- (2002) “Small Business Credit Availability and Relationship Lending: The Importance of Bank Organisational Structure”, *Economic Journal*, Vol. 112, pp. 32-53.
- Berlin, M. and L. J. Mester (1998) “On the profitability and cost of relationship lending,” *Journal of Banking and Finance*, Vol. 22, pp. 873-897.
- Bernanke, B. S. (1983) “Non-Monetary Effects of the Financial Crisis in the Propagation of the Great Depression,” *American Economic Review*, Vol. 73, pp. 257-276.
- Black, D. W. and D. B. Winters (1997) “Banking Relationships and the Effect of Monitoring on Loan Pricing,” *The Journal of Financial Research*, Vol. 20, pp. 275-289.
- Boot, A. (2000) “Relationship Banking: What Do We Know?” *Journal of Financial Intermediation*, Vol. 19, pp. 7-25.
- Boot, A. and A. Thakor (1994) “Moral Hazard and Secured Lending in an Infinitely Repeated Credit Market Game”, *International Economic Review*, Vol. 35, pp. 899-920.
- Cole, R. A. (1998) “The importance of relationships to the availability of credit,” *Journal of Banking and Finance*, Vol. 22, pp. 959-977.
- Degryse, H. and P. V. Cayseele (2000) “Relationship Lending within a Bank-Based System: Evidence from European Small Business Data,” *Journal of Financial Interme-*

- diation*, Vol. 9, pp. 90-109.
- Dewatripont, M. and E. Maskin (1995) "Credit and Efficiency in Centralized and Decentralized Economies," *Review of Economic Studies*, Vol. 62, pp. 541-555.
- Diamond, D. W. (1984) "Financial intermediation and delegated monitoring," *Review of Economic Studies*, Vol. 51, pp. 393-414.
- (1991) "Monitoring and reputation: The choice between bank loans and directly placed debt," *Journal of Political Economy*, Vol. 99, pp. 688-721.
- Elsas, R. and J. P. Krahen (1998) "Is Relationship Lending Special? Evidence from Credit-File Data in Germany," *Journal of Banking and Finance*, Vol. 22, pp. 1283-1316.
- Elsas, R. (2005) "Empirical determinants of relationship lending," *Journal of Financial Intermediation*, Vol. 14, pp. 32-57.
- Gibson, M. S. (1995) "Can Bank Health Affect Investment? Evidence from Japan," *Journal of Business*, Vol. 68, pp. 281-308.
- Greenbaum, S. I., G. Kanatas and I. Venezia (1989) "Equilibrium Loan Pricing under the Bank-Client Relationship," *Journal of Banking and Finance*, Vol. 13, pp. 221-235.
- Haubrich, J. (1989) "Financial Intermediation: Delegated Monitoring and Long-Term Relationships," *Journal of Banking and Finance*, Vol. 13, pp. 9-20.
- Harhoff, D. and T. Körting (1998) "Lending Relationship in Germany-Empirical Evidence from Survey Data," *Journal of Banking and Finance*, Vol. 22, pp. 1317-1353.
- Hellwig, M. (1989) "Asymmetric Information, Financial Markets, and Financial Institutions: Where Are We Currently Going?" *European Economic Review*, Vol. 33, pp. 277-285.
- Hoshi, T., A. Kashyap and D. Scharfstein (1990), "Banking Monitoring and Investment: Evidence from the Changing Structure of Japanese Corporate Banking Relationship," in *Asymmetric Information, Corporate Finance and Investment*, edited by R. G. Hubbard, pp. 105-126, Chicago: University of Chicago Press.
- (1991) "Corporate Structure, Liquidity, and Investment Evidence from Japanese Panel Data", *Quarterly Journal of Economics*, Vol. 106, pp. 33-60.
- Houston, J. and C. James (1996) "Bank Information Monopolies and the Mix of Private and Public Debt Claims," *The Journal of Finance*, Vol. 51, pp. 1863-1889.
- (2001) "Do Relationships Have Limits? Banking Relationships, Financial Constraints, and Investment," *Journal of Business*, Vol. 74, pp. 347-374.
- James, C. (1996), "Bank Debt Restructuring and the Composition of Exchange Offers in Financial Distress", *The Journal of Finance*, Vol. 51, pp. 711-727.
- Kang, J. K. and R. E. Stulz (2000) "Do banking shocks affect borrowing firm performance? An Analysis of the Japanese Experience," *Journal of Business*, Vol. 73, pp. 1-23.
- Kashyap, A. and J. Stein (1994) "Monetary Policy and Bank Lending" in *Monetary Policy*, edited by G. Mankiw, pp. 221-257, Chicago: University of Chicago Press.

- Peterson, M. and R. Rajan (1994) "The Benefits of Lending Relationships: Evidence from Small Business Data," *The Journal of Finance*, Vol. 49, pp. 3-37.
- (1995) "The Effect of Credit Market Competition on Lending Relationships," *The Quarterly Journal of Economics*, Vol. 110, pp. 407-443.
- Rajan, R. (1992) "Insiders and Outsiders: The Choice between Informed and Arm's Length Debt," *Journal of finance*, Vol. 47, pp. 1367-1400.
- Sharpe, S. A. (1990) "Asymmetric Information, Bank Lending, and Implicit Contracts: A Stylized Model of Customer Relationship," *Journal of Finance*, Vol. 45, pp. 1069-1087.
- Slovin, M. B., M.F. Sushka and J.A. Polonchek (1993) "The value of bank durability: Borrowers as bank stakeholders," *Journal of Finance*, Vol. 48, pp. 247-266.
- Thakor, A. V. (1996) "Capital Requirements, Monetary Policy, and Aggregate Bank Lending: Theory and Empirical Evidence", *The Journal of Finance*, Vol. 51, No.1, pp. 279-324.
- Tsuru, K. (2001) "The Choice of Lending Patterns by Japanese Banks during the 1980s and 1990s: The Causes and Consequences of a Real Estate Lending Boom," *IMES Discussion Paper No.2001-E-8*.
- Weinstein, D. E. and Y. Yafeh (1998) "On the costs of a bank-centered financial system: Evidence from the Changing Main Bank Relationship in Japan," *Journal of Finance*, Vol. 53, pp. 635-672.
- Woo, D. (1999) "In Search of "Capital Crunch": Supply Factors Behind the Credit Slowdown in Japan," *IMF WP/99/3*.
- Wood, J. H. (1975) *Commercial bank loan and investment behaviour*, New York: Wiley.