

# 情報の非対称性と日本の金融<sup>1</sup>

---

金融分科会  
慶應義塾大学 渡部和孝研究会

高橋 弥睦 森井 理吉  
猪野 明生 鈴木 一誠 中山 歩 村尾 秀彰  
小川 泰祐 寺嶋 政幸 原 亮太 森本 聡

2007年12月

---

<sup>1</sup>本稿は、2007年12月1日、2日に開催される、ISFJ日本政策学生会議「政策フォーラム2007」のために作成したものである。本稿の作成にあたっては、渡部和孝准教授（慶應義塾大学）をはじめ、多くの方々から有益且つ熱心なコメントを頂戴した。ここに記して感謝の意を表したい。しかしながら、本稿にあり得る誤り、主張の一切の責任はいうまでもなく筆者たち個人に帰するものである。

## 要約

1990年代、いわゆる「失われた10年」において、日本経済は大きく停滞した。こうした日本の不況はなぜ、どのようなメカニズムで発生したのだろうか。本論文では「失われた10年」における日本経済の不況のメカニズムについて、特に投資の減退が発生した原因を金融と情報の経済学の観点から理論的整理を行い、日本経済をどのようにして活発化していくかを論じている。

「失われた10年」はバブル崩壊により発生した資産価格の下落はデッドデフレーションのメカニズムを通じて投資を引き下げることによって生じた。この過程で銀行の自己資本の毀損が発生するとキャピタルランチに、また債務が過剰な状況の企業は過剰債務問題へと陥り、両者とも新規投資を妨げる。以上三つの経路から、有望な投資計画への資金調達に困難になり、日本経済の投資は妨げられてきた。つまり、日本の資金配分の歪みにこそ不況の原因は求められるのである。特に、このような理論が想定するような状況は、情報を投資家に伝えることが困難であり、また銀行貸出に大きく依存しなければならない中小企業や新規創業者において顕著である。反面、社債や内部留保等の銀行貸出以外の資金調達手段を利用できるような大企業ではこれらの問題の影響は小さかったと言えよう。そのため、日本経済を更に活性化していくには、これらの問題の中で中小企業投資をいかにして活発化させていくか、という視点が不可欠である。

そこで現在の中小企業向け貸し出しの現状を調べたところ、中小企業の定性的な資質や、金融機関との多面的・継続的な取引関係を重視するリレーションシップ貸出と、取引時点における財務データや担保価値等の定量的な情報を重視するトランザクション型貸出に大別できるということが分かった。

特に前者のリレーションシップ貸出を用いることによって情報の非対称性の問題を緩和させることが可能である。というのも、貸し手側からみると顧客固有の私的情報を独占的に利用することが可能となり、情報生産活動(審査・モニタリング)におけるフリーライダー問題を回避しようとするものといえる。また、借り手側からみると、競合他社や他の取引関係者に情報が漏洩してしまう心配がないので、資金調達にあたって積極的に私的情報を提供して取引条件を改善するインセンティブが発生し、情報の非対称性が緩和されるのである。このように中小企業金融に関して、リレーションシップ貸出はメリットが多いように思われるが、その表裏一体となるような問題も存在している。それは「ホールドアップ問題」と「ソフトな予算制約問題」である。

ホールドアップ問題とは、貸し手が借り手とリレーションシップを築き排他的に借り手の私的情報を入手するようになると、貸し手が取引条件の設定等にあたって独占力を行使する可能性をさす。この問題では、リレーションシップによって借り手の取引条件が逆に悪化することが懸念される。また、ソフトな予算制約問題とは、まず借り手と密接なリレーションシップを築いている金融機関は、外的環境の変化等によって企業の経営に問題が発生した場合、金融機関側がその問題を一時的なものだと判断すれば金利減免や追加融資等の支援策を行うことが多いのだが、このような事後的な契約条件の変更が安易になされるようになれば、事前における借り手側の経営規律が緩みがちになるというインセンティブが発生するも

のである。銀行が「負債の規律」の機能を果たしているのかという問題はリレーションシップ貸出の本質的にかかわってくるものなのである。

これを日本の現状に照らし合わせたところ、日本においては1企業あたりの取引銀行数が多く、銀行が負債の規律の役割を果たしにくいことが分かった。また、銀行の貸出スプレッドが低く、恒常的な信用リスクの増大に対して貸出金地が上昇していない可能性が多く、キャピタルクランチ防止のためにもそれに見合った金利設定を行わなくてはならないことも分かった。

そこでもうひとつの貸出手法であるトランザクション型貸出に着目したい。リレーションシップ貸出は定量化が困難であるその企業のソフト情報（経営者の資質・事業の収益性等）に着目するのに対して、トランザクション型貸出はある時点での定量化が可能なハード情報（財務諸表等）を重視するものであるが、単にトランザクション型貸出といっても様々な貸出手法が存在する。具体的にはシンジケート・ローン、クレジット・スコアリング貸出、ABL（動産担保貸出）が挙げられる。

一つ目のシンジケート・ローンは近年非常に普及してきたもので、これは借り手に対して金融機関側がシンジケート団という組織を作り、融資を行っていく方法である。中小企業への浸透も進んでおり、シンジケート・ローン市場が拡大することで中小企業の資金調達手段が可能となるはずである。

二つ目のクレジット・スコアリング貸出は借り手の信用リスクと関係の深い諸変数を用いた計量モデルによって、借り手のスコアを算出し、それをもとに融資可能かを判断する方法である。この手法では諸変数を自動的にスコアに変換するので、企業の規模が小さくなる程高くなるとされているモニタリング・コストが企業の規模に関係せず、企業の規模が小さい零細企業が資金を調達する有効な手段となりえる。

三つ目の動産担保貸出は通常貸出を行う際の担保に対象にする不動産ではなく、在庫や売掛金といった動産を担保として融資を受ける貸出手法である。日本での普及率まだまだ高くない手法であるが、担保の対象が変わることで新たな可能性を持っているのではないかと考えられる。

上記のようにリレーションシップ貸出と同時にトランザクション型貸出を促進することにより、金利を適正な水準まで上げることで、銀行の収益性拡大を通じてキャピタルクランチをも防ぐことが可能である。

また、過剰債務問題を軽減し融資する方法としてグループレンディングが挙げられる。グループレンディングとは、グラミン銀行など貸し手と借り手の情報の非対称性が大きい発展途上国においてマイクロ・ファイナンスを行う金融機関にて導入されている手法である。リレーションシップ貸出が貸し手と借り手の情報の非対称性を小さくすることで諸問題の発生を回避しようと試みるのに対し、グループレンディングは借り手間の相互監視により情報の非対称性によって生じる諸問題の発生を回避することができると考えられる。この手法は、大企業より情報の非対称性の大きい中小企業や創業時への融資において特に有効と思われる。この手法を用いた実例はあるものの、現在ニーズが存在しないため、融資額と融資期間を拡大することによって中小企業投資の活性化を図ることを提言する。

## 目次

### はじめに

## 第1章 失われた十年と不況のメカニズム

- 第1節 正味資産と投資
- 第2節 キャピタルクランチ
- 第3節 過剰債務問題
- 第4節 実証的側面からの分析
- 第5節 まとめ

## 第2章 中小企業金融とリレーションシップ貸出

- 第1節 中小企業金融の現状
- 第2節 リレーションシップ貸出
- 第3節 リレーションシップ貸出の問題点
- 第4節 日本におけるリレーションシップ貸出

## 第3章 トランザクション型貸出と市場型間接金融

- 第1節 トランザクション型貸出とは
- 第2節 シンジケート・ローン
- 第3節 クレジット・スコアリング貸出
- 第4節 動産担保貸出(ABL)

## 第4章 政策提言

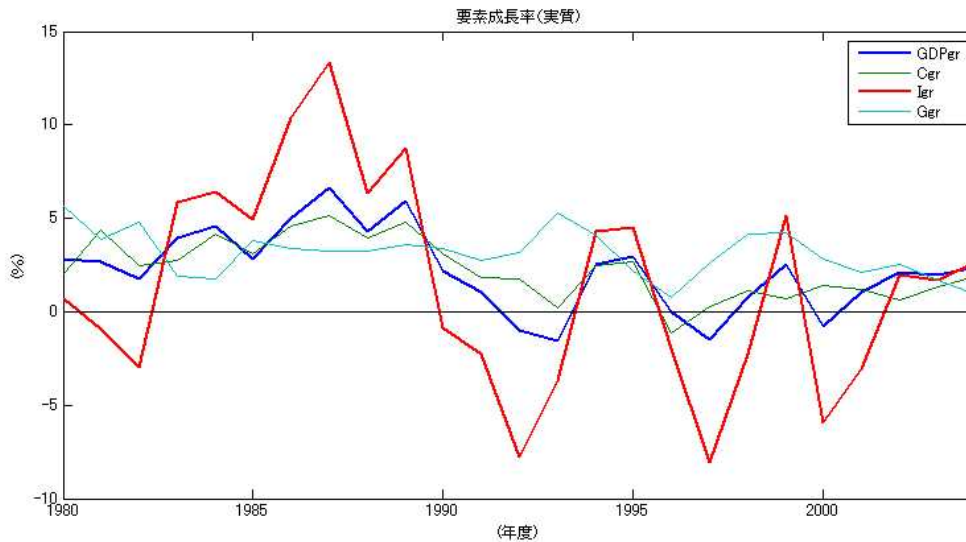
- 第1節 トランザクション型貸出と市場型間接金融の拡充と改良
- 第2節 グループレンディングの拡充

## 参考文献・データ出典

# はじめに

1990年代、いわゆる「失われた10年」において、日本経済は大きく停滞した。図1は日本の実質GDP成長率をグラフ化したものであるが、90年を境に変化が起きている。実質GDP成長率は80年代の平均が4.0%であったのに対し、90年代の平均は1.2%に留まっている。この間には相次ぐ財政政策の発動により公的債務残高が積み上がり、普通国債残高は2000年には対実質GDP比で128.1%と世界でも高い水準となっており、現在も政策的となっている。こうした日本の不況はなぜ、どのようなメカニズムで発生したのだろうか。本論文では「失われた10年」における日本経済の不況のメカニズムについて、特に投資の減退が発生した原因を金融と情報の経済学の観点から理論的整理を行い、日本経済をどのようにして活発化していくかを論じる。

図1 「日本のGDPのうち主要項目の実質成長率」



資料出所 内閣府 HP

# 第1章 失われた十年と 不況のメカニズム

---

## 第1節 正味資産と投資

80年代後半のバブル崩壊に伴い、土地を中心とした資産価格は大きく下落した。このため、当時多くの土地を持っていた日本企業は、総資産から負債を引いたものである正味資産を大きく減らすことになる。図2は国民経済計算のデータを用い、90年の水準を100に基準化し正味資産の推移をプロットしたものである。なお、企業(調整済み)には、株式持合いにおける資本の空洞化を調整するために、(資本+正味資産-資産としての株式保有)という操作を行っている。この図からも明らかな通り、日本企業の正味資産はバブル崩壊とともに一時的に減少しただけでなく、その後も減少を続けている。

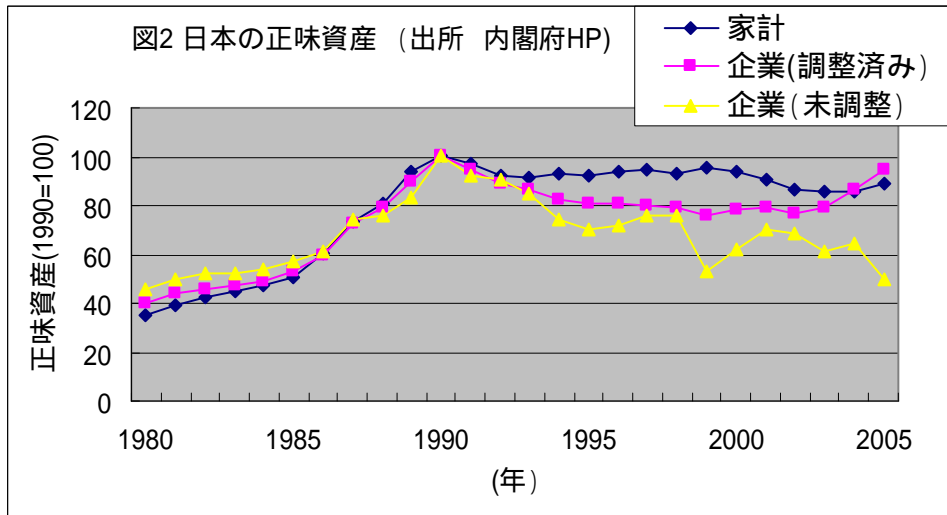
この事実を説明するために、我々は Bernanke-Gertler[1983]の情報の非対称性モデル、もしくは Kiyotaki-Moore[1997]の Credit cycle モデルを用いて説明する。Bernanke-Gertler は次のように述べている。債権者が債務者の正確な収益をコスト無しには把握することが出来ないという Costly-State Verification(CSV)の仮定のもとでは、以下のようなことが起きる。債券は残余請求権である株式とは異なり、基本的に収益は企業の経営状態に抛らず金利分で固定である。そのため、常時経営状態を監視しなければならない株主よりも監査コストを小さくすることが出来る。これは、事業リスクを企業の自己資本で補っているためである。しかしながら、ある一定以上の水準の正味資産が存在しない、つまり事業リスクを自己資本で補いきれず、債務不履行に陥るような状況では、債権者は自分の取り分を確定するために生産価値の確定を行う必要性が発生する。この生産価値の確定にかかるエージェンシーコストは債務者の保有する正味資産が少なければ少ないほど大きくなり、増大するエージェンシーコストは貸出の際のコストを増加させ、貸出を制約してしまう。つまり、正味資産が借入可能額を決定することになる。

Kiyotaki-Moor[1997]はまた、貸出後には特殊な経営技術を持つ経営者が有利な状況に立ち、債権者に対し負債減免などを行うとするホールドアップ問題をベースとしたモデルを組み上げている。彼らの議論によれば、経営者が他のものより優れた経営能力を持ち、ある投資計画の収益を最も大きくできるという想定の下では、一旦融資が行われてしまうと、経営者は自らの辞任を盾に債務の減免の交渉を行う。債権者からしてみれば、例え交渉ははねつけ投資計画を取り上げたとしても、自身ではその投資計画で大きな収益をあげることができないので、なるべく経営者に続けてもらいたいと考える。しかしながら、もし経営者が誰でも達成できる投資計画の価値、つまり担保額より負債を小さくしようと試みるならば、債権者は担保を確保してしまったほうがより大きな利益を得ることが出来る。このため、経営者の交渉可能な最低額は担保価値と等しくなる。

この交渉を見込んだ債権者は、融資額に要求利率をかけたものが担保価値を上回ってしまえば交渉により減免されてしまうので、融資額は担保価値より小さくなり、貸出は担保に制約される。

以上の議論から明らかなように、貸出は担保、正味資産に制約される。バブル崩壊で正味資産が大きく毀損された日本企業はさらに厳しい借入制約に晒され、投資を減らすこととなったと考えられる。また、継続的な正味資産の下落もこの理論から説明できる。借入制約の強化により現在の投資財への需要が低迷すると、主に二つの経路から投資財価格を

図2 「日本の正味資産」



資料出所 内閣府 HP

引き下げる。第一に、現在の需要が低下したことにより、資本のユーザーコストが低下し、結果投資財の価格は引き下がる。第二に、現在の投資の減少は将来の生産の縮小、つまり将来の正味資産を引き下げる。このため、将来においても借入制約がさらに強まり、投資財価格が下落することが予想されれば、それは現在の資本のユーザーコストの減少へと繋がり、これもまた現在の投資財価格を減少させてしまう。この将来へのプロセスは、更に次の期での正味資産をもたらすこととなり、延々と循環することになる。そのため、特に後者による影響が大きくなる。以上の二つの経路から投資財の価格が下落すると、バブル崩壊と同じように資産価格の減少により正味資産の減少が発生するため、再び同じ議論が繰り返される。日本の「失われた10年」の大部分は以上のようなデッドデフレーションが発生していたと我々は考える。ただ、それはあくまで大分話であり、部分的には次に述べるように銀行の過小な自己資本から発生するキャピタルランチ、もしくは企業が返済に困難なほどの過剰な融資を受けている場合に発生する過剰債務問題なども企業設備投資を減少させる一因であったと考える。

## 第2節 キャピタルランチ

銀行に対し自己資本規制が存在するとき、銀行は自己資本比率を一定以上に保たねばならなくなる。そのため、既にある程度自己資本が毀損されてしまっている場合、新規貸出を行うには無リスク資産をリスク資産に転換する、具体的には国債を売却しその資金でもって貸出を行うというような行動は自己資本比率を引き下げてしまうため、実行が困難になる。結果、新規貸出を行うには増資により新規に資本を調達する必要があるが、株式市場において

企業の質に関する情報の非対称性が存在する場合、優良な企業の株式は過小評価され、結果悪質な企業のみが増資を行うようになり、投資家はそのような株式を保有したいとは考えないために増資は困難となる。また、Greenwald-Stiglitz-Weiss[1984]は株式市場において情報の非対称性が存在し、逆選択が発生している場合、増資という行動はその企業が健全でないというシグナルを送ることになり、企業価値を引き下げってしまうことを述べている。以上より、銀行は無リスク資産からの転換も、増資による資金調達も行えず、新規貸出を行うことは困難となる。そのため、有望な投資機会が存在しても、自己資本規制の存在により資金調達が困難になり、結果社会にとって望ましい投資が行われなくなってしまう可能性がある。これは、銀行の自己資本が大きく毀損されており、自己資本比率を現在の値から引き上げなければならないときにも同様の事態が発生する。つまり、上述の理由により増資が困難であるため、自己資本比率を上昇させるためにはリスク資産を無リスク資産へ転換することで分母を減らせばよい。つまり、いわゆる「貸し剥し」のような企業からの資金回収が行われる。また、この問題を自己資本制約が存在するために発生する、とするのは本質的な答えではない。というのも、自己資本制約が存在せずとも、預金保険が存在しなければ預金者は銀行の健全性に注意を払わねばならなくなり、銀行は取り付け騒ぎを回避するために自己資本をある程度確保しなければならない。もちろん、預金保険を残したままこういった銀行資本に関する規制を外してしまえば銀行の放漫経営を許すことになり、自己資本規制と預金保険はセットととらえてよいだろう。以上のような理由から、本論文では BIS の存在を問題と捉えることを避けている。

### 第3節 過剰債務問題

企業がある程度返済が困難なほどの融資を受けている場合、例えば生産性の高い投資機会が存在しようとも資金がファイナンスされない可能性がある。これは当たり前のことのように聞こえるかもしれないが、情報の非対称性が存在しない、いわゆる MM 理論が想定するような世界では、既存の不良債権は将来の意志決定に影響を与えないはずである。つまり、過剰債務問題というのは市場の不完全性、具体的には債務者と債権者間の情報の非対称性と債務の返済順位が存在するために発生する問題である。以下では大瀧(2000)に倣い、過剰債務問題の簡単なモデルを示す。

まず、情報が完全であると仮定しよう。このとき、次のよう簡単な問題設定を行う。

$$\text{既存負債額} \quad \text{新規投資の純利益} \quad \dots (1)$$

$$\text{新規投資の純利益} \quad \text{新規投資の収益} \quad \text{新規投資への融資額} \quad 0 \quad \dots (2)$$

この状況は、既存債務を抱える企業はしんきの融資を受けられさえすれば、正の純収益を持つ投資計画を実行することができるが、その純収益でもって既存債務全額を返済してしまうことは不可能であるような状況を示している。

このとき、(1)に(2)を代入し変形することで

$$\text{新規投資への融資額} \quad \text{新規投資の収益} \quad \text{既存負債額} \quad \dots (3)$$

となる。この場合、既存債権者は既存負債の劣後を認め、新規投資の純利益を返済に当てさせることが合理的となる。なぜならば、債務の劣後を認めない場合、(3)より新規投資の収益を既存負債への優先的返済に当ててしまうと、残りのキャッシュフローは新規投資への融資額より小さくなり、新規投資への融資額は、利払いどころか全額返済さえ難しくなる。そのため、そのことを予想した新規債権者は既存債務者に対し融資を行わなくなり、投資計画は見送られる。この場合、新規投資の収益は発生しないため、既存負債への返済額は 0 となり、劣後を認めた場合の返済額より小さくなる。よって、情報が完全な場合では過剰債務問題は存在せず、既存債務者は常に劣後を認めることになる。



しかし、ここで情報の非対称性を導入すると話は変わってくる。企業の既存債務の不良債権化が不況の発生等の外部的要因なのか、はたまた経営者の努力欠如などの内部的要因であるかの区別がつかないという情報の非対称性が存在すると仮定しよう。上記の議論から経営者は既存債権者が劣後に応じることを見越すため、短期的には努力を欠如する、もしくは資金を横領する等の行動を取ることが合理的となる。このような経営者の意図的な劣後化を防ぐために、債権者は常に劣後を認めないというスタンスを取り、経営者の怠慢へのインセンティブを阻害することで、経営者を規律付ける必要がある。これが、過剰債務のために新規投資が行われなくなるという過剰債務問題の構造である。

## 第4節 実証的側面からの分析

次に、これらの理論的分析が現実のデータと整合的であるかを見ていく。先ほどの図 1 から、もしくは固定資産の新設投資額をグラフ化した図 3 から、日本の設備投資が減少し、その結果実質 GDP 成長率低下が発生したことが読み取れるだろう。設備投資の減少に関する理論的整理としては、本章で述べたようにバブルの崩壊から(1)企業正味資産の減少(2)過剰債務問題(3)銀行資本の減少が発生し、それらが情報の非対称性の問題を通じて投資の減少へと繋がった、というものである。小川(2003)は法人企業統計年報のデータを用いて、企業規模別に投資の収益性を表す限界  $q$ 、内部資金であるキャッシュフロー、負債比率、金融機関の貸出態度が投資に与える影響を測定しており、すべての変数は企業規模が大きくなるほど投資に関して正の影響を示している。これは、企業規模が大きくなるほど銀行との情報の非対称性が緩和され、上記のような問題が発生しにくくなることによるものと解釈できる。また、個々の変数については、キャッシュフロー、貸出態度は総じて投資に正の影響を与え、企業規模が小さくなるほどその影響を強める。負債比率は企業規模が小さいほど投資への負の影響を強めている。この結果からは、上述の企業の正味資産が大きいほど実行可能な投資額が大きくなり、債務比率が高いほど実行可能投資額が小さくなり、銀行の経営状態が健全であるほど借入がしやすいという説明と整合的である。

また、企業の資金繰り、貸出態度 DI は金融危機が発生した 90 年代後半に大きく後退しており、前述の小川(2003)ではこの期間に金融危機が起きなかった場合の投資額を推計しており、金融危機が発生せず、金融機関の貸出態度 DI が 10%上昇すると、大企業では 3.52%、中堅企業では 7.41%、中小企業においては 24.45%もの投資の上昇が見込めたと結論づけている。ここからも、金融的側面が投資に与えた影響の大きさを伺い知ることができるだろう。

図 3 新設投資額 (資料出所 財務省「法人企業統計年報」)

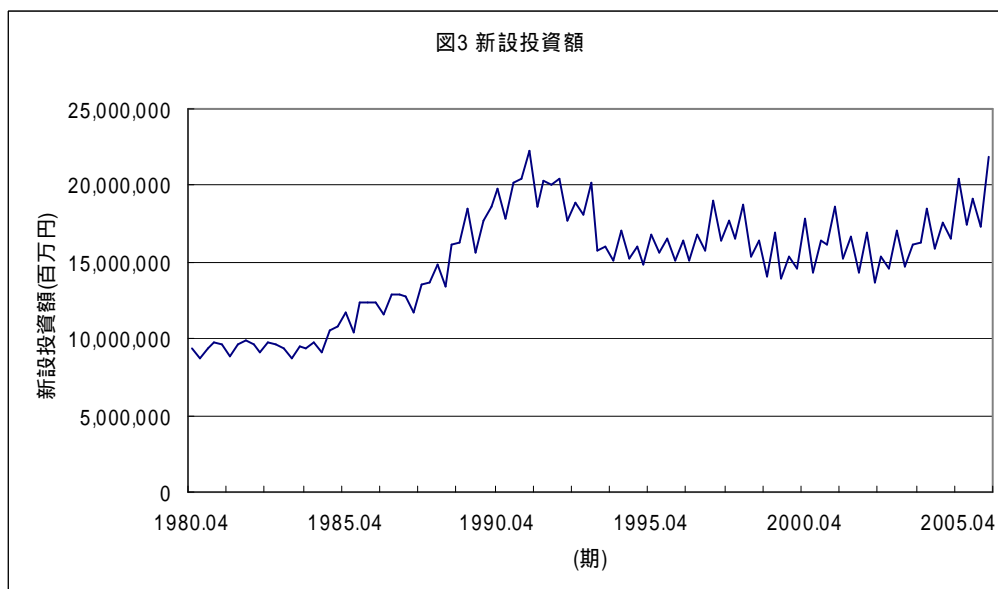
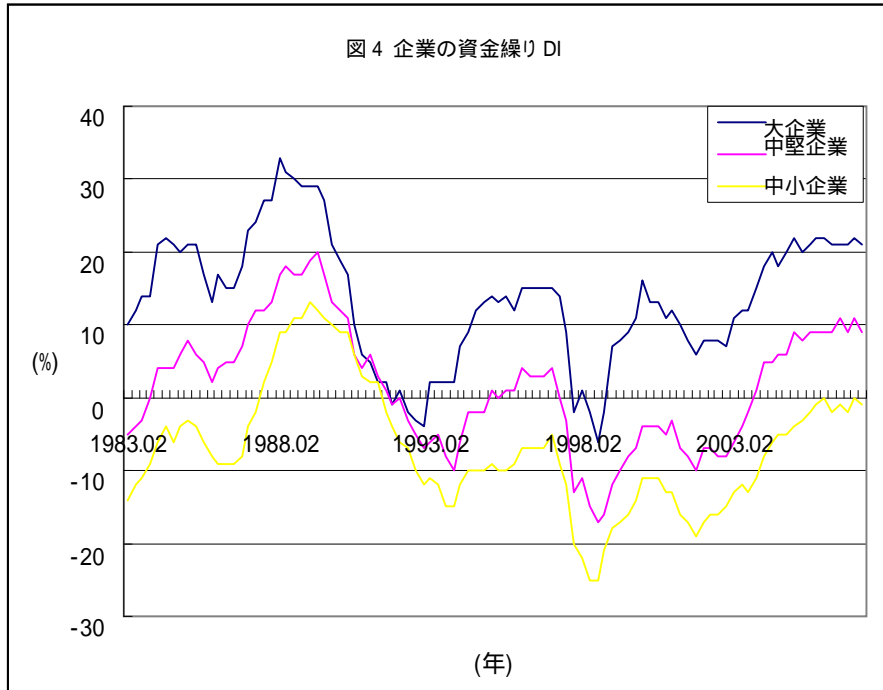
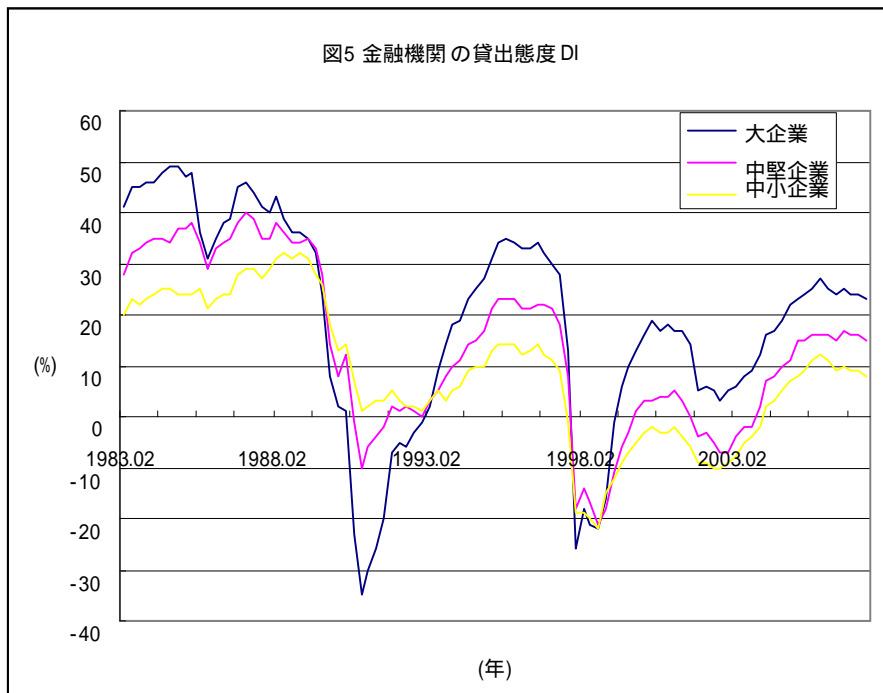


図 4 企業の資金繰りDI



資料出所 資料出所 日本銀行「全国企業短期経済観測調査」

図 5 金融機関の貸出態度DI



資料出所 日本銀行「全国企業短期経済観測調査」

## 第5節 まとめ

以上を総括すると、次のようになる。バブル崩壊により発生した資産価格の下落はデッドデフレーションのメカニズムを通じて投資を引き下げる。この過程で銀行の自己資本の毀損が発生するとキャピタルクランチに、また債務が過剰な状況の企業は過剰債務問題へと陥り、両者とも新規投資を妨げる。以上三つの経路から、有望な投資計画への資金調達が困難になり、日本経済の投資は妨げられてきた。つまり、日本の資金配分の歪みにこそ不況の原因は求められるのである。特に、このような理論が想定するような状況は、情報を投資家に伝えることが困難であり、また銀行貸出に大きく依存しなければならない中小企業や新規創業者において顕著である。反面、社債や内部留保等の銀行貸出以外の資金調達手段を利用できるような大企業ではこれらの問題の影響は小さかったと言えよう。小川(2006)は『法人企業統計』の個票データを用いて、情報の非対称性、過剰債務問題、銀行のバランスシートの状況などが企業の設備投資行動に与える影響を測定しており、その結果は前者二つについては企業規模が小さいほどその負の影響が大きいことを示している。そのため、日本経済を更に活性化していくには、これらの問題の中で中小企業投資をいかにして活発化させていくか、という視点が不可欠である。以降では、まずリレーションシップ貸出による中小企業金融の問題解決を考える。しかしながら、以後で述べるように銀行と企業の間でリレーションシップを築くだけで全ての問題が解決されるわけではない。そのために、リレーションシップ貸出の問題点を浮き彫りにし、それを補完するような制度を考えていくことで日本経済の更なる活性化を目指す。

## 第2章 中小企業金融と リレーションシップ貸出

### 第1節 中小企業金融の現状

第1章でも述べたとおり、中小企業投資を活発化させることが焦点ではあり、そのためには中小企業の資金調達を活性化しなければいけないが、資金調達が困難な要因としては企業規模が小さくなるほど顕著になる「情報の非対称性」が大きく関係している。

現在の中小企業向け貸し出しの現状としては、中小企業の定性的な資質や、金融機関との多面的・継続的な取引関係を重視するリレーションシップ貸出と、取引時点における財務データや担保価値等の定量的な情報を重視するトランザクション型貸出に大別できるが、前者のリレーションシップ貸出が情報の非対称性の問題を緩和させることが可能である。

### 第2節 リレーションシップ貸出

「リレーションシップ貸出」あるいはより広義の概念である「リレーションシップバンキング」は日本でも知られるようになってきたが、その定義とは「金融機関が顧客との間で親密な関係を長く維持することにより顧客に関する情報を蓄積し、この情報をもとに金融サービスの提供を行うことで展開するビジネスモデル」ということである。

では、どのようにしてこれが資金調達における困難（情報の非対称性にかかる問題など）を解決するのかというと、まずリレーションシップ貸出は、貸し手側からみると顧客固有の私的情報を独占的に利用することが可能となり、情報生産活動（審査・モニタリング）におけるフリーライダー問題を回避しようとするものといえる。また、借り手側からみると、競合他社や他の取引関係者に情報が漏洩してしまう心配がないので、資金調達にあたって積極的に私的情報を提供して取引条件を改善するインセンティブが発生し、情報の非対称性が緩和されるのである。

上記の効果は特に企業の取引銀行数が少ないほど、その効果は現れる。これはリレーションシップ貸出において、銀行が顧客固有の私的情報を独占することから、排他的取引関係が成立することによる。

### 第3節 リレーションシップ貸出の問題点

このように中小企業金融に関して、リレーションシップ貸出はメリットが多いように思われるが、その表裏一体となるような問題も存在している。それは「ホールドアップ問題」と「ソフトな予算制約問題」である。

まず、ホールドアップ問題とは、貸し手が借り手とリレーションシップを築き排他的に借り手の私的情報を入手するようになると、貸し手が取引条件の設定等にあたって独占力を使用する可能性をさす。この問題では、リレーションシップによって借り手の取引条件が逆に悪化することが懸念される。

この場合、複数の金融機関とリレーションシップを結び貸し手の独占力を緩和させるという方法も考えられるが、それでは金融機関にとってのリレーションシップ構築の便益が減少することを意味するのである。特に日本の中小企業金融は一企業に対する取引行数が多く、金融機関側の借り手に対する踏み込みの甘さが指摘されている。

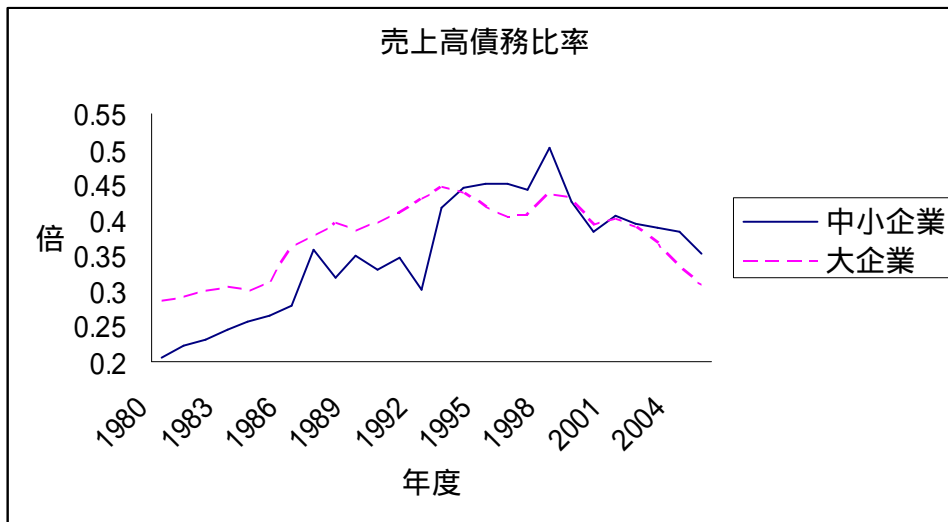
次に、ソフトな予算制約問題とは、まず借り手と密接なリレーションシップを築いている金融機関は、外的環境の変化等によって企業の経営に問題が発生した場合、金融機関側がその問題を一時的なものだと判断すれば金利減免や追加融資等の支援策を行うことが多いのだが、このような事後的な契約条件の変更が安易になされるようになれば、事前における借り手側の経営規律が緩みがちになるというインセンティブが発生するものである。

この銀行が「負債の規律」の機能を果たしているのかという問題はリレーションシップ貸出の本質的にかかわってくるものなのである。

## 第4節 日本におけるリレーションシップ貸出

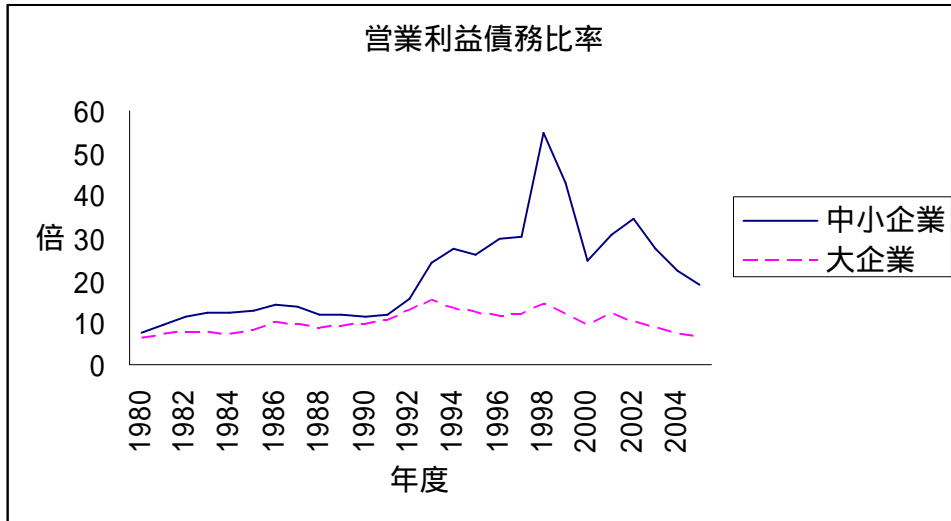
ここで日本の中小企業の現状を踏まえたうえで、日本におけるリレーションシップ貸出への取り組みについてみてみよう。

図 6 「売上高債務比率（全産業）」



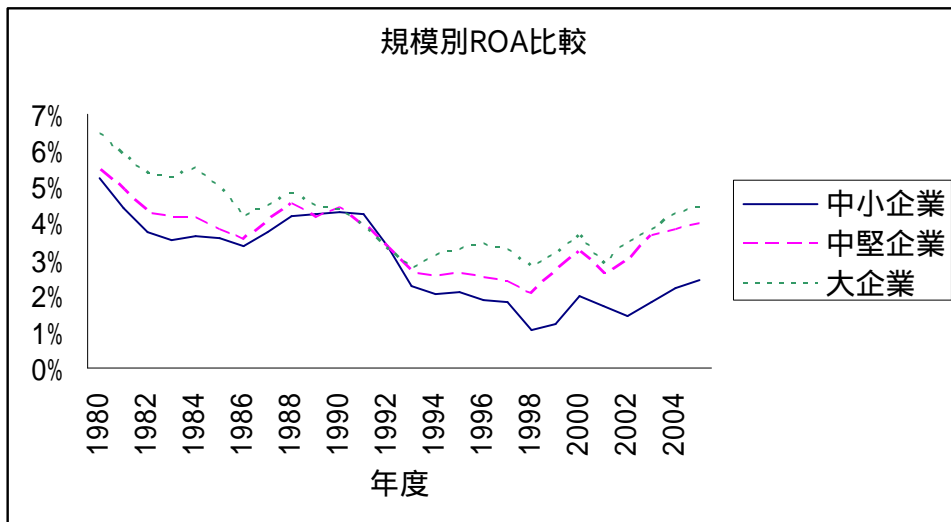
資料出所 財務省「法人企業統計年報」

図7 「営業利益債務比率（全産業）」



資料出所 財務省「法人企業統計年報」

図8 「規模別ROA比較」



資料出所 財務省「法人企業統計年報」

まず日本においては、図6、図71のように現在でも中小企業の債務比率が高いことがいえる。特に低収益企業ではこの過剰債務問題が回復の足かせにもなっているといえる。こうした日本の債務構造の特徴は、諸外国に比べ資産規模が低い企業ほど自己資本比率が低いと

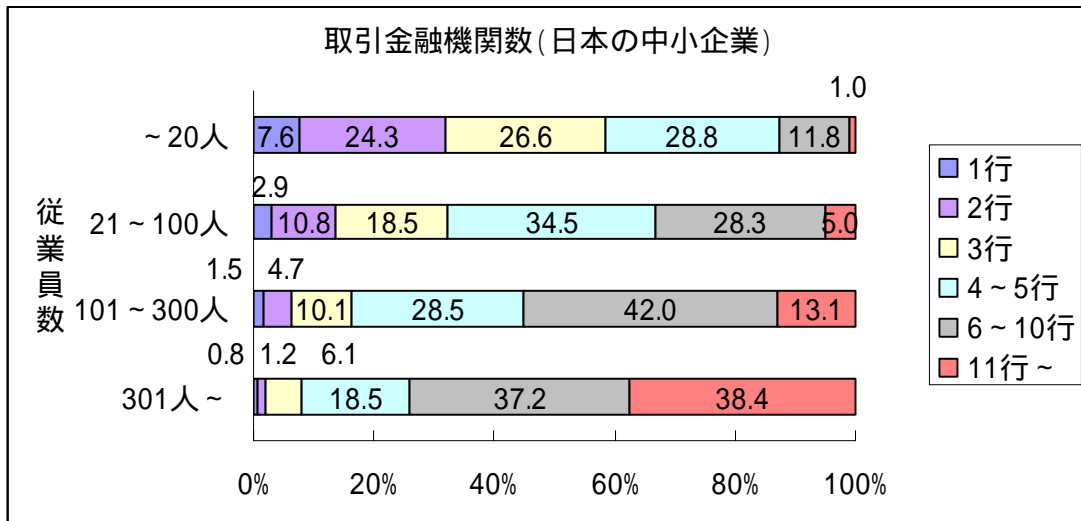
<sup>1</sup>ここで挙げる中小企業は「資本金100億円未満の企業」、大企業は「資本金1,000億円以上の企業」のことを指す。また、  
 売上高債務比率 = 有利子負債残高 ÷ 売上高  
 営業利益債務比率 = 有利子負債残高 ÷ 営業利益  
 有利子負債残高 = 短期借入金 + 社債 + 長期借入金  
 とする。

ということから明らかになる。これは銀行貸出の一部が長期運転資金として短期融資が固定的にロールオーバーされている「擬似エクイティ」となっていたことと、そもそも図 51 のように日本の中小企業の事業の収益性が低く、内部留保を通じた自己資本比率の拡充が十分でなかったことによる（このことは図 8 の通り日本企業の ROA が低いことからいえる）。この過剰債務問題の再燃が不良債権問題を再発させないためにも、中小企業とリレーションシップ関係にある金融機関が「負債の規律」を及ぼしうるかということは重要なのである。

不良債権が発生して金融機関に損失が発生したとしても、信用コスト以上の収益を上げていれば問題ではないのだが、90 年代以降貸出債権のデフォルト比率の上昇と不動産担保による元利保全が成り立たなくなったことによって信用コストが上昇してしまったことから、貸出金利のあり方を考え直すとともに、信用コストを抑制するリテール銀行へのビジネスモデルの転換が求められるようになった。

しかし現在、日本の銀行は資産規模が大きい割には従業員数・店舗数が不足している。このことは従業員一人当たりの中小企業向け貸出件数、1 店舗あたりの貸出件数ともに米国と比較して低いことからいえる。これでは密度の高い審査・モニタリングを実施できず、上記にあるように踏み込みが甘いことから「負債の規律」が発揮できない。

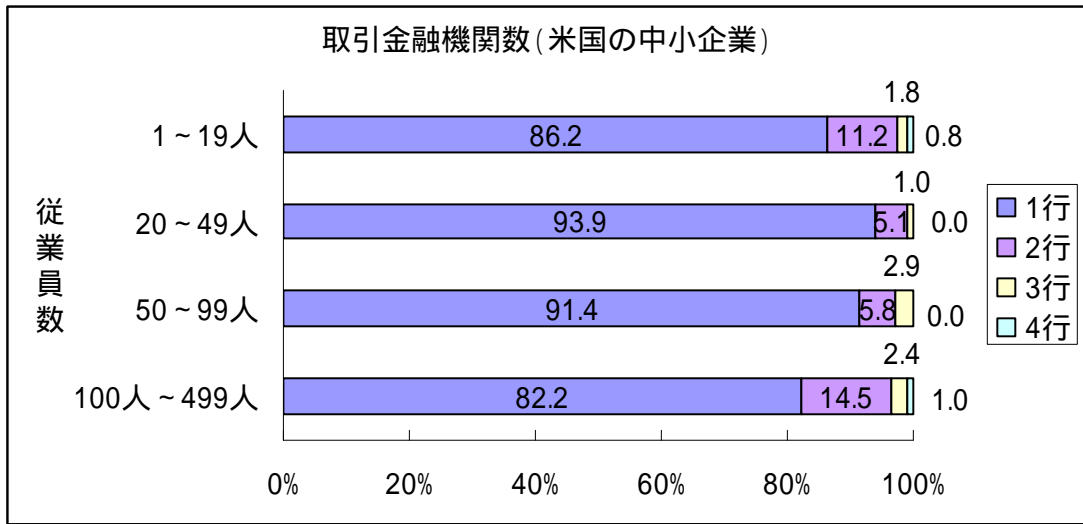
図 9 「取引金融機関数（日本の中小企業）」



資料出所 中小企業庁『中小企業白書 2007 年版』

1 ここで挙げる中小企業は「資本金 100 億円未満の企業」、中堅企業は「資本金 100 億円以上 1,000 億円未満の企業」、大企業は「資本金 1,000 億円以上の企業」のことを指す。また、ROA=営業利益÷資産合計とする。

図 10 「取引金融機関数 (米国の中小企業)」



資料出所 中小企業庁『中小企業白書 2007年版』

また図 9、図 10 から見ての通り、日本において一企業に対する取引銀行数が多いこともリテール銀行へのビジネスモデルの転換が図れていないことを示している。確かにこれは中小企業がメインバンクからの貸出を受けることが困難になったときの「保険」動機となっていたものの、これにより債権者である銀行が債務積み増しに歯止めをかけられず、不良債権問題が発生してしまった。また複数行から借りることにより、各銀行にとって緊密なリレーションシップを築くことによる利得が少なくなることから審査・モニタリングのインセンティブがそがれる。更に貸出債権をメインバンクが肩代わりするという「メイン寄せ」という現象が 90 年代後半以降中小企業でも生じ、リレーションシップの価値をさらに損なっていた。上記のように取引銀行数の多さはメインバンクと中小企業との結びつきが弱いことを示す典型的な事象となってしまう、この状況下ではリレーションシップ貸出が「負債の規律」となるようなリテール銀行へのビジネス転換が図れているとはいえない。

また貸出金利の今後のあり方を考え直す必要もある。中小企業向けのプライムレートのスプレッドを米国・英国と比較すると、日本では平均的なスプレッド水準が低く、また金利設定が画一であることが伺える。リレーションシップ貸出では長期的審査を通じて信用リスクを能動的に極小化することが求められており、またリレーション貸出は、景気によって利鞘を動かすという「異時点間のリスク平準化」機能を持っていると考えられている。日本においては実際の金利がデフォルトリスクに対して悲感応的であり、高リスク企業では支払い金利が採算金利を下回ることがあり、このことは日本の銀行が「異時点間のリスク平準化」を図っていることを示していることを示唆している。

しかし上記のような景気による一時的な信用リスクの増大でなく、恒常的な与信リスクの増大に対しては貸出スプレッドで対応しなくてはならない。日本企業の低収益性や不動産担保による元利保全が成り立たなくなったことから、現在の中小企業向け貸出スプレッドは与信リスクの循環的な振幅を考慮しても、リスクに見合った水準にない可能性は高い。したがって日本のリレーションシップの課題は、金利面からみれば、そのリスク平準化を維持しつつ、中長期的な与信リスクの高まりに見合った「適正水準」への調整をどのように進めるかということになる。



## 第3章 トランザクション型貸出

### 第1節 トランザクション型貸出とは

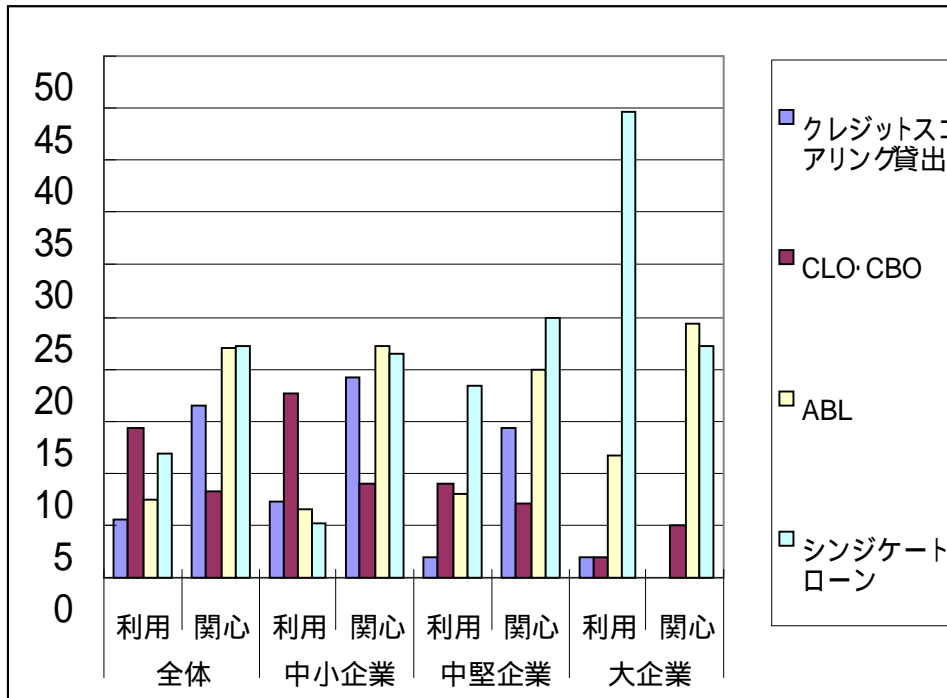
前項までのリレーションシップ貸出とは対照的な貸出手法と位置づけられているのが、トランザクション型貸出である。リレーションシップ貸出は定量化が困難であるその企業のソフト情報（経営者の資質・事業の収益性等）に着目するのに対して、トランザクション型貸出はある時点での定量化が可能なハード情報（財務諸表等）を重視するものであるが、単にトランザクション型貸出といっても様々な貸出手法が存在する。具体的にはシンジケート・ローン、クレジット・スコアリング貸出、ABL（動産担保貸出）が挙げられ、本章ではこれら三つの手法を中心に見ていくことにする。下図 11 は上記三つの手法の利用推移である。図 12 はみずほ総合研究所が 2006 年 8～9 月に実施した「新しい資金調達手段に関するアンケート調査」（以下、みずほ総研アンケート）から利用度・関心度を示したものである。

図 11 トランザクション型貸出市場の推移

	15年度	16年度	17年度	18年度
シンジケート・ローン	4,320 件 20,336 億円	5,945 件 25,806 億円	8,345 件 36,052 億円	8,142 件 35,029 億円
うち 組成(アベンジャー)	219 件 2,993 億円	420 件 4,796 億円	567 件 5,245 億円	635 件 6,700 億円
うち 参画(融資団)	4,101 件 17,343 億円	5,525 件 21,010 億円	7,778 件 30,807 億円	7,507 件 28,329 億円
スコアリングモデルを活用した商品による融資	136,015 件 10,886 億円	191,682 件 18,867 億円	250,127 件 26,293 億円	211,854 件 24,425 億円
動産・債権譲渡担保融資	10,098 件 1,102 億円	19,000 件 1737 億円	23,585 件 1,998 億円	18,260 件 2,029 億円
うち 動産担保融資			27 件 47 億円	137 件 131 億円

資料出所 金融庁「地域密着型金融（平成 15～18 年度 第 2 次アクションプログラム終了時まで）の進捗状況の概要」

図 12 企業規模別に見た新しい資金調達手段の利用状況



資料出所 みずほ総合研究所「新しい資金調達手段に関するアンケート調査」

みずほ総研アンケートについての主な特徴としては 有効回答が 1004 社あり、そのうち資本金が 1 億円未満の企業を中小企業 (700 社)、1 億円以上 10 億円未満の企業を中堅企業 (201 社) それ以上を大企業 (103 社) と定義している (このうち特に区分がなくデータが使われているものに関しては大企業を抜かした 901 社のデータである) 回答企業の約 4 割が東京都にある ABL についての定義が広い (後述) といった点が挙げられる。

特に より包括的な統計であるとは言い難く、分析については慎重かつより客観的な視点が求められる。そのため本稿では踏み込んだ分析を行う際にこのアンケートのみでは不安定な要素が多いと判断し、データを用いた場合は簡単な分析にのみ使うように留意した。

## 第2節 シンジケート・ローン

シンジケート・ローンは近年日本で大企業を中心に急速に発達をしてきた貸出手法である。これは借り手に対して金融機関側がシンジケート団という組織を作り、融資を行っていく方法である。具体的には「アレンジャー」(主幹事) と呼ばれる一部の金融機関が借り手と貸し手のニーズを見極め、事務取りまとめを行う等中心的な役割を果たし、金融機関に招聘を呼びかけシンジケート団を組成するというものである。またシンジケート・ローンの特徴として「コベナンツ」と呼ばれる財務制限条項等の債務者が遵守すべき条項が貸出契約に盛り込まれる点と、監査済みの財務諸表を完備しなければいけないなどのことから規模の大きい企業に適しているという点との 2 点がある。図 12 から大企業を中心に利用が広がっていることが分かる。

Dennis and Mullineaux(2000)の指摘によればシンジケート・ローンはリレーションシップ貸出とトランザクション型貸出の両方の要素を持ち備えているという。つまり、アベンジャーが借り手企業の審査・モニタリングを行うという点ではリレーションシップ貸出の要素

があり、他のすべての債権者が財務諸表等の共通の尺度に基づいて審査を行う点はトランザクション型貸出の要素を持つというのである。その点でシンジケート・ローンは一概にトランザクション型貸出ということは出来ないが、日本での伝統的なリレーションシップ貸出ではないという観点と、リレーションシップ貸出に比べてソフト情報の利用比重が明らかに低いことからトランザクション型貸出という枠組みに入れたいと思う。

### 第3節 クレジット・スコアリング貸出

クレジット・スコアリング貸出は借り手の信用リスクと関係の深い諸変数を用いた計量モデルによって、借り手のスコアを算出し、それをもとに融資可能かを判断する方法である。諸変数を自動的にスコアに変換するので、企業の規模が小さくなる程高くなるとされているモニタリング・コストが企業の規模に関係しなくなる。そのためクレジット・スコアリング貸出が発達することでより企業の規模が小さい零細企業が資金を調達する有効な手段となりえる。さらに個々の貸出債権を譲渡・流動化するのではなく貸出債権を束ねて証券化するCLO（貸出担保証券）に代表されるように多数の小口貸出をポートフォリオとして束ねた上で管理するので、この点も零細企業に向いているとされる。

上記のクレジット・スコアリング貸出の技術はスコアリングという機械的な手法を用いることにより個々の融資担当者の主観的判断から離れ、貸出・金利審査の客観性、整合性が保たれるため、ローン・ポートフォリオの信用リスク等に客観的な開示が求められる証券化債権（CLO・CBO）の発展の基礎を担っていると考えられる。CLO・CBOについては現在では銀行のリスクを分散させる市場型間接金融のひとつであり、CLO・CBOの発行が直接資金調達につながるわけではないと考えられるため、詳しい説明は割愛させていただく。但し統計上クレジット・スコア関連商品といったような記載がされている場合はCLO・CBOも含めた意味でのクレジット・スコアリング貸出と認識されている可能性には充分留意していただきたい。

図11から読み取れる通りクレジット・スコアリング貸出の特徴として融資額に関して件数が多いということである。先のシンジケート・ローンは小口化が進んでいるとはいうものの、一件当たりの融資額の平均は約4.3億円となっており、それに対してクレジット・スコアリング貸出は約1,100万円と相当の開きがある。図12からもより規模が小さな企業の利用頻度が高いことが分かる。

### 第4節 動産担保貸出（ABL）

動産担保貸出は通常担保にするような土地や建物といった不動産ではなく、売掛債権や在庫といった在庫を担保に貸出を行うといったものである。そのため担保にするものが動産になるというだけでトランザクション型貸出とは言えない。これに対しABLは「企業の事業そのものに着目し、事業に基づく様々な資産価値を見極めて行う貸出である」と表現される。図11にもその違いは現れており、ここでは動産・債権譲渡融資と動産担保融資といった形で区別しているが、これは動産・債権譲渡融資が売掛債権担保融資保障制度（後述）等の政府支援策を活用しつつ、売掛債権を担保にするものの、実際はソフト情報に重点が置かれていると考えられるため、よりABLに近いとされる在庫を担保とした動産担保融資とを差別化するためである。またみずほ総研アンケートについてはABLの定義を「売掛債権や在庫、設備、知的財産権といった事業資産を担保とした融資」としているため、上記のようなソフト情報に着目した貸出や、設備・知的財産権も含むため、ここで定義しているABLよりも相当幅広い定義づけとなっていることには十分な注意が必要である。

図11から動産・債権譲渡融資についてはそれなりに大きな規模であるものの、動産担保融資に着目した場合は非常に小さな市場でしかないことが分かるが、これらは日本に動産に関する登記制度が制定されていなかったことが原因であると考えられる。つまり登記制度がない場合、企業がある動産を担保に様々な金融機関から融資を受けるといったことが可能となってしまうため、金融企業としては譲渡という形でしか融資を行っていなかったことである。この動産に関する登記制度は平成10年に施行、平成17年10月の法改正により、ようやくわが国でもABLが可能な状況が整ったと言え、これからの成長が期待されている。

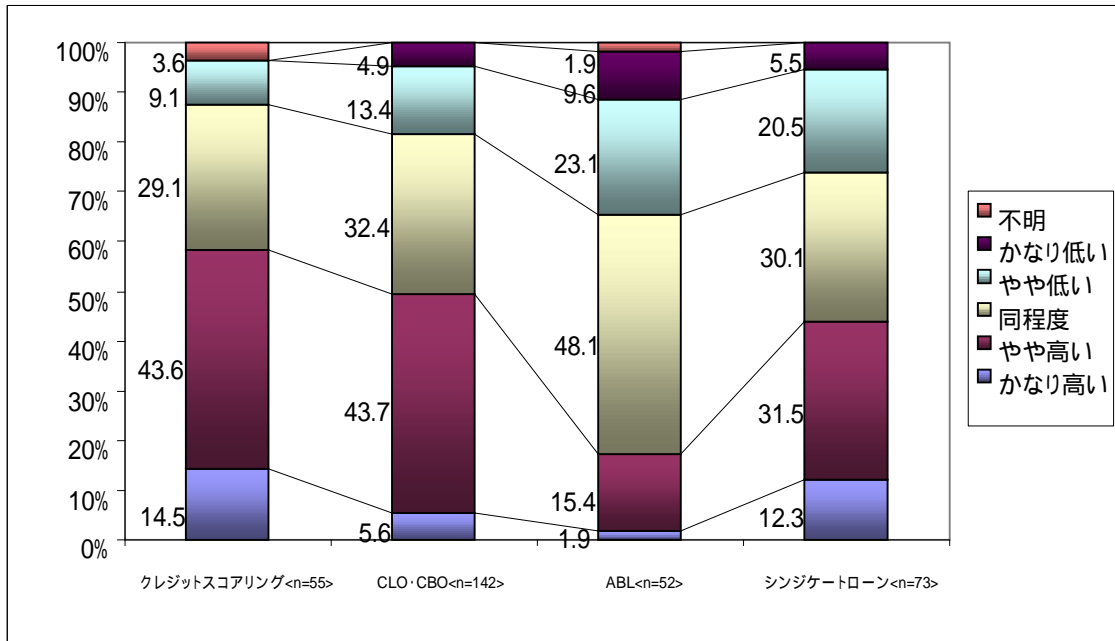
ABLについては動産を担保とする性質上、情報開示をきめ細かく行わなければならないという側面があり、モニタリング費用が極めて高くなってしまったため、規模の大きな企業に適していると考えられる。しかし図12を見てみるとそうした特長は表れていない。これは上記の定義付けの違いが関係していることも含め、様々な原因が考えられるが、理由のひとつとして動産まで担保にしなければ経営が出来ないのかと思われるために、大企業はそういった評判を恐れるため利用率が低くなっている点が挙げられる。ただし日本のABLについてはまだまだ市場が黎明期であり、データが少ないために理由について憶測を出ないものがほとんどである。

ABL市場を拡大することには政府も積極的であり、中小企業庁では売掛債権担保融資保障制度を実施しており、これは「中小企業者が、自ら保有する売掛債権を担保として金融機関から借入れを行う際に、金融機関を通じて信用保証協会に本制度に基づく保証の申込みを行い、中小企業者が借入金を返済できないときは信用保証協会が金融機関に貸付残高の9割を代位弁済するとともに、金融機関及び信用保証協会は売掛債権から回収を行う」というものである。ただし前述でも述べたようにこの制度がABL市場に大きく影響しているとは考えづらく、その前段階で効果が止まっているとも考えられる。在庫に関する保証制度については2007年8月に制度が施行されているが、こちらについては施行されたばかりであり、詳しいデータが手元にないため、詳しい分析は本稿では行わない。

さらに図14のみずほ総研アンケートによると他のトランザクション型貸出に比べた場合金利が適正であるという意見が明らかに高く、市場を拡大していく意義が強いと思われる。

ABLの今後の課題としては案件の積み上げによりABLを日本に定着させていくこと、高すぎると言われるモニタリング費用をどうするのか、正確な価値を評価する仲介システムの発達等が挙げられる。また、アメリカではABLが進んでおり、ノンバンクの貴重な資金調達方法となっている。資金調達方法が少なく金利も高くなってしまふ日本のノンバンクが健全に成長するためにもABLの成長が期待される。

図 13 トランザクション型貸出の金利水準



資料出所 みずほ総合研究所「新しい資金調達手段に関するアンケート調査」2006年8月～9月, nはサンプル数

## 第4章 政策提言

### 第1節 トランザクション型貸出と市場型間接金融の拡充と改良

本論文において、1章の現状分析から日本経済の不振が企業の設備投資の減退から生じるものであることが証明された。そして、この投資の減退は情報の非対称性と銀行の自己資本不足から生じた。この章では具体的に上記の2つの問題を解決する政策を提言する。

まず情報の非対称性については2種類に分類することができる。それは

- 企業と銀行の間に存在する情報の非対称性
- 銀行と市場の間に存在する情報の非対称性

である。この情報の非対称性に対してはリレーショナルシップ貸出を行うことで、企業のソフトな情報を手に入れることにより緩和することが可能である。

しかし、ここで2つ問題がある。ひとつは2章で述べたとおり日本においては一企業に対する取引金融機関数が米国に比べて圧倒的に多く、十分な審査が行わずに「負債の規律」が発揮されていないのではないかという問題である。またリレーショナルシップ貸出においては適正な金利がつけられず、銀行にとって参入する魅力が低下し、過少供給になっているという問題も挙げられる。

前者の問題に対しては行員数を増やすか取引銀行数を減少させるといった政策が有効であろう。しかし、この政策に関しては実行に際して困難が多い(特に取引銀行数について)ので、あまり実現的な提言とはいえないだろう。そこで本論文での政策提言では後者の問題の解決を図ることを主な目的とする。

後者の問題に対しては市場型間接金融ないしはトランザクション型貸出の促進によって解決が可能である。市場型間接金融とは、ドイツで発達した産業金融モデルの「間接金融」と、アメリカで発達した市場金融モデルの「直接金融」が並存する金融システムのことを指す。日本では戦後から一貫して産業金融と市場金融が並存するという銀行のビジネスモデルは大きく変化していない。そして、高度経済成長期には企業からの資金需要で収益を上げ、低成長期に入っても個人金融資産の蓄積の中で衰退している法人ビジネスの利益低下を個人ビジネスが補ってきた。その一方で、大企業取引を核にした従来のビジネスモデルが転換の必要性に迫られ、新モデルの構築も始まっている。市場型間接金融はそのひとつである。またトランザクション型貸出はこの市場型間接金融と親和性が高い。

特にシンジケート・ローンの契約においては貸出債権が譲渡される可能性があることを明示してあることが多く、欧米大手金融機関においては90%の貸出債権が流通していることから、シンジケート・ローンが市場型間接金融の役割を果たしているといえる。またCLO(貸出担保証券)は市場型間接金融そのものであることから、これらを用いることで金利を適正化することは可能だといえよう。

また今回の提言では上記のトランザクション型貸出のうちシンジケート・ローンとクレジット・スコアリング貸出に比べ、圧倒的に市場が小さい ABL にも着目して、政策提言を行う。ABL はモニタリングをきめ細かくしなければならないという背景から、他の貸出にはないリレーションバンキングの強化という相互作用をもたらすと考えられる。我々はこの ABL を発達させることに大きな可能性を感じ、ABL 市場を発達、促進させていくことが中小企業金融の問題を解決し、リレーションシップ貸出を補完させる手法であると考えている。

まず ABL を促進するメリットとして上記の通りリレーションシップ貸出の機能強化をすることが挙げられる。ここで言う強化とはただリレーションシップを強めるだけでなく、新たな担保を設定することで今までは不動産と代表者保障に比重が重くおかれていたリスクを分散することができ、企業のキャッシュフローといった主観要素の強い貸出基準から脱却することが出来ることを指す。

リレーションシップ貸出には「ホールドアップ問題」と「ソフトな予算制約問題」が存在するが、これらについても ABL を改良することで緩和が可能と考えられる。まずホールドアップ問題については、正確な査定を行える仲介機関を作ることが挙げられる。これにより不動産の価値を正確に評価することで客観的な金利を設定することが可能であり、貸し手の金利設定に対する独占力が弱まると考えられる。次に予算制約問題については担保を設定することで担保以上の貸出が制約される。さらに ABL の基本理念である企業の事業そのものに着目することで、事業拡大等の資金調達が必要となる場面でも機動的な資金調達が出来、この問題についても緩和することが出来ると考えられる。このように ABL はリレーションシップ貸出を補完し、新たな資金調達手段の構築をすることが出来ると考える。

それでは ABL 普及のためには何が必要だろうか。一つ目は「正確な査定を行える仲介機関の設立」であるだろう。ABL はその担保の価値評価が難しく、それを客観的に正確に行える機関が必要であると考えられる。信用できる機関がなければ貸出規準をソフト情報に依存するしかなく、本論で定義してきた ABL とは呼べなくなってしまうだろう。そのため正確な査定を行える仲介機関の設立は ABL が発達していくために必要不可欠であると考えられる。また ABL を取り巻く保障は充実しており、これ以上の介入は必要ないだろう。ただし、情報の非対称性を緩和出来るとはいつてもそれはある程度 ABL がその企業に浸透した際の話であり、それまでのモニタリング費用はどうしても規模の小さな中小企業には負担になってしまう。そこで保障制度ではなく補助制度が必要だと考えられる。便宜上これを「ABL 中小企業補助制度」と呼ぶことにする。具体的には資本金がある一定以下の企業に対しては補助金を出すというものである。

中小企業の新たな資金調達手段として我々は ABL を推奨し、ABL が発達するために「正確な査定を行える仲介機関の設立」と「ABL 中小企業補助制度」を提案する。最後に忘れてはならないのは、ABL は日本では歴史の浅い貸出手法であり、金融機関の案件の積み上げによる情報の蓄積が前提条件である。そうすることで上記の「正確な査定を行える仲介機関の設立」と「ABL 中小企業補助制度」が十分な効果を発揮することが出来るだろう。

上記のようにリレーションシップ貸出と同時にトランザクション型貸出を促進することにより、金利を適正な水準まで上げることで、銀行の収益性拡大を通じてキャピタルランチをも防ぐことが可能である。

また市場型間接金融と親和性の高いトランザクション型貸出を導入することによって上記の問題を防ぐことも可能である。なぜなら「市場型間接金融」により収益性拡大を通じた自己資本の拡充が可能となり、また貸出をオフバランス化することでバランスシート上のリスク量を低下させ、自己資本規制がバインドすることを防ぐためである。

## 第2節 グループレンディングの拡充

他にも我々の問題意識、特に過剰債務問題を軽減し融資する方法としてグループレンディングが挙げられる。グループレンディングとは、グラミン銀行など貸し手と借り手の情報の非対称性が大きい発展途上国においてマイクロ・ファイナンスを行う金融機関にて導入されている手法である。この手法は、大企業より情報の非対称性の大きい中小企業や創業時への融資において特に有効と思われる。以下、黒崎・山形[2003]、三重野・奥田・生島[2006]を参考に、先進国である日本に即した形で説明する。

グループレンディングでは、メンバー同士の相互選抜により連帯責任を負う借り手グループが結成され、メンバー間の相互監視により融資前の審査・融資後の監視が行われる。においては、メンバーが債務不履行を起こした場合に連帯責任により当事者以外も代わって返済させられるため債務不履行の可能性が著しく高い若しくは過剰なリスク選好の借り手はグループ結成の際に排除されるので、逆選択の可能性を緩和する可能性がある。においては、意図的にプロジェクトを失敗させ、債務の返済を免れるというモラルハザード問題が緩和される可能性がある。これについては以下で議論する。

まず、議論簡略化のため借り手を二人、グループ内の借り手は同質、予想収益率を一定として、モラルハザードの有無の下での成功確率について論じるため一種類の投資案件を行うと仮定する。すると、全ての借り手は自らがモラルハザードを起こさない時、もう一方のモラルハザードも許さない。何故なら自分が損するからである。よってこの場合はグループ内において規律付けが行われる。では両者が共に融資後モラルハザードを起こすことを前提として行動する場合はどうか？これについては以下の式を使って説明する。ただし、途上国の貧困層は失敗した場合の返済能力がないとの仮定に対し、先進国の企業は自らが失敗した場合も連帯責任費用は返済できるという仮定をして式を記述する。

$$s = p_s^2(R - r) + p_s(1 - p_s)(R - r - c) - (1 - p_s)p_s c - (1 - P_s)^2 c \dots$$

$$r = p_r^2(R - r) + p_r(1 - p_r)(R - r - c) - (1 - p_r)p_r c - (1 - P_r)^2 c \dots$$

$$1 > p_s > p_r \quad 0 \dots$$

$$R > r > 0 \dots$$

$$c > 0 \dots$$

$s$  : 両方がモラルハザードを起こさない場合の期待利潤

$r$  : 両方がモラルハザードを起こす場合の期待利潤

$p_s$  : モラルハザードを起こさない場合の案件成功確率

$p_r$  : モラルハザードを起こす場合の案件成功確率

$R$  : 予想収益率

$r$  : 利子率

$c$  : 連帯責任費用(デフォルトの際に支払う費用)

ここで、およびの第一項は両者共に成功した場合、第二項は自分が成功して相手が失敗した場合、第三項は自分が失敗して相手が成功した場合、第四項は両者共に失敗した場合を示している。この両式を用いて以下のように整理する。

$$s - r = (p_s R - p_s r + p_s^2 c - c) - (p_r R - p_r r + p_r^2 c - c)$$

$$s - r = (p_s - p_r)R - (p_s - p_r)r + (p_s^2 - p_r^2)c$$

$$s - r = (p_s - p_r)(R - r) + (p_s^2 - p_r^2)c = (p_s - p_r)(R - r) + (p_s + p_r)(p_s - p_r)c > 0$$

(より  $p_s - p_r > 0$ 、より  $R - r > 0$ 、より  $c > 0$  から上記不等号が成立する)

よって  $s - r > 0$  となるので、両者がモラルハザードを起こす場合の期待利潤よりも両者がモラルハザードを起こさない場合の期待利潤の方が大きい。したがってグループ員は互いに同時にモラルハザードを起こすことを前提とした行動は起こさないことが合理的な判断となるため、モラルハザードを同時に起こす状況は排除される。

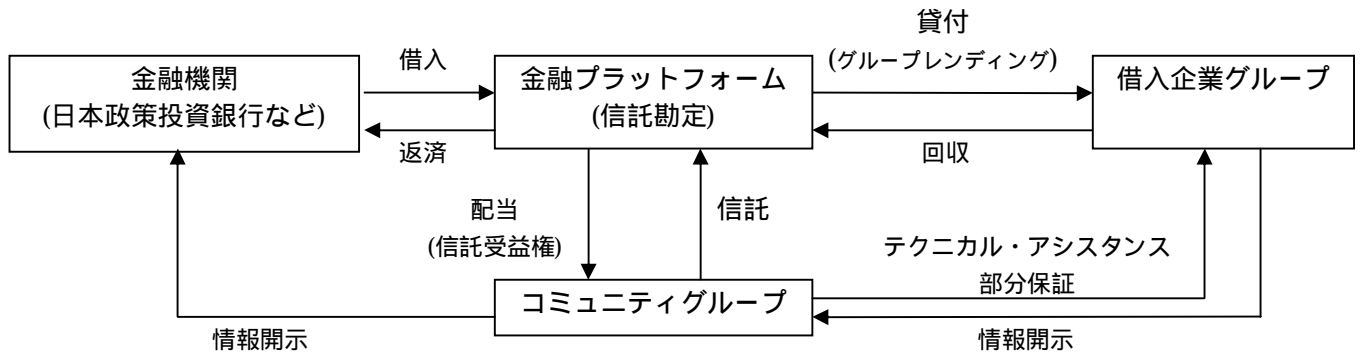


以上の議論により、グループレンディングは金融機関に代わってグループ内で規律付けを行わせ、かつグループ員が同時にモラルハザードを起こすことを防ぐので、金融機関は債務の劣後を認めないことによる規律付けを行う必要が無くなり、新規融資がしやすくなる。また、借り手が複数で組織化されるため信用力が強化されるため審査が比較的緩くなり、加えて審査・監視費用が外部化されるため金利が通常より低めになるので借り手側にも組織化されるメリットがある。さらに法人である企業は、個人とは異なり資産を所持したままグループ外へ一方的離脱することが不可能であることからグループ存続の可能性は高いと思われる。よって、リレーションシップ貸出が貸し手と借り手の情報の非対称性を小さくすることで諸問題の発生を回避しようと試みるのに対し、グループレンディングは借り手間の相互監視により情報の非対称性によって生じる諸問題の発生を回避することができると思われる。

日本におけるグループレンディングについては日本政策投資銀行[2004]によると、日本政策投資銀行により神戸市でのコミュニティ・クレジットにて類似の手法が採用されている。具体的な手法としては、相互に信頼関係を持つ15社がグループ(コミュニティ)を結成、コミュニティと日本政策投資銀行が出資して信託財産(金融プラットフォーム)を結成する、プラットフォームからノンリコース融資(担保や経営者の保証を徴収せず)を行う、ただし融資先はコミュニティが選択、コミュニティは借入に対し部分保証を行う、借入企業の返済後、金融プラットフォームは元金と金利を銀行に完済し、残った信託財産をコミュニティに対して配当して終了、であった。日本政策投資銀行によれば、2002年から2004年の2年間にかけて実施され、一件のデフォルトもなく終了したとのことであり、借り手が複数で組織化されたことで信用力が強化されたため審査が相対的に緩く、金利も低く設定できたとのことである。これは先述で述べた理論を実証するものであり、グループレンディングの実現可能性を証明するものである。しかし、現在はニーズがないため行われていないというのが現状である。これは、コミュニティ・クレジットという融資額が小さい状況にて、かつ2年という短期の融資でのみ行われたためと思われる。

よって我々は、グループレンディングを行うにあたっての現在行われた手法への改善策として、融資額の拡大と、融資期間の拡大を提言する。具体的には、前記までのリレーションシップ貸出やトランザクション型貸出と同規模以上の融資を、グループレンディングの利点である相互監視によるデフォルトの可能性の低下を生かして、相対的に長期かつ低金利で行うことを提言する。規模の大きい長期融資を受けられるようにすれば、借り手はより大型で高生産性の投資を行うことが可能となり、貸し手も費用軽減程に金利を下げなければより利益を得られると思われる。また、信用力が小さく金融機関とのリレーションや財務諸表も無い新しい借り手への融資すなわち創業融資においては、途上国と同様に利用回数増加に伴う融資枠の逐次的拡大を行えば、借り手に複数回利用するインセンティブを与えるとともに、貸し手も低コストで借り手の情報を蓄積でき、将来のリレーションシップ貸出先を獲得することが可能になるとと思われる。

参考：神戸におけるコミュニティ・クレジットの図式



出所：日本政策投資銀行(2004)

## 参考文献・データ出典

### 《先行論文》

- ・ 小野有人 (2007) 『新時代の中小企業金融』 東洋経済新報社
- ・ 小林慶一郎、加藤創太 (2001) 『日本経済の罨』 日本経済新聞社
- ・ 小林慶一郎 (2003) 『逃避の代償』 日本経済新聞社
- ・ 竹森俊平 (2002) 『経済論戦は甦る』 東洋経済新報社
- ・ *Frederic S. Mishkin and Stanley G. Eakin (2006), "Financial Markets and Institutions Fifth edition, " Pearson Education*

### 《参考文献》

- ・ 大瀧雅之 (2000) 「バランスシート調整とモラルハザード」 『マクロ経済政策の課題と争点』 東洋経済新報社
- ・ 小川和夫 (2006) 「金融危機と設備投資」 『金融の機能不全』 勁草書房
- ・ 清滝信宏 (1994) 「貨幣と信用の理論」 『現代の経済理論』 東京大学出版会
- ・ 黒崎卓・山形辰史 (2003) 「マイクロ・クレジットの経済学」 『開発経済学 貧困削減へのアプローチ』 日本評論社、第9章、pp.135-150
- ・ 経済産業省「ABL研究会 報告書」  
[www.meti.go.jp/report/downloadfiles/g60704a01j.pdf](http://www.meti.go.jp/report/downloadfiles/g60704a01j.pdf)
- ・ 中小企業庁 (2007) 『中小企業白書 2007 年版』
- ・ 日本政策投資銀行 (2004) 「地域通貨とコミュニティファイナンス」 『DBJ Kansai Report』 日本政策投資銀行 2004 年 3 月 pp.11-14
- ・ 野村総合研究所  
「動産・債権等の活用による資金調達手段～ A B L (Asset Based Lending) ～」  
[www.meti.go.jp/report/downloadfiles/g60704a03j.pdf](http://www.meti.go.jp/report/downloadfiles/g60704a03j.pdf)
- ・ 三重野文晴・奥田英信・生島靖久 (2006) 「途上国農村の金融問題とマイクロ・ファイナンス」 『開発金融論』 日本評論社、第8章、pp.123-138
- ・ みずほ総合研究所 (2007) 「中堅・中小企業向けトランザクション型貸出の決定要因」 『みずほ総研論集 2007 年 号』  
[www.mizuho-ri.co.jp/research/economics/pdf/argument/mron0710-3.pdf](http://www.mizuho-ri.co.jp/research/economics/pdf/argument/mron0710-3.pdf)
- ・ *Bernanke, Ben and Mark Gertler(1989), "Agency Cost, Net Worth, and Business Fluctuations, " American Economic Review, Vol79, 14-31*
- ・ *Bruce Greenwald, Joseph E. Stiglitz, and Andrew Weiss(1984) " Information Imperfections in the Capital Market and Macroeconomic Fluctuations, " American Economic Review, Vol74, 194-199*
- ・ Dennis S. A. and D. J. Mullineaux(2000), " Syndicated Loans, " Journal of Financial Intermediation, Vol. 9, 404-426
- ・ *Kiyotaki, Nobuhiro and John Moore(1997) " Credit Cycles, " Journal of Political Economy, Vol. 105, 211-248*

### 《データ出典》

- ・ 財務省 HP
- ・ 財務省「法人企業統計年報」
- ・ 内閣府 HP

- ・ 日本銀行「全国企業短期経済観測調査」  
[http://www.boj.or.jp/type/stat/boj\\_stat/tk/index.htm](http://www.boj.or.jp/type/stat/boj_stat/tk/index.htm)
- ・ みずほ総合研究所 HP
- ・ みずほ総合研究所  
『多様化が進む企業の資金調達~企業規模に応じて異なる新しい資金調達手段への適性』  
[www.mizuho-ri.co.jp/research/economics/pdf/research/r070201question.pdf](http://www.mizuho-ri.co.jp/research/economics/pdf/research/r070201question.pdf)
- ・ みずほ総合研究所(2006) 「新しい資金調達手段に関するアンケート調査」  
[www.mizuho-ri.co.jp/research/economics/pdf/research/r070201question.pdf](http://www.mizuho-ri.co.jp/research/economics/pdf/research/r070201question.pdf)
- ・ 金融庁(2006)  
「地域密着型金融の進歩状況についての概要」  
<http://www.fsa.go.jp/news/19/ginkou/20070712-2/01.pdf>