

メインバンク・ガバナンスと「追い貸し」¹⁾

小幡 績・坂井功治

いわゆる「追い貸し」について、本稿では、明らかに非効率的な融資と思われる「追い貸し」に絞って分析を行い、メインバンクが「追い貸し」を行う要因の解明を試みた。結果は、メインバンクの経営危機に陥った企業に対する融資額が大きい場合には「追い貸し」を行う可能性が高く、メインバンクの財務的な状況は関係がなく、また、安定的なメインバンク関係は「追い貸し」につながるわけではなく、むしろ、メイン争いを複数の銀行が行った場合において、「追い貸し」が起こる、というものであった。

1. はじめに：本当の「追い貸し」とは？

追い貸しについては、ジャーナリズムによる報告だけでなく、学術論文においても、ここ数年、さまざまな分析がなされてきた。当初は、マクロ的なアプローチが中心であり、いわゆる不況3業種である不動産、建設、流通に対して、銀行融資額が増加しており、相対的には利益を出している輸出セクターを中心とした製造業に対しては、銀行融資が減らされている、というデータを基に、追い貸しと貸し渋りが行われている、という主張がなされてきた。さらに、日本経済の90年代後半の低迷、あるいは、バブル崩壊後の失われた10年は、この銀行の非効率的な資金供給が主要因であり、銀行セクターの改革を進めなくては、日本経済全体の復活はありえない、という政策的含意につなげて議論されることも多くなった。つまり、銀行が何らかの理由によって、資金を効率的に活用できる製造業に振り向けず、利益を出すことのできない構造不況業種に割り振っているため、マクロ的な資源配分が効率的に行われず、日本経済全体の成長率が下がってしまっている、という議論である。

追い貸しに関する研究は、その後、マイクロデータを使ったものへ広がっていったが、ここでも、基本的な主張は、銀行による非効率的な資金配分が行われている、というものであった。

代表的な論文である Peek and Rosengren (2004)においても、個別の融資データを使った分析が行われているが、データが示していることは、融資先企業の ROA と融資額の増加確率には、負の相関がある、ということである。この事実により、銀行が、ROA の低い企業に対する融資額を増加させた結果、経済全体の ROA は下がるはずであるから、資金の非効率な配分により日本経済が低迷している、という議論の論拠を示したことになる、と彼らは主張している。

しかし、そもそも「追い貸し」とは何であろうか？ そして、その追い貸しの存在は学術的に示されているのであろうか？ 本稿においては、「追い貸し」を以下のように捉える。すなわち、経営状態が悪くなり、将来の回復の見込みが少なく、通常の状態であれば、融資を行わないような企業に対して、追加的な融資が行われている場合、これを「追い貸し」と呼ぶ。

このような捉え方は、特に変わったものではない。各論文によって違うのは、「通常の状態であれば融資を行わないような企業」という概念に対して、変数を用いて特定する場合に、使っている変数が違うということである。たとえば、当初のマクロ的な観点から追い貸しと貸し渋りを分析した一連の論文は、これを企業という単位ではなく、業種単位のデータを用い、構造不況業種が銀行融資を増やしてはいけな相

手先と捉えた。一方、個別の融資を使った Peek and Rosengren(2004)においては、ROAの低い企業を、融資を増やすべきでない企業、と捉えている。

これに対して、Obata and Sakai (2004)は、これらの定義では、真の追い貸しを捉えられない、と主張している。彼らは、分析対象を財務的に苦しくなった企業に絞り、その中でも、いわゆるメインバンク以外の銀行の3分の2以上が対象企業に対して融資を減らしている場合に限っている。これが、彼らの、「通常の状態では、銀行が融資を増額すべきではない状況」にたいする実証上の定義である。Obata and Sakai (2004)は、このような場合、メインバンクがどのような行動をとるか、すなわち、融資を増額するかどうか、ということ进行分析し、融資額を増やしていれば、それは、「追い貸し」が行われた、と考えている。

このように、分析対象を絞り込んだことで、Obata and Sakai(2004)の場合は、メインバンクが、ほかの銀行が逃げていくような状態の企業に対して融資を膨らませる「追い貸し」を行っていることが実際に存在することを示した。ただし、「追い貸し」に当たるかどうか明確に判断できない場合をすべて排除してしまっているので、どのくらいの規模の「追い貸し」が行われているか、日本経済全体へのマクロ的な影響があるかどうか、という議論には立ち入ることができない論文となっている。

また、Peek and Rosengren(2004)においては、データは個別融資ごとであるため、1つの企業に8つの金融機関が融資している場合には、データが8つあることになっている。Obata and Sakai (2004)においては、メインバンクの動きにだけ注目しているので、1企業1データということになっている。さらにいうと、Peed and Rosengren (2004)は、パネルデータであるにもかかわらず、パネル分析の手法は使わず、Pooled OLSの手法を用いており、個別融資ごとのデータであることを考え合わせると、1企業において起こった現象の影響が回帰分析の結果に大きく影響するような仕組みになっている、

と考えられる。

このような違いから、Peek and Rosengren (2004)と Obata and Sakai (2004)では、非常に異なった結果が示されている。Peek and Rosengren(2004)においては、金融機関の融資先が同じ系列に属しているかどうか、「追い貸し」をする際の重要な要因になっている。しかし、Obata and Sakai (2004)では、1980年代においては、銀行は系列企業に対しては「追い貸し」をより高い確率で行っていたにもかかわらず、1991年以降においては、融資先がメインバンクの系列企業であるか否かが「追い貸し」をするかしないかの決定要因ではなくなっていることを示している。

本稿では、Obata and Sakai (2004)と同じ考え方で「追い貸し」を捉える。すなわち、財務的に苦しくなった企業に対し、いわゆるメインバンク以外の銀行の3分の2以上が融資を減らしている場合にメインバンクが融資を増額するかどうかを「追い貸し」が行われたかどうかの基準とする。そして、この「追い貸し」が、どのような場合に起こっているのかについて、分析を行う。とりわけ、メインバンクが当該融資先企業とどれだけ深い関係にあるのか、関係の推移や現状の関係の大きさについて焦点を絞った分析を行い、メインバンクの「追い貸し」のインセンティブの解明に迫りたい。

2. なぜ、銀行は「追い貸し」をするのか？： 従来の研究

「追い貸し」のイメージとしては、「経営状態が悪くなり将来の回復の見込みが少なく、通常の状態であれば融資を行わないような企業に対して、追加的な融資が行われている場合」というもので研究者の間でおおむねコンセンサスが得られているが、その理由に関しては様々な議論がなされている。

星(2000)においては、短期的な視野に立つ銀行経営陣が、損失確定の先送りをするために、追加的な融資を行って融資先企業を救済する、というメカニズムを理論的に示唆している。これは、日本の銀行経営者は、自行の株式やスト

表 1. 変数定義

変数	定義
メインバンク	当該企業向け貸出が民間金融機関で最大の民間銀行。
経営危機	2 期間連続して売上高が前期比 5% 減少、かつ 2 期間のいずれかにおいて営業利益、経常利益のいずれかが赤字の企業。 危機に陥ったタイミングは売上連続減少の 2 年目。
メインバンク貸出変化	メインバンクが貸出を増加させた場合に 1、それ以外に 0 のダミー。
系列ダミー 1	当該企業とメインバンクの系列が一致する場合に 1、それ以外に 0 のダミー。
系列ダミー 2	当該企業がいずれかの系列に属するが、メインバンクの系列とは一致しない場合に 1、それ以外に 0 のダミー。
メインバンク貸出比率 1	当該企業向けメインバンク貸出額/当該企業負債。
メインバンク貸出比率 2	当該企業向けメインバンク貸出額/メインバンク総貸出額。
メインバンク貸出比率 3	当該企業向けメインバンク貸出額/メインバンク経常収益。
安定的メインバンク	メインバンクが過去 5 年間にわたり同一の場合に 1、それ以外に 0 のダミー。
競争的メインバンク	メインバンクが過去 5 年間に 2 回以上入れ替わっており、かつ経営危機時のメインバンクが過去 5 年間にいても、2 回以上メインバンクであった場合に 1、それ以外に 0 のダミー。
一時的メインバンク	経営危機時のメインバンクが過去 5 年間にいて、一度も最大融資金融機関になっていない場合に 1、それ以外に 0 のダミー。
その他金融機関貸出前期比率	メインバンクを除いた民間金融機関による当該企業向け貸出前期比変化率。(対数)
業種ダミー	建設、流通、不動産、その他金融の 4 業種にそれぞれ付与するダミー。
年次ダミー	1981 年—1985 年、1986 年—1990 年、1991 年—1995 年、1996 年—2002 年のそれぞれの期間に付与するダミー。

ックオプションを小額しかあるいはまったく保有しておらず、かつキャリア的にも、経営者の労働市場が存在しないことから、銀行の株式時価総額を最大化するインセンティブがないため、会計上の損失を回避することによって、自己の責任を逃れようとする、という議論である。実証的には、これを個々の融資データで示すことは難しいので、深尾(2000)や星(2000)は、産業セクターごとの銀行の融資データを見ると、不動産関連 3 業種と呼ばれる、建設、不動産、ノンバンクへの融資が増大していることが、上記の議論と整合的であることを主張している。これら構造不況 3 業種は、バブル期に融資が急増した業界であり、当時の融資実行責任者としての責任を問われないように、将来の収益性が見えなくても、追加融資を行う、という意味決定が行われている、という推測が、この議論の背景にある。

一方、上記のような経営陣に対するガバナンスの問題ではなく、銀行内部にエイジェンシー問題が存在しなくても、銀行と金融当局や市場との間のエイジェンシー問題から、「追い貸し」が行われている、という主張が、杉浦・笛田(2002)などである。これらの議論は、銀行自体が財務危機に陥り、国際的なビジネスを行うために必要な自己資本比率を維持しようとしたら、

国有化されるリスクを回避したりするために、自分の財務諸表をよく見せるために「追い貸し」を行い、財務諸表上の不良資産を過少に見せようとする。あるいは、市場から、資金調達プレミアムを要求されたり、株価が大きく下落したりすることによる信用不安から取り付け騒ぎが起きて、銀行自身が破綻するリスクを抑えようとして、財務諸表をよりよく見せようとする。このようなインセンティブで「追い貸し」を行う、と主張している。実証的には、銀行の財務指標、不良債権比率や自己資本比率を説明変数にとり、財務状況の悪い銀行ほど、「悪い」企業に融資を拡大している、ことを示そうとしている。

これらに対して、本稿では、銀行と企業との関係がどのように「追い貸し」に影響を与えたかを検討することにする。次節では、分析対象となるデータの範囲や変数の定義を説明する。4 節で、分析の結果を紹介し、5 節は考察、6 節は結論という構成になっている。

3. データ

本稿では、日経 NEEDS の企業財務データ、融資データを用い、上場または店頭公開している企業について分析を行うサンプル期間は 1991 年から 2002 年である。これら公開企業は、

表 2-1 基本統計量

	経営危機企業	非経営危機企業
	Mean Std. Dev.	Mean Std. Dev.
メインバンク貸出変化 (ダミー)	0.421 (0.494)	0.357 (0.479)
メインバンク貸出前期比 率(対数)	0.019 (0.390)	-0.019 (0.446)
その他金融機関貸出前期 比率(対数)	0.028 (0.426)	0.018 (0.481)
系列ダミー 1	0.210 (0.408)	0.176 (0.380)
系列ダミー 2	0.076 (0.265)	0.083 (0.276)
売上高成長率	0.822 (0.123)	1.142 (8.278)
負債比率	3.292 (31.550)	3.985 (85.110)
営業利益率	-0.021 (0.227)	0.038 (0.911)
民間金融機関貸出合計	8.763 (1.607)	8.767 (1.809)
資産(対数)	10.171 (1.392)	10.395 (1.548)
負債(対数)	9.655 (1.517)	9.799 (1.660)
メインバンク貸出比率 1	0.142 (0.121)	0.096 (0.667)
メインバンク貸出比率 2	0.0004 (0.001)	0.0005 (0.001)
メインバンク貸出比率 3	0.005 (0.013)	0.006 (0.017)
メインバンク貸出額 (対数)	7.663 (1.437)	7.589 (1.577)
N	1033	38597
(メインバンク属性)		
不良債権比率	0.034 (0.017)	0.035 (0.019)
自己資本比率	11.403 (1.929)	11.320 (1.814)
ROA	-0.003 (0.011)	-0.001 (0.008)
株価収益率	-0.117 (0.222)	-0.073 (0.258)
時価簿価比率	2.187 (0.855)	2.510 (1.103)
資産(対数)	17.268 (0.912)	17.242 (0.920)
貸出(対数)	16.789 (0.889)	16.750 (0.897)
経常収益(対数)	14.219 (1.000)	14.226 (1.035)
N	767	23264

2002 年時点で約 4000 社あるが、われわれは、前述したように「追い貸し」という現象に限定するために、分析対象企業の絞込みを行っている。まず、経営不振企業に分析対象を絞るために、企業の財務データから、売上の 5% 以上減少が 2 年連続しており、そのどちらかの年において、営業赤字または経常赤字に陥っている企業のみを対象とした。わが国においては、ほと

んどの企業が売上の増加を目標としており、それが減少することは大きな問題が起きていることをあらわしている。ただし、売上減のみに絞ると、事業売却や人事リストラに成功し、スリムで効率性の高い企業となっているものも含まれてしまうため、赤字という条件を付与した。

これに対し、2 年連続売上減少よりも、2 年連続赤字の方が経営不振シグナルとして適切かつ一般的ではないか、という批判もありうるが、ここでは 2 つの理由で、赤字基準は取らないこととしている。第一には、成長企業においては、2 年連続赤字であることは普通であり、そのような成長企業に対して融資を拡大することは「追い貸し」に当たらないため、このような企業は分析対象から除きたいからである。一方、成長企業においては、売上 2 年連続減少、ということはありえない。したがって、赤字よりも売上のほうが経営不振バロメーターとして、妥当であると考え、第二には、利益は売上に比べて、企業の経営陣が操作できる余地が大きいため、経営不振の実態が反映されておらず、とりわけ、この問題は、経営不振企業に見られることから、ここでは、適切ではない、と考えたからである。さらに、経営陣の交代などは、2 期連続赤字が引き金になることが多いといわれているが、だからこそ、2 期連続赤字にならないよう、経営陣は利益操作をする可能性が高く、ここでは、適切ではないと考えた。

2 年連続売上が 5% 以上ずつ減少している場合に、経営危機に陥っているとしたが、経営危機に陥った年はこの 2 年目とした。1990 年度決算期末と 1991 年度決算期末に売上が 5% 以上それぞれ減少していれば、この企業 X は 1991 年度に経営危機に陥った、ということになる。サンプル期間は、日本経済のバブルが崩壊し始めた 1991 年から 2002 年までとしたが、上記の例で言うと、企業 X はサンプル対象にぎりぎり含まれることになる。データは、経営危機というイベントが起きたときだけのものであるが、連続して経営危機に陥っている企業については、最初に経営危機に陥ったときだけがデータセットに含まれている。すなわち、1993 年

表 2-2 基本統計量

	経営危機企業	
	その他金融 機関撤退	その他金融 機関残留
	Mean Std. Dev.	Mean Std. Dev.
メインバンク貸出変化(ダミー)	0.261 (0.439)	0.693 (0.462)
メインバンク貸出前期比率 (対数)	-0.080 (0.337)	0.160 (0.371)
その他金融機関貸出前期比率 (対数)	-0.133 (0.295)	0.266 (0.463)
系列ダミー 1	0.250 (0.433)	0.231 (0.422)
系列ダミー 2	0.077 (0.267)	0.055 (0.229)
売上高成長率	0.830 (0.123)	0.840 (0.099)
負債比率	4.954 (16.150)	4.538 (10.860)
営業利益率	-0.016 (0.068)	-0.006 (0.102)
民間金融機関貸出合計	8.914 (1.523)	8.794 (1.455)
資産(対数)	10.364 (1.292)	10.249 (1.312)
負債(対数)	9.910 (1.391)	9.814 (1.373)
メインバンク貸出比率 1	0.162 (0.124)	0.140 (0.087)
メインバンク貸出比率 2	0.0004 (0.001)	0.0003 (0.001)
メインバンク貸出比率 3	0.006 (0.016)	0.004 (0.010)
メインバンク貸出額(対数)	7.777 (1.406)	7.641 (1.306)
N	468	290
(メインバンク属性)		
不良債権比率	0.035 (0.019)	0.033 (0.012)
自己資本比率	11.435 (1.982)	11.337 (1.926)
ROA	-0.003 (0.014)	-0.001 (0.006)
株価収益率	-0.102 (0.219)	-0.142 (0.224)
時価簿価比率	2.207 (0.897)	2.166 (0.802)
資産(対数)	17.308 (0.850)	17.231 (0.936)
貸出(対数)	16.825 (0.837)	16.756 (0.906)
経常収益(対数)	14.255 (0.953)	14.200 (1.020)
N	448	277

から 2002 年まで、10 年間連続して売上がそれぞれの年において 5% 以上減少している企業については、1994 年に経営危機に陥ったと考えて、1994 年のデータが分析対象となる。上記の定義によれば、1991 年から 2002 年までに経営危機に陥った公開企業は、1033 社ある。表 1 に変数の説明が、表 2 には標本統計が示してある。経営危機の企業と通常状態の企業との基本統計

量の比較は表 2-1 でなされている。これから示唆されるように、メインバンクと系列関係にある企業ほど経営危機に陥らないというわけではないことがわかる。経営危機に陥るかどうかは、系列があろうとなかろうと関係ない。

さて、次に、本稿においては、「追い貸し」の定義の一部である、「通常の状態では融資を行わない」という点に関して、さらに条件を加えて、分析対象企業を絞り込んだ。すなわち、特別な関係がない金融機関にとっては、売り上げの減少し続けている当該企業に対して融資を拡大しないような企業に絞っている。具体的には、メインバンク以外の金融機関の 3 分の 2 以上が融資を減らした場合に限って分析を行う。これは、明らかに「追い貸し」と呼んでよい場合に絞って分析を行うためである。これにより分析対象企業の数 は 468 社に減少した。

1033 社からの減少は、銀行の融資データの無いもので約 300 社減り 767 社になり、他の金融機関が必ずしも融資を減少させていない場合で、290 社減り、468 社となった。(表 2-2、2-3 参照)メインバンク以外の金融機関の大多数が融資を減らしている場合が 6 割を超えており、通常は、売上 2 年連続減少で多くの金融機関は融資を減らしていることがわかる。また、系列ダミーの平均値を見ると、他の金融機関が融資を減少させた場合のほうがむしろ値が大きいことから、メインバンクが系列だからといって、他の金融機関が融資を引き上げない、ということはないことがわかる。

なぜ、このような限定的な局面に絞って分析を行うかを説明するために、たとえば、Peek and Rosengren(2004)のように、企業の ROA などの利益率に基づき、ROA と融資額の増加が負の関係にあることをもって、効率性の低い企業に貸し込んでいる、「追い貸し」していると解釈した場合を考えてみよう。この場合、この負の関係は、むしろ、ROA の高い優良企業が、銀行に負債を返済している、ということを表している可能性が考えられる。Peek and Rosengren(2004)も Obata and Sakai(2004)と同様に、その点を考慮して、融資の増減ではなく、融資

表 2-3 基本統計量

	経営危機企業 & その他金融機関撤退 メインバンク貸出増	メインバンク貸出減
	Mean Std. Dev.	Mean Std. Dev.
メインバンク貸出 変化(ダミー)	1.000 (0.000)	0.000 (0.000)
メインバンク貸出 前期比率(対数)	0.183 (0.223)	-0.180 (0.318)
その他金融機関貸 出前期比率(対数)	-0.069 (0.253)	-0.157 (0.305)
系列ダミー 1	0.262 (0.442)	0.246 (0.431)
系列ダミー 2	0.074 (0.262)	0.078 (0.269)
売上高成長率	0.831 (0.128)	0.829 (0.122)
負債比率	5.688 (12.480)	4.696 (17.270)
営業利益率	-0.011 (0.053)	-0.017 (0.073)
民間金融機関貸出 合計	9.230 (1.541)	8.803 (1.503)
資産(対数)	10.422 (1.327)	10.344 (1.281)
負債(対数)	10.039 (1.429)	9.864 (1.376)
メインバンク貸出 比率 1	0.183 (0.137)	0.155 (0.118)
メインバンク貸出 比率 2	0.0006 (0.001)	0.0003 (0.001)
メインバンク貸出 比率 3	0.010 (0.025)	0.004 (0.010)
メインバンク貸出 額(対数)	8.088 (1.413)	7.667 (1.389)
N	122	346

(メインバンク属性)

不良債権比率	0.037 (0.013)	0.034 (0.020)
自己資本比率	11.149 (2.345)	11.526 (1.850)
ROA	-0.002 (0.006)	-0.004 (0.015)
株価収益率	-0.140 (0.206)	-0.088 (0.222)
時価簿価比率	2.085 (0.886)	2.252 (0.898)
資産(対数)	17.131 (0.947)	17.372 (0.804)
貸出(対数)	16.655 (0.931)	16.887 (0.793)
経常収益(対数)	14.076 (1.041)	14.321 (0.911)
N	120	328

増加ダミーを作って、融資を増やした場合に限って関係を捉えようとしている。さらに、Peek and Rosengren(2004)は、社債市場への入退出のダミーを作って、銀行から社債に乗り換えた場合を排除しようとしている。しかし、現実を見てみると、90年代後半の日本においては、利益を上げられた企業は、なにはともあれ、可能な限り負債を減らそうとした、という現象

が観察されていることから、社債の影響がなくとも、ROA と銀行融資増加額の間には、負の関係が観察され、それが、優良企業側の行動により生じたものである可能性がある。

さらにいえば、ROA の低い企業に対して融資することは、必ずしも悪いことではない。なぜなら、一般的に、ROA が低い企業は、大企業で成長性はないが安定している企業も多く含まれるため、日本経済全体が不況に陥った時には(まさにこのときに追い貸しが問題とされているのであるが)、銀行としては、そのような ROA が低くともリスクの低い企業に融資を増額し、ROA が高く成長性が見込めても、リスクの大きな新興企業に対しては、融資を減らさざるを得ない。つまり、リターンだけに注目して分析を行っても、それはリスクを勘案したものではないので、一概に非効率的な融資をしている、と解釈することはできないと考えられる。銀行がリスクをとらなくなるのは、経済全体にとって問題ではあるが、それは「追い貸し」と呼ばれる現象とは無縁のものであり、分析対象からははずすべきである。

上記のような考えから、本稿では、経営が苦しくなった企業で、メインバンク以外のニュートラルな立場の銀行から見ると融資を減らさざるを得ない状況にあるものに対象を絞って分析を行うことにしている。

メインバンクの定義については、本稿においては、メインバンクを、その時点で、民間金融機関の中でもっとも融資金額の多い銀行とした。したがって、メインバンクというよりは、最大融資銀行、といった方が正確だといえるかもしれない。しかし、銀行の融資担当者にインタビューしてみると、最大融資銀行の動きにはほかの金融機関は常に注目している、という実態がわかった。したがって、本稿では、最大融資銀行が、いわゆるメインバンクに近いと考えられる、という立場をとっている。

メインバンクが「追い貸し」をしているかどうかについては、メインバンクが、融資額を実際に増やしているか(維持しているのではなく増やしている)について、ダミー変数をとった。

表 3. メインバンク行動(プロビット)

説明変数	被説明変数								
	メインバンク貸出変化(ダミー)								
系列ダミー 1	0.006 (0.148)	0.022 (0.151)	0.047 (0.149)	0.027 (0.150)	0.033 (0.150)	0.076 (0.153)	0.060 (0.154)	0.069 (0.154)	
系列ダミー 2	-0.097 (0.245)	-0.103 (0.249)	-0.045 (0.247)	-0.081 (0.264)	-0.074 (0.263)	-0.040 (0.251)	-0.065 (0.269)	-0.045 (0.269)	
メインバンク貸出比率 1			1.280 ^b (0.537)			1.510 ^a (0.554)			
メインバンク貸出比率 2				192.047 ^b (82.530)			218.949 ^a (84.801)		
メインバンク貸出比率 3					12.764 ^b (5.557)			15.545 ^a (5.899)	
その他金融機関貸出前期 比率(対数)		0.739 ^a (0.246)	0.736 ^a (0.246)			0.772 ^a (0.249)	0.783 ^a (0.259)	0.804 ^a (0.261)	
売上高成長率	0.099 (0.531)	-0.218 (0.543)	-0.239 (0.537)	0.327 (0.545)	0.044 (0.548)	0.073 (0.549)	0.041 (0.557)	-0.254 (0.557)	-0.242 (0.558)
負債比率	0.002 (0.004)	0.002 (0.004)	0.002 (0.004)	0.001 (0.004)	0.001 (0.004)	0.001 (0.004)	0.002 (0.004)	0.002 (0.004)	0.002 (0.004)
営業利益率	0.828 (1.024)	0.166 (1.062)	0.145 (1.054)	1.473 (1.084)	0.598 (1.088)	0.674 (1.097)	0.918 (1.127)	-0.226 (1.121)	-0.165 (1.130)
業種ダミー	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
年次ダミー	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
サンプル数	467	454	454	467	445	445	454	433	433
Log-likelihood	-263.26	-254.08	-254.19	-260.42	-252.15	-251.70	-250.36	-243.24	-242.38
Pseudo R ²	0.019	0.038	0.038	0.029	0.028	0.030	0.052	0.048	0.052

注) a, b, c はそれぞれ有意水準 1%, 5%, 10% を示す。括弧内は標準誤差を示す。

タイミングとしては、経営危機に陥った年、つまり、売り上げ 5% 減少が 2 年連続して起こった 2 年目の間に、融資額を増やしているかどうかを見ている。これは、2 年目の売り上げ減少は、年度末決算の数字を見なくても、融資銀行にとっては、状況を把握できているはずだ、という考えに基づいている。

4. 推定結果

まず、表 3 においては、最大融資金融機関と融資先企業との関係について、その融資額の大きさに注目した分析を行った。ここでは、それを 3 通りの指標を使って分析した。まず、メインバンクからの融資が、その企業にとってどれだけ重要であるかを示す変数として、当該企業の負債総額と、メインバンクの当該企業への融資比率をとった。次に、当該企業への融資が、銀行にとってどれだけ重要であるかを示す指標として、メインバンクの当該企業への融資額と、当該銀行の総貸出額の比率を取った。3 番目には、メインバンクにとっての当該融資の重さを量るもうひとつの指標として、当該企業への融資と、メインバンクの経常収益の比率をとった。

これらは、それぞれ、「メインバンク貸出比率 1, 2, 3」という名前の変数で示されている。(表 1 参照)

表 3 における推計結果を見ると、上記の 3 つの指標、「メインバンク貸出比率 1, 2, 3」は、いずれも、正で有意であることがわかる。つまり、メインバンク(最大融資銀行)と融資先企業との関係が深ければ深いほど、メインバンクは「追い貸し」をしていることが推察される。すなわち、企業にとって、メインバンクの融資額が重要であればあるほど、メインバンクは、融資を増やさなくてはならない、という関係が 4 列目と 7 列目の推計式の結果から読み取れる。一方、銀行にとって当該企業への融資が重要である場合においても、メインバンクは融資を増やさなければならない状況に陥っていることが、5 列目と 8 列目の推計式の結果から推測される。これらを総合すると、企業の側から見ても、銀行の側から見ても、一銀行から一企業への融資額が大きすぎる場合には、ニュートラルな立場である 2 位以下の銀行であれば、融資を減らしたい状況においても、融資を増加させる「追い貸し」をせざるを得ない、ということが推測さ

れる。

表3でもうひとつ注目すべき事実は、系列ダミーが、まったく有意でないことである。これは、Obata and Sakai(2004)で示されたものと同じ結果である。上に、メインバンクと融資先との関係が深いほど、「追い貸し」をする、と述べたが、この場合の関係の深さとは、従来から言われている系列関係にあるのではなく、融資額の大きさによって生まれるものである。

なぜ、融資が大きすぎると、「追い貸し」をせざるを得ないのであろうか？ われわれは、これは2通りの解釈が可能であると考え。まず、ひとつめの解釈は、当該企業にとって、メインバンクからの融資は生命線であるため、その融資が引き上げられてしまうと、経営が成り立たなくなり、倒産してしまう確率が高まる、というものである。このような場合には、メインバンクは、融資先に倒産されてしまった元も子もないので、融資を引き上げるよりは、追加融資が必要であっても、既存の債権を保全するために融資を行うのが、銀行の融資行動として、妥当性をもつ。また、ほかの多くの銀行が融資を減らしていることから、ひとつの銀行が偏って融資している場合には、多数の影響力を持たない銀行は、融資を引き上げやすく、その分は、メインバンクに引き受けてもらう、といういわゆる「メイン寄せ」がおきていると考えられる。

もうひとつの解釈は、銀行にとって当該企業への融資が大きすぎるため、当該企業に対する融資を引き上げることにより倒産させてしまうと、損失が確定することになり、銀行側の資本が毀損してしまう。したがって、自己の財務状況が苦しい銀行は、融資を増額することにより、一時的にでも、融資先の状況を悪化させないようにする、というものである。この解釈をさらに進めると、不良債権比率の高い銀行、あるいは自己資本比率が低い銀行は、それらの数字を悪化させないように、融資先を健全に見せかけるために「追い貸し」を行う、というものになる。

表3の6列目と9列目をみると、メインバンクの経常収益に対する当該融資額の比率が正に有意であることから、後者の解釈も可能である

ように見える。表3の推計結果全体を、われわれは、銀行と企業の関係によるものとして捉え、当該融資額の大きさが重要な「追い貸し」の要因になっていると考えているが、銀行の財務的状况により、銀行が「追い貸し」をするかどうか決めている、という解釈も可能になってくる、ということである。

そこで、表4では、融資の規模自体を説明変数とした推計を行った。同時に、銀行側の要因が「追い貸し」の決定要因となっているかどうかを調べるため、銀行の財務状況を表す変数および銀行の資産規模などのメインバンクの属性を表す指標となる変数を説明変数とした推計も行った。

左側の2列は、民間金融機関から当該企業への融資総額の対数およびメインバンクの融資額の対数を説明変数にそれぞれ加えたものである。これら2つの変数は、ともに正で有意であった。つまり、民間金融機関からの融資総額またはメインバンクからの融資額の絶対額が大きい場合には、メインバンクは融資を増やしている、ということである。民間金融機関からの融資総額はメインバンクからの融資額と相関関係を持っていることから、これら2つはメインバンクからの融資額が、メインバンクが「追い貸し」をするか否か決定要因になっている可能性があることを示唆している。

一方、3列目以降はメインバンクの属性についての変数を説明変数として加えたものである。これを見ると、従来言われていた、銀行の財務状況が「追い貸し」へ影響をもたらししている、ということは推計結果からは示唆されないことがわかる。つまり、銀行の不良債権比率、自己資本比率といった銀行自体の財務危機を表す指標は有意に「追い貸し」を示唆しない。また、銀行の収益性や効率性も「追い貸し」に影響を与えていないことがわかる。すなわち、メインバンクのROA、株価収益率、時価簿価比率は、いずれも有意に「追い貸し」を説明できない。一方、メインバンクの属性であっても、その銀行自体の規模に関する指標は、いずれも有意に「追い貸し」の起こりやすさを説明している。

表4. メインバンク行動(プロビット)

説明変数	被説明変数									
	メインバンク貸出変化(ダミー)									
系列ダミー1	-0.025 (0.153)	-0.025 (0.153)	0.240 (0.203)	0.301 (0.209)	0.031 (0.154)	0.087 (0.164)	0.044 (0.158)	0.118 (0.158)	0.109 (0.158)	0.117 (0.159)
系列ダミー2	-0.200 (0.253)	-0.177 (0.252)	0.280 (0.371)	0.298 (0.403)	-0.053 (0.267)	-0.043 (0.275)	-0.090 (0.270)	-0.074 (0.270)	-0.074 (0.269)	-0.059 (0.269)
民間金融機関 貸出額合計	0.120 ^b (0.048)									
メインバンク 貸出額(対数)		0.151 ^a (0.052)								
(メインバンク 属性)										
不良債権比率			2.790 (4.411)							
自己資本比率				-0.053 (0.047)						
ROA					10.163 (11.858)					
株価収益率						-0.713 (0.454)				
時価簿価比率							-0.137 (0.086)			
資産(対数)								-0.194 ^b (0.079)		
貸出(対数)									-0.191 ^b (0.080)	
経常収益(対数)										-0.174 ^b (0.072)
業種ダミー	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
年次ダミー	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
サンプル数	454	454	248	238	433	409	409	433	433	433
Log-likelihood	-250.85	-249.76	-133.80	-124.17	-246.20	-226.91	-233.14	-243.85	-244.03	-243.94
Pseudo R ²	0.051	0.0547	0.055	0.076	0.037	0.066	0.041	0.046	0.045	0.046

注) a, b, c はそれぞれ有意水準 1%, 5%, 10% を示す。括弧内は標準誤差を示す。

コントロール変数として、売上成長率、負債比率、営業利益率、その他金融機関貸出前期比率(対数)を含む。

資産規模、貸出総額、経常収益総額の3つはいずれも、負で有意に効いており、つまり、小さい銀行が経営危機に陥っている企業のメインバンクになった場合には、「追い貸し」が起こりやすいことを示している。

表4における推計結果は、「追い貸し」の要因としては、銀行側の財務的な状況ではなく、既存の融資額の規模が重要であることを示唆している。これの政策的な含意は、従来言われていた、「貸し渋り」や「追い貸し」を減らし、銀行から企業への融資機能を回復するためには、政府出資などにより銀行の資本を厚くすることが重要である、という説は必ずしも正しいわけではないことになる。政策的には、銀行の財務状況を改善することではなく、銀行と企業の融資関係が、一つの銀行に偏らないような仕組みを作るか、その仕組みができやすいように支援し

てやることが重要、ということになる。

ここまでの分析をまとめると、「追い貸し」は、特別な状況においてのみ生じるのではなく、かなり一般的な状況においても、条件がそろえば起こりうることを示唆されている、と言える可能性がある。すなわち、Obata and Sakai (2004)は1991年以降においては、系列、という銀行と融資先企業の特種な関係を持っているという特殊な状況の存在が「追い貸し」をもたらしているわけではないことを示したが、本稿においては、メインバンクからの融資額が、融資先企業にとって、あるいはその銀行にとって、大きすぎる場合には、「追い貸し」が起こりやすくなること、融資の規模がきわめて重要であること、を示唆する結果を提示した。つまり、融資額が多すぎてしまうと、企業が経営危機に陥ったときに融資を引くことができなくなるので

表5. メインバンク行動(プロビット)

説明変数	被説明変数							
	メインバンク貸出変化(ダミー)							
系列ダミー1				-0.029 (0.166)	-0.030 (0.167)	-0.035 (0.166)	-0.032 (0.167)	
系列ダミー2				-0.114 (0.267)	-0.062 (0.265)	-0.076 (0.266)	-0.061 (0.270)	
安定的メインバンクダミー	-0.096 (0.158)		-0.078 (0.171)	-0.103 (0.160)			-0.082 (0.172)	
競争的メインバンクダミー		0.988 ^b (0.469)	0.914 ^c (0.485)		0.982 ^b (0.470)		0.906 ^c (0.487)	
一時的メインバンクダミー			-0.544 (0.450)	-0.575 (0.467)			-0.539 (0.450)	-0.574 (0.467)
メインバンク貸出比率1	1.302 ^b (0.620)	1.285 ^b (0.617)	1.244 ^b (0.615)	1.298 ^b (0.620)	1.273 ^b (0.625)	1.263 ^b (0.623)	1.218 ^b (0.621)	1.276 ^b (0.625)
その他金融機関貸出変化率対数	0.442 ^b 0.194	0.448 ^b (0.195)	0.440 ^b 0.194	0.455 ^b (0.195)	0.443 ^b (0.194)	0.447 ^b (0.195)	0.439 ^b (0.194)	0.454 ^b (0.195)
売上高成長率	0.587 (0.773)	0.522 (0.775)	0.580 0.775	0.516 (0.776)	0.636 (0.781)	0.552 (0.783)	0.614 (0.783)	0.545 (0.784)
負債比率	0.006 (0.006)	0.006 (0.006)	0.006 0.006	0.006 (0.006)	0.006 (0.006)	0.006 (0.006)	0.006 (0.006)	0.006 (0.006)
営業利益率	-0.227 (1.318)	-0.263 (1.329)	-0.407 1.317	-0.320 (1.341)	-0.174 (1.323)	-0.232 (1.333)	-0.371 (1.320)	-0.287 (1.346)
業種ダミー	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
年次ダミー	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
サンプル数	362	362	362	362	362	362	362	362
Log-likelihood	-206.07	-204.00	-205.45	-203.16	-205.98	-203.96	-205.40	-203.13
Pseudo R ²	0.047	0.056	0.050	0.060	0.047	0.057	0.050	0.060

注) a, b, c はそれぞれ有意水準 1%, 5%, 10% を示す。括弧内は標準誤差を示す。

あり、これは、融資を一定額以上にしてしまった銀行には常に起こりうるリスクなのである。したがって、系列という関係が存在しなくても、銀行セクターに危機が生じなくても、一般的に、世界のどの国でも、どんな時代であっても、「追い貸し」が融資額に応じて起こりうる可能性がある、とも言える。

さて、本稿では、メインバンクと融資先企業の関係が「追い貸し」に与えている影響について、もうひとつ分析を行った。それは、メインバンクの安定性が「追い貸し」に与える影響についてである。メインバンクが危機に陥った企業を助けるかどうか、という問題を考えるときには、系列関係という特殊な関係があるかどうか、ということのほかには、メインバンク関係が安定的かどうか、ということが重要である、と従来から信じられてきた。系列と同様に、これについても、この神話が正しいかどうか確かめる必要がある。「追い貸し」が行われるのは、メインバンクと融資先の関係が深いときであるが、この関係とは、系列関係ではなく、融資額の大きさであることはわかったが、さらに、安

定的なメインバンク関係ということも、この「追い貸し」の深い関係につながっていくのかどうか、検証しようということである。

表5では、メインバンクが、安定的に最大融資金融機関という立場にいるかどうか、「追い貸し」にどのような影響を与えているかについて推計を行った。ここでは、3つのダミー変数を新たに説明変数に加えた。それらは、企業が経営危機に陥ったときに最大融資金融機関となっている銀行が、過去5年間に当該企業に対する最大融資金融機関であったかどうかを示すものである。すなわち、「安定的メインバンク」とは、過去5年間に於いて常に最大融資金融機関であったことを示すダミー変数である。一方、「一時的メインバンク」とは、経営危機時のメインバンクが、過去5年間に於いては一度も最大融資金融機関となっていないことを示している。最後に、「競争的メインバンク」とは、過去5年間に最大融資金融機関、メインバンクが何度も入れ替わっており、経営危機時のメインバンクは過去において、メインバンクの座をほかの銀行と争った経験がある、ことを示唆するダミー

変数である。具体的には、融資先の企業が経営危機に陥った時点のメインバンクが、過去5年間において、2度以上、最大融資金融機関の座から転落していることを示す変数である。

従来の見解にたてば、メインバンクが安定的であるほど、いざというときには、その長い関係から、救済してくれるはずである。本稿の文脈で言えば、企業が経営危機に陥ったときに、ずっとメインバンクであったメインバンク、安定的な関係を保ってきたメインバンクは、「追い貸し」をしてくれるはずである、ということになる。

果たして、表5の結果を見ると、その予想は当たっていないことがわかる。つまり、1列目、4列目、5列目および8列目の推計結果をみると、「安定的メインバンク」ダミーは有意ではなく、しかも、符号は負であることがわかる。メインバンクである期間が長期で継続的であったとしても、経営危機に陥ったときに、メインバンクは融資を増やしてはくれない、ということである。これは、従来の、継続的で安定的なメインバンク関係が重要である、という仮説が、「追い貸し」については成り立たないことを示唆している。

一方、「一時的メインバンク」は、3列目、4列目、7列目および8列目の推計結果をみると、有意ではないが、符号は負であり、係数もかなり大きなものになっている。これは、たまたま経営危機時に最大融資金融機関になってしまった銀行は、当然「追い貸し」を行わず、ほかの金融機関と一緒に融資を引き上げることが示唆している。推計前に予想された結果と一致している。

さて、「競争的メインバンク」ダミーは、2列目、4列目、6列目および8列目の推計結果をみると、正で有意であることがわかる。また、係数もかなり大きく、影響は大きいことがわかる。つまり、過去5年間において、メインバンクの座を得たり失ったりを繰り返したメインバンクは、その融資先企業が経営危機に陥った場合に、「追い貸し」を行う確率が非常に高い、ということである。

推計式には含めておらず、インフォーマルなデータの観察に過ぎないが、このような最大融

資元が不安定な場合においては、かなりの割合において、融資額1位の金融機関と2位の金融機関が、競い合うように、年によって入れ替わっているようである。これも踏まえると、この推計式の解釈として、メインを競い合っていた過去があった場合には、「追い貸し」を行いがちである、ということも可能である。有名な例では、そごうに対する、興銀と長銀のメイン争いがある。そのメイン争いが、そごうの過剰債務、そして倒産、という要因の1つになっていた、といわれている。これらは解釈に過ぎないが、少なくとも事実として、安定的なメイン関係が必ずしも「追い貸し」をもたらすわけではないことは示唆されている。

以上をまとめると、メインバンクが経営危機に陥った融資先に「追い貸し」を行うのは、従来想定されていたメインバンク関係の強さとは無関係であることがわかった。すなわち、系列関係にあるメインバンクや長期的継続的なメインバンクは、「追い貸し」をより行うわけではない。そうではなく、融資額を何らかの理由で膨らませてしまったメインバンクが、融資を引き上げることができずやむを得ず「追い貸し」を行うのである。また、過去において、メインバンクの座をはかの金融機関と争っていたような場合には、かなり高い確率で「追い貸し」が行われることもわかった。この2つをまとめて解釈すると、メインバンクである銀行と融資先企業との関係において、融資をしすぎてしまって、企業が開き直ったときに引くに引けなくなり、銀行が企業に取り込まれている場合や、メインバンク間の競争があって、融資先企業の側が、銀行を選ぶという、立場が強くなった場合に、銀行は「追い貸し」をしてしまう、ということである。これらは、系列関係や長期的取引関係とは、別の現象として生じたことである。したがって、銀行と企業の関係においては、系列や長期的関係、という日本に特殊な関係がなくても、多額の融資を行うこと自体や融資競争をすること自体で、内生的に、融資先企業に取り込まれてしまう可能性がある。そうになると、メインバンク・ガバナンスというメカニズムは、少

表 6. 救済後のパフォーマンス

説明変数	被説明変数		
	倒産確率	株価超過収益率	
		1年後	3年後
	1991-2002	1992-2002	1992-2002
メインバンク貸出変化 (ダミー)	0.328 (0.218)	-0.041 (0.069)	-0.065 (0.043)
系列ダミー1	0.081 (0.235)	-0.061 (0.071)	0.005 (0.046)
系列ダミー2	-0.151 (0.454)	-0.044 (0.110)	0.179 ^a (0.066)
その他金融機関貸出前期比率 (対数)	-0.241 (0.341)	-0.033 (0.128)	0.131 (0.092)
売上高成長率	-1.220 ^c (0.725)	-0.385 (0.270)	-0.051 (0.200)
負債比率	-0.012 ^c (0.006)	-0.002 (0.002)	-0.001 (0.001)
営業利益率	-1.285 (1.288)	-1.434 ^b (0.562)	0.198 (0.393)
業種ダミー	Yes	Yes	Yes
年次ダミー	Yes	Yes	Yes
サンプル数	454	377	269
Log-likelihood	-89.73		
Pseudo R ²	0.073	0.067	0.118

注) a, b, c はそれぞれ有意水準 1%, 5%, 10% を示す。括弧内は標準誤差を示す。

なくとも、経済の下降局面では、機能しない可能性があると思われる。

5. 考察

最後に、やはりメインバンクは情報の優位性があり、一般的には融資すべきではないと判断されるような場合でも、ほかの銀行の動きとは逆に融資を行い、その結果、企業も立ち直り、長期的には、「追い貸し」と思われた融資を行ったメインバンクも利益を得ていたのではないかと、という批判について検討しよう。

表 6 では、われわれが分析対象とした企業、すなわち経営危機に陥り、メインバンク以外の多くの金融機関は融資を減らした企業が、その後、どのようなパフォーマンスを示しているか、ということについて分析を行っている。注目すべき説明変数は、最大貸出金融機関貸出変化ダミーである。左側の列は、被説明変数にその後倒産したかどうかのダミーを取っている。右側の列の推計式の被説明変数は、1年後または3年後の株価である。このダミーは、倒産への影響は、有意ではないが正の係数を示している。一方、株価に対しては、これも有意ではないが、負の係数を示している。すなわち、経営危機に

陥り、かつ多くの金融機関が融資を減らした企業に対して、最大融資元である銀行、いわゆるメインバンクが融資を増加させた場合には、倒産確率は高く、また、株価は下落する、ということである。

これは、最大融資者の行動により被説明変数が受ける影響として通常推測される結果とは、まったく逆の結果である。つまり、メインバンクが融資増額、という救済措置をとれば、その措置をとらなかった場合に比べて、倒産確率は下がるはずであるし、パフォーマンスの低下は、相対的に少なくなるはずであるから、株価も、措置を取らなかった場合に比べて上昇するはずであるからである。もち

ろん、この推計式は因果関係を示したものではないから、このような正の内生的な関係があるにもかかわらず、それ以上に強いセレクションバイアスが働いており、もともと望みがない、倒産確率が高く、株価も下落すると思われる企業なのであろう。すなわち、メインバンクは、先行きがないとわかっていながら、「追い貸し」を行っているのだ、と推察されるのである。したがって、本節冒頭で述べた、メインバンクの情報優位性による「一見追い貸しに見えるがそうではない」という反論は、支持されないことが示唆される。

6. 結論

「追い貸し」の存在については、さまざまな研究がその存在を示そうとしているが、本稿においては、明らかに非効率的な融資と思われる「追い貸し」に絞って分析を行い、メインバンクがなぜ非効率とわかっている「追い貸し」をあえて行うのか、その要因の解明を試みた。得られた結果は、メインバンクの経営危機に陥った企業に対する融資額が、銀行の規模や企業の負債総額に対して相対的に大きい場合、あるいは絶対額において大きい場合には、メインバンク

は「追い貸し」を行う可能性が高く、一方、メインバンクの財務的な状況は関係がない、というものであった。また、安定的なメインバンク関係は「追い貸し」につながるわけではなく、むしろ、メイン争いを複数の銀行が行った場合において、「追い貸し」が起こっている可能性があることを示唆する結果が得られた。

ただし、本稿は、メインバンクの動きに限った「追い貸し」の分析を行っているので、メインバンク以外の金融機関に関する「追い貸し」行動の分析については、何も示すことができておらず、今後の課題である。

(慶應義塾大学大学院
経営管理研究科／ビジネススクール・
一橋大学大学院経済研究科大学院生)

注

1) 本論文の作成においては、一橋大学経済研究所定例研究会の出席者から貴重なコメントをいただいた。また、リサーチアシスタントとして、浅古泰史氏、長瀬毅氏が多大な貢献をしてくれた。感謝したい。なお、この論文を書くに当たって、日本証券奨学財団の資金援助を受けている。

参考文献

- 深尾光洋(2000)『金融不況の実証分析』日本経済新聞社。
星岳雄(2000)「なぜ日本は流動性の罅から逃れられないか」、深尾光洋・吉川洋編、『ゼロ金利と日本経済』、日本経済新聞社、pp.233-266。
杉浦茂・笛田郁子(2002)「不良債権と追い貸し」『日本経済研究』第44号、日本経済研究センター、pp.63-87。
Ahearne, A. and N. Shinada(2004) "Zombie Firms and Economic Stagnation in Japan," paper presented at the conference "Macro/Financial Issues and International Economic Relations: Policy Options for Japan and the United States" at University of Michigan, Ann Arbor, MI, October 22-23。
Aoki, M., H. Patrick and P. Sheard (1994) "The Japanese Main Bank System: An Introductory overview," in M. Aoki and H. Patrick eds., *The Japanese Main Bank System: Its Relevance for Developing and Transforming Economies*, Oxford University Press, Oxford。
Caballero, R., T. Hoshi and A. Kashyap (2003) "Zombie Lending and Depresses Restructuring in Japan," Working Paper。
Hall, B. and D. Weinstein (2000) "Main Banks, Creditor Concentration, and the Resolution of Financial Distress in Japan," in M. Aoki and Gary R. Saxonhouse, eds., *Finance, Governance, and Competitiveness in Japan*. New York: Oxford University Press, pp. 64-80。
Hoshi, T. and A. Kashyap (1999) "The Japanese Banking Crisis: Where Did It Come From and How Will It End?" in B. Bernanke and J. Rotemberg, eds., *NBER Macroeconomics Annual 1999*. Cambridge: MIT Press。
Hoshi, T. and A. Kashyap (2001) *Corporate Financing and Governance in Japan*. Cambridge, MA: The MIT Press。
Hoshi, T., A. Kashyap and D. Scharfstein (1990) "The Role of Banks in Reducing the Costs of Financial Distress in Japan," *Journal of Financial Economics*, Vol. 27, No. 1, pp. 67-88。
Hoshi, T., A. Kashyap, and D. Scharfstein (1991) "Corporate Structure, Liquidity and Investment: Evidence from Japanese Industrial Groups," *Quarterly Journal of Economics*, Vol. 106, No. 1, pp. 33-60。
Hosono, K. and M. Sakuragawa (2003) "Soft Budget Problems in the Japanese Credit Market," Nagoya City University Discussion Papers in Economics No. 345。
Morck, R. and M. Nakamura (1999) "Banks and Corporate Control in Japan," *Journal of Finance*, Vol. 54, No. 1, pp. 319-339。
Morck, R., M. Nakamura, and A. Shivdasani (2000) "Banks, Ownership Structure and Firm Value in Japan," *Journal of Business*, Vol. 73, Issue 4, pp. 539-67。
Ohata, S. and K. Sakai (2004) "Bank Governance Impossible", Working Paper presented at Hitotsubashi Workshop on Corporate Governance in East Asia, Tokyo Conference, February 27-28, 2004。
Peek, J. and E. Rosengren (2004) "Unnatural Selection: Perverse Incentives and the Misallocation of Credit in Japan," *The American Economic Review*, forthcoming。
Petersen, M. and R. Rajan (1994) "The Benefits of Lending Relationships: Evidence from Small Business Data," *Journal of Finance*, Vol. 49, No. 1, March, pp. 3-38。
Sekine, T., Kobayashi, K. and Y. Saita (2003) "Forbearance Lending: The Case of Japanese Firms," *Monetary and Economic Studies*, Vol. 21, No. 2, pp. 69-91。
Weinstein, D. and Y. Yafeh (1995) "Japan's Corporate Groups: Collusive or Competitive? An Empirical Investigation of Keiretsu Behavior," *Journal of Industrial Economics*, Vol. 43, No. 4, December, pp. 359-376。
Weinstein, D. and Y. Yafeh (1998) "On the Costs of a Bank-Centered Financial System: Evidence from the Changing Main Bank Relations in Japan," *Journal of Finance*, Vol. 53, No. 2, pp. 635-672。