

中堅・中小企業向けトランザクション型貸出の決定要因 ～ 企業属性に応じた適性に関する一考察 ～

[要 旨]

1. 近年、中堅・中小企業を対象としたトランザクション型貸出がわが国でも広がりつつある。トランザクション型貸出とは、企業の財務情報等の定量的な「ハード」情報に依拠した貸出手法の総称であり、具体的には、クレジット・スコアリング貸出、CLO・CBO、動産担保貸出（ABL）、シンジケート・ローンがあげられる。
2. 本稿では、みずほ総合研究所が 2006 年 8～9 月に実施した企業アンケート調査を用いて、上記 4 つのトランザクション型貸出手法を利用している（あるいは利用を希望している）中堅・中小企業に関するプロビット分析を行い、これら企業の特徴を、企業規模、信用リスク、企業と銀行とのリレーションシップ、の観点から明らかにする。
3. 第一に、クレジット・スコアリング貸出、CLO・CBO では、規模の小さい企業の利用確率が高くなっており、多数の債権をポートフォリオとして束ねて与信することで、審査・モニタリングが相当程度効率化され、中小企業金融における規模の経済の問題が緩和されていると考えられる。一方、ABL、シンジケート・ローンでは、企業規模が大きくなるほど利用確率が高くなっている。
4. 第二に、信用リスクの高い（信用評点の低い）企業ほど、クレジット・スコアリング貸出、CLO・CBO、ABL の利用確率が高くなっており、これらのトランザクション型貸出は、リスクの高い企業に適した貸出手法といえる。一方、シンジケート・ローンについては、信用力のある（信用評点の高い）企業ほど利用確率が高くなっている。
5. 第三に、企業と銀行とのリレーションシップとトランザクション型貸出の利用確率の関係をみると、取引金融機関数が多く、金融機関との物理的な距離（金融機関の立地）をあまり重視しない企業ほど、総じてトランザクション型貸出の利用確率が高くなっている。トランザクション型貸出は、基本的にはリレーションシップ貸出と代替的な関係にあると考えられる。ただし、潜在利用企業を対象とした分析では、銀行とのリレーションシップを重視する企業で、トランザクション型貸出に対する潜在ニーズが高いことを示唆する結果も、一部得られた。

経済調査部 シニアエコノミスト 太田 智之

政策調査部 上席主任研究員 小野 有人*

政策調査部 主任研究員 野田 彰彦

Tel* : 03-3201-0571

E-Mail : tomoyuki.ohata@mizuho-ri.co.jp

arito.ono@mizuho-ri.co.jp

akihiko.noda@mizuho-ri.co.jp

[目 次]

1. はじめに	3
2. 中堅・中小企業向けトランザクション型貸出の特徴と普及状況	5
(1) 中小企業金融の特徴と貸出手法	5
(2) クレジット・スコアリング貸出	6
(3) CLO・CBO（ローン担保证券・社債担保证券）	9
(4) 動産担保貸出（ABL）	10
(5) シンジケート・ローン（財務諸表貸出）	14
3. 中堅・中小企業向けトランザクション型貸出の利用状況	16
(1) みずほ総研アンケート調査の概要	16
(2) 中堅・中小企業向けトランザクション型貸出手法の利用状況	17
4. 中堅・中小企業向けトランザクション型貸出の決定要因	21
(1) 変数	21
a. 規模	24
b. 財務特性	24
c. 銀行とのリレーションシップ	25
(2) プロビット推計	27
a. 利用企業	27
b. 潜在利用企業	29
5. おわりに	30

1. はじめに

日本経済は、「失われた 10 年（ないしは 15 年）」と称される長期不況を経て、2002 年以降、緩やかながらも息の長い景気拡大が続けている。こうしたなか、これまで停滞を極めていた中堅・中小企業金融の世界でも、「トランザクション型貸出」と呼ばれる新しいタイプの貸出手法が広がりつつある。

これまでわが国では、「リレーションシップ貸出」と呼ばれる、貸し手と借り手との緊密な関係性（リレーションシップ）に根差した伝統的な銀行貸出が、企業金融において中心的な役割を担ってきた。リレーションシップ貸出の下では、企業と緊密な関係をもつ銀行（メインバンク）が、長期継続的かつ幅広く取引を行うなかで、財務諸表などに表れる企業の外形的・定量的な側面（いわゆる「ハード」情報）だけでなく、事業の成長性や経営者の資質、従業員のモラルといった定性的な側面（「ソフト」情報）も考慮して、融資を実行する。とりわけ財務の透明性が相対的に低い中堅・中小企業の場合、社債などの市場性資金の調達に難しいこともあり、貸し手とのリレーションシップに根差した伝統的な銀行貸出が、企業の資金調達の太宗を占めてきた。

しかし、1990 年代以降、長期にわたった不良債権問題は、わが国における伝統的なリレーションシップ貸出の機能不全を示唆するものであった。このため、その再構築に向けた様々な取り組みが生じるとともに、ハード情報に依拠した新しいトランザクション型貸出手法の必要性が強く意識されるようになった。

そこで本稿では、独自のアンケート調査結果を用いて、わが国では比較的新しい中堅・中小企業向けトランザクション型貸出を利用している企業の特性について分析する。本稿で用いるのは、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」である。同アンケート調査では、新しいトランザクション型貸出手法として、クレジット・スコアリング貸出、CLO・CBO、動産担保貸出（ABL）、シンジケート・ローンの 4 つをとりあげ、その利用状況やメリット・デメリットを、みずほ総合研究所の会員企業に尋ねている。有効回答数は 1,004 社であり、本稿では、このうち資本金 10 億円未満の中堅・中小企業 901 社を分析対象とする。

Berger and Udell (2006)が強調しているように、トランザクション型貸出には、与信判断に際してハード情報に依拠しているという共通点がある一方で、相違点も多くある。従って、あるトランザクション型貸出が、一定の特性を有する中小企業に向いているからといって、他のトランザクション型貸出が、同じ企業に適しているとは必ずしもいえない。一般的には、異なる貸出手法の間には、貸し手（金融機関）および借り手（企業）の属性に応じた「棲み分け」があると想像される。しかし、我々が知る限り、複数の貸出手法を、共通の尺度に基づいて評価・分析したものは数少ない。そこで本稿では、上記 4 つのトランザクション型貸出手法を利用している（あるいは利用を希望している）企業の特徴を、企業規模、信用力（信用リスク）、企業と銀行とのリレーションシップ、の 3 つの側面から明らかにしたい。

本稿と類似の問題意識をもった先行研究としては、斉藤（2007）、Uchida, Udell, and Yamori (2007)がある。斉藤（2007）は、国民生活金融公庫総合研究所が2006年8月に行ったアンケート調査結果に基づき、小規模企業におけるクレジット・スコアリング貸出、証券化手法（CLO・CBO）、動産担保貸出の利用状況や、小規模企業におけるリレーションシップ貸出の実態を明らかにしている。斉藤（2007）の調査対象は、従業員数がおおむね20人未満、資本金1,000万円以下の法人・個人企業（国民生活金融公庫の融資対象先）であり、みずほ総合研究所アンケート調査の対象企業に比べると、かなり規模が小さいという特徴がある。斉藤（2007）は、小規模企業の場合、新しいトランザクション型貸出手法の浸透、リレーションシップ貸出の機能強化とともに、限界があり、民間金融機関で対応の難しい小規模企業の資金需要に応えるためには、公的金融による補完が必要だと指摘している。ただし、斉藤（2007）では、本稿の関心事である、異なる貸出手法間で借入企業の属性や金融機関との取引特性がどのように異なるかという点は、分析されていない。

一方、Uchida, Udell, and Yamori (2007)は、経済産業研究所・地域金融研究会が2005年6月に実施した「関西地域の企業金融に関する企業意識調査」を用いて、リレーションシップ貸出、財務諸表貸出、不動産担保貸出、その他資産担保貸出の4つの貸出手法間の関係を分析している。具体的には、借入企業が重要だと考える金融機関の性質や能力に基づいて各貸出手法のインデックスを作成して、それぞれの普及状況や貸出手法間の関係を分析している。Uchida, Udell, and Yamori (2007)は、日本の中小企業向け貸出では、財務諸表貸出が最も基本的な貸出手法であり、かつ他の貸出手法との補完性が強いこと、ただしリレーションシップ貸出と不動産担保貸出とは相互補完的でないことを指摘している。Uchida, Udell, and Yamori (2007)と比較した本稿の特徴は、①借入企業の意識に基づいて貸出手法インデックスを作成するのではなく、企業がトランザクション型貸出を利用しているかどうかを直接尋ねたインデックスを用いている点、②Uchida, Udell, and Yamori (2007)が分析していないクレジット・スコアリング貸出や動産担保貸出をとりあげている点¹にある。また、新しいトランザクション型貸出手法が、企業と銀行とのリレーションシップとどのような関係にあるかについても、考察を試みている。

本稿の構成は以下の通りである。第2節では、本稿でとりあげる中堅・中小企業向けトランザクション型貸出の特徴や、日本での普及状況を概観する。第3節では、本稿で用いるみずほ総合研究所アンケート調査の概要を述べる。第4節では、プロビット分析により、トランザクション型貸出手法を利用する（利用を希望する）企業の決定要因を、借入企業の特性や、企業と銀行のリレーションシップの観点から検証する。第5節は結論である。

¹ 逆に、本稿では、Uchida, Udell, and Yamori (2007)が分析対象としているリレーションシップ貸出、不動産担保貸出、その他資産担保貸出については、明示的に考察していない。

2. 中堅・中小企業向けトランザクション型貸出の特徴と普及状況

(1) 中小企業金融の特徴と貸出手法

一般に、中小企業は大企業に比べて外部資金調達が難しい。その背景には、企業間の質的な差異が大きく、事業内容や財務状況が不透明な中小企業の場合、貸し手と借り手の間の情報の非対称性が、大企業よりも大きいことがある。

金融機関は、こうした情報の非対称性に伴う金融取引上の困難を解消するため、審査やモニタリングといった情報生産活動を行っている。しかし、情報生産活動は固定費的な側面が強く、規模の経済が働く。このため、融資額が相対的に小さい中小企業向け貸出は、金融機関にとって単位あたりコストが割高になりやすい。また、規模の経済は、借入企業にとっても問題となる。企業は、借入に際して、金融機関に提出する書類を作成したり、事業内容や資金使途の説明をしたりしなければならないが、こうした情報開示に係る費用も固定費的な側面が強いからである。

情報の非対称性や規模の経済といった中小企業金融をめぐる困難に対処するうえで、これまで有効とされてきた伝統的な貸出手法が「リレーションシップ貸出 (relationship lending)」である。リレーションシップ貸出の下では、金融機関は、借り手との密接な関係 (リレーションシップ) に基づいて審査・モニタリングを行い、顧客固有の「ソフト」情報を蓄積して、情報の非対称性に係る問題を克服すると期待される。ここで、ソフト情報とは、事業の成長性や経営者の資質、従業員のモラルなど、定量化や認証が困難な、企業の定性的な側面 (キャラクター) を指す。リレーションシップ貸出では、財務情報などの外形的・定量的な「ハード」情報だけでなく、こうしたソフト情報も考慮して、貸出が実行されると考えられる。また、緊密なリレーションシップにより、貸し手と借り手との取引関係が長期継続的かつ複数の金融商品にわたる横断的なものとなれば、同じ情報を再利用できることから、金融機関・企業双方にとっての単位あたり情報生産 (情報開示) コストが低下し、中小企業金融における規模の経済の問題も緩和されると期待される。

これに対して、ハード情報に基づき、一時点かつ個々の取引の採算性を重視した貸出は「トランザクション型貸出 (transaction-based lending)」と総称される。**図表 1** は、Berger and Udell (2002, 2006) 等に従い、リレーションシップ貸出および本稿でとりあげる中堅・中小企業向けトランザクション型貸出 (クレジット・スコアリング貸出、動産担保貸出、財務諸表貸出) の特徴を、貸出に際して用いられる主たる情報の種類、審査において最も重視される要素、貸出契約の特徴、貸出後のモニタリング、の 4 つの観点から比較したものである²。ただし、これは、いわば各貸出手法の「理念型 (プロトタイプ)」を示したものであり、実際には、複数の貸出手法の要素を併せ持つことも多い点には留意が必要である。

² **図表 1** では CLO・CBO が含まれていないが、これは、CLO・CBO の基本的な特性がクレジット・スコアリング貸出と共通する点が多いと考えられるためである (詳しくは後述)。なお、Berger and Udell (2006) は、中小企業向けの金融手法として、この他に、ファクタリング、固定資産貸出、リース、企業間信用をあげている。

図表 1：中堅・中小企業向け貸出手法の比較

	主たる情報ソース	審査・引受にあたって重視する要素	貸出契約の特徴	モニタリング
リレーションシップ貸出	ソフト情報	(融資担当者が認識する) キャッシュフロー	・異時点間の金利平準化 ・有担保が多い	融資担当者によるモニタリング
クレジット・スコアリング貸出	ハード情報 (企業や経営者の属性等)	クレジットスコア	・取引時点の信用リスクに応じた金利 ・無担保が多い	・クレジットスコアの見直し ・早期警戒システム
動産担保貸出 (ABL)	ハード情報 (担保の清算価値)	担保価値 例・LTV比率 ¹	・常に有担保 ・担保による保全度合いや信用リスクに応じた金利	担保(売掛債権・在庫)のモニタリング
財務諸表貸出	ハード情報 (信頼性の高い財務諸表)	(財務諸表に表れる) キャッシュフロー 例・負債/EBITDA ² 比率	・財務特約 ・取引時点の信用リスクに応じた金利 ・有担保が多い	財務特約を通じたモニタリング

(注) 1.LTV (Loan To Value) 比率：担保資産価額に対する融資額の比率。

2.EBITDA (Earnings Before Interest Taxes Depreciation and Amortization)：利払い前・税引き前・減価償却前・その他償却前利益。

(資料) Berger and Udell (2002, 2006)等に基づき作成

以下、本節では、本稿でとりあげる4つの中堅・中小企業向けトランザクション型貸出の特徴と、わが国における普及状況を概観する。

(2) クレジット・スコアリング貸出

クレジット・スコアリング貸出とは、借り手の信用リスクと関係が深い諸変数（企業や経営者の属性、財務状況など）を組み込んだ計量モデルにより借り手の信用力を表すスコア（評点）を算出し、これに基づいて融資実行の可否や金利などの契約条件を決定する貸出手法である。わが国では、「クイック・ローン」、「ビジネス・ローン」などと称されることもある。

クレジット・スコアリングは、もともと米国で消費者ローンを対象として開発され、発展してきた与信技術である。しかし、90年代半ば以降、大手米銀がスモール・ビジネス向け小口貸出にもクレジット・スコアリングを活用し始めたことや、それまで消費者ローンを対象としたスコアリング・モデルを構築していた Fair Isaac and Company が、スモール・ビジネス向け事業貸出を対象とするモデルを開発して金融機関に提供し始めたことから、以後、クレジット・スコアリングは、大手米銀によるスモール・ビジネス向け小口貸出における中心的な貸出手法として定着していった。ただし、銀行数の上では太宗を占めるコミュニティ・バンクの多くは、クレジット・スコアリングを利用せず、借入企業とのリレーションシップに根差した伝統的な貸出手法に依存している (Cowan and Cowan (2006))。また、英国でも、4大商業銀行を中心に、スモール・ビジネス向けのクレジット・スコアリング貸出が増大していると指摘されている (HM Treasury (2004))。

クレジット・スコアリング貸出の特徴は、個々の貸出案件毎に与信リスクを判断するのではなく、多数の小口貸出をポートフォリオとして束ねたうえで、ポートフォリオ全体の平均的なパフォーマンスに基づいて与信判断がなされる点にある。即ち、統計的な手法（大数の法則）に基づいて貸出をポートフォリオとして管理することで、個々にみれば情報の非対称性の問題が大きい中小企業への与信が可能になっている。また、審査・モニタリングを相当程度自動化・効率化できるため、伝統的な銀行貸出では単位あたりの審査・モニタリングコストが高く、資金調達に困難をきたしやすい小企業・零細企業に対して、新たな資金調達の途を開くことができる。実際、米国では、クレジット・スコアリングの採用行は、非採用行よりも、貸出全体に占めるマイクロ・ローン（貸出額 10 万ドル未満の小口貸出）の比率が高くなっていると報告されている（Frame, Srinivasan, and Woosley (2001)）。

また、スコアリングという機械的な手法を用いることで、伝統的な貸出では不可避であった個々の融資担当者による主観的な判断のばらつきから免れ、審査の客観性・整合性が確保されることになる。このため、クレジット・スコアリングは、ローン・ポートフォリオの信用リスク等について客観的な開示が求められる中小企業向け貸出の証券化商品（CLO・CBO）を発展させる礎となることが期待される。さらに、信用リスクが定量化されることから、リスクに見合った貸出金利の設定（リスク・プライシング）が可能になり、従来であれば金利による差別化が不十分であった限界的な借り手への貸出が拡大する可能性もある。ただし、これまでのところ、米国でも、多くの金融機関は、クレジット・スコアリングを貸出実行の可否を判断するために用いており、金利等の貸出条件の設定にまで活用しているのは、一部の大手銀行に限定されているようである³（FRB(2002)）。

日本では、90 年代末に首都圏の地方銀行がクレジット・スコアリング貸出商品の取り扱いを開始した後、順次、大手銀行にも普及していった。また、金融庁が「リレーションシップバンキングの機能強化に向けたアクションプログラム」（2003 年 3 月）を通じて、地域金融機関に対してスコアリング・モデルの活用を要請してからは、無担保・無保証（第三者保証）をセールス・ポイントとする商品として、地域金融機関にも広く普及し始めた（図表 2）。クレジット・スコアリングを実施している地域金融機関の割合は、地方銀行では 9 割近くにのぼっているのに対し、信用組合では 2 割弱にとどまっており、わが国でも規模の大きい金融機関（業態）ほどクレジット・スコアリング貸出を行っているという傾向がみられる。また、大手銀行の実施状況について包括的にまとめた資料はないが、ディスクロージャー誌・IR資料等によると、メガ 3 行の 2006 年度末残高は計 3.5 兆円程度と、やはり

³ Berger, Frame, and Miller (2005)は、米国のクレジット・スコアリング貸出における金利設定のあり方は、スコアリング利用の目的に応じて異なっていると指摘している。即ち、貸出量の拡大を主目的としている銀行では、貸出全体に占める貸出額 10 万ドル未満のマイクロ・ローンの比率が増大している一方で、貸出スプレッドの上昇幅は 37 ベーシス・ポイントと小幅なものにとどまっている。これに対して、リスク認識の精度を高めることを主な目的としてクレジット・スコアリングを利用している銀行の場合、マイクロ・ローン比率の上昇は観察されない一方、貸出スプレッドは 200 ベーシス・ポイントと大幅に拡大している。

地域金融機関全体の実行額を大きく上回っている⁴。

図表 2：地域金融機関におけるクレジット・スコアリング貸出の実施状況

	地域金融機関計					実行件数 (件)	実行残高 (億円)
		地方銀行	第二地銀	信用金庫	信用組合		
2002年度	117 (19%)	34 (52%)	26 (51%)	47 (15%)	10 (6%)	58,621	3,921
03年度	188 (31%)	43 (66%)	36 (72%)	88 (29%)	21 (12%)	136,015	10,886
04年度	269 (46%)	58 (89%)	43 (90%)	136 (46%)	32 (18%)	191,682	18,867
05年度	—	—	—	—	—	250,127	26,293
06年度	—	—	—	—	—	211,854	24,425

(注) 括弧内はクレジット・スコアリング貸出実施機関の各業態の機関数全体に対する比率。

(資料) 金融庁「『リレーションシップバンキングの機能強化に関するアクションプログラム』に基づく取り組み実績と総括的な評価について」、「『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)』の進捗状況について」等

日本でもクレジット・スコアリング貸出の上限は数千万円程度の金融機関が多く、中小企業の中でも小口の借入需要をもつ企業を対象とした貸出手法といえる。ただし、日本のクレジット・スコアリング貸出を米国と比較すると、個人事業主を対象としない金融機関が少なからず存在する点が特徴的である(益田・小野(2005))。米国では、中小企業向けのスコアリング・モデルにおいて重視されている変数は、オーナー個人の情報(信用履歴等)であり(Berger and Frame(2007))、個人事業主だからといってクレジット・スコアリング貸出の対象外とされることはない。これに対して邦銀の場合、個人の信用履歴データの蓄積が乏しいこともあり、ほとんどのスコアリング・モデルは企業の財務情報に基づいて構築されているようである。このため、より零細な個人事業主向けには、クレジット・スコアリング貸出があまり浸透していないとみられる⁵。

(3) CLO・CBO（ローン担保証券・社債担保証券）

CLO (Collateralized Loan Obligation) ・ CBO (Collateralized Bond Obligation) は、複数の金銭債権をプールしたうえで、そこから得られる元利金収入を担保として発行される証券のことで、原債権が貸出債権の場合は CLO (ローン担保証券)、社債の場合は CBO

⁴ 具体的には、みずほ銀行・みずほ信託銀行の「スコアリングを活用した貸出商品」が 6,044 億円、三菱東京UFJ銀行の「融活力」が 11,648 億円、三井住友銀行の「ビジネスセレクトローン」が 18,000 億円弱程度となっている。

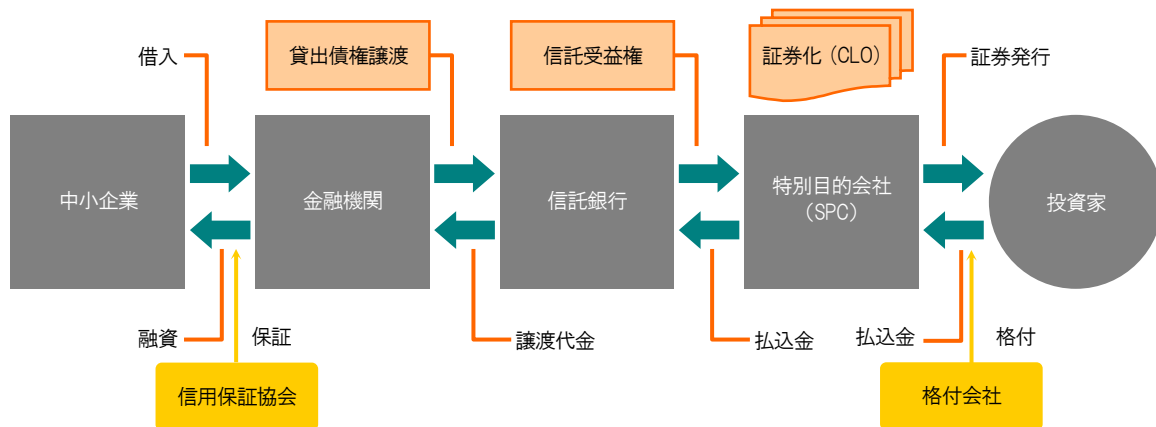
⁵ 斉藤(2007) は、日本の中小企業のクレジット・スコアリング貸出の利用状況は、年商 1 億円以上かどうかで大きな差がみられると指摘している。

（社債担保証券）と呼ばれる。いわゆる証券化手法であり、信用リスクは、原債権を組成した金融機関等から証券を購入した投資家に移転される。

90年代に CLO・CBO 市場が発達した米国では、一般に、既に存在する原債権（既存の貸出債権、市場で流通している社債）をもとにして CLO・CBO が組成され、投資家に販売される。そのため、CLO・CBO の発行が企業の新たな資金調達に直接結びつくわけではない。また、とりわけ中小企業向け貸出については、ローンの個別性が強いことや、審査基準・融資手続きが標準化されていないことがネックとなり、証券化そのものがあまり進展していない。米国で証券化されている中小企業向け貸出の多くは、投資家にとって信用リスクがなく、審査基準も標準化されている SBA 貸出（米国中小企業庁の保証プログラムに基づく貸出）の保証部分であると指摘されている（西川（2003））。

これに対してわが国では、地方自治体が主導して、CLO・CBO に組み込むことを前提に中小企業に対し新規の借入や社債発行を募るスキームが主流である。これは「自治体 CLO・CBO」と呼ばれており、近年、中小企業の新しい資金調達手段として注目されてきている。こうした自治体 CLO・CBO の先駆者は東京都であり、2000 年 3 月に都内の中小企業 1,715 社に対する新規融資をもとに 694 億円の CLO を発行したのを皮切りに、以後、毎年コンスタントに CLO・CBO を実施し、2007 年 3 月までに延べ 14,600 社の中小企業に対して 6,600 億円超の資金が供給された（図表 3）。また、この間にスキームの内容にも変化がみられ、当初 2 年間は信用保証協会の全額保証付き融資をもとにした CLO だけであったが、その後、公的な信用補完に依存しない無担保・無保証の CLO・CBO も何件か組成された。

図表 3：CLO の基本的なスキーム（東京都）



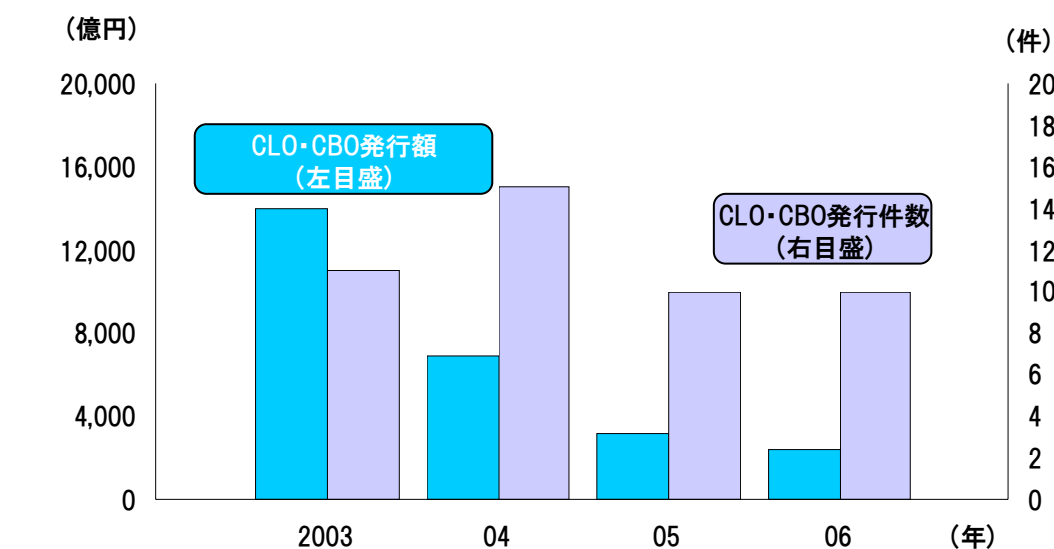
（資料）東京都ホームページ

CLO・CBO では、貸出を組成（社債を引受）した金融機関が特別目的会社などを通じて最終的に投資家にリスクを移転するため、原債権の透明性が必要とされる。このため、わが国の自治体 CLO・CBO でも、借入や社債発行を募る際に、企業の財務状況等に係る一定の基準を満たすことを利用要件とするのが通例である。ただし、CLO・CBO は、多数の小

口債権をポートフォリオとして束ねたうえで、ポートフォリオ全体の平均的なパフォーマンスを基に企業が満たすべき財務基準が設定される点では、クレジット・スコアリング貸出に似ている。即ち、CLO・CBO の場合、最終的な投資家が必要とする与信情報は、個々の原債権に関するものというよりも、ポートフォリオとしての特性に関する情報といえる。この点で、CLO・CBO は、クレジット・スコアリング貸出と同様に、債権をポートフォリオとして束ねて与信することで、中小企業金融における情報の非対称性の問題や規模の経済の問題を緩和しているといえる。

中堅・中小企業向け CLO・CBO の市場規模については、包括的な統計は存在しないが、格付け会社である R&I が、自ら格付を行った中堅・中小企業向け CLO・CBO の発行額・件数を公表している（図表 4）。2006 年の発行額は 2,400 億円（10 件）で、2003 年からの発行累計額は 26,500 億円（46 件）に達している。

図表 4：中堅・中小企業向け CLO・CBO の発行額・件数

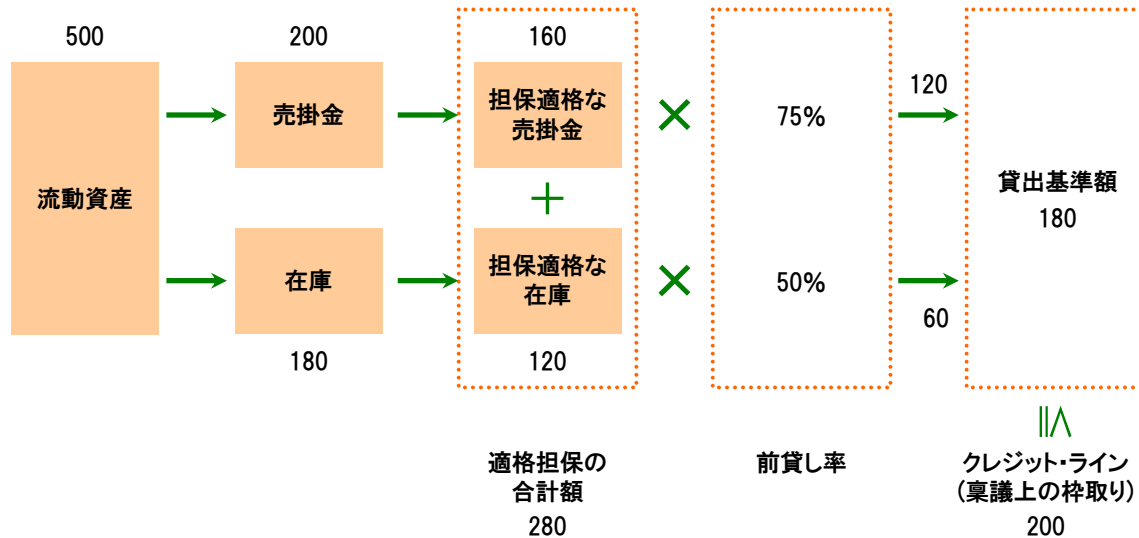


(資料) R&I

(4) 動産担保貸出 (ABL)

動産担保貸出 (ABL: Asset-based lending) は、企業が保有する在庫や売掛債権などの動産を担保として、その担保価値に基づいて金融機関が短期の与信枠を設定する貸出手法である。具体的には、担保として適格な在庫・売掛債権額に一定の掛け目（前貸し率）を乗じて算出した金額が与信枠の上限となり、通常は、担保物件価額に対する融資額の比率（LTV (Loan-To-Value) 比率）が常に 1 を下回るよう、保守的に前貸し率が設定される（図表 5）。

図表 5：ABL における貸出基準額算出の流れ



(資料) トゥルーバグループホールディングス編『アセット・ベースト・レンディング入門』
金融財政事情研究会

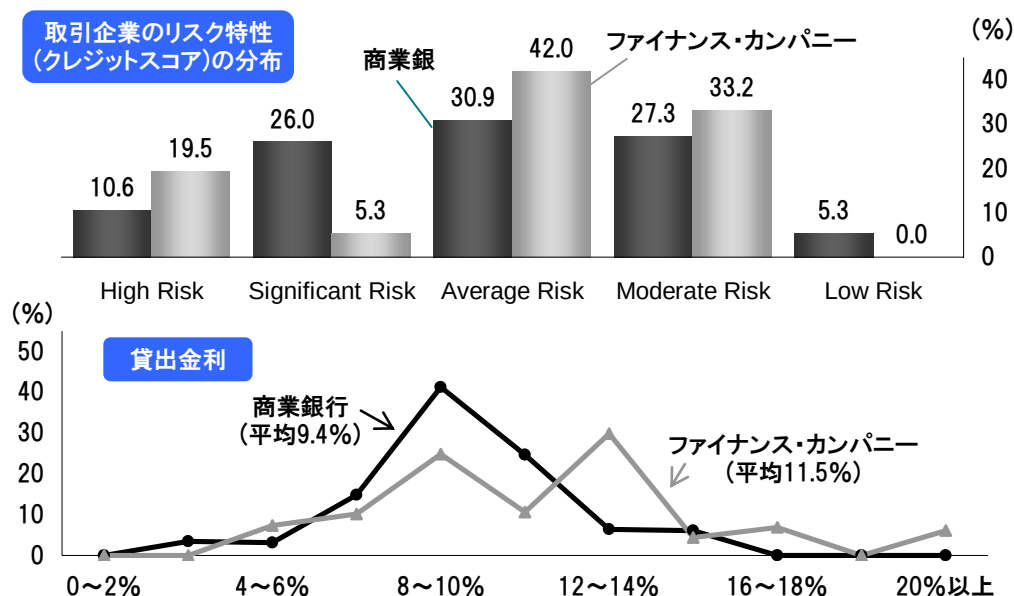
ABL は、中堅・中小企業が保有する資産の一部に着目することで、中小企業金融における情報の非対称性を克服しようとする貸出手法だといえる。また、与信枠が在庫や売掛債権の価値に連動するため、貸し手には、これら事業資産の市場価値を正確かつタイムリーに把握するノウハウや仕組みを構築することが求められる一方、借り手企業は、貸し手に対して、担保提供資産に関するきめ細かい情報開示を行う必要がある。通常、売掛債権であれば日次で、在庫であれば月次で残高管理が行われているといわれている。従って、審査・モニタリング費用の観点からは、ABL はきわめてコストの高い貸出手法であり、それだけに（規模の経済が働く）一定規模以上の借入需要をもつ企業に適した貸出手法であると考えられる。

ABL がもっとも普及しているといわれている米国では、商業銀行を主たる担い手とする伝統的なリレーショナルシップ貸出においても、運転資金を資金使途とする短期のクレジットラインの場合、在庫や売掛債権を担保とすることが多い（小野・西川（2004））。ABL とリレーショナルシップ貸出の違いは、本来的には、与信判断において最も重視される要素が、担保価値にあるかどうかによる（Berger and Udell (2006)）。リレーショナルシップ貸出の場合、広い意味での企業のキャッシュフロー創出力及び信用リスクが最も重視され、ABL のように、担保価値に基づいて与信限度額が機械的に設定されることはないといっている。これに対して ABL の場合、企業の信用リスクは二義的な要素となる。

このため、米国では、ABL の主たる対象は、信用リスクの高い企業であり、その主たる担い手は「non-bankable（商業銀行から与信を拒絶されるよう）」な企業を顧客とするファイナンス・カンパニーだといわれている。例えば、1987～93 年における米国の中堅・大企業向け貸出契約データを分析した Carey, Post, and Sharpe (1998) は、ファイナンス・カ

ンパニーから借入を行っている企業は、商業銀行だけから借入を行っている企業と比較すると、キャッシュフロー創出力が相対的に劣っている、あるいは負債比率の高い高リスク企業であると指摘している。また、米国の上場企業 850 社について分析した Klapper (2001) は、(ABL とみられる) 売掛債権を担保とするクレジットラインを利用している企業は、無担保のクレジットライン借入企業に比べて、信用リスクが高く、成長機会が相対的に乏しいという特徴があると報告している。これらはいずれも中堅・大企業を対象とした研究だが、中小 (small) 企業を対象とした実証研究としては Haynes (2005) があげられる。Haynes (2005) は、融資の種類別にファイナンス・カンパニーの利用企業の特徴を分析しており、ABL とみられるクレジットラインについてみると、信用リスクを表す D&B 社のクレジット・スコアとは無相関である一方、借入金利はファイナンス・カンパニー利用企業の方が有意に高いことを明らかにしている。図表 6 は、Haynes (2005) が用いている FRB, “1998 Survey of Small Business Finances” (SSBF 統計) により、クレジットラインで借入を行っている米国の中小企業について、主たる金融機関が商業銀行の場合とファイナンス・カンパニーの場合とで、クレジット・スコア及び借入金利を比較したものである。SSBF 統計ではファイナンス・カンパニーを主たる金融機関とする企業のサンプル数が少ないため、解釈は慎重にする必要があるが、ファイナンス・カンパニーから借入を行っている企業の金利が、相対的にやや高いことが読み取れる。

図表 6：貸し手別にみたクレジットラインによる借入金利の分布（米国）



(資料) FRB “1998 Survey of Small Business Finances.”

近年、わが国でもABLに対する関心が高まっているが、その背景には、日本の中小企業が保有する資産のうち、土地や有価証券は担保として資金調達に活用されているものの、

売掛債権や在庫は、それぞれバランスシート全体の 16.8%、8.7%と⁶、相応のシェアを占めているにも関わらず、担保として十分に利用されていないことがある。先述の通り、米国では、ABLはもとより、伝統的なリレーションシップ貸出においても、在庫や売掛債権が担保として多用されている。これに対して日本の場合、中小企業がメインバンクに担保として提供している資産の内訳をみると、9 割以上が不動産であり、預金、株券、商業手形などの流動性の高い金融資産がこれに次いで多くなっている。一方、売掛債権を担保として提供している中小企業は、全体の 1%にも満たない（小野・植杉（2006））。

わが国で、これまで在庫や売掛債権が担保としてあまり活用されてこなかった一因は、これら資産に係る登記制度がなかったことなど、制度的なインフラが整っていなかった点にある。米国では、UCC第 9 編の規定により、金融機関が現在および将来発生する在庫や売掛債権に包括的に担保権を設定することができる⁷。一方わが国では、長い間このような登記制度がなかったため、借入企業が、複数の金融機関に対して同じ動産を二重、三重に担保として提供することが懸念され、担保としての活用が進まなかった。しかし、1998 年に債権譲渡特例法が施行され、現存する売掛金の譲渡登記が可能になった。また、ABLに対する関心の高まりに呼応して、2004 年 10 月には「債権譲渡の対抗要件に関する民法の特例等に関する法律（債権譲渡特例法）の一部を改正する法律」が成立した（2005 年 10 月に施行）。同法により、在庫および将来発生する売掛債権を一括して譲渡登記することが可能になり、今後、わが国でもABL市場が拡大するのではないかと期待が高まっている。

わが国では、ABLのモデル的な事例が出始めた段階であり、市場はまだ黎明期にあるといってよい。金融庁の調べによれば、2006 年度における、地域金融機関による動産・債権譲渡担保融資の実行額は約 2,000 億円、実行件数は 18,260 件となっている⁸（図表 7）。ただし、その多くは売掛債権担保融資保証制度⁹等の政策支援措置を活用しつつ、売掛債権を担保としながらも、借り手のキャッシュフローをより重視した貸出であると推測される。実際、よりABLに近いとみられる在庫（動産）を担保とした貸出の実行額は百億円強（貸出件数は百件強）にとどまっている。

⁶ 数値は財務省「法人企業統計年報」2005 年度における資本金 1 億円未満の企業のものである。

⁷ UCC（Uniform Commercial Code：統一商事法典）は、民事・商事取引にかかる米国各州のルールを共通化することを目的に作成された法案モデルであり、現在では、各州が、必要に応じてモデル法を若干補正したうえで採択している。このうち第 9 編は、動産担保取引を包括的に規定しており、動産に対する担保権の設定を意図して行われたすべての取引に適用されている（日本銀行信用機構室（2003））。

⁸ なお、大手銀行の実施状況について包括的にまとめた資料はないが、ディスクロージャー誌・IR資料によると、みずほ銀行・みずほ信託銀行の中小企業向け動産担保融資が 1,418 億円／332 件（06 年度末残高）、三井住友銀行の中小企業向け動産・債権譲渡担保融資が 579 億円／239 件（06 年度末残高）となっている。

⁹ 売掛債権担保融資保証制度は、中小企業が売掛債権を担保に金融機関から融資を受ける際、信用保証協会が 90%を保証する仕組みで、2001 年 12 月の受付開始から 2007 年 1 月末までの累計の保証承諾件数は 53,388 件、融資実行額は 11,876 億円である。

図表 7：地域金融機関における動産・債権譲渡担保融資の実施状況

	地域金融機関計					実行件数 (件)	実行残高 (億円)
		地方銀行	第二地銀	信用金庫	信用組合		
2002年度	174 (28%)	46 (71%)	26 (51%)	88 (28%)	14 (7%)	4,462	483
03年度	247 (41%)	53 (82%)	29 (58%)	141 (46%)	24 (13%)	10,098	1,102
04年度	307 (52%)	59 (91%)	40 (83%)	175 (59%)	33 (19%)	19,000	1,737
05年度	—	—	—	—	—	23,585 [27]	1,998 [47]
06年度	—	—	—	—	—	18,260 [153]	2,029 [131]

(注) 1. ()内は動産・債権譲渡担保融資実施機関の各業態の機関数全体に対する比率。

2. []内は動産担保融資。

(資料) 金融庁「『リレーションシップバンキングの機能強化に関するアクションプログラム』に基づく取り組み実績と総括的な評価について」、「『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)』の進捗状況について」等

(5) シンジケート・ローン（財務諸表貸出）

財務諸表貸出とは、主に借入企業の財務諸表に表れる信用力に基づいて実行される貸出である。具体的には、金融機関は、EBITDA（利払い前・税引き前・減価償却前・その他償却前利益）などの企業のキャッシュフロー関連指標を重視した審査・モニタリングを行う。たとえば、企業が過度の負債を抱えていないかどうかをみる際には、何年分のキャッシュフローで債務を支払うことができるか（債務償還年数）が目安とされることが多い。また、財務制限条項等の債務者が遵守すべき条項（コベナント）が貸出契約に盛り込まれることが多い。それだけに、財務にかかわる情報の非対称性が小さく、財務ポジションも良好な中堅・中小企業に適した貸出手法といえる。また、財務の透明性を高めるため、借入企業には、監査済みの財務諸表を完備するなど、積極的な情報開示が求められる。従って、中堅・中小企業の中でも規模の大きい企業が対象となりやすいと考えられる。

わが国では、シンジケート・ローンが典型的な財務諸表貸出と考えられる。シンジケート・ローンとは、複数の金融機関がシンジケート団を組成して、同一の契約書に基づいて、同一の約定条件で行う貸出である。このうち「アレンジャー」（主幹事）と呼ばれる一部の金融機関は、シンジケート団を組成するとともに、借入企業と参加金融機関双方のニーズを見極めて、約定条件の設定、契約書の作成や調印までの事務取りまとめを行なう等、中核的な役割を果たしている¹⁰。参加金融機関は、アレンジャーからの招聘を受け

¹⁰ 契約書調印後は、「エージェント」と呼ばれる金融機関が、参加金融機関の代理人として、元利払い事務、契約条件の履行管理、決算関係書類の授受、契約変更などの手続きを行う。実際には、アレンジャー

て、案件内容を独自に審査し、シンジケート団への参加の可否を決定する。

Dennis and Mullineaux (2000) の指摘によれば、シンジケート・ローンは、リレーショナルシップ貸出とトランザクション型貸出の両方の要素を兼ね備えている。主幹事銀行が借り手企業の審査・モニタリングを主導的に行う点で、シンジケート・ローンはリレーショナルシップ貸出に類似している。その一方で、融資実行時に他の金融機関の参加を募ったり、あるいは融資実行後に貸出債権を流動化したりしてリスク分散を図っている点では、シンジケート・ローンは、ブローカー的な色彩が強い社債発行主幹事に類似している。

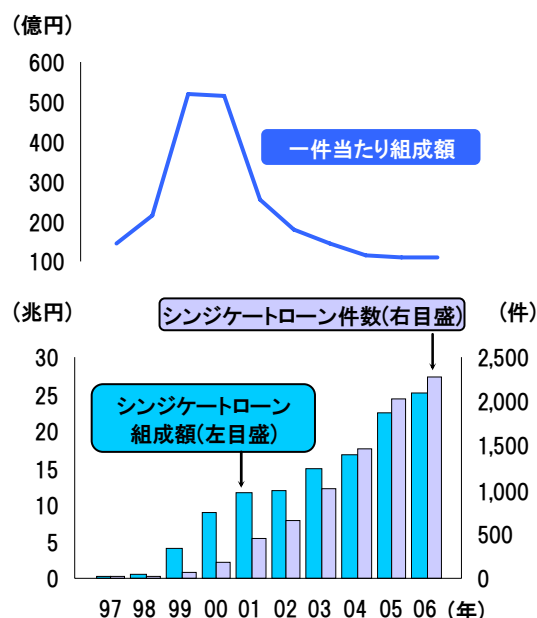
また、すべての債権者が共通の尺度に基づいて、与信審査・モニタリングを行うため、リレーショナルシップ貸出で重視されるソフト情報の役割は限定的なものとならざるをえず、財務諸表や格付などの透明な尺度が重視される。さらに、相対型の銀行貸出ではこれまであまり用いられてこなかった遵守条項（コベナンツ）が設けられている。遵守条項はシンジケート団に参加するすべての債権者に共通する権利であり、権利行使に際して債権者間で不平等が生じないように手当てされている。

もともとわが国では、シンジケート・ローンは、中堅・中小企業はもとより、大企業においてもなじみの薄い貸出手法であった。しかし、景気の低迷や企業の債務リストラによって企業の資金需要が総じて低調であったにも関わらず、シンジケート・ローン市場は 1999 年以降、急速に拡大してきた。1997 年に 2,500 億円程度だったシンジケート・ローンの組成金額は、2006 年には 25 兆円にまで増大している（図表 8）。また、ローン一件当たり組成金額が小口化していることからみてとれるように、当初は大企業中心だったシンジケート・ローンが、中堅・中小企業にまで浸透しつつある点も、日本の特徴である。

図表 9 は、シンジケート・ローンの組成金額別に、件数シェアの推移をみたものである。図表中、右端には、シンジケート・ローンの市場規模が世界で最も大きい米国における件数シェアを掲載している。米国の場合、組成件数の 6 割以上は貸出額 1 億ドル以上であり、同 1000 万ドル未満の案件の比率は 1.3%に過ぎない。これに対して日本の場合、案件シェアが最も大きいのは、貸出額 10～50 億円の層である。加えて、近年は同 10 億円未満の比率も上昇しており（2006 年時点で 22.3%）、シンジケート・ローンの対象が、大企業のみならず、中堅企業や規模の大きい中小企業にまで及んでいることがみてとれる。

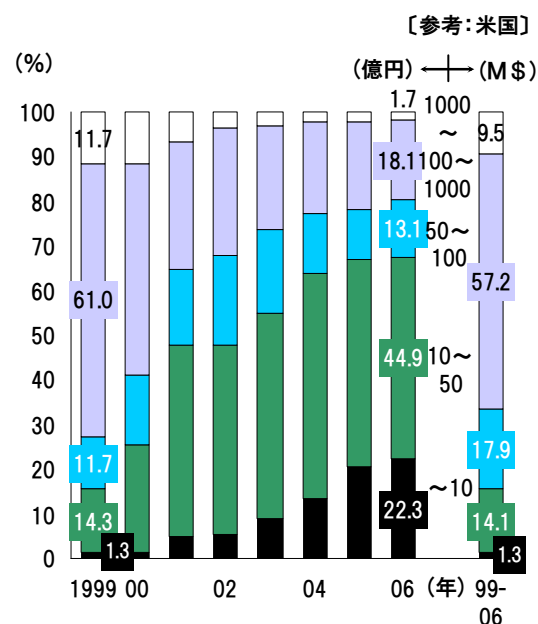
がエージェントを兼務することが多く、借入企業は、アレンジャー・エージェント業務の対価として手数料を支払う。

図表 8：シンジケート・ローン
組成市場の推移



(資料) Thomson Financial

図表 9：組成金額別にみた
シンジケート・ローン市場の推移



(資料) Thomson Financial

3. 中堅・中小企業向けトランザクション型貸出の利用状況

(1) みずほ総研アンケート調査の概要

本稿の実証分析で用いるのは、みずほ総合研究所が 2006 年 8～9 月に行った「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調査」とする）及び帝国データバンクの企業情報データベースである。みずほ総研アンケート調査は、トランザクション型貸出手法の利用状況や、企業からみた各貸出手法のメリット・デメリットを把握することを目的として、当社会員企業のうち金融・保険・証券業を除く 3,000 社に質問票を郵送し、1,004 社から有効回答を得たものである¹¹。本稿では、このうち、資本金 1 億円未満の中小企業（回答者数 700 社）、同 1 億円以上 10 億円未満の中堅企業（同 201 社）の計 901 社を対象に分析する。901 社の内訳を業種別にみると、卸売業 245 社（構成比 27.2%）、製造業 218 社（24.2%）、建設業 152 社（16.9%）、サービス業 131 社（14.5%）、小売業 65 社（7.2%）、不動産業 47 社（5.2%）、運輸通信業 39 社（4.3%）、農林水産鉱業 4 社（0.4%）となっている。また地域別には、東京近郊に本社のある企業が多く、東京都が 377 社（41.8%）、南関東地域が 108 社（12.0%）となっている。その他の地域は、近畿 158 社（17.5%）、東海 69 社（7.7%）、北海道・東北 61 社（6.8%）、北関東・甲信越 39 社（4.3%）、中国・四国 36 社（4.0%）、九州 27 社（3.0%）、北陸 26 社（2.9%）である。後述するように、本アンケート調査回答企業の 4 割が東京都に偏在している点は、

¹¹ アンケート調査結果の詳細については、小野・野田（2006）を参照されたい。

CLO・CBO利用企業の利用率に関してサンプル・バイアスを生じさせていると考えられる。

みずほ総研アンケート調査では、各貸出手法を以下のように定義して、企業に対して質問を行っている。

- クレジット・スコアリング貸出：データベース等を活用した融資手法。原則、無担保・第三者保証不要で資金調達できるほか、手続きが簡便で、迅速に融資が実行されるもの
- CLO・CBO：多数の貸出債権や債券をひとまとめにし、そこから得られる金利収入を裏づけに発行されるもの
- 動産担保貸出（ABL）：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
- シンジケート・ローン：主幹事銀行による取りまとめの下、複数の銀行が同じ約定条件で融資する手法

このうち、ABLについては、①動産を担保とする貸出であれば、キャッシュフローに基づく貸出（担保価値が二義的な役割しかない貸出）であっても含まれる、②売掛債権や在庫に加えて、設備および知的財産権を担保とした貸出も含まれる、という点で、前節でのABLの定義よりも幅広くなっている。①については、貸し手が与信の際に重視する要素（担保価値かキャッシュフローか）を借り手が知ることはできないことからくる制約である。前節でみたように、日本では、現在ABLのモデル的な事例が出始めた段階であることを踏まえると、みずほ総研アンケート調査でABLを利用したと答えた企業のなかには、銀行とのリレーションシップに根差した通常の貸出において、売掛債権や在庫等を「添え担保」的に提供した企業も含まれている可能性がある点に留意する必要がある。一方、②については、アンケート調査において、ABLを利用したことのある、あるいは利用したことはないが関心をもっている企業に対して、具体的に、どのような事業資産を担保にしたか、あるいは担保にしたいかを尋ねている。そこで、本稿では、設備および知的財産権を担保とした（したい）と回答した企業をサンプルから除き、売掛債権および在庫を担保とした（したい）企業だけをABLの対象とした¹²。

（2）中堅・中小企業向けトランザクション型貸出手法の利用状況

みずほ総研アンケート調査では、企業に対して 4 つのトランザクション型貸出の利用経験や関心の有無を尋ねている。このうち、中堅・中小企業 901 社についてみると、利用率（利用経験がある企業の割合）は、クレジット・スコアリング貸出が 6.1%、CLO・CBO が 15.8%、ABL が 6.2%、シンジケート・ローンが 8.1%となっている。また、「利用経験はないが関心はある」と答えた企業の割合（関心度）は、クレジット・スコアリング貸出が

¹² 具体的には、アンケート調査に回答した中堅・中小企業 901 社のうち、ABLを利用したことのある企業は 62 社、利用していないが関心のある企業は 196 社あったが、このうち、担保として実際に利用した、あるいは利用したいと考えている事業資産として設備、知的財産権をあげた企業 66 社（利用した企業 10 社、関心のある企業 56 社）を、ABLのサンプルから除外した。なお、他の貸出手法について分析する際は、これらの企業も分析サンプルに含めている。

18.1%、CLO・CBO が 8.5%、ABL が 16.8%、シンジケート・ローンが 22.2%である。

CLO・CBO については、他のトランザクション型貸出手法に比べて利用率が高い一方で、関心度が低くなっているが、これは、アンケート調査回答企業が、自治体 CLO・CBO を最も活発に行ってきた東京都に偏在していることを反映したものと思われる。利用率・関心度を合わせてみると、いずれの貸出手法も 2～3 割程度となっており、中堅・中小企業に徐々に普及し始めている段階にあるとみてよいであろう。

これらのトランザクション型貸出手法を利用している企業（以下、利用企業）、ないしは関心をもっている企業（以下、潜在利用企業）の属性は、貸出手法によって異なる可能性がある。図表 10 は、各貸出手法の利用企業・潜在利用企業について、調達希望額（その貸出手法を通じて実際に調達した、ないしは調達したいと考えている金額）および帝国データバンクの評点の分布をみたものである。帝国データバンクの評点は、企業の成長性や安全性、社会性に係る要素（業歴、資本構成、規模、損益状況、資金繰り、経営者の資質、企業活力など）を総合的に評価したものであり、点数が高いほど信用力が高い（信用リスクが低い）ことを意味する。調達希望額、評点ともに、貸出手法によって分布が異なっているが、以下にみるように、概ね、前節での議論と整合的な結果といえる。

図表 10：貸出手法別にみた調達希望額・評点の分布

(単位：%)

	調達希望額					帝国データバンク評点				
	1千万未満	1～3千万	3～5千万	5千～1億	1億円以上	70点以上	60～69点	55～59点	50～54点	49点以下
クレジット・スコアリング	10.1	23.9	20.2	21.6	18.3	0.9	7.8	22.5	44.5	24.3
CLO・CBO	0.5	10.0	17.8	34.2	32.0	0.5	11.9	27.9	47.5	12.3
動産担保貸出 (ABL)	7.3	17.7	14.1	18.2	35.9	1.0	16.7	25.5	41.7	15.1
シンジケート・ローン	16.1				80.6	2.2	24.9	28.2	31.5	13.2

(注) 1. 新しい資金調達手段を「利用したことがある」「利用したことはないが関心はある」中堅・中小企業が対象。

2. 調達希望額、帝国データバンク評点ともに「不明」企業があるため、合計は 100%にならない。

(資料) 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 8～9 月)

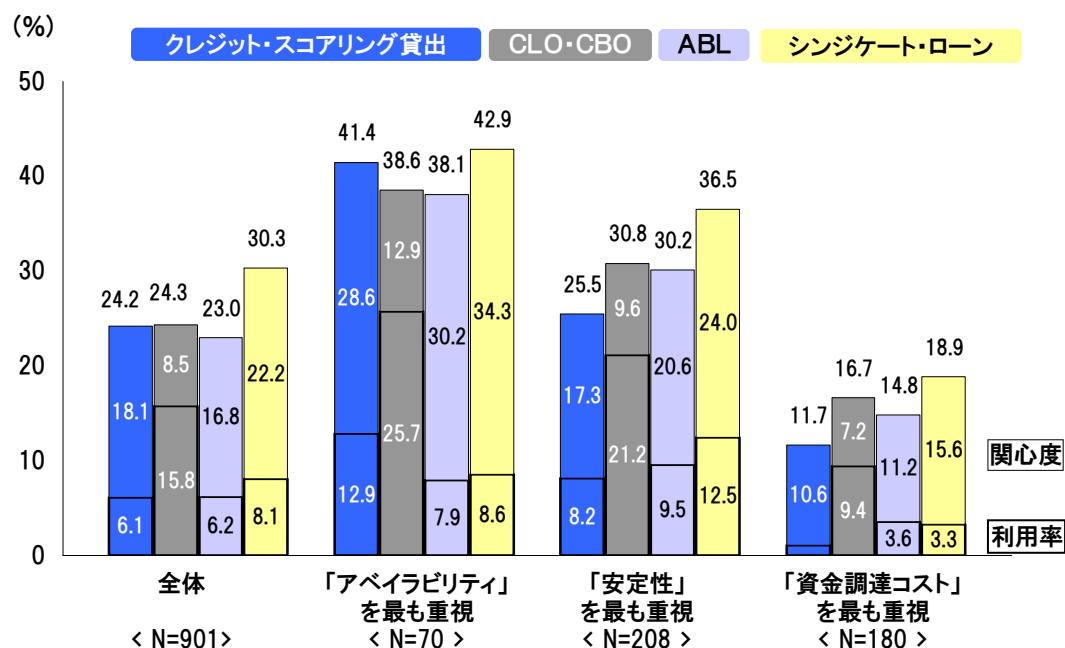
調達希望額については、多数の小口貸出をポートフォリオとして審査・管理するクレジット・スコアリング貸出では、半数以上の企業が 5 千万円未満と答えており、中堅・中小企業の中でも相対的に小規模の企業の利用・関心が高いとみられる。これに対して、中堅・中小企業のなかでも透明性の高い企業を対象とするシンジケート・ローンでは、調達希望額が 1 億円を超える企業の比率が 8 割と圧倒的に高くなっており、比較的規模の大きな企業向けの貸出手法といえる。CLO・CBO および ABL は、クレジット・スコアリング貸出とシンジケート・ローンの中間に位置している。CLO・CBO は、クレジット・スコアリング貸出と同様に、ポートフォリオに基づく与信手法という性格を有するので、規模の小さい企業に適していると考えられるが、長期性資金の調達を目的とすることが多いため、調達希望額がやや大きくなっているものと推測される。また、ABL の場合は、動産担保の管理・モニタリング費用に係る規模の経済性の観点から、やはり調達額がクレジット・スコアリング貸出よりも大きくなっていると考えられる。

また、信用力（評点）の観点から各貸出手法の分布をみると、財務諸表貸出であるシンジケート・ローンでは、評点の高い企業の比率が相対的に高くなっている。一方、ポートフォリオ貸出であるクレジット・スコアリング貸出の場合、個々の企業の信用力よりも、貸出ポートフォリオ全体のパフォーマンスが重要になることから、評点が相対的に低い企業の占める比率がやや高くなっている。CLO・CBO および ABL は、信用力の面でも、クレジット・スコアリング貸出とシンジケート・ローンの中間に位置している。

また、みずほ総研アンケート調査では、企業に対して、資金調達に際して最も重視する要素（機動性、安定性、資金調達コスト、アベイラビリティ、担保・保証条件¹³）は何かを尋ねている。そこで、その回答属性別に、トランザクション型貸出手法の利用率・関心度を比較すると、資金調達に際してアベイラビリティや安定性を重視する企業ほど、これらの新しい貸出手法の利用に前向きである一方、資金調達コストを重視する企業は、概して消極的である（図表 11）。実際、これらの貸出手法の利用企業に対して、その金利水準が通常の銀行貸出と比べて高いか、低いかを質問したところ、ABLを除いて、「かなり高い」「やや高い」と回答する企業が、「かなり低い」「やや低い」と回答する企業を上回っている（図表 12）。以上を踏まえると、資金のアベイラビリティや資金調達の安定性を確保したい企業ほど、高い金利コストをかけてでも、トランザクション型貸出手法の利用に前向きであるといえる。

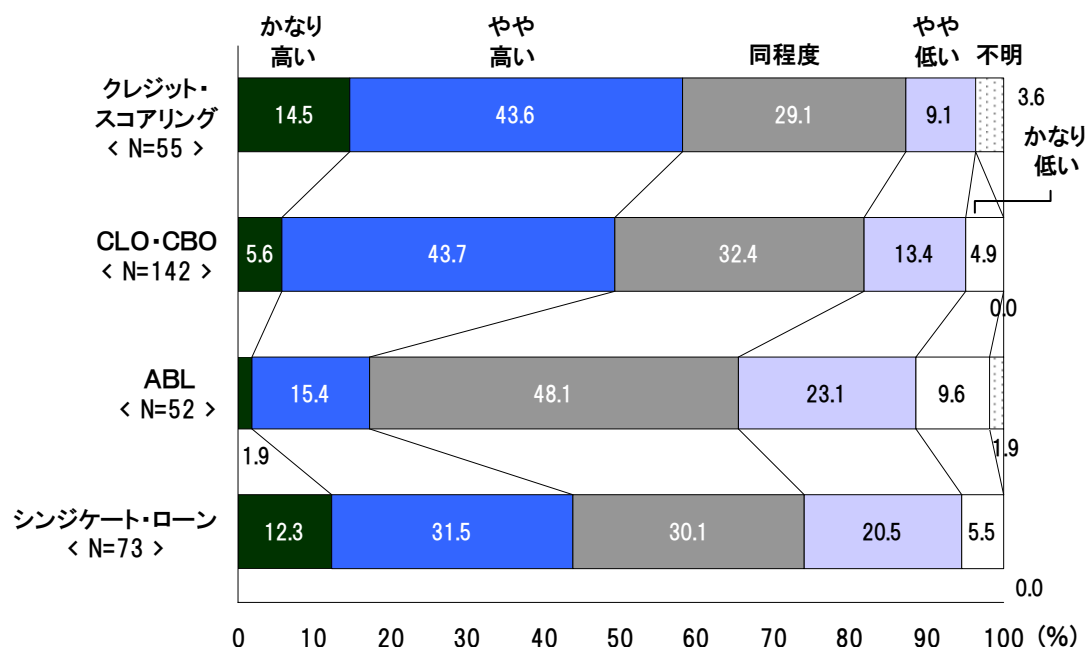
¹³ 具体的には、以下の通りである。機動性：必要なときに機動的に資金調達できること、安定性：安定的に資金を調達できること、資金調達コスト：低コスト（手数料等を含む）で資金調達できること、アベイラビリティ：必要な額が十分調達できること、担保・保証条件：緩い担保・保証条件で資金調達できること。

図表 11：資金調達に際して重視する要素別にみた利用率・関心度



(注) 1. 利用率＝4つの新しい資金調達手段を「利用したことがある」企業の割合。
 2. 関心度＝4つの新しい資金調達手段を「利用したことはないが関心はある」企業の割合。
 3. Nはサンプル企業数。
 (資料) 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8～9月)

図表 12：トランザクション型貸出の金利水準



(注) 1. 新しい資金調達手段を「利用したことがある」中堅・中小企業が対象。
 2. Nはサンプル企業数。
 (資料) 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8～9月)

4. 中堅・中小企業向けトランザクション型貸出の決定要因

前節では、みずほ総研アンケート調査結果に基づき、中堅・中小企業向けのトランザクション型貸出手法が、日本でも徐々に広まりつつあること、また、それぞれの貸出手法を利用する企業の属性（規模、信用力）には違いがあることをみた。2 節でも指摘したように、一口にトランザクション型貸出といっても、貸出に際して用いられる主たる情報の種類、審査において最も重視される要素、貸出契約の特徴、貸出後のモニタリングはそれぞれに異なっている。また、中小企業金融における情報の非対称性の問題、あるいは規模の経済性の問題にどの程度有効に対処しうるかにも違いが生じうると考えられる。そこで、本節では、貸出手法の利用に影響すると考えられる複数の要素（変数）を考慮したプロビット・モデルを推計して、各トランザクション型貸出に適した企業属性は何かを、改めて検証する。

(1) 変数

本稿で利用する変数は、規模、財務特性、銀行とのリレーションシップの 3 つのカテゴリに分類される。これらの変数は、いずれもみずほ総研アンケート調査及び帝国データバンクのデータベースに拠っている。図表 13 は、全サンプルの主な変数の記述統計量である（各変数の定義は巻末付表もご参照）。

図表 13：記述統計量

	N	Mean	Median	Std. Dev.	Min	Max
Panel A: Size						
<i>CAPITAL</i>	898	91.00	45.00	137.19	1.50	980.00
<i>AGE</i>	423	59.85	56.00	32.32	1.00	402.00
Panel B: Financial Characteristics						
<i>SCORE</i>	899	55.0	54.0	6.2	36.0	81.0
<i>SALESGROWTH</i>	893	7.22	1.22	33.46	-71.11	518.56
<i>PROFIT</i>	783	1.53	0.85	4.05	-36.31	53.09
<i>FINPOSITION</i>	901	1.72	2.00	0.64	1.00	3.00
<i>LOANDEMAND</i>	901	1.84	2.00	0.64	1.00	3.00
<i>AUDIT</i>	901	0.15	0.00	0.36	0.00	1.00
Panel C: Banking Relationship						
<i>NBANKS</i>	901	4.96	5.00	2.38	1.00	10.00
<i>FINADVICE</i>	901	3.82	4.00	1.02	1.00	5.00
<i>INDUSTRY</i>	901	3.52	4.00	0.98	1.00	5.00
<i>SCOPE</i>	901	3.57	4.00	1.01	1.00	5.00
<i>CONTACT</i>	901	4.12	4.00	0.83	1.00	5.00
<i>LOCATION</i>	901	3.11	3.00	1.08	1.00	5.00
<i>WEBSITE</i>	901	2.75	3.00	1.05	1.00	5.00

(注) *CAPITAL* の単位は 100 万円。*SCORE* は 0～100 点の値をとる。*SALESGROWTH*, *PROFIT* は%表示。

NBANKS は取引銀行数。その他の変数はインデックス変数（詳細は本文参照）。

(資料) 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 8～9 月）

図表 14：記述統計量（利用企業・潜在利用企業・未利用企業別にみた平均値）

クレジット・スコアリング貸出

	user (a)	potential user (b)	non-user (c)	Difference (a) - (c) (b) - (c)	
Panel A: Size					
CAPITAL	38.05	73.94	99.91	-61.86 ***	-25.97 **
AGE	49.55	57.49	61.03	-11.48 *	-3.53
Panel B: Financial Characteristics					
SCORE	51.62	52.88	55.84	-4.22 ***	-2.96 ***
SALESGROWTH	5.99	6.45	7.67	-1.69	-1.22
PROFIT	0.48	1.21	1.70	-1.22 **	-0.50
FINPOSITION	1.98	1.90	1.65	0.33 ***	0.25 ***
LOANDEMAND	1.93	1.94	1.80	0.13 *	0.14 ***
AUDIT	0.13	0.16	0.15	-0.03	0.01
Panel C: Banking Relationship					
NBANKS	5.78	4.97	4.89	0.89 ***	0.08
FINADVICE	3.76	3.96	3.79	-0.02	0.17 **
INDUSTRY	3.55	3.54	3.51	0.04	0.03
SCOPE	3.75	3.58	3.55	0.19 *	0.02
CONTACT	4.18	4.12	4.12	0.06	0.00
LOCATION	2.75	2.95	3.18	-0.43 ***	-0.23 ***
WEBSITE	2.82	2.75	2.75	0.07	0.00
No. of observations	55	163	660		

CLO・CBO

	user (a)	potential user (b)	non-user (c)	Difference (a) - (c) (b) - (c)	
Panel A: Size					
CAPITAL	60.56	83.04	99.75	-39.19 ***	-16.71
AGE	53.05	55.03	61.87	-8.83 **	-6.85
Panel B: Financial Characteristics					
SCORE	53.58	53.91	55.46	-1.88 ***	-1.55 **
SALESGROWTH	9.67	7.92	6.57	3.11	1.35
PROFIT	0.67	1.02	1.79	-1.12 ***	-0.77 *
FINPOSITION	1.77	1.73	1.71	0.06	0.02
LOANDEMAND	1.97	1.87	1.80	0.17 ***	0.07
AUDIT	0.11	0.14	0.16	-0.05 *	-0.02
Panel C: Banking Relationship					
NBANKS	5.87	5.08	4.78	1.09 ***	0.30
FINADVICE	3.86	3.84	3.81	0.05	0.03
INDUSTRY	3.46	3.71	3.50	-0.04	0.21 **
SCOPE	3.57	3.79	3.55	0.02	0.24 **
CONTACT	4.32	4.03	4.09	0.24 ***	-0.06
LOCATION	3.15	2.71	3.16	0.00	-0.44 ***
WEBSITE	2.89	2.60	2.74	0.16 **	-0.14
No. of observations	142	77	655		

ABL

	user (a)	potential user (b)	non-user (c)	Difference	
				(a) - (c)	(b) - (c)
Panel A: Size					
<i>CAPITAL</i>	142.98	86.18	87.69	55.29 ***	-1.51
<i>AGE</i>	55.46	62.72	60.12	-4.66	2.60
Panel B: Financial Characteristics					
<i>SCORE</i>	53.54	54.58	55.42	-1.88 **	-0.83 *
<i>SALESGROWTH</i>	12.28	8.28	6.69	5.59	1.59
<i>PROFIT</i>	0.55	0.75	1.80	-1.26 **	-1.05 ***
<i>FINPOSITION</i>	1.81	1.83	1.68	0.13 *	0.15 ***
<i>LOANDEMAND</i>	1.92	1.98	1.80	0.12 *	0.18 ***
<i>AUDIT</i>	0.19	0.20	0.14	0.05	0.07 **
Panel C: Banking Relationship					
<i>NBANKS</i>	5.81	5.56	4.78	1.03 ***	0.78 ***
<i>FINADVICE</i>	3.69	3.85	3.80	-0.11	0.05
<i>INDUSTRY</i>	3.58	3.60	3.49	0.09	0.11
<i>SCOPE</i>	3.33	3.77	3.54	-0.21 *	0.24 ***
<i>CONTACT</i>	4.06	4.11	4.13	-0.07	-0.02
<i>LOCATION</i>	2.88	3.11	3.15	-0.26 **	-0.03
<i>WEBSITE</i>	2.58	2.79	2.76	-0.18	0.03
No. of observations	52	142	622		

シンジケート・ローン

	user (a)	potential user (b)	non-user (c)	Difference	
				(a) - (c)	(b) - (c)
Panel A: Size					
<i>CAPITAL</i>	211.82	98.30	74.36	137.46 ***	23.94 ***
<i>AGE</i>	55.78	60.18	60.36	-4.58	-0.19
Panel B: Financial Characteristics					
<i>SCORE</i>	58.75	54.71	54.70	4.05 ***	0.01
<i>SALESGROWTH</i>	10.11	10.21	6.32	3.79	3.89 *
<i>PROFIT</i>	1.33	1.27	1.69	-0.36	-0.42
<i>FINPOSITION</i>	1.75	1.74	1.70	0.05	0.03
<i>LOANDEMAND</i>	1.82	1.94	1.81	0.01	0.13 ***
<i>AUDIT</i>	0.26	0.16	0.13	0.13 ***	0.03
Panel C: Banking Relationship					
<i>NBANKS</i>	6.99	5.64	4.51	2.48 ***	1.13 ***
<i>FINADVICE</i>	3.97	3.96	3.75	0.22 **	0.21 ***
<i>INDUSTRY</i>	3.59	3.70	3.45	0.14	0.25 ***
<i>SCOPE</i>	3.74	3.65	3.52	0.22 **	0.13 *
<i>CONTACT</i>	4.11	4.18	4.09	0.02	0.09 *
<i>LOCATION</i>	2.84	2.92	3.22	-0.38 ***	-0.30 ***
<i>WEBSITE</i>	2.68	2.74	2.76	-0.08	-0.03
No. of observations	73	200	605		

(注) 1. *CAPITAL* の単位は 100 万円。 *SCORE* は 0~100 点の値をとる。 *SALESGROWTH*, *PROFIT* は%表示。
NBANKS は取引銀行数。その他の変数はインデックス変数（詳細は本文参照）。

2. ***, **, * はそれぞれ 1%、5%、10%水準で有意であることを表す。サンプル数は変数により若干異なる。

(資料) 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 8~9 月）

また、**図表 14** は、各貸出手法の利用企業（user、(a)欄）、潜在利用企業（potential user、(b)欄）、未利用企業（non-user、(c)欄）について、これらの変数の平均値を比較したものである。以下、これらの図表を参照しつつ、プロビット推計で用いる変数について説明する。

a. 規模

前述のように、中小企業金融における規模の経済性に係る困難に対処するうえで、本稿でとりあげるトランザクション型貸出手法の有効性には違いがあると考えられる。融資規模が概ね企業規模に比例することから、本稿では、代理変数として資本金（CAPITAL）を用いる。サンプル企業の資本金の平均値は 9,100 万円／中位値は 4,500 万円である。平均値と中央値の差が大きいことから、我々のサンプルは小規模企業に偏っていることが分かる。また、各貸出手法の利用企業と未利用企業を比較すると（**図表 14**：(a)-(c)欄）、クレジット・スコアリング貸出、CLO・CBO については利用企業の規模が未利用企業よりも小さい一方、ABL、シンジケート・ローンについては、利用企業の規模が相対的に大きくなっている。また、潜在利用企業と未利用企業を比較した場合（**図表 14**：(b)-(c)欄）、総じて利用企業と同様の傾向がみられるものの、未利用企業との差は小さくなっている。

なお、データのあるサンプル数が少ないため、次節でのプロビット推計においては用いないが、参考までに、企業年齢についてみると、データが明らかなサンプル 423 社の平均企業年齢は 59.9 歳である。貸出手法別にみると、クレジット・スコアリング貸出、CLO・CBO については、それぞれ平均年齢が 49.6 歳、53.1 歳と相対的に若い企業が多くなっている。

b. 財務特性

また、各貸出手法において主に用いられる情報の種類や審査に際して重視される要素が異なることから、利用企業の財務特性も、それぞれに異なると思われる。

借入企業の信用力（信用リスク）を表す変数としては、前述の帝国データバンクの評点（SCORE）を用いる。サンプル企業の評点の平均値は 55 点である。また、評点以外に、企業の成長性を表す変数として直近の決算年における売上高増加率（SALESGROWTH）を、収益性を表す変数として売上高利益率（PROFIT）を用いる。これらも、やはり、数値が高いほど信用力が高いことを意味する。サンプル企業全体の平均値は、売上高増加率は 7.22%、利益率 1.53%である。

各貸出手法の利用企業の特徴をみると、クレジット・スコアリング貸出、CLO・CBO、ABL については、利用企業の評点が未利用企業よりも低く、相対的に信用力の劣る企業が貸出対象となっている。一方、シンジケート・ローンでは利用企業の評点が高くなっている。また、売上高増加率については有意な差は見出せないが、利益率については、概ね評点と同様の傾向が観察される。

前節でみたように、本アンケート調査におけるトランザクション型貸出手法の利用企業、潜在利用企業の比率は、資金調達手段を決める際に「アベイラビリティ」や「安定性」を

重視する企業ほど高くなっており、資金ニーズの多寡が利用率にも影響すると考えられる。従って、各貸出手法の利用企業の特徴を明らかにするためには、こうした資金需要要因をコントロールする必要がある。上記変数のうち、売上高増加率については、運転資金需要の代理変数として解釈することも可能だが、資金需要の代理変数として、この他に資金繰り (FINPOSITION)、外部資金需要 (LOANDEMAND) の 2 つのインデックス変数を用いる。資金繰りインデックスは、アンケート調査にて、最近の資金繰りについて「厳しい」と答えた企業を 3、「どちらでもない」と答えた企業を 2、「容易」と答えた企業を 1 とするものである。また、外部資金需要インデックスは、やはりアンケート調査にて、今後の外部からの資金調達を「増やしたい」と答えた企業を 3、「現状維持でいい」と答えた企業を 2、「減らしたい」と答えた企業を 1 とするものである。

サンプル企業全体では、資金繰りインデックスの平均値は 1.72、外部資金需要インデックスの平均値は 1.84 となっている。また、貸出手法別にみると、クレジット・スコアリング貸出、CLO・CBO 利用企業の数値が、未利用企業よりも高くなっている。

また、財務諸表貸出であるシンジケート・ローンの場合、財務諸表の透明性・信頼性が強く求められると考えられる。そこで、アンケート調査にて、監査を受けている財務諸表・計算書類を作成していると回答した企業を 1、そうでない企業を 0 とする監査ダミー (AUDIT) 変数を作成した。全サンプル中、財務諸表等の監査を受けている企業の比率は 15% である。また、我々の予想通り、監査を受けている企業の比率は、シンジケート・ローンの利用企業において最も高くなっている (同 26%)。

c. 銀行とのリレーションシップ

最後に、借入企業と銀行 (メインバンク) とのリレーションシップも、各貸出手法の利用に影響すると考えられる。Berger and Udell (2006) が指摘するように、理論的な先行研究の多くは、ハードな情報に依拠するトランザクション型貸出は、ソフト情報に基づくリレーションシップ貸出とは相反した (代替的な) 貸出手法であると想定している。こうした推論が、我々のデータによって支持されるかどうかをみるため、我々は、以下の変数を利用する。

第一は、取引銀行数 (NBANKS) である¹⁴。ここでは、取引銀行数が多いほど、メインバンクとのリレーションシップが薄れると考え、トランザクション型貸出がリレーションシップ貸出と代替的であれば、これらの貸出手法を利用する企業は、相対的に取引銀行数が多くなると想定する。サンプル全体では、取引銀行数の平均値は 5 行 (4.96 行) となっている。また、貸出手法別に平均値をみると、いずれも利用企業の取引銀行数が、未利用企業を有意に上回っており、トランザクション型貸出がリレーションシップ貸出と代替的で

¹⁴ 取引銀行数は帝国データバンクのデータベース所収のものを用いる。同データベースでは、各企業の取引銀行名が支店レベルまで掲載されており、本稿では、同一銀行の複数の支店と取引のある企業については、銀行レベルに集約して集計した。また、データの制約上、取引銀行数が 10 を超える企業については正確な取引銀行数が不明であり、本稿では最大値である 10 と仮定した。

あることを示唆している。

第二に、アンケート調査にて、「貴社が銀行を評価する際、以下の 6 つの要素についてそれぞれの程度重視しますか」との質問項目に対する回答を用いる。とりあげる要素は、①「担当者との接触の容易さ・頻度 (CONTACT)」、②「便利な立地 (LOCATION)」、③「貴社の経営・財務に関するアドバイス・知識 (FINADVICE)」、④「貴社の属する産業・地域に関する知識 (INDUSTRY)」、⑤「広範なサービスの提供 (SCOPE)」、⑥「便利なウェブサイト (WEBSITE)」であり、回答企業は、いずれも 5 段階（「非常に重要」であれば 5、「まったく重要ではない」ならば 1）で評価している。

我々は、後述する先行研究も踏まえて、これらのうち、①、②、③が、最もリレーションシップ貸出と関連性の深い項目であると考えている。即ち、借入企業にとって身近な存在であり（①、②）、かつその企業のことをよく知り、適切なアドバイスのできる（③）金融機関を重視する企業ほど、リレーションシップ貸出に対するニーズが強いと想定する。また、④、⑤については、借入企業に固有の知識・情報は求められないものの、リレーションシップ貸出の特質の一つとして取引関係が多面的であることがしばしばあげられることから、これらの要素を重視する企業についても、①～③よりは劣後するものの、リレーションシップ貸出との補完性が強いと考える。これに対して、担当者とのフェース・トゥー・フェースでの接触を必要としない⑥を重視する企業は、トランザクション的な取引を志向する企業と想定した。

サンプル企業全体でみると（前掲図表 13）、6 つの要素のうち最も重視されているのは「担当者との接触 (CONTACT)」、二番目に重視されているのは「経営・財務アドバイス (FINADVICE)」であり、平均値は、それぞれ 4.12、3.82 である。中堅・中小企業が取引金融機関を評価する際、わが国でもリレーションシップが重要な判断基準となっていることがうかがえる。これらに次いで、「広範なサービス (SCOPE、平均値 3.57)」、「産業・地域の知識 (INDUSTRY、平均値 3.52)」がほぼ同程度に重要な要素となっており、これにやや劣後する形で「立地 (LOCATION、平均値 3.11)」があげられる。最も重視されていないのは、「ウェブサイト (WEBSITE、平均値 2.75)」である。

回答項目が異なるため厳密な比較はできないが、上記の結果を、米国中小企業に対して同趣旨のアンケート調査を行っている Scott and Dunkelberg (2005)の結果と比較すると、米国でも「経営者、オーナー、貴社をよく知っていること (knows you and your business)」が、全 12 要素中 2 番目に重視されているなど、中小企業にとって、リレーションシップが銀行を評価する重要な基準となっている点は共通している。ただし、米国の場合、中小企業が銀行を評価するうえで最も重要な要素は「立地 (convenient location)」であり、この点は、わが国で立地があまり重視されていないことと対照的である。なお、関西地域の 2041 社の企業を対象とする家森 (2006) でも、立地は全 11 要素中 10 番目に重要な要素

となっており¹⁵、日本の企業が、取引金融機関の立地条件をあまり重視していないことが確認される¹⁶。

また、貸出手法別にみると（図表 14）、概して、利用企業が未利用企業よりも「立地（LOCATION）」を重視していない点は、トランザクション型貸出がリレーションシップ貸出と代替的であることを示唆している。しかし、我々のアンケート調査で最も重視されている「担当者との接触（CONTACT）」については、利用企業と未利用企業の間で有意な差は見出されない。CLO・CBO については、逆に、利用企業の方が未利用企業よりも「担当者との接触」を重視しているとの結果が得られている。また、シンジケート・ローンについては、利用企業の方が「経営・財務アドバイス（FINADVICE）」「取引範囲（SCOPE）」を重視している。

（2）プロビット推計

以下では、各貸出手法の利用企業ないしは潜在利用企業を 1、未利用企業を 0 とするインデックスを被説明変数とするプロビット・モデルを推計し、各貸出手法を利用している、あるいは関心をもっている企業の特性を明らかにする。なお、推計にあたっては、企業属性をコントロールするため、前節で説明した変数以外に、決算年ダミー、業種ダミー、地域ダミーを用いているが、これらダミー変数の推計結果は割愛する。

a. 利用企業

図表 15 は利用企業を 1、未利用企業を 0 とするサンプルを用いて、貸出手法別にプロビット推計した結果である。

まず、利用企業の規模（CAPITAL）についてみると、前節の記述統計量からも示唆されたように、クレジット・スコアリング貸出、CLO・CBO については、規模が大きくなると利用確率が低下する一方、ABL、シンジケート・ローンについては規模の大きい企業ほど利用確率が高くなっている。これは、クレジット・スコアリング貸出及び CLO・CBO は、債権をポートフォリオとして束ねて与信することで、中小企業金融における規模の経済の問題を緩和しているとの仮説と整合的である。一方、ABL については動産担保の管理・モニタリングに手間隙がかかることから、また、シンジケート・ローンについては財務諸表の透明性・信頼性が求められることから、相対的に規模の大きい企業の利用確率が高くなっていると推測される。ただし、シンジケート・ローン式における監査ダミーの係数は、プラスではあるものの有意ではなく、企業規模をコントロールした場合、財務諸表の透明性が直接的にシンジケート・ローンの利用確率を高めるとの結果は得られなかった。

¹⁵ 家森（2006）で明らかにされている回答分布状況に基づき、上記と同様の方法で筆者らが試算した結果に基づく。

¹⁶ なお、回答項目が異なるためやはり厳密な比較はできないが、家森（2006）では「日常的な貸出担当者との接触」が全 11 要素中 8 番目に重要な要素となっており、担当者との接触を最も重視する我々のアンケート調査結果とは異なっている。

図表 15：プロビット推計：利用企業 vs. 未利用企業

	Credit Scoring	CLO・CBO	ABL	Syndicated Loans
Panel A: Size				
<i>CAPITAL</i>	▲ 0.364 ***	▲ 0.201 ***	0.311 ***	0.204 ***
Panel B: Financial Characteristics				
<i>SCORE</i>	▲ 0.053 **	▲ 0.038 ***	▲ 0.053 ***	0.047 ***
<i>SALESGROWTH</i>	▲ 0.000	0.002	0.003	0.003
<i>PROFIT</i>	▲ 0.056 *	▲ 0.117 ***	▲ 0.023	▲ 0.048
<i>FINPOSITION</i>	0.362 **	▲ 0.035	0.058	0.205
<i>LOANDEMAND</i>	0.034	0.266 **	0.121	0.067
<i>AUDIT</i>	▲ 0.443	▲ 0.097	0.063	0.215
Panel C: Banking Relationship				
<i>NBANKS</i>	0.163 ***	0.185 ***	0.101 **	0.191 ***
<i>FINADVICE</i>	▲ 0.020	0.001	▲ 0.161 *	▲ 0.009
<i>INDUSTRY</i>	0.020	▲ 0.002	0.057	0.089
<i>SCOPE</i>	0.045	▲ 0.023	▲ 0.128	0.021
<i>CONTACT</i>	▲ 0.047	0.171 *	0.017	0.156
<i>LOCATION</i>	▲ 0.299 ***	▲ 0.028	▲ 0.193 **	▲ 0.181 **
<i>WEBSITE</i>	0.157	0.096	0.012	▲ 0.026
Dummy Variables				
Year	YES	YES	YES	YES
Industry	YES	YES	YES	YES
Area	YES	YES	YES	YES
No. of observations	578	664	537	559

(注) ***, **, * はそれぞれ 1%、5%、10%水準で有意であることを表す。

(資料) 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8～9月）

次に、財務特性についてみると、信用評点（*SCORE*）の低い企業ほど、クレジット・スコアリング貸出、CLO・CBO、ABL の利用確率が高まる一方、シンジケート・ローンでは、評点の高い企業の利用確率が高くなっている。また、クレジット・スコアリング貸出、CLO・CBO については、①利益率（*PROFIT*）がマイナスで有意（利益率の低い企業ほど利用確率が高い）、②クレジット・スコアリング貸出では資金繰り（*FINPOSITION*）、CLO・CBO では外部資金需要（*LOANDEMAND*）がプラスで有意（資金繰りが厳しい／資金需要の強い企業ほど利用確率が高い）との結果も得られている。これらの結果も、概ね記述統計量と整合的であり、シンジケート・ローン以外のトランザクション型貸出手法は、リスクの高い企業に適した貸出手法といえる。また、仮に信用評点の低い企業ほど情報の非対称性が大きいという関係性があるのであれば、クレジット・スコアリング貸出、CLO・CBO、ABL は、中小企業金融における情報の非対称性の問題にも有効に対処しうる貸出手法だと解釈することも可能であろう。

最後に、銀行とのリレーションシップ変数についてみると、すべてのトランザクション型貸出手法について、取引金融機関数（*NBANKS*）が多い企業ほど、利用確率が高くなって

いる。また、CLO・CBO 以外の貸出手法については、銀行を評価するにあたって立地条件（LOCATION）を相対的に重視しない企業ほど、貸出利用確率が高くなっている。これらの結果は、トランザクション型貸出がリレーションシップ貸出と代替的であることを示している。

本稿の推計結果のなかで、唯一、トランザクション型貸出とリレーションシップ貸出との補完性を示唆する変数は、CLO・CBO式における接触頻度（CONTACT）であり、担当者との接触頻度を重視する企業ほど、利用確率が高くなっている。ただし、有意水準は 10% と高くない。解釈が難しいが、みずほ総研アンケート調査において、もっとも「仕組みがよく理解できない」との指摘が多かったのがCLO・CBOであったことを踏まえると¹⁷、普段から銀行と密接に付き合いのあった企業ほど、CLO・CBOに関する認識・理解が深かった結果、利用に結びついたのではないかと考えられる。

b. 潜在利用企業

図表 16 は潜在利用企業を 1、未利用企業を 0 とするサンプルを用いて、貸出手法別にプロビット推計した結果である。利用企業に関する推計結果（前掲図表 15）と比較することで、未充足のニーズをもつ企業の特性は何かを明らかにするのが、ここでの狙いである。

規模（CAPITAL）については、いずれの貸出手法についても、係数が有意でなかったり、有意水準が低下したりしている。先述の通り、中小企業金融における規模の経済の問題をどの程度克服できるかは、貸出手法によって異なると考えられるが、そうした制約によって実際に借入ができなかった企業が潜在利用企業には含まれるため、未利用企業との差が見出せなくなっているのではないかと考えられる。

信用評点（SCORE）についても、クレジット・スコアリング貸出以外の貸出手法については、係数が有意でなかったり（CLO・CBO、ABL）、符号が逆転したり（シンジケート・ローン）しており、それぞれの貸出手法固有の制約により、利用希望が満たされなかった企業の特徴が推計結果に表れているものと思われる。

銀行とのリレーションシップ変数については、概して、取引金融機関数（NBANKS）が多い企業ほど、また、立地条件（LOCATION）を重視しない企業ほど（潜在）利用確率が高い点は、先の利用企業をサンプルとした推計結果と同様であり、トランザクション型貸出とリレーションシップ貸出の代替性を示唆している。潜在利用企業をサンプルとした場合の特徴としては、CLO・CBO、ABL 式において、広範なサービス（SCOPE）を重視する企業の潜在利用確率が高いことがあげられる。本稿でとりあげたトランザクション型貸出は、わが国では目新しい貸出手法であるだけに、金融機関に対して様々な金融サービスの提供を期待する企業ほど、潜在需要が大きいのではないかと考えられる。また、シンジケート・

¹⁷ みずほ総研アンケート調査では、各貸出手法の未利用企業に対してその理由を尋ねる質問項目において、「仕組みがよく理解できない」との回答選択肢を用意している。中堅・中小の未利用企業で「仕組みがよく理解できない」と答えた企業の比率は、クレジット・スコアリング貸出 25.8%、CLO・CBO 50.1%、ABL 19.8%、シンジケート・ローン 33.1%と、CLO・CBOで最も高くなっている。

ローンについては、担当者との接触（*CONTACT*）や産業・地域の知識（*INDUSTRY*）を重視する企業の潜在利用確率が高くなっており、銀行とのリレーションシップを一定程度重視する企業で、潜在的なニーズが大きいことが示唆される。

図表 16：プロビット推計：潜在利用企業 vs. 未利用企業

	Credit Scoring	CLO・CBO	ABL	Syndicated Loans
Panel A: Size				
<i>CAPITAL</i>	▲ 0.079	▲ 0.043	▲ 0.049	0.108 *
Panel B: Financial Characteristics				
<i>SCORE</i>	▲ 0.046 ***	▲ 0.018	▲ 0.019	▲ 0.020 *
<i>SALESGROWTH</i>	▲ 0.001	0.001	0.001	0.001
<i>PROFIT</i>	▲ 0.017	▲ 0.038	▲ 0.036 *	▲ 0.010
<i>FINPOSITION</i>	0.167 *	▲ 0.120	0.126	▲ 0.129
<i>LOANDEMAND</i>	0.023	0.060	0.223 **	0.095
<i>AUDIT</i>	0.016	▲ 0.090	0.355 **	0.178
Panel C: Banking Relationship				
<i>NBANKS</i>	0.045 *	0.051	0.087 ***	0.112 ***
<i>FINADVICE</i>	0.097	▲ 0.084	▲ 0.046	0.101 *
<i>INDUSTRY</i>	▲ 0.062	0.134	0.054	0.135 **
<i>SCOPE</i>	0.067	0.202 **	0.152 **	0.032
<i>CONTACT</i>	0.057	0.020	▲ 0.016	0.141 **
<i>LOCATION</i>	▲ 0.172 ***	▲ 0.307 ***	▲ 0.015	▲ 0.238 ***
<i>WEBSITE</i>	0.105	▲ 0.048	▲ 0.021	0.033
Dummy Variables				
Year	YES	YES	YES	YES
Industry	YES	YES	YES	YES
Area	YES	YES	YES	YES
No. of observations	707	617	657	683

(注) ***, **, * はそれぞれ 1%、5%、10%水準で有意であることを表す。

(資料) 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8～9月）

5. おわりに

本稿では、独自のアンケート調査結果を用いて、わが国で普及しつつあるトランザクション型貸出を利用している中堅・中小企業の特徴を、企業規模、信用力（信用リスク）、企業と銀行とのリレーションシップ、の3つの側面から明らかにしようと試みた。本稿の分析結果は、以下の三点にまとめられる。

第一に、クレジット・スコアリング貸出、CLO・CBO については、規模の小さい企業の利用確率が高い一方、ABL、シンジケート・ローンでは、企業規模が大きくなるほど利用確率が高くなっている。このことは、クレジット・スコアリング貸出及び CLO・CBO においては、多数の債権をポートフォリオとして束ねて与信することで、審査・モニタリングが相当程度自動化・効率化され、中小企業金融における規模の経済の問題が緩和されていることを示唆している。これに対して ABL の場合、動産担保の管理・モニタリングに手間

隙がかかることから、一定規模以上の借入需要がないと融資の実行が困難なため、企業規模と利用確率が正の相関関係にあると考えられる。また、シンジケート・ローンについては、財務諸表の透明性・信頼性が求められることから、相対的に規模の大きい企業の利用確率が高くなっていると推測される。

第二に、信用リスクの高い（信用評点の低い）企業ほど、クレジット・スコアリング貸出、CLO・CBO、ABL の利用確率が高くなっており、これらのトランザクション型貸出は、リスクの高い企業に適した貸出手法といえる。また、仮に評点の低い企業ほど情報の非対称性が大きいという関係性があるのであれば、クレジット・スコアリング貸出、CLO・CBO、ABL は、中小企業金融における情報の非対称性の問題にも有効に対処しうる貸出手法だということもできよう。具体的には、クレジット・スコアリング貸出、CLO・CBO は、統計的な手法（大数の法則）を用いて多数の債権を束ねて管理することで、企業・経営者に関する部分的な情報（スコアリング・モデルで用いられている変数）だけでも債権ポートフォリオの質を一定程度コントロールすることが可能になっていると思われる。また ABL では、企業が保有する動産に着目することで、情報の非対称性の問題が軽減されているとみられる。

一方、シンジケート・ローンについては、信用力のある企業ほど利用確率が高いという結果が得られた。財務諸表貸出の色彩が濃いシンジケート・ローンは、もともと情報の非対称性が小さく、信用力もある企業向けの貸出手法であり、情報の非対称性が大きく、信用リスクの高い中堅・中小企業には適していないと考えられる。

最後に、企業と銀行とのリレーションシップとトランザクション型貸出の利用確率との関係をみると、総じて、取引金融機関数が多く、取引金融機関との物理的な距離（金融機関の立地条件）をあまり重視しない企業ほど、トランザクション型貸出手法の利用確率・潜在利用確率が高くなっている。従って、トランザクション型貸出は、基本的にはリレーションシップ貸出と代替的な関係にあると考えられる。ただし、潜在利用企業をサンプルとした分析では、①担当者との接触や産業・地域に関する知識を重視する企業ほど、シンジケート・ローンの潜在利用確率が高い、②広範なサービスを重視する企業ほど、CLO・CBO、ABL の潜在利用確率が高い、といった結果も得られた。このことは、銀行とのリレーションシップを一定程度重視する企業で、これらのトランザクション型貸出に対する潜在的なニーズがあることを示唆している。

本稿でとりあげた中堅・中小企業向けのトランザクション型貸出手法は、いずれも日本で徐々に普及しつつある段階にある。それだけに、これらの貸出手法に対する金融機関・企業の適性や、貸出手法間の代替・補完関係に関する先行研究は数少なく、定型化された事実（stylized facts）を確立するには、なお多くの分析が必要とされると思われる。そこで、最後に、本稿の分析の限界と今後の分析課題を提示し、結びとしたい。

第一に、本稿で用いたみずほ総研アンケート調査の対象企業の多くは、中小企業のなかでも比較的大きく、企業年齢も高い企業である。また、みずほ総合研究所の事業基盤を反

映して、東京近郊に本社のある企業が多くなっている。このため、企業と銀行とのリレーションシップがより重要と想像される地方の小規模・零細企業や、あるいは創業間もない企業に関しては、分析が不十分であると思われる。本稿では、トランザクション型貸出とリレーションシップ貸出とが基本的には代替関係にあるとの分析結果を得られたが、こうした結論は、本稿で用いたサンプル企業の特徴（サンプル・バイアス）によるものである可能性がある。また、しばしば指摘されるように、創業期企業の資金調達は重要な政策 이슈であり、この点で、企業と銀行との長期継続的なリレーションシップを必要としないトランザクション型貸出は、創業期企業に適した貸出手法である可能性があるが、本稿では、こうした点について分析が及んでいない。

第二に、貸出手法に対する適性は、企業属性だけでなく、貸し手である金融機関の特性によっても異なると考えられるが（Stein (2002)）、本稿では、データの制約により、この点について何ら分析を行っていない。折しも金融庁は、「地域密着型金融」の推進を図るため、これまでのリレーションシップバンキングに関するアクションプログラムを恒久的な枠組みへと見直すとともに、各金融機関に対して経営資源の「選択と集中」を求めている。限られた経営資源を有効に活用するうえでは、どのような属性の金融機関がどの貸出手法に比較優位を有するのかを分析することは、有用な視点を提供するものと思われる。今後の分析課題として、他日を期すこととしたい。

付表 変数の定義

変数	定義
規模	
CAPITAL	資本金（100 万円）
AGE	企業年齢（創業年月～最新決算年月）
財務特性	
SCORE	帝国データバンク信用評点 (0-100 点)
SALESGROWTH	最新決算期の売上高増加率
PROFIT	最新決算期の売上高利益率(税引後利益／売上高)
FINPOSITION	資金繰りに関するインデックス変数 1：容易 2：どちらでもない 3：厳しい
LOANDEMAND	外部資金需要に関するインデックス変数。外部からの資金調達を、 1：減らしたい 2：現状維持でいい 3：増やしたい
AUDIT	財務諸表監査ダミー（1：監査あり 0：監査なし）
銀行とのリレーションシップ	
NBANKS	取引している金融機関の数（取引金融機関数が 10 行を超える場合は 10 と仮定）
FINADVICE	銀行評価に関するインデックス変数。銀行を評価する際、「貴社の経営・財務に関するアドバイス・知識」をどの程度重視するか。 1：全く重要ではない 2：あまり重要ではない 3：どちらともいえない 4：やや重要 5：非常に重要
INDUSTRY	銀行評価に関するインデックス変数。銀行を評価する際、「貴社の属する産業・地域に関する知識」をどの程度重視するか。 1：全く重要ではない 2：あまり重要ではない 3：どちらともいえない 4：やや重要 5：非常に重要
SCOPE	銀行評価に関するインデックス変数。銀行を評価する際、「広範なサービスの提供」をどの程度重視するか。 1：全く重要ではない 2：あまり重要ではない 3：どちらともいえない 4：やや重要 5：非常に重要
CONTACT	銀行評価に関するインデックス変数。銀行を評価する際、「担当者との接触の容易さ・頻度」をどの程度重視するか。 1：全く重要ではない 2：あまり重要ではない 3：どちらともいえない 4：やや重要 5：非常に重要
LOCATION	銀行評価に関するインデックス変数。銀行を評価する際、「便利な立地」をどの程度重視するか。 1：全く重要ではない 2：あまり重要ではない 3：どちらともいえない 4：やや重要 5：非常に重要
WEBSITE	銀行評価に関するインデックス変数。銀行を評価する際、「便利なウェブサイト」をどの程度重視するか。 1：全く重要ではない 2：あまり重要ではない 3：どちらともいえない 4：やや重要 5：非常に重要
その他ダミー変数	
DYEAR	回答企業の決算年ダミー。決算年度は同年 9 月～翌年 8 月（例・2003 年度：2003 年 9 月～04 年 8 月） 1：2003 年度 2：2004 年度 3：2005 年度
DINDUSTRY	回答企業の業種ダミー 1：農林水産 2：建設 3：製造 4：卸売 5：小売 6：不動産 7：運輸通信 8：サービス
DAREA	回答企業の本社所在地ダミー 1：北海道・東北 2：南関東 3：東京 4：北関東・甲信越 5：北陸 6：東海 7：近畿 8：中国・四国 9：九州

(資料) 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」、帝国データバンク

[参考文献]

- 小野有人・植杉威一郎（2006）「リレーションシップ貸出における担保・保証の役割～中小企業庁『金融環境実態調査』に基づく実証分析」（『みずほ総研論集』Ⅰ号）
- 小野有人・西川珠子（2004）「米国におけるリレーションシップバンキング～担保・保証の役割を中心に」（『みずほ総研論集』Ⅲ号）
- 小野有人・野田彰彦（2006）「多様化が進みつつある中堅・中小企業の資金調達～みずほ総研アンケート調査からみたクレジットスコアリング貸出、ABL、シンジケートローン、CLO・CBOの現状と課題」（『みずほレポート』12月8日）
- 斉藤卓也（2007）「小企業向け融資における新しい金融手法の有効性」（国民生活金融公庫『調査季報』第81号）
- 西川珠子（2003）「米国の中小企業関連・資産担保証券市場～クレジット・スコアリングの活用と銀行業界再編が市場拡大のカギに」（『みずほ欧米リサーチ』No. 12）
- 日本銀行信用機構室（2003）「米国の動産担保法制について」（『日本銀行調査月報』8月号）
- 益田安良・小野有人（2005）「クレジット・スコアリングの現状と定着に向けた課題～邦銀アンケート調査と米国での経験を踏まえて」（『みずほ総研論集』Ⅰ号）
- 家森信善（2006）「企業が望む金融サービスと中小企業金融の課題－関西地域の企業金融に関する企業意識調査を中心に－」（経済産業研究所『RIETI Discussion Paper Series』06-J-003）
- Berger, Allen N. and W. Scott Frame (2007), "Small Business Credit Scoring and Credit Availability," *Journal of Small Business Management*, 45, pp. 5-22
- Berger, Allen N., W. Scott Frame, and Nathan H. Miller (2005), "Credit Scoring and the Availability of Price, and Risk of Small Business Credit," *Journal of Money, Credit and Banking*, 37, pp. 191-222
- Berger, Allen N. and Gregory F. Udell (2002), "Small Business Credit Availability and Relationship Lending: The Importance of Bank Organisational Structure," *The Economic Journal*, 112, F32-F53
- Berger, Allen N. and Gregory F. Udell (2006), "A More Complete Conceptual Framework for SME Finance," *Journal of Banking and Finance*, 30, pp. 2945-2966
- Board of Governors of the Federal Reserve System (2002), *Report to the Congress on the Availability of Credit to Small Businesses*, September
- Carey, Mark, Mitch Post, and Steven A. Sharpe (1998), "Does Corporate Lending by Banks and Finance Companies Differ? Evidence on Specialization in Private Debt

- Contracting,” *Journal of Finance*, 53, pp. 845-878
- Cowan, Charles D. and Adrian M. Cowan (2006), “A Survey Based Assessment of Financial Institution Use of Credit Scoring for Small Business Lending,” SBA Research Study No. 283, November
- Dennis, Steven A. and Donald J. Mullineaux (2000), “Syndicated Loans,” *Journal of Financial Intermediation*, 9, pp. 404-426
- Frame, W. Scott, Aruna Srinivasan, and Lynn Woosley (2001), “The Effect of Credit Scoring on Small-Business Lending,” *Journal of Money, Credit, and Banking*, 33, 813-825
- Haynes, George. W. (2005), “Finance Companies and Small Business Borrowers: Evidence from the 1993 and 1998 Surveys of Small Business Finances,” SBA Research Study No. 255, April
- HM Treasury (2004), *Graham Review of the Small Firms Loan Guarantee: Interim Report*, June
- Klapper, Leora F. (2001), “The Uniqueness of Short-Term Collateralization,” World Bank Policy Research Working Paper No. 2544, February
- Scott, Jonathan A. and William C. Dunkelberg (2005), “Evaluating Banks,” *NFIB National Small Business Poll*, 5(7)
- Stein, Jeremy C. (2002), “Information Production and Capital Allocation: Decentralized versus Hierarchical Firms,” *Journal of Finance*, 57, 1891-1921
- Uchida, Hirofumi, Gregory F. Udell, and Nobuyoshi Yamori (2007), “SME Financing and the Deployment of Lending Technologies in Japan,” mimeo, July