

92-J-1

メインバンク関係の経済分析：展望

堀内昭義

随 清遠

1992年1月

メインバンク関係の経済分析：展望*

1992年 1月

堀内昭義・随 清遠

目 次

- 第1節 はじめに
- 第2節 銀行の機能：メインバンク関係の理論的基礎
 - 2-1. 金融仲介と情報生産
 - 2-2. 情報生産とシグナル
- 第3節 銀行・企業関係、「メインバンク」の理論
 - 3-1. メインバンクと継続的取引関係
 - 3-2. メインバンクと「内部資本市場」
 - 3-3. メインバンクと「暗黙的契約の理論」
 - 3-4. メインバンク融資の重要性
 - 3-5. メインバンク関係と「排他性」
 - 3-6. 不完全契約と 'time inconsistency'
- 第4節 メインバンク関係の実証分析
 - 4-1. 設備投資と内部資金
 - 4-2. メインバンク関係の変化について
 - 4-3. メインバンクの「保険機能」
 - 4-4. 中小企業金融とメインバンク
- 第5節 むすび
- 付 論 メインバンク関係の固定性と変化

脚 注

引用文献

* この論文は東京大学経済学部、日本産業研究施設の1991年度研究費補助によって実施された研究の一部である。本稿は未定稿であるので、筆者の了解なしに引用することを差し控えられたい。

第1節 はじめに

長期取引関係に立脚する銀行部門の機能への関心は、日本のみならずアメリカ、ヨーロッパにおいても高まりつつある。日本では、第二次大戦後の急速な経済成長と銀行が中心的な役割を担った金融システムとの間にどのような関係が存在するかは、従来から一部の研究者の関心を引く問題であったが、ここ数年の間にこの問題に対する関心、より具体的には、企業と銀行との間の「メインバンク関係」と呼ばれる金融取引形態の分析に対する関心が高まってきた。^{*1} こうした関心の高まりの理由の一端は、この問題が金融仲介の機能に関する新しい理論的展開の格好の応用対象と目されてきたことに求められるであろう。^{*2} 本稿の目的は、日本の経済発展との係わりで銀行と企業との取引関係、具体的にはメインバンク関係に関してどのように理解されているか、どのような課題が残されているか、を検討することである。

しかし議論を進めるに先だって、「メインバンクとは何か」というセマンティックスに直面しなければならない。一部の専門家が指摘する通り、メインバンクは必ずしも明瞭に定義されていない、曖昧さを残した概念だからである。^{*3} その曖昧さの根本的な理由は、日本の他の取引においてもしばしば観察されるように、メインバンク関係も明示的な契約に立脚するものではなく、せいぜいのところ「暗黙的」な契約に基づく取引に過ぎないことにある。しかし本稿は、この曖昧さを理由に、メインバンクの実態を否定するという方法をとらない。メインバンクの機能、あるいは特徴として、以下のような「定型化された事実」がしばしば指摘されるが、以下の考察では、それらを事実と前提する。

(1) 特定企業のメインバンクは、当該企業の最も重要な資金供給金融機関であり、その資金取引関係は長期にわたって維持される。

(2) メインバンクは最も重要な貸手であると同時に、当該企業の重要な株主でもある。

(3) メインバンクは取引先の企業に役員などの人材を派遣するが多い。

(4) メインバンクは取引先企業が経営危機に陥った場合、危機的状況に対処

するための調停役を担い、しばしば救済措置を講じる。

以上のような、メインバンクと呼ばれる銀行の機能は、非常に特殊・特異なものというわけではない。これらの機能は、金融仲介過程に生じる様々な摩擦（それは、経済学者によってエージェンシー・コストと呼ばれる）を防止したり、軽減したりするために導入される金融取引上の仕組みであると理解できる。別の表現をすれば、メインバンクの機能は、理論家によって理解されている銀行の機能と本質的に異なるものではないのであり、その概念の適否を、たとえば何らかの意味での日本の特殊性と結び付けて論じるのは的はずれである。実際、関連の多くの研究は、日本経済の特殊性に少しも拘泥していない。^{*4}

本稿の大まかな構成は、次のようになっている。まず前半の2節、3節において銀行の機能に関するいくつかの理論的分析を概観し、そこに上に述べたメインバンクに関する「定型化された事実」を理解する手がかりを求める。次いで、4節においてメインバンクの機能に関する実証的分析のいくつかを紹介する。最後の5節では、展望の結びとして、残された研究課題について著者達の考えを述べる。

第2節 銀行の機能：メインバンク関係の理論的基礎

この節では、次節で展開されるメインバンク関係の議論の理解を助けるために、基礎となる金融仲介機関の機能についての理論的分析を展望する。ただし、本稿の目的はメインバンク関係の分析であるから、本節の展望はメインバンク関係の議論と関連する範囲に限定される。

2-1. 金融仲介と情報生産

金融仲介機関の機能に関する理論は、少なくとも Gurlay and Show (1960) の「直接金融」対「間接金融」の分類学に遡ることができる。彼らの図式に立脚して、金融仲介の取引費用の状態が金融構造の在り方に及ぼす影響にかんする理論的分析が Benston and Smith (1976) などによって進められたが、新たな展開を見せつつあった情報の経済分析との関連で、金融仲介の理論に関する多くの人々の関心を高めたのは Leland and Pyle (1977) であった。

金融取引を効率的に実行するためには、情報の生産が必要不可欠である。しかし、Arrow (1971) が指摘したように、情報を一種の財とみなした場合、そこには市場取引を妨げる特異性、すなわちその公共的性格、およびその信頼性の問題が存在する。Leland and Pyle (1977) は、これらの問題を解決する側面に金融仲介機関の存在理由を見いだしている。金融仲介機関は、おおよそ次のような形の情報生産を行うと考えられる。(1) 資金調達者の資金用途(投資プロジェクト)の収益性にかんして、事前に審査し、資金調達者の質を評価する。(2) 資金取引が実行された後にも、資金調達者が事前の契約に即した行動を行っているか否かを監視する。(3) 資金調達者が資金返済不能の状態に陥ったとき、その状態を見極め、適切な処理・調停を実行する。

金融仲介機関は、以上の形態で資金調達者に関する情報を自ら生産し、それを自己の資金の運用(貸付)に利用することで、他の経済主体が生産した情報に「ただ乗り」するのを防止し、同時に、情報の信頼性問題を解決しているとみなせるのである。

資金調達者である企業は、自らの「質」を何らかの方法で一般の投資家に直接伝えることができないであろうか。Leland and Pyle (1977) の示唆に基づいたCampbell and Krackaw (1980) の分析は、企業自らによる情報生産は、情報の非対称性を結局払拭できないことを示した。一方、彼らの分析によれば、金融仲介機関の情報生産活動に対して、一般投資家がそれら機関の行動を観察でき、そこから重要な情報を獲得できるとしても、企業が金融仲介機関に情報生産に対する適当な報酬を支払えば「ただ乗り」問題は生じない。また、金融仲介機関が十分な資産を投入すれば、情報生産者に対する信頼性の問題も解決されるのを示した。この点は、以下に展開するメインバンクの機能の分析と深く関連する論点であるので、ここで彼らの議論を多少詳しく紹介しよう。

2-2. 情報生産とシグナル

二つの企業 a 、 b が存在し、それらの企業価値はそれぞれ、 V_a 、 V_b であると仮定しよう(ただし $V_a > V_b$)。投資家はそれら企業の真の価値を知らない。何ら情報が生産されない時、市場における企業評価額(証券の市場価格) V_{ab} は、 $(V_a + V_b) / 2$ となる。非対称情報が存在するため、企業 a は過小評価されて

いる。企業 a にとって、 $(V_a - V_{ab})$ 以下の費用で自社の真の価値を市場へ有効に伝達する手段（例えば、広告などに通じて）が存在するならば、それを用いる誘因がある。

しかし、企業自身による情報生産は一般的には成功しない。というのは、真の情報が生産されたら、企業 b は $(V_{ab} - V_b)$ だけ損失を被る。この損失額は、真の情報が市場に伝達された場合に企業 a が得る利益と同額である。したがって、企業 b にも、評価額 V_{ab} を維持するために最大限 $(V_a - V_{ab}) = (V_{ab} - V_b)$ を支払って偽りの情報を市場へ伝達する誘因がある。

次に専門機関による情報生産の場合を考えてみよう。潜在的な情報生産競争者が N 人存在して、それぞれの情報生産費用が C ($< V_a - V_{ab}$) であるとしよう。企業 a は情報生産機関のどれか一つに費用 C を払えばよい。それに対して、企業 b は評価額 V_{ab} を維持（真の情報の生産を阻止）するために、あらゆる情報生産者に C を払わなければならない。このように、企業 b の情報生産コストの方が企業 a の費用をはるかに上回るので、真の情報が生産される可能性が生まれる。

しかし新たな問題は、情報生産者が情報生産の対価 C を受け取った上で、何ら情報生産活動をおこなわず、市場に V_{ab} の情報を流して利益を獲得するという、モラル・ハザードの危険が存在することである。この場合、市場の投資家は、専門業者の提供する情報を容易に信用しないであろう。情報生産者に信頼できる情報を提供させるために、情報生産者が自ら自分の生産結果を利用して、市場へシグナルを送ることができる。情報生産者が情報生産の対象となる企業の証券の W という割合に投入する場合、仮に情報を生産しない時の利得は、 $(C + W \cdot V_{ab})$ であり、情報生産を行う時の利得は、 $W \cdot V_a$ である。

$$(C + W \cdot V_{ab}) < W \cdot V_a$$

すなわち、

$$W > C / (V_a - V_{ab})$$

が成立するとき、情報生産機関は機会主義を放棄して情報を生産することが利益となる。

結局、企業 a は情報生産者だけに C の情報生産の対価を支払う。情報生産者は、情報の信頼性を獲得するために、自ら資産 $W \cdot V_a$ を情報生産の結果に投入する。つまり、ここに金融機関が情報生産者としても機能する理由が見いだされるので

ある。一方、市場の投資家にとっては二つの選択肢がある。一つは、情報生産者に資金を委託して V_a の期待収益を得る方法である。もう一つは、専門業者による情報生産結果を利用して、直接に企業 a に融資する方法である。この場合、やはり V_a の期待収益を得ることができる。

Leland and Pyle (1977) と Campbell and Krackaw (1980) は、情報生産者としての金融仲介機関の存在理由を明らかにした。^{*5} 日本のメインバンクは、彼らの分析における情報生産者に、比較的容易になぞられることができる。特定企業のメインバンクは、当該企業に対する最も重要な貸し手として登場するが、彼らの分析に従えば、それは借手企業に関する情報生産活動に対する他の銀行・金融機関の信頼を確保するためなのである。

第3節 銀行・企業関係、「メインバンク」の理論

この節では、日本の「メインバンク」関係と係わるいくつかの理論的分析を展望し、それらの分析のインプリケーションと残されている問題を論じる。

3-1. メインバンクと継続的取引関係

前節で紹介した金融仲介機関の理論は、メインバンク関係の定型化された事実のいくつかを説明する上で有用である。特定の企業に対する最も重要な融資銀行であるメインバンクを、当該企業に関わる情報の生産者であると仮定すれば、その継続的取引を説明することは容易である。^{*6} 第一に、銀行にとって特定企業の固有な情報を蓄積する費用（一種の投資）はサunk・コストとなり、当該企業との継続的な取引を通じて、その費用に対する収益を回収することが合理的となる。第二に、借手企業も過去に取引を重ねてきた銀行に対しては、重要な情報をよりの確に、大きなコストをかけずに伝達できる。^{*7} したがって、資金取引における需要者、供給者の双方に取引継続の誘因が存在するのである。

メインバンク関係の継続取引の側面は、メインバンクの固定性によって測定できる。三輪芳朗 (1985) は上場企業のメインバンク（ここでは、個々の企業の最大の融資銀行をメインバンクと定義している）の推移を調べ、絶対不変の関係ではないことを示した。しかし、堀内・福田 (1987) がアメリカの証券引受業務に

見られる固定性、つまり有力企業の債券発行の引受にあたって特定の投資銀行が継続的に主幹事を務めるという関係（'client relationships'と呼ばれる）との比較から述べているように、相対的に固定的であると判断して間違いない。*8
この事実は、上の理論的な説明と整合的である。

理論的分析のレベルでは、企業の固有な情報を獲得する銀行と企業との長期にわたる継続取引のモデルが、Greenbaum, Kanatas and Venezia (1989)、Sharpe (1990)などによって展開されている。とくに、Greenbaum et al (1989)の分析は、銀行と借手企業との取引関係の変化をも説明する狙いをもっている点で興味深いものである。彼らのモデルでは、企業に固有の情報は徐々に、取引先の銀行以外の投資家に漏出すると仮定されている。このため、銀行と企業との取引関係が長期に続くほど、その取引関係が解消される可能性が高まるという結果がもたらされる。この結果は、メインバンク関係は、その歴史が古いものほど解消されにくいという観察結果（付論の表）と整合しない。メインバンクの固定性に注目するばかりではなく、その変化・解消の過程も同時に説明できるモデルの構築が望まれる。*9

3-2. メインバンクと「内部資本市場」

資金調達企業を審査し、監視する専門機関としてメインバンクを位置づけると、メインバンクが取引先企業の有力株主となる傾向が存在することも説明できる。有力な株主としてメインバンクは、企業経営の実態にかんするより詳細な情報を獲得できるであろう。また有力株主の立場から、役員を当該企業へ派遣できるが、これも情報収集や企業経営の監視に役立つかも知れない。*10

Jensen (1989) はアメリカの企業経営を監視し、それに規律を与えるために、有力な株主である機関投資家の監視行動の重要性を強調するが、そこには日本のメインバンクが株式保有を通じて企業経営を有効に規律づけているという判断がある。同様に池尾和人・広田真一 (1991) は、メインバンクが情報生産活動を展開すると同時に、取引先企業の株式を保有することによって企業経営に対する有効な監視体制を作り出していると主張する。メインバンクは借手企業から預金・為替業務、社債発行の受託業務などの面で「優遇的な取引条件」を与えられる一方で、実質的には劣後的な持ち分権を保有することで、企業経営のモニタリング

にかんする「ただ乗り」問題を解決し、効率的な情報生産を可能にしているというわけである。株式市場を中心とする資本市場に期待される機能のひとつは、企業経営者に対して効率性を実現するための「圧力」を加えることであると考えられるが、メインバンク関係はオープンな資本市場に代わって、そのよう監視・規律づけをおこなっているとされる。*11

日本の銀行は、独占禁止法による制約があるものの、有力上場企業の大株主の地位を獲得することは可能である。他方アメリカでは、銀行の株式保有は禁じられている。仮に、株主としての地位が銀行の情報生産能力を増幅させる効果を持つのだとすると、銀行の株式保有を禁じる制度は、銀行の機能を抑制する方向に作用することになる。日本とアメリカの金融システムにおける銀行の相対的地位の違いが、銀行の株式保有にかんする制度上の相違を反映しているという解釈がここから生まれる。*12

一方、日本でも特定の企業のメインバンクと目されている銀行が、常に有力な株主というわけではない。例は少ないが、メインバンクが全く融資先企業の株を保有しないか、あるいは保有しているとしてもその比率が僅かではないケースもある。有力銀行が有力な株主となっていない場合、メインバンクとしての機能に差異があるかどうかを実証的に分析することは、比較的興味深い研究課題と言えよう。*13 さらにメインバンクに限らず金融機関による株式保有は、1970年代以降、部分的には株式相互持ち合いの進展とともに相対的に増加してきた。金融機関が株式保有を通じて、企業経営に市場規律を与える側面にも注意がむけられるべきであろう。

3-3. メインバンクと「暗黙的契約の理論」

メインバンクの固定性と並んで、比較的多くの専門家の関心を集めたのは「暗黙的契約」仮説である。この仮説は、メインバンク（あるいは一般的に、銀行）と企業が融資関係を通じて、一種の保険契約を結んでいるという仮説であり、理論的な系譜としては労働経済学の分野で注目された雇用に関する「暗黙的契約」理論を金融に応用しようとするものである。研究の発端は Fried and Howitt (1980) であるが、彼らは銀行と企業が融資に立脚する暗黙的な契約によって、金融市場における金利変動リスクが企業から銀行に移転されること、またそのメカ

ニズムによって、貸付金利の硬直性と信用割当を説明できると主張している。脇田（1983）および Osano and Tsutsui（1985）の研究は、Fried and Howitt の分析を基本的に踏襲している。

このようなメインバンクの保険機能についての仮説が、実際に妥当するか否かは、実証研究の主題であり、これに関しては 4-3節で論じる。ここでは、理論的分析の側面に絞って、次の点を指摘しておこう。

（1）理論的には、有限責任ルールの下での借入れは借手から貸手へのリスク移転の側面を持っている。負債に対応する担保の存在を無視すると、企業の株主は負債額で企業を買い取るコール・オプションを保有しているものと理解できる。

（2）さらに長期的取引関係は、リスク・シェアリングを内包する契約となる傾向がある。したがって、メインバンク関係がリスク・シェアリングの側面をもつとしても不思議ではない。

（3）通常の保険契約と異なり、融資契約には保険料（insurance fee）および保険金（insurance compensation）の支払を明示的には強制していない。したがって、「保険」契約を成立させる誘因のメカニズムを明らかにする必要がある。

（4）金利変動のリスクは銀行と企業とが問題とすべき唯一のリスクではないし、恐らくはもっとも重要なリスクとも言えないであろう。原理的には、金利リスクは、もっとも明示的な契約、すなわち金利先物、その他の金融取引手段によって容易に対処できるはずである。

3-4. メインバンク融資の重要性

Leland and Pyle（1977）、Campbell and Kracaw（1980）のモデルをメインバンク関係に応用すると、メインバンクが情報生産者であると同時に、重要な融資者である理由を説明するのは容易である。つまり、メインバンクの本質的な機能は情報生産に求められるが、他の投資家、金融機関の信頼を勝ち取るために自己の資金を、情報収集の対象となる企業へ投入しなければならない。ここに、メインバンクと取引先企業との融資関係が生じるのである。

さらに、メインバンクが融資先の企業の経営危機に際して、調停者の役割を担い、他の債権者へ損失が及ぶのを防止しようとすると言われるが、このようなメインバンクの機能は、情報生産者としてのメインバンクの信頼性を維持するため

の行動と解釈できる。ただし、破産の危機に瀕した企業を「救済」することは、必ずしも情報生産者としてのメインバンクの本質的な機能ではない。危機的状況にある企業経営の実態を的確に把握し、その最も効率的なリストラクチャー方法を発見するのが本質的機能である。

したがって、三輪（1985）の観察が示唆するように、メインバンクは必ず経営危機に陥った企業を救済するわけではない。メインバンクは、場合によっては、借手企業の営業活動停止、清算がもっとも適切な措置であると判断する。この場合には、多数の債権者の利害を調停して資源の消失を防止することがメインバンクに期待される機能ということになろう。これら一連の措置が、企業の経営危機に伴う資源の消失、つまり「倒産の費用」の軽減に貢献する。もし、この機能が実際に存在するならば、メインバンクと安定的な関係を保っている企業の価値は金融・資本市場において相対的に高く評価され、その「資本コスト」を引き下げるであろう。*14

しかし、情報生産者としてのメインバンクの信頼性を確立する方法は、他にもありうるであろう。市場がメインバンクに「名声」を与えるという方法は、もっとも容易に考えられる解決策である。ゴーイング・コンサーンとしてのメインバンクは、情報生産者として適切な質の生産活動を行うという「名声」を重要視することになるであろう。その場合には、自己資金を貸出に投入するという、複雑なシグナルは不必要である。*15

日本のメインバンクの多くは、長年にわたって営業活動を続けてきた大銀行であるから、彼らが情報生産者としての「名声」を持っているとすれば、それをないがしろにするとは考えられない。そうだとすると、メインバンクの本質とその融資活動との関係は希薄なものとなるはずである。極端な場合としては、ちょうどアメリカの格付け会社のように、情報生産者としての「名声」を確立したメインバンクが、自らは一切融資を行わないという状況が生じてもおかしくないのである。しかし、実際には、メインバンクは依然としてその融資の重要性と結び付けて理解されている。シグナル仮説にとっては、この点を解明する課題が残されている。

3-5. メインバンク関係と「排他性」

情報という財の市場取引には困難を伴うことは、Arrow (1971) などによって古くから指摘されている。したがって、情報生産者であるメインバンクは、なぜ融資先を独占し、情報の生産と利用を完全に「内部化」しないのかという疑問が生じる。メインバンクが調査対象の企業に対する融資を専有すれば、情報の信頼性の問題や、他の銀行による「ただ乗り」問題を排除できるはずである。実際、銀行を情報生産者とみなして、企業との長期取引関係を説明する理論モデルは、Greenbaum et al (1989)、Haubrich (1989)、Sharpe (1990) など、ほとんど全て特定の銀行（メインバンク）が借手企業への融資を専有することを前提している。Hellwig (1990) は、この条件を「排他性 (exclusivity)」と呼んでいる。

しかし表1が示しているように、「排他性」の条件は日本のメインバンクには妥当しない。よく知られているように、日本の企業はメインバンクからばかりではなく、その他の銀行・金融機関からも多額の資金を借り入れているからである。この点は大企業はもちろん、中小規模の企業にもあてはまる。

表1：メインバンクからの借入額の重要性（％）

年度末	三井	三菱	住友	富士	第一勧業	三和
1962	16.0	21.2	21.6	21.7	--	23.4
1967	13.6	14.7	17.2	17.9	--	15.8
1972	10.9	12.9	13.7	15.1	12.7	13.6
1977	9.4	12.4	11.9	12.7	12.3	13.7
1982	8.3	11.9	11.6	11.6	12.9	12.8
1986	8.4	12.1	12.7	13.0	14.4	13.5
1988	8.4	11.7	12.2	12.2	14.3	12.8

(注) 東京証券取引所一部上場企業のうち上記の6つの銀行をメインバンクとする企業が借入総額の中で、メインバンクからの借入に依存している比率。

(出所) 経済調査協会

加藤・パッカー・堀内（1991）は、この問題に対するひとつの解答を与えようと試みている。彼らはメインバンクの機能を、暗黙的な「協調的融資」を組成すること前提する。メインバンクは特定の資金調達企業の審査・監視という情報生産者の役割を引き受け、当該企業への貸付からの期待収益を高める。しかしリスクを軽減する目的で、メインバンクは他の銀行へ融資に参加することを働きかけ、一種の協調融資を構成する。彼らの議論では、メインバンク関係は、不完全情報の下で生じる、情報生産（借り手企業の監視）への「ただ乗り」問題を緩和し、その効率性を向上させる金融的な仕組みである。

このモデルでは、メインバンクと他の銀行・金融機関は当該企業向け融資のリスクを分担し合う。他の銀行は、メインバンクの情報生産に「ただ乗り」するが、その対価としてメインバンクが設定するリスク分担のスキームに参加しなければならない。この仮説によれば、メインバンクがどの程度の割合の融資を引き受けるかは、貸出先企業のリスクの程度などに依存する。これらの点を統計的に検討すれば、この仮説の妥当性をテストできるであろう。*16

一般にメインバンク関係に「排他性」が見られない理由を、借り手側の誘因から説明することも可能であろう。企業にとっては、単一の銀行だけから長期にわたって資金を借り入れることは危険である。なぜなら、その単一の銀行は、資金の独占的な供給者として、その企業を収奪できる可能性があるからである。企業としては複数の銀行・金融機関から資金を借り入れることによって、双方独占の状態における不利な立場を改善できる。*17 このような企業の側の誘因を明示的に考慮した分析は、これまでのところ十分には進められていない。

3-6. 不完全契約と 'time inconsistency'

金融に限らず、一般に効率的な取引を実現するためには、長期的に持続する契約がしばしば必要である。最も理想的な状態は、Arrow=Debreuタイプの 'contingent contract' が長期にわたって締結されることである。しかし、そうした契約を成立させることには多大な費用がかかる。したがって、長期にわたる契約ではなく、長期取引を前提としながらも、短期の契約によって取引を実行する場合を「不完全契約」と呼ぶ。*18 実際、メインバンク関係においては、銀行と企業との長期的取引関係は、10年、20年の長期融資契約ではなく、むしろ短期的な融

資契約の継続 (rolled-over) である。したがって、メインバンク関係を「不完全契約」理論の視点から考察することもできよう。

不完全契約にともなう問題は、契約が将来の全ての状態に関して明示的に規定しているわけではないため、将来の状況いかんによっては、取引当事者が何らかの機会主義的行動、すなわち事後的な再交渉 (ex post renegotiation) をとる可能性が残されている点である。暗黙的に前提とされる長期的な契約には拘束力がないので、契約当事者は状況に応じて自分に有利な選択ができるのである。この機会主義の可能性が、事前的にみて最適な取引、効率的な選択行動を妨げる。したがって、長期取引による効率性を実現できるか否かは、不完全契約の下でも事後的再交渉の可能性を排除する措置がとれるか否かに依存する。*19

Mayer (1988) は、この種の不完全契約の問題を time inconsistency の問題とみなして、プロヴォカティブな議論を展開している。それをパラフレーズして要約すると次のようになる。(1) アメリカ、イギリスなど資本市場 (証券市場) が相対的に発達している経済においても、企業の資金調達に内部資金に依存する程度が大きいのは、企業の長期資金調達能力に限界がある証拠である。(2) 日本における銀行と企業との取引関係は、不完全契約の下で「事後的再交渉」の発生を防止するコミットメントとみなせる。このコミットメントによって、企業の外部資金調達能力が高められた。(3) 銀行貸出市場と競合する資本市場の導入は、企業に多くの事後的な選択 (再交渉) の機会を与えることにより、不完全契約の安定性を破壊し、企業の長期資金調達能力をかえって減少させる。ほぼ同様の発想に基づいた議論は、山崎福寿 (1989) によっても展開されている。*20

銀行貸出市場と競合する資本市場の発達が、かえって企業の外部資金調達能力を制約するという Mayer や山崎の仮説には、いくつかの面で議論の余地が残されている。しかし、日本のメインバンク関係を「不完全」な融資契約を実行する仕組みと仮定することは、理論的分析の方向として注目すべきであろう。

他方、Osano (1991) は不完全契約の下で、企業ではなく銀行の側が機会主義に走る可能性を考察している。彼のモデルは経営不振に陥った企業に対する銀行の救済行動を扱っているが、企業は危機的状況が生じた場合に、銀行が救済融資を提供してくれるのであれば、予め約定する貸出金利が高くてもよいと考える。しかし不完全契約の下では、経営危機の企業に対する銀行の行動を前もって規定す

ることが不可能である。銀行にとっては、経営危機に陥った借手企業が潜在的には高い将来性をもっているとしても、それを清算して債権を回収する方が有利である可能性がある。Osano の議論では、ここで生じる非効率性を回避するために、メインバンクの「名声」、つまり将来の収益の見込みが高い企業は救済するという「名声」が有効に機能するのである。*21

メインバンクの長期取引関係の側面を理解するためには、銀行・企業関係についての動学的分析が必要である。この点で、金融機関の理論を踏まえて、不完全契約の理論を援用することは有効であると思われる。たとえば、メインバンクが借手企業の有力な株主となったり、役員を派遣する理由を、不完全契約の下で長期取引を維持する仕組みであると解釈できる。これらの仕組みが企業の設備投資などにいかなる影響を及ぼすかを究明することは重要な研究課題である。*22 しかし Mayer (1988)、山崎 (1989) の議論では、この点は考察されていない。

より一般的に論じると、「不完全契約」の有効性を保持するためには、閉鎖的・排他的な取引関係の構築が一定の効果を発揮することがありうると考えられる。たとえば、貸出市場において資金供給者の新規参入を妨げるような、実質的な参入障壁として機能する「取引慣行」が重要となりうる。このような競争抑制的な側面を考慮すると、メインバンク関係の絶対的な効率性を強調することには慎重でなければならない。

第4節 メインバンク関係の実証分析

メインバンク関係の実態については、系列関係、企業集団の機能などにかんする分析の一環として、かなり古くから考察されてきた。しかし本稿の主題である銀行・金融機関の機能の理論的分析に立脚した実証分析は始まったばかりである。

現段階における実証研究には、率直に言って、理論的分析との間に無視し得ない懸隔がある。それは理論的分析の焦点となっている銀行の情報生産機能の実態を（とくに統計的に）捉えることが困難であることと関連している。理論分析は、個別企業のメインバンクを特定化することや、そのメインバンクの活動の重要性を量的に測定することに対する十分な手がかりを与えていないのである。

たとえばわれわれは、しばしば個々の企業の最も重要な貸出資金供給機関をメ

インバンクとみなしたり、その資金供給額の相対的な大きさをメインバンク機能の程度を測る。この方法は、一般に流布しているメインバンクの通念に合致するが、それが理論的に想定されているメインバンクの機能を正しく捉えているという保障はない。こうした、問題点を念頭に置いたうえで、以下この節では、3節までに紹介した新しい理論分析を踏まえた実証研究のいくつかを紹介し、その成果を評価する。

4-1. 設備投資と内部資金

不完全情報の下で企業が外部から資金を調達する場合には、倒産のリスクや企業自体のモラル・ハザードの危険が高まる。金融市場における資金供給者の側は、企業の外部負債の増加に伴うそれらの不都合を見逃さないであろうから、外部負債は企業の株主にとって、いわゆる「エージェンシー・コスト」を伴う。

他方、内部資金（具体的には減価償却および内部留保）は既存の株主が供給するものであり、情報の非対称性の困難を伴わない。したがって、内部資金は外部借入資金よりも低いコストを伴っており、企業はできるかぎり内部資金に依存して投資支出を融資しようとするであろう。以上から、企業の設備投資は当該企業の内部資金額に規定されるという推測が導き出される。実際、従来から多くの専門家が、企業の設備投資需要は利潤額や内部資金額など内部者の負担にかかる資金額の制約を受けると主張してきた。^{*23}

3節で展望した理論的分析によれば、メインバンクは企業を審査・監視することによって、「エージェンシー・コスト」を削減させる機能を発揮する。すなわち、メインバンク関係によって有力銀行と取引を維持することができる企業は、それだけ内部資金の制約から免れることができるものと考えられる。それゆえ実証研究のレベルでは、企業の投資需要関数を推計し、その中に説明変数として現れる内部資金の制約が銀行との取引関係によって弱まることを確かめるのが、銀行、とくにメインバンクの機能を評価する一つの有望な方法となる。

Hoshi, Kashyap and Scharfstein (1991) は日本企業にかんするパネル・データを用いて実証分析をおこない、個別企業の投資支出がその内部資金額に依存すること、そして企業系列に属する企業については、内部資金資金からの制約が有意に弱まることを示した。彼らは、系列に属している企業は銀行とより密接な長

期取引関係を結んでおり、その関係がエージェンシー・コスト削減に寄与している点が明らかになったとしている。

ただし、現実問題としては企業系列とメインバンクとは区別されるべきである。企業系列は、多くの場合、有力な銀行を中心として大企業が核となって形成されるものであろう。一方メインバンクについては、借り手企業が系列に属しているか否かに無関係に、個別銀行と締結している長期取引関係とみなすべきである。つまり、メインバンクは企業系列よりも、もっと広範に存在している取引関係である。Hoshi et al (1991) の分析は、企業系列とメインバンクとを同一視しており、彼らの実証分析は企業金融におけるメインバンクの役割ではなく、企業の投資に対する企業系列の何らかの効果を取り出しているのかも知れない。

堀内・大庭 (1991) はメインバンク関係をもっと明示的に捉えて、その投資への影響を評価しようとしている。メインバンク関係をどのような側面から捉えることができるかという点は、これまで曖昧のままであった。堀内・大庭 (1991) は貸出額、株式保有比率、役員派遣数、メインバンク関係の継続年数の4変数を取り上げて、これらの変数のそれぞれをメインバンク機能の重要性を表現する説明変数として用いている。電機機器産業の有力企業38社を標本とした計測（標本期間、1972-88年度）の結果によると、企業の投資支出が内部資金額によって制約されていること、内部資金の制約を緩和するという点におけるメインバンク関係の機能を量的に表現する変数としては、メインバンクによる融資額の比率が有意であること、などが示されている。

個別企業にとってのメインバンクの重要性を、メインバンクからの融資比率、および持ち株比率で捉えるという試みは、Hoshi, Kashyap, and Scharfstein (1990) の研究でも見られる。彼らは「金融的危機 (financial distress)」に陥った企業（2年間続けて営業収益が利子費用を下回った企業）124社を選び出し、それら企業の危機的状況における設備投資が、当該企業が系列グループに属しているか否か、メインバンクの融資比率、ないしメインバンクによる持ち株比率で測定されるメインバンク関係の強さなどから有意な影響を受けるかどうかを統計的に検討している。（標本期間1978-84年）

計測の結果によれば、(1) 系列企業は金融的危機にあっても、そうでない企業に比較して高水準の設備投資を維持できること、(2) 系列に属していない企業の

設備投資については、融資比率で定義されるメインバンク関係の強さからプラスの影響を受けていること、しかし(3)系列に属する企業については、系列自体が密接なメインバンク関係を背景としているという事情を反映して、その設備投資がメインバンク関係の強さから有意な影響を受けないこと、*24などが示されている。メインバンクの株式保有比率が、企業の設備投資行動に有意な影響を及ぼしていないという結果は、大庭・堀内(1991)とHoshi et al(1990)に共通している。*25

4-2. メインバンク関係の変化について

金融・資本市場における情報生産に関する理論的考察は、メインバンクの機能について多くの示唆を与えている。上に紹介した実証的分析の例は、そうした理論的仮説を間接的に検定する試みである。しかし、福田充男・広田真一(1991)が指摘するように、それらの実証分析はメインバンク関係を所与として、その効果を個別企業の設備投資行動などから発見しようとしている。メインバンク関係自体を、計量的に説明する試みはそこには見られない。

福田・広田(1991)の研究は、その隙間を埋める試みである。メインバンクの本質的な機能を各種のエージェンシー・コスト引き下げにもとめると、深刻なエージェンシー問題に直面する企業ほど、メインバンクの機能を強く求めているはずである。一方、メインバンク関係の強さの程度が、企業の直面するエージェンシー・コストの程度を規定する面もある。福田・広田は、このような相互連関性に着目するのである。具体的には、企業の負債比率、研究開発・広告費、売上高成長率、営業利益の変動などの変数が、企業の直面するエージェンシー問題の深刻さを規定するとみなし、これらの変数が個別企業のメインバンクの有無を説明できるか否かを、プロビット・モデルを用いて検定する(計測の対象となる期間は1985-87年、標本企業は製造業の一部上場企業)。*26

さらに福田・広田(1991)は、メインバンク関係を保持している企業について、メインバンクからの借入額比率(対負債総額)によって定義されるメインバンク依存度が、先に挙げたエージェンシー・コストの大きさを規定する諸変数によって理論通りに説明できるかを検定する。これらの実証分析では、メインバンクの機能に関する理論を支持する結果は部分的にしか得られていない。しかし、この

種の分析は、さらに押し進められるべき研究である。

4-3. メインバンクの「保険機能」

「暗黙の契約理論」に立脚した銀行と企業とのリスク・シェアリングについては、既に 3-3節において説明したが、銀行と企業との取引関係を企業系列と結びつけて、銀行が借手企業に一種の保険を与えてきたとする仮説を主張する専門家も少なくない。たとえば、「系列内では銀行はどちらかといえば、企業に対する保険者の立場にあり、業績が悪化すると融資条件を緩和するなどして、実質的な金利水準を引き下げる傾向が強い」という説は比較的多くの支持を得ているように思われる。*27

日本の銀行は主取引企業の社債発行に当たって受託銀行となり、当該企業が経営破綻を来たして社債がデフォルトした場合、ほとんど例外なく社債を買い取ってきた。また、Sheard (1986) の事例研究が明らかにしているように、銀行は主取引銀行として、借手企業の経営破綻に深くかかわり、企業経営に支援を与えるとともに、倒産による費用の多くを積極的に負担してきた。これらは一見するかぎり、「暗黙の契約理論」に合致する現象であるかに見える。

しかし、「暗黙の契約理論」が想定しているのは、債権者である銀行と企業（企業の株主、あるいは経営者）との間のリスク分担である。とくに、経営危機に立ち至った企業が保険によって救済されるという点に力点が置かれる。しかし、この点は現実的ではないように思われる。経営破綻に陥った企業の経営者はその責任を免れることはほとんど不可能であるし、また株主が少なくとも「有限責任ルール」の範囲内で経営破綻の損失を負担しなければならないことは明らかである。企業の株主は経営破綻による損失の一部を債権者に転嫁できるが、これは先に述べたように「有限責任ルール」が元来もっているリスク分担のメカニズムであり、「暗黙の契約理論」が示唆している「保険」とは別のものである。*28

Osano and Tsutsui (1985) の分析は、直接にはメインバンク機能を分析の対象とするものではないが、銀行から企業への保険提供機能に関する実証分析である。彼らは、Fried and Howitt (1980) の理論モデルを実証可能な形に変形したうえで、銀行から企業へ金利リスクに対する保険が提供されているという仮説が支持されると結論している。

堀内・福田（1988）は、化学工業の有力企業63社の営業利益と金融費用との関係がメインバンクとの関係によって影響されるか否かを素朴な方法で考察した。メインバンクが借り手企業に保険を提供しているのであれば、営業利益と金融費用の時系列データの間には正の相関がみられるであろう。業績が不振で営業利益が減少する場合には、メインバンクは金融費用を削減し、逆に営業利益が大きい時期にはより高い金融費用を要求するわけである。63社について、それぞれこのような時系列上の関係が認められるかを調べてみると、営業利益と金融費用とが有意に正の相関を示す企業は3割しか存在しなかった。また、メインバンクからの借り入れが大きいという意味で密接なメインバンク関係を維持している企業が、とくに営業利益と金融費用との正の相関を持つ傾向があるわけでもない。

一方、広田真一（1991）は基本的には堀内・福田（1987）と同じ形式の関係を、化学工業124社を対象として、5年間平均のクロス・セクション・データを用いて分析し、メインバンクが保険提供機能をもっているという結論を得ている。ただしメインバンクの保険機能は、個別企業の業績の時系列的変動にかかわっているので、クロス・セクション・データによる計測の解釈には注意が必要であろう。

表2：製造業の営業利益と金融費用（対資産合計比、％）

期間	営業利益(1)		金融費用(2)		(1)と(2)の相関係数
	平均値	標準偏差	平均値	標準偏差	
1955-60年度	9.84	1.17	3.38	0.26	-0.85
1961-70年度	7.73	1.11	3.74	0.20	-0.82
1971-80年度	5.86	1.22	4.03	0.41	-0.47
1981-88年度	5.20	0.95	2.87	0.79	0.57

（出所）日本銀行『主要企業経営分析』

表2は製造業に属する「主要企業」の営業利益と金融費用の関係をまとめたものである。（いずれも期末の資産残高合計で割った比率をとっている。）マクロ的にみて、営業利益の変動を相殺するように金融費用は変動しているであろうか。高度成長期から70年代末にかけては、営業利益と金融費用は明らかに反対方向に変動している。とりわけ、金融費用が非常に安定した動きを示していることが分

かる。1961年から79年までの期間をとると、営業利益と金融費用の相関係数はマイナス0.68である。一方、1980年代についてみると、金融費用はそれ自体の変動幅が大きくなるとともに、営業利益と平行に変動する傾向を見せている。1981年から88年までについて両者の相関係数は0.57とプラスになっている。

したがって少なくとも高度成長期について、メインバンク関係から保険機能を見つけ出すのは非常に困難な作業であろう。しかし、いずれの研究についても、計測の方法やデータの範囲などの点で改善の余地があると思われる。

4-4. 中小企業金融とメインバンク

多くの専門家が、第二次大戦後の日本の金融において、中小企業は絶えず厳しい資金調達のために晒され、大企業に比較して不利な融資条件に甘んじなければならなかったと主張してきた。しかし、2ないし3節で紹介した理論的分析に即して考えると、企業の中でもこれまで確固とした実績を挙げておらず、したがって有効な情報公開手段を持たない中小企業にとってこそ、金融取引にともなう情報生産者の役割が期待される。（もちろん全ての中小企業が、実績のない企業というわけではない。）

これまでのところ、中小企業金融におけるメインバンクの機能について本格的な実証分析はみられない。^{*29} 小規模の企業が市場へ登場し、成長する過程と、中小企業の資金長立つ活動への銀行、とくにメインバンクの関与とを詳しく調べることは、理論的分析の成果の現実性を検定する上でも、非常に重要な研究課題であると思われる。

第5節 むすび

本稿は、日本の銀行と企業とのメインバンク関係と呼ばれる継続的な取引関係の理論的、実証的研究を展望した。この展望は、理論の次元で次々と展開されている金融取引と情報生産の分析が、多くの側面でメインバンク関係の機能、特に企業行動へのメインバンクの影響を解明する重要な手がかりを与えてくれることが明らかになったと思う。ただし4節の冒頭に述べたように、理論と実証との間に、まだ広い懸隔が存在する点も看過できない。実証的研究が実りあるものとな

るためには、メインバンク機能を統計的に捕捉するための方法が明らかにされる必要がある。また、いくつかの重要と思われるテーマが、ほとんど手をつけられることなく残されている。以下では展望の結びとして、残されている研究課題について著者達の意見を述べる。

本稿が紹介した理論的分析によれば、メインバンク関係は金融取引における情報生産の効率性を達成するひとつの仕組みである。しかし、それは唯一の仕組みではない。アメリカでは、メインバンク関係は日本ほど重視されていない反面、情報生産者として格付け機関が重要な役割を演じているかに見える。このような日米の金融システム機能の相違は見かけ上のものなのか、それれとも実質的なものなのか。それらの各々を金融システムの一種の均衡と想定すると、メインバンクが重要な役割を演じる均衡と、格付け機関が重要である均衡とはそれぞれどのようにして選択されるのか。一方の均衡から、もう一方の均衡へシフトが起こり得るものなのか。こうした点の研究はまだ残されている。

この点との関連で、メインバンク関係の重要性がどのように変化してきたのか、あるいは今後どのように変化すると予想されるかも重要なテーマである。1980年代後半、日本の企業金融において、資本市場の重要性が急速に高まる一方、企業の銀行借入依存度は大きく低下した。このことは、メインバンク関係の役割の変化と結びついているのか。それとも、実質的には、依然として銀行の機能は重要であり、資本市場においてさえ、メインバンクは従来と同じような役割を演じ続けているのであろうか。^{*30}

メインバンクの機能に関する分析は、これまでの説明から明らかなように、不完全情報の状況に情報生産によって対処する仕組みに関する分析の延長上に位置づけられる。しかし、不完全情報に対処する仕組みとしては、市場メカニズムにより強く依拠する間接的な方法・仕組みもありうるのである。資金調達企業自体が、自らの「質」を何らかのシグナルを用いて市場へ伝達する方法、企業の実績に依存する「名声」を利用して資金を配分する方法、貸出金利を用いて借手企業に自己選択を迫る方法などが理論的には考えられる。企業の良好なパフォーマンスの蓄積の結果、日本の金融システムにおいても間接的な方法によって対処できる可能性が広がってきたとも考えられる。そうであるとすれば、情報生産者としてのメインバンクの重要性は逡減することになるだろう。

また、Aoki (1984) が先鞭をつけているが、メインバンク関係の役割を、資本市場の機能との関連で考察することによって、より幅広く企業の経営体制において評価するという作業も重要である。これは、日本経済のシステム自体を捉えるグランド・セオリーであり、労働市場と資本市場など、本稿では全くカバーしなかった側面も分析の対象へ組み入れなければならない。

付論：メインバンク関係の固定性と変化

この付論ではメインバンク関係の推移の概略を、東証一部、二部上場の有力企業を標本として考察する。企業と銀行との取引関係についての調査は、古くから日本経済調査協会によって行われ、『主要金融機関別投・融資』に発表されてきた。その最も古い年次は1963年11月のものである。以下の考察はこの調査結果に基づき、1963年度を基準として73年度、83年度のメインバンクの異動を調べる。ただし、対象となる企業は、63年度から83年度までの20年間、営業活動を続け、そのメインバンクの有無を連続して調べられたものに限定する。その結果、調査対象となったのは724社であった。

この724社のうち1963年度の時点でメインバンクを持たないか、あるいは不明であった企業は66社であり、残り658社はメインバンクを特定できた。（ただし、きわめて少数であるが、生命保険会社がメインバンクと認定された企業もそこに含まれている。）

658社のうち、73年度と83年度のメインバンクが63年度と同じであった企業は521社である。つまり大多数の企業（658社の79%）は20年間を通じて同一の銀行とメインバンク関係を維持してきたのである。

63年度にそのメインバンクを特定できた企業658社のうち、137社が83年度までにメインバンクを変更した。その変更のパターンは次の表のようにまとめられる。63年度から73年度の間メインバンクを変更した企業数は（メインバンクが特定できなくなったものを含めて）94社であったが、このうち次の83年度に73年度と同じ銀行とメインバンク関係を維持した企業数はちょうど半分の47社に過ぎない。他方、73年度のメインバンクが63年度と同じであった企業は合計564社であるが、そのうち次の83年度にメインバンク関係を変更した企業は（83年度にメインバンクを特定できなくなった企業17社も含めて）43社であり、わずか7.6%に過ぎない。つまり、メインバンク関係をひとたび変更した企業は、再びそれを変更する確率が相対的に高いという傾向が窺える。

表：メインバンクの異動（63年度－83年度間にメインバンクを一度以上を
変更した企業の内訳）

	73年度	63年度と 同一メイン	63年度と 異なるメイン	73年度の メイン不明	計
83年度					
73年度＝83年度	521	47	×	568	
73年度≠83年度	26	12	×	38	
83年度メイン不明	17	9	16	42	
83年度メイン復活	×	×	10	10	
計	564	68	26	658	

（注）1963年度にそのメインバンクを特定できなかった企業が66社存在する。これらの企業のうち、73年度にメインバンクが特定できるようになった企業は27社、83年度にメインバンクが特定できるようになった企業は2社であり、残り37社は63年度から83年度まで特定の銀行とメインバンク関係を持たなかった。これは標本となった企業総数724社の5.1%である。

（出所）日本経済調査協会

- *1 日本の高度成長と金融構造との関係についての比較的包括的な議論については、鈴木淑夫（1973）、および寺西重郎（1982）第8-10章（とそこで引用されている文献）などを参照。
- *2 理論的分析の新しい動向については、Hellwig（1990）、Bisignano（1990）、Hubbard（1990）、Sharpe（1990）などを参照。また、情報生産者としてのメインバンクの理論を展望したものとして藪下史郎（1991）がある。
- *3 三輪芳朗（1991）、第6章を参照。
- *4 三輪（1991）は「日本のメインバンク（制）に対する現時点での関心の高まりは、……系列融資に結びつくメインバンクという伝統的イメージの延長線上にあり、このような関心および見方を支持するか否かは、私のいう「伝統的日本経済観」を受け入れるか否かに依存している」（8ページ）と主張している。しかし、少なくとも金融理論の延長線上では、以下の展望が明示しているように、このような主張とは、ほとんど無関係に分析が進められている。
- *5 しかし、Leland and PyleとCampbell and Kracawの分析は、最終的な借手である企業の本源的証券を、最終的な貸手に対する安全な間接証券へ変換するという間接金融の機能を完全には説明していない。一般に、企業の投資プロジェクトの収益は確実なものではない。仲介機関が専門的な情報活動として企業の生産結果を正しく観察できるとしても、なぜ仲介機関は個人投資家に対して投資結果を正しく報告するかは説明されていない。すなわち、金融仲介機関の側には事後的なモラル・ハザード問題が残っている。この問題が解決されなければ、なぜ、銀行などの「間接金融」機関は自分の勘定で投資を行い、投資家に安全な証券（預金）を提供できるかは説明されない。もっとも、最終的な個人投資家と最終的な借手企業との間に、金融仲介機関が入れば投資家と仲介機関の間にも情報の非対称性が生じ、むしろ情報生産の必要性が増えてしまう。

これらの問題を解決したのは、Diamond（1984）である。彼の議論は2段階に分けている。まず、企業の生産結果について外部から観察できない状況では、有限責任制の下で企業と資金提供者との間の最適契約形態は、債務契約

(debt contract) となる。契約の実行に際して、生産結果の如何に関わらず企業は事前に契約した貸出金利で資金提供者に返済する義務がある。返済額は契約金利水準を下回る場合、企業なペナルティーを受ける。返済不能の場合、企業の受けるであろうペナルティーの期待値は、非対称情報を解決するための情報費用として解釈できる。この意味で最終的な個人投資家と金融仲介機関との間にもこの種の情報費用が発生する可能性がある。Diamondは、個人投資家と仲介機関の間に発生する情報コストを「委託費用 (delegation cost)」と定義している。

第2の段階の議論では、金融仲介機関は多数の企業に分散投資するなら、仲介機関から個人投資家への返済は契約金利水準を下回る可能性が小さくなり、投資家と仲介機関の間に発生する情報コストを解消させる。もっとも極端な場合、仲介機関の無限多数の収益分布が相互に独立な企業に投資することによって、投資家にとって defaultの可能性がなくなり「委託費用」はゼロになる。Diamond (1984) は、「間接金融」機関の存在理由に関する理論的な分析を一応完結させたと言える。

- *6 メインバンクの機能を情報生産との関係で理解しようとする試みは、恐らく日向野幹也 (1981)、武田・シェーンホルツ (1985) から始まった。
- *7 Campbell (1979)、Bhattacharya and Ritter (1983) が強調しているように、企業が限定された資金供給者に重要な情報を伝達することは、当該企業の競争戦略の上で重要な情報が外部、とくに競争相手の企業に伝わるのを予防するうえでも重要かも知れない。また、証券引受業者は、資金調達企業に関する情報生産者の機能を備えている。したがって、引受業者と証券発行企業との間にも、長期取引関係が形成される傾向が生まれるであろう。アメリカの事例について、Hayes, Spence and Marks (1983) を参照。
- *8 本稿の付論において、メインバンク関係の推移の観察結果が示されている。
- *9 長期的取引契約が、非対称情報の下での借り手のモラル・ハザードを抑制する上で効果的である点から、長期取引関係の合理性を説明するモデルは少なくない。たとえば、Haubrich (1989)、Webb (1989) などを参照。しかし、それらのモデルは基本的に静学モデルであり、長期取引関係の変化を説明できない。

- *10 企業の債権者である銀行が同時に有力株主となることは、債権者と株主との間に存在するとされる利害対立を軽減し、それによって企業金融におけるエージェント・コストの削減に寄与しているという議論もありうる。ただし、この点を巡る本格的な分析は、今のところ見られない。企業の株主と債権者の利害対立と、金融的な統合の効果については、たとえば Barnea, Haugen and Senbet (1985) を参照。
- *11 Sheard (1985) は銀行と企業との取引関係が発揮するこうした機能の側面をオープンな資本市場のそれと区別するため、「内部資本市場 (internal capital market)」と呼ぶ。
- *12 たとえば Pozdena (1991) を参照。
- *13 アドホックに電気機器産業の有力 112社を調べてみると、メインバンクを特定できる企業は81社で、そのうちメインバンクが当該企業の有力株主 (保有株式数上位10位以内) でないものが 8社ある。(1988年度: 東洋経済新報社『企業系列総覧』)
- *14 Sheard (1986) の研究は、企業の経営破綻におけるメインバンクの役割を対象とした興味深い事例研究である。この側面の包括的な実証研究は Hoshi, Kashyap and Scharfstein (1990) で与えられているが、それについては 4-1節で言及する。
- *15 市場における「名声」の機能については、Klein and Leffler (1981) を参照。
- *16 池尾・広田 (1991) と加藤他 (1991) を比較すると、資金調達企業を有効に監視し、かつ監視 (情報生産) 活動への「ただ乗り」を防止するメカニズムとして、二つの代替的な仮説が提起されていることが分かる。ひとつは、企業自身が情報生産の対価としてメインバンクに「優遇的な取引条件」を提示すると同時に、メインバンクが当該企業の劣後的な持ち分権を保有してシグナルを市場経伝達するという仮説 (池尾・広田) である。もうひとつは、メインバンクが「協調的融資」をアレンジして一種のレントを獲得する一方、情報生産に対する他の銀行・金融機関からの信頼を確保するために、ある程度の貸付シェアを保つという仮説である (加藤他)。
- *17 たとえば、Tirole (1988)、24-25ページを参照。

*18 Hart and Holmstrom (1987)などを参照。

*19 単純な例として、企業の資金調達についての二期間モデルを考察してみよう。ただし、 R_t ($t=1, 2$) は投資額 1 単位当たり、 t 期の企業プロジェクトが成功したときの収益、 p_t は t 期にプロジェクトが成功する確率、 r_t は t 期の銀行の資金コスト (預金金利)、 C は第 1 期に銀行が企業に資金を供給する場合の契約費用 (調査費用などを含む) とする。

第 1 期には次の関係式が成立するものと仮定する。

$$p_1 R_1 < r_1 + C$$

この関係式は、第 1 期だけの取引を前提とした場合、銀行が企業へ融資することは銀行にとって有利でないことを意味している。しかし、同時に次の式が成立するものとしよう。

$$p_1 R_1 + p_1 p_2 R_2 > r_1 + p_1 r_2 + C$$

この式は、銀行が当該企業と 2 期間にわたる融資契約を結ぶことができれば、銀行は利益を得ることができるし、社会的にも効率的であることを示している。この状況の下で、銀行に企業への融資を行わせるためには、将来 (第 2 期) の収益を保障するメカニズムが必要なのである。この問題は、収益の不確実性や情報の非対称性と必ずしも直接関係しているわけではない点に注意すべきである。

*20 山崎は、社債市場における起債基準がより緩やかな場合には、メインバンク機能によって支えられて成長した企業は、銀行との取引継続を破棄する誘因をもつために、不完全契約としての長期取引の形成が困難になると論じている。

*21 しかし、名声の市場メカニズムの有効性に期待できるためには、非常に強い条件が必要である。すなわち、通常の folk-theorem の割引条件の他に、市場参加者が全て救済される企業の財務状況、将来の収益性にかんして銀行と同じ情報を持つことが必要である。

*22 たとえば随 (1991) は、「不完全契約」としてのメインバンク関係が成長を遂げた企業の投資水準を引き下げる可能性があることを指摘している。

*23 投資関数の計測から、資金調達構造とエージェンシー・コストの関係を探るというアプローチの説明については、Fazzari, Hubbard, and Petersen (19

88) を参照。

- *24 大庭・堀内（1991）の標本企業はほとんどが、いわゆる系列企業である。しかし彼らの計測結果は、それら企業の設備投資は（内部資金の制約が緩和されるという意味で）メインバンク関係の強さからプラスの影響を受けていることを示している。これは Hoshi et al（1990）の結果と矛盾した結果である。
- *25 メインバンクの持ち株比率については、銀行の株式保有には独占禁止法によって上限が与えられているという事実が、その統計の有意性に影響しているかも知れない。
- *26 類似の分析は不完全ながら Horiuchi et al（1988）でも見られる。そこでは、業種毎に企業のメインバンク変更の頻度が、メインバンクの必要性を理論的に規定する各種の変数によって有意に説明できるか否かを検討している。ただし、個別企業のデータに依拠した実証分析は行われていない。また広田真一（1989）は、メインバンクの固定性をメインバンク関係の密接度によって説明しようと試みている。そこでは、銀行の株式保有比率、企業への役員派遣をメインバンク関係の強さの尺度としている。
- *27 中谷巖（1983）、および Nakatani（1984）を参照。
- *28 受託銀行による社債買い取りは、明らかに債権者間のリスク分担である。また、主取引銀行が経営危機にある企業に対して「救済」の手を差しのべるのは、既に説明したように、情報の上で優位にある主取引銀行が、流動性危機にあると判断される企業に融資する現象とみなすことができよう。ここでも、何らかの特殊な保険契約が銀行と企業との間に存在すると考える必要はないのである。
- *29 ほとんど唯一の例外は堀内俊洋（1988）である。そこでは、中小企業向け貸出条件とメインバンク関係についてのいくつかの観察結果が提示されている。
- *30 日本の企業は、ユーロ市場を中心に海外資本市場において活発に資金を調達するようになった。このことは、日本企業が伝統的なメインバンク関係から離脱を始めたことを示しているのであろうか。一部の専門家は、日本企業の海外資本市場における資金調達に対応している投資家は銀行を中心とする日本の金融機関であると指摘している。債券発行の際の保証をメインバンクが提供する傾向も見られる。1980年代後半に導入された大型私募債の発行にお

いても、斡旋業務の大半は銀行によって引き受けられている。これらの点は、依然として日本のメインバンクが重要性を維持し続けていることを示唆している。

引用文献

- Aoki, M., The Cooperative Theory of the Firm, Oxford University Press 1984.
- Arrow, K. J., "Economic Welfare and the Allocation of Resources for Invention," in his Essays in the Theory of Risk-Bearing, North-Holland 1971.
- Barnea, A., R.A. Haugen and L.W. Senbet, Agency Problems and Financial Contracting, Prentice-Hall 1985.
- Benston, G. and C. W. Smith, "A Transactions Costs Approach to the Theory of Financial Intermediation", Journal of Finance 31, May 1976.
- Bhattacharya, S., and J. Ritter, "Innovation and Communication: Signaling Partial Disclosure", Review of Economic Studies 50, 1983.
- Bisignano, J., "Structures of Financial Intermediation, Corporate Finance and Central Banking", Bank for International Settlements, mimeo, Dec. 1990.
- Bolton, P., "Renegotiation and the Dynamics of Contract Design," European Economic Review 1990, pp303--310
- Campbell, T.S., "Optimal Investment Financing Decisions and the Value of Confidentiality," Journal of finance and Quantitative Analysis, December 1979.
- Campbell, T. and M. Krackaw, "Information Production, Market Signalling, and the Theory of Financial Intermediation," Journal of Finance 54, 1980.
- Diamond, D.W., "Financial Intermediation and Delegated Monitoring," Review of Economic Studies 51, 1984.
- Diamond, D.W., "Reputation Acquisition in Debt Markets," Journal of Political Economy 97, 1989.
- Fazzari, S., R. Hubbard, and B. Petersen, "Investment and Finance Re-

- considered," Brooking Papers on Economic Activity 1988:1.
- Fried, J. and P. Howitt, "Credit Rationing and Implicit Contract Theory," Journal of Money, Credit, and Banking 12, Aug. 1980.
- Gale, D and M. Hellwig, "Incentive-Compatible Debt Contracts: The One-period Problem," Review of Economic Studies 52, 1985.
- Greenbaum, S and G, Kanatas and I, Venezia], "Equilibrium Lloan Pricing under the Bank-Client Relationship," Journal of Banking and Finance 13, 1989.
- Gurley, J.G. and E.S. Shaw, Money in a Theory of Finance, Brooking Institution 1960.
- Hart, O. and B. Holmstrom, "The Theory of Contracts," in F. Bewley ed. Advances in Economic Theory, Cambridge Univ. Press 1987.
- Hart, O. and J. Moore, "Incomplete Contracts and Renegotiation," Econometrica, 1988.
- Haubrich, J.G., "Financial Intermediation Delegated Monitoring and Long-Term Relationships," Journal of Banking and Finance 13, 1989.
- Hayashi, F., "Tobin's Marginal q and Average q: a Neoclassical Interpretation," Econometrica 50, 1982.
- Hayes, S.L., A.M. Spence, and D.V.P. Marks, Competition in the Investment Banking Industry, Harvard University Press 1983.
- Hellwig, M., "Banking, Financial Intermediation and Corprate Finance." Paper presnted at the IMI-CERR Conference on European Financila Integration, 1990.
- Horiuchi, A., F. Packer, and S. Fukuda, "What Role Has the 'Main Bank' Played in Japan?," Journal of the Japanese and International Economies 2, June 1988.
- Hoshi, T., A. Kashyap, and D. Scharfstein, "The Role of Banks in Reducing the Costs of Financial Distress in Japan," Journal of Financial Economics 27, 1990.
- Hoshi, T., A. Kashyap, and D. Scharfstein, "Corporate Structure, Liqui-

- dity, and Investment: Evidence from Japanese Industrial Groups," Quartly Journal of Economics 106, 1991.
- Jensen, M., "Eclipse of the Public Corporation," Harvard Business Review 61, Sept./Oct. 1989.
- Jensen, M. and W. Meckling, "Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure," Journal of Financial Economics, Oct. 1976
- Klein, B. and K. Leffler, "The Role of Market Forces in Assuring Contractual Performance," Journal of Political Economy 81, 1981.
- Leland, H. and D. Pyle, "Informational Asymmetries, Fianancial Structure, and Financial Intermediation," Journal of Finance 32, 1977.
- Mankiw, G., "Comments (for Mayer(1988))," European Economic Review 32, 1988.
- Mayer, C., "New Issues in Corporate Finance," European Economic Review 32, 1988.
- Nakatani, I., "The Economic Role of Financial Corporate Grouping," in M. Aoki (ed.), The Economic Analysis of the Japanese Firm, Elsevier 1984.
- Osano, H. and Y. Tsutusi, "Implicit Contract in the Japanese Bank Loan Market," Journal of Financial and Quantitative Analysis 20, 1985.
- Osano, H., "Default and Renegotiation in Financial Distress in the Japanese Main Bank System," memo, 1991
- Sharpe, S.A., "Asymmetric Information, Banking Lending, and Implicit Contract: A Stylized Model of Customer Relationships," Journal of Finance, September 1990.
- Sheard, P., "Main Banks and Internal Capital Market in Japan," 『証券研究』 157, 1986.
- Stiglitz, J and A. Weiss, "Credit Rationing in Markets with Imperfect Information," American Economics Review 71, 1981.
- Tirole, J., The Theory of Industrial Organization, The MIT Press 1988.

- Webb, D. C., "Long-term Financial Contracts May Mitigate the Adverse Selection Problem in Project Financing." LSE Financial Markets Group, Discussion Paper Series 59, 1989.
- Williamson, S., "Costly Monitoring, Financial Intermediation and Equilibrium Credit Rationing," Journal of Monetary Economics, 1986.
- 池尾和人・広田真一「日本の企業金融と銀行」1990年度TCERコンファレンス提出論文、1991年3月。
- 大庭竜子・堀内昭義「本邦企業のメインバンク関係と設備投資行動の関係について：実証分析」1990年度TCERコンファレンス提出論文、1990年3月。
- 加藤正昭・F. パッカー・堀内昭義「メインバンクと協調的融資」Research Institute for the Japanese Economy, Discussion Paper Series 91-J-15、1991年11月。
- 鈴木淑夫『現代日本金融論』東洋経済新報社、1973年。
- 随 清遠「銀行・企業関係と企業の設備投資」(mimeo.) 1991年9月。
- 武田真彦・カーミット＝シェーンホルツ「情報活動とメインバンク制」『金融研究』4巻4号、1985年。
- 筒井義郎『金融市場と銀行業』、第3章、東洋経済新報社 1988年。
- 寺西重郎『日本の経済発展と金融』岩波書店 1982年。
- 中谷巖「企業集団の経済的意義と銀行の役割」『金融経済』No. 203、1983年。
- 早川英男「金融仲介の経済理論：情報の経済学の視点から」『金融経済』7巻1号、1988年。
- 日向野幹也「金融機関の審査能力と顧客関係」『季刊現代経済』45号、1981年。
- 広田真一「日本におけるメインバンクの保険提供機能について：実証的分析」、『経済学論叢』(同志社大学)、第41巻第3号、1989年。
- 福田充男・広田真一「日本の企業金融におけるメインバンク関係」1991年度理論計量経済学会報告論文、1991年9月。
- 堀内昭義・福田慎一「日本のメインバンクはどのような役割をはたしたか?」、『金融研究』6巻3号、1987年。
- 堀内俊洋『メインバンク競争と貸出市場』東洋経済新報社、1988年。
- 三輪芳朗「メインバンクとその機能」、香西泰・西川俊作編『現代日本の経済シ

ステム』第3章、東京大学出版会 1985年。

三輪芳朗「日本の企業集団（論）」、『日本の企業と産業組織』東京大学出版会、1990年。

三輪芳朗「メインバンクと日本の資本市場」『金融』533号、1991年8月。

藪下史郎「メインバンクと情報」1990年度TCERコンファレンス提出論文、1990年3月。

山崎福寿「起債環境と資本蓄積」『金融学会報告』68号、1989年7月。

脇田安大「わが国の貸出市場と契約取引：貸出金利の硬直性に関する一考察」『金融研究』2巻、1号、1983年。