

企業金融と情報の経済学*

メインバンクと株式持合いを巡って

有賀 健**

要 約

1. 本稿の目的は、戦後日本の企業金融にみられるいくつかの定型的事実が、近年急速に発展してきた「情報の経済学」を基礎とする新たな視角によれば、統一的に説明できることを論証することにある。
2. 本稿でとりあげられる日本の企業金融に関する定型化された事実とは以下の3点である。

銀行貸出しの優位と貸出市場の不均衡（いわゆる信用割当て）

主要企業と主取引銀行の間にみられるメインバンク制

主要企業グループにおける株式持合い制

3. これらの3点に関して、既存文献における研究成果を整理すると次のとおりである。

[信用割当てについて]

1970年代前半までの支配的理論は、銀行金利が人為的に低い水準で固定されており、それが信用割当てという不均衡現象ならびに銀行貸出しの優位性をもたらしたと考える「不均衡分析」であった。

1970年代後半からは、暗黙的契約モデルによるリスク・シェアリング仮説が有力となった。この理論では、金利の硬直性は市場金利と保険プレミアムとの合計が安定的であることにより説明される。

これに対して、情報の経済学に沿った接近方法では、銀行は借り手の持つ情報の限られた部分しか有しないため情報の非対称性が生じると考える。そして、金利による資金需給均衡のメカニズムが作動しないことによる市場の失敗が起こる。その一つが信用割当てであると考えられる。そして、この理論は前2者よりも整合的に現実を説明できるものと考えられる。

[メインバンク制・株式持合い制について]

この点については、リスク・シェアリング仮説と、資金繰り難に陥った企業を救済するという仮説から説明がなされてきたが、それらの理論は特に企業倒産に関する現実を説明し得ない。また、株式持合い制については、企業間のリスク・シェアリングや節税という視点から説明がなされてきたが、それらの仮説では、株式持合いがグル

* 本稿の基礎となる研究に関しては、文部省科学研究費 [課題番号62530062: 銀行貸出と社債発行情報開示と流動性創出のミクロ理論] 及び大蔵省財政金融研究所からの研究援助を受けた。また著者が谷川寧彦(岡山大)及び池尾和人(京大)両氏と共同で行なったインタビューに対して快諾され、貴重な情報提供と意見交換の機会を与えられた、諸団体の方々には誌上にて謝意を表したい。

**京都大学経済研究所助教授

ープ系列下の主要企業に限定されていることを説明できない。

これに対して、本稿は次のような説明を行う。銀行は株式持合いと巨額の貸出しを背景に、経営監視・介入権を非経営者株主から委任され代行することによって、倒産がもたらすのと同様の誘因づけを経営者に対して与えると同時に、企業利潤に対する既存の分配ルールの修正（特に賃金カットや人員整理等）を条件に、倒産回避策を提供する。このような救済パッケージの組み合わせは、最終的な倒産申告権を銀行が留保しており、条件次第では実行にコミットすることで、有効に働き得るのである。

- 4．第3節では、経営者、株主、および銀行からなる金融市場を考える。そして、三者の間の強調・対立関係が情報の非対称性によってどのような影響を受けるかをモデルを使って実際に分析している。なお、前半は静学的な分析となっており、後半は動学的分析である。
- 5．最後に、近年の資本市場の開放による、企業金融の変化や長期雇用関係の変化について検討すると、資金調達手段の多様化は、銀行の交渉力低下と相まって、銀行の企業経営に対する監視・介入機能を低下させた側面が無視できない。しかし、企業内部の資金蓄積によって、Agency Costを伴う外部資金の必要度自体が相対的に低下したことの影響も否定できない。
- 6．以上のとおり、メイン・バンク制を特徴とする銀行中心の企業金融システムは、経営介入・罷免権という特殊なoptionの下で、市場メカニズムにおいて倒産が果たすのと同様の、経営に対するpenalty-disciplineとして機能した。これによって、倒産のもたらす大きな社会的費用を避け、また、Agency Costの削減に大きな役割を果たしたといえる。このような機能は、一方では銀行の圧倒的な交渉力を基盤とするものでありながら、他方では日本的企業の持つ、経営者の内部養成機能、より一般的には、日本的な長期雇用と企業に特殊な人的資本への投資を背景とするものであったと結論できよう。

はじめに

企業金融に対する経済学の接近方法は、近年、情報の経済学を基礎とする金融仲介理論の急速な発展によって、基礎的な分析枠組のレベルから根本的な変革を遂げたといえる^(注1)。

本稿の目的は、戦後日本の企業金融の定型化された事実に対して、上のような接近方法により、一貫した解釈を加えることにある。併せて、最近年における企業金融の大きな変化についても、或る程度、そのような解釈の延長線上において理解が可能であることを主

張する。

本稿において、我々がとりあげる日本の企業金融の定型的な事実は以下に示すとおりである。

〔1〕銀行貸出しの優位と貸出市場の不均衡

日本の企業金融において、銀行貸出しが圧倒的なシェアを（少なくとも1970年代まで）占めていたことは、既に多くの文献によって指摘されている。いわゆる「人為的低金利政策」の妥当性は別としても、戦後、高度成長期を通じて貸出市場における信用割当て現象

(注1) この分野の代表的なサーベイ文献としてはGertler(1988)がある。また、より系統的で解析的な手順に詳しいものとしてはClemenz(1986)、邦語文献では早川(1988)が詳しい。

がみられたことは、今日学界の通説となっており、多くの実証分析によっても支持されている。銀行は、このような全般的な貸出し資金に対する超過需要を背景に、企業金融において圧倒的な優位を占めたとされる^(注2)。銀行貸出しの優位は単に量的側面のみ限定されていたのではない。企業が、国内外の金融市場で直接他の調達手段を利用する場合（例えば、インパクト・ローンや一部の社債市場）においても、銀行は借り手企業に情報を提供し、アドバイスを与え、場合によってはその意思決定にも影響を与えようとした。特に〔2〕（いわゆる）メインバンクのシステムと呼ばれる、最も重要な取引銀行が持つ、情報面での優位と、それを背景とする交渉力は圧倒的であり、他の資本市場、特に株式市場において伝達される情報との間には隔絶したものがあつた。

典型的なメイン・バンクの機能に対する理解は以下のようなものである。第一に、メインバンクは、長期かつ安定的な顧客関係を取引企業と維持し、特に当座預金勘定や手形割引等の業務を通じて日常的なキャッシュや短期の債権・債務のフローをモニターすることで、企業の資金ポジションについて、他の銀行や金融機関と比べて綿密かつ迅速な情報を得ることが出来た^(注3)。

メイン・バンクは融資シェアの大きさと、情報面での優位の故に、他の金融機関も含めた企業に対する債権者グループのリーダーとなり、事実上、企業の資金調達の決定にあたり、他の債権者からかなりの程度債権保全の

ための経営監視に関して権限委任をうけていることもある。

メイン・バンクはこのような条件を背景に交渉上優位にあり、レントを獲得することが出来たが、その一方、企業を監視し、その資金ポジションの悪化を未然に防ぐよう努力すると共に、資金難に陥った際には、その情報に関して「だだ乗り」（つまり、他の債権者に伝わる前に資金を引き上げたりする）をせず、場合によっては、他金融機関の債務を引き受けたり、時には、倒産の危機から企業を救うために、採算を犠牲にした様々な救済措置を講じたといわれる。

このような、銀行の優位のもとで株式市場においては、

〔3〕法人企業間の株式持合い

を典型とする、ひとくちに言って、株主の経営に対する影響力を弱めるような慣行が見られた。経営者は実質的に企業の支配者であり、法人企業間の株式持合いによって、乗っ取り等の手段による経営者の「罷免」権の行使は実質的に不可能となった。このような、法人株主以外の株主は、企業の経営権を持たず、単に配当やキャピタル・ゲインの享受者にすぎなかった^(注4)。しかし、株式保有の利益は、平均的に見れば、諸外国と比べて決して低い水準にあつたわけではなく、株主利益がそのために目立って犠牲にされたとは必ずしも言えない^(注5)。また、企業間の株式持合いについては、その典型が、旧財閥系等の銀行を核とする企業グループ間にみられ最も顕著であるが、決してそれが支配的な形態であると

(注2) 例えば鈴木(1974)を参照のこと。

(注3) 例えば、次のような文章にも当座取引の持つ情報面の重要性がうかがえる。「当座勘定の動きの繁閑が貸出先の資金繰りの状況を如実に反映するものであることは言うまでもない。…当座勘定の動きの変化の裏には必ず会社の業況の変化があるものと考えて、その変化の発生原因を解明するよう、常に心がけねばならない」(『貸付実務講座』(銀行研修社)第3巻)

(注4) アメリカにおいては、いわゆるminority shareとよばれる投票権を持たない株式発行が認められているが、日本においては、このような明示的な株式の区別は不可能である。

(注5) 例えばAndo and Auerbach(1988)によれば、1967-1984において、株式利回りを日米で比較すると、日本では年率平均7.5%、アメリカでは4.1%であつた。

は言えない。

以上のような、日本の大企業の金融調達に対する典型的な理解は、後述するように多くの反論を受けており、必ずしも疑問の余地がないわけではない。

しかし、上の〔1〕の貸出し市場の不均衡、〔2〕メインバンクの支配的役割、〔3〕株主の経営権不在を一定程度も事実として認めないような反論はなく、むしろ問題は(A)それが、どのような機能を持つものなのか、及び(B)このような構造がどの程度普遍的なものであるかに論点は集約されていたといえる。本稿の目的は、そのような反論に即して言えば、(A)に対する理論的解釈を提供し、

かつその厚生経済学的な含意を明らかにし、(B)理論が上述の〔1〕～〔3〕のような構造がどのような金融市場の下で、どのような企業に対して成立するかを予測するかを示すことである。

本稿は以下のような構成で、このような目的に沿った議論を展開してゆく。先ず、次節では〔1〕～〔3〕の定型的事実について前半では既存文献の簡単な展望を行ない、後半では情報の経済学に沿った、定型的事実の解釈を行なう。第 節は、本稿の主要部分であるモデル分析であり、前節の〔1〕～〔3〕の定型的事実をモデルの中で再構成する。第 節は、以上の分析を踏まえた簡単な展望を示す。

II. 企業金融の定型化された事実

以下では1に示した〔1〕～〔3〕の定型化された事実について、それぞれ前半では、既存文献の展望を行ない、後半では、情報の経済学的アプローチからの再解釈を試みる。

2・1 貸出し市場における信用割当て

2・1・1 不均衡分析と暗黙的契約のモデル
銀行貸出しが戦後日本の企業金融において、支配的なシェアを占めていたことはよく知られている。

銀行貸出しの優位に対する1970年代半までの最も支配的な議論は、銀行金利が「人為的」に低い水準で固定されており、それが一方では「信用割当て」という不均衡現象をもたらすと共に、割当てを与えられた企業における銀行貸出しの支配的な地位を確保した、というものである。

貸出し市場における「割当て」が実際にあ

ったのか否か、またそれがどのような理由によるものかについては、「割当て」現象を基本的に金利体系の調整が何らかの理由で不完全なために発生した「需給の不一致」だと考えるアプローチがある。このようなアプローチにおいては、(1)所与の金利において、貸出しの需要が集計出来るような市場条件が存在すること、及び(2)金利体系が何らかの理由で、需給を一致させるようには調整されないことを保証する議論が骨格となる。

以上のような特徴を持つモデルを不均衡アプローチ^(注1)と便宜的に呼ぶことにする。

このような不均衡アプローチは、次のような理由で、日本の企業金融、特に高度成長期のそれをよく説明していると考えられた。第一に、コールレート等の「市場性金利」に比べて、例えば貸出約定平均金利は遥かに安定的であり、また規制金利である公定歩合とよ

(注1) 代表的なものとして、伊藤＝植田(1982)、筒井(1982)、浅子＝内田(1986)を挙げることができる。釜江(1980)は、不均衡仮説を支持しない結果を得ている数少ない研究結果である。しかしながら、各時点で貸出市場が需要過剰であったか、供給過剰であったかについては、研究毎に異なる場合が多い。これに関しては浅子＝内田(前掲)に詳しい。

り強い相関を示しており、需給が一致するようには動いていないと思われる。第二に、高度成長期において、主要企業がほぼ慢性的な資金不足状態にあり、傾向として銀行貸出し市場が需要超過にあったのではないかという推測と合致する。また、第三に、このような金利の「硬直性」が、日銀を主とする金融政策当局の強い指導と監督の下でもたらされた「政策」的なものである、とすれば公定歩合との連動の強さは、金利の変化が需給調節というよりは、政策変化への対応により説明されるという点で、「人為的低金利政策」と斉合的である^(注2)。

この分野では、既に10を越す実証研究があり、その多くが、貸出し市場で上に述べたような意味で不均衡であったことを支持するものである。

不均衡モデルには、その推定にまつわる計量経済学上の問題点^(注3)をしばらく措いたとしても、銀行貸出しの市場をワルラス的な競争市場として考えることが妥当か否かについて疑問がある。このような仮定が妥当性を持つためには、取引される財貨が同質的であり、金利体系が個別の銀行や企業にとっては、変更しえないものでなければならない。しかし、実際の銀行貸出しの市場はこのような条件を近似的にさえ満たしているとは言い難い。銀行貸出しにおいて取引されている財貨は、現時点での貨幣と将来時点での(不確実性のある)支払い(貨幣)である。証書貸出しは、債権・債務関係を発生させるが法律上も実質的にも譲渡可能ではなく、貸借契約時において、市場は閉じられてしまうと考えられる。つまり、

一度実行した取引をundoすることは、少なくとも両者の利害が対立する限りにおいては不可能である。従って、貸出し市場に競争がありうるとすれば、契約締結以前における事前の契約条件を巡る競争であろう。

つまり、貸出し市場における競争とは、金利、満期、返済条件や抵当担保等々の契約要件を巡っての競争なのである。従って、このような形で競争があるとすれば、実際には、「金利体系を所与のものとして行動する」という、第二の条件がそもそも満足されないことになってしまう。

このように事前の意味で充分競争があるとしても事後的には、競争の及ぶ余地が少ないという特徴をとらえて、銀行貸出しが長期的顧客関係によって媒介されるものと考え、その中での金利決定メカニズムに焦点を当てたのが、1970年代後半から、いくつかの実証分析が行なわれた、いわゆる「暗黙的契約」のモデル^(注4)に基づくリスク・シェアリング仮説である。

リスク・シェアリングの仮説では、金利の硬直性は、市場金利と保険プレミアム(および支払い)の合計が安定的であることにより説明される。また、割当ての発生も、事前の契約時点における最適なものでありながら、事後的にはregrettableであるという意味で、割当てを与えられなかった企業は、worse offであるから、信用割当てに対する通常の見解とある程度一致する解釈を可能にしている。

暗黙的契約の理論の最大の問題点は、その実証レベルにおけるリスク・シェアリングの仮説に多くの未解決の点があることであろう。

(注2) 浅子=内田(前掲)はこのような見方を支持する。

(注3) 不均衡モデルの計量的な研究は、一般の市場均衡と同様、需要・供給の両曲線を独立に同定できるか否かに鍵がある。不均衡計量モデルの一つの問題は、需給不一致のまま取引が行なわれる場合、需要・供給両面で不均衡(割当て)の可能性を考慮に入れた行動が起こり、そのために(原理的には)供給(需要)曲線をシフトさせる如何なる要因も、需要(供給)側の行動に直接影響を与え需要(供給)曲線をシフトさせてしまうことである。

(注4) 以下のリスク・シェアリング・モデルについては、Fried=Howitt(1981)、筒井(1988)、池尾(1985)等を参照のこと。

先ず第一に、ほとんどすべての貸出契約では、名目金利が契約時点で確定している。そのような意味で、借り手が市場金利の契約時以降の変動に曝されないことをもってリスク・シェアリングであるというならば、これは殆ど同義反復に近く、殆どの銀行貸出しはリスク・シェアリングの機能を持っているといわざるをえない。他方、シェアされるリスクが、企業利潤の変動であるとするならば、上のような固定金利契約は、そのようなリスクについては全く保険機能を果たさないことになる。

従って、前者の意味でリスク・シェアリングをとらえれば、凡そ暗黙的契約があるか否か、長期的顧客関係があるか否かに拘らず、全ての固定金利貸出契約は、リスク・シェアリングの側面を持っている。しかし、多くの企業にとっては、企業利潤の変動がもたらす危険こそ、重要なものであり、リスク・シェアリングは、このようなリスクの分担であるとするならば、貸出金利は、事前に決定されることがないか、あるいは事後に様々な手段、例えば歩積両建ての比率を変更したりすることによって行なわれなければならない。Horiiuchi et. al. (1988)は、この考えによってリスク・シェアリング仮説を検討しているが、(1)そのような傾向は、長期的な顧客関係の存在と有意な相関がないし、(2)そもそも、リスク分担が認められると考えられる取引関係はごく少数である、との結論に達している。

また、企業の利潤変動のリスクを債権者たる銀行が分担する場合には、後述するように、重要なモラル・ハザードの危険があると考えられる。企業は、常に自己の利潤を低く申告して、金利を低くしてもらおうインセンティブ

を持つし、またリスクが銀行によって負担される場合、企業はより危険なプロジェクトを選択することになる。

しかし乍ら、このような問題点は、むしろ長期的顧客関係の存在をリスク・シェアリングという一つの局面に限定してとらえていることによるものであると言える。長期的な顧客関係は、リスク・シェアリングも含めた多くの機能を持ちうるものであり、また、リスク・シェアリングはその中で重要なものの一つでもないと考えられる。

というのは、先ず第一に「企業」の負担するリスクとは、一体誰が負担するリスクを言うのか、自明ではない。新古典派的な見方からすれば、このようなリスクは、株主のリスクと考えられるが、個別企業固有のリスクは、M-M定理を引き合いに出すまでもなく、株主自身の資産選択によって調整出来るもので、企業が行なう必要はない。Aoki(1988)のように、ここでいう企業とは、経営者や被雇用者のように、主に企業(株主)に雇用されることにより発生する人的資本(資産)がその主な資産であるような者を指すとすれば、確かに、このような人的資本の資産価値の変動を市場で吸収することは難しく、それなりに説得力を持ったものになる。

ところが、利潤のリスク・シェアリングを上のような意味でとらえると、何故このような機能が都市銀行と大企業の間において成立し(メインバンクのシステム)、そうでない、例えば未上場企業と取引銀行の間について、同様の機能が存在しないかについては説明が不可能になる。様々な理由によって、このような企業の方が遥かに危険回避に対して、強

(注5) まず第一に、株式が上場されていない場合、企業(株主)自体にとってさえ、自己のリスク分散することは容易ではないであろう。第二に、このような企業に対する情報を取引銀行以外のものが、一般の出版物等を通じて得ることは、上場企業に比べて遥かに困難であり、情報の非対称性の深刻さから考えて、銀行以外の第三者と保険契約を結ぶことは不可能に近い。第三に、多くの統計によれば、中小企業の方が、利潤率の変動が遥かに激しく、リスク・シェアリングのインセンティブが強いと考えられる。また大企業には可能な他業種への進出によるリスク分散も困難と考えられる。

い誘因を持っていると考えられるし、また、取引銀行以外にこのようなサービスを提供できる者は考え難いのである^(注5)。

2・1・2 情報の非対称性と均衡信用割当て

これまでの議論において、大まかに言って何らかの形で信用割当てがあり、その背景の中に少なくとも一つの要素として、(都市)銀行の資金市場における圧倒的な交渉力上の優位があったことは否定出来ないであろうと思われる。ここでは、簡単化のために、以上の議論を踏まえて、銀行貸出し以外の資金調達(自己資金は別として)がない世界を考えて、そこで、どのようなメカニズムによって信用割当てが発生しうるか、またその信用割当ての性質は、企業金融に関する他の定型的事実と整合的であるかを考えてみることにしよう。

情報の経済学に沿った接近方法で、銀行貸出しを考える場合、その最も主要な特徴づけは、貸し手である銀行は、借り手の持つ情報の限られた部分しか有しておらず、そのために、銀行は貸出し条件を設定する際に、そのような情報が利用可能であった場合に比べて、強い制約下にあるということである。

例えば、先のリスク・シェアリングの場合を考えてみよう。もしも企業利潤が銀行にとって容易に観測出来るものである場合、金利を企業利潤と相関するよう契約を結ぶことで、リスク・シェアリングが可能である。しかし、利潤が観測可能でないならば、仮にこのような契約を銀行が結んだ場合、企業は常に利潤を低く申告し、金利を低く押さえることが出来る。従って、利潤が観測可能でない場合、リスク・シェアリングをこのようなメカニズムで行なうことは不可能である。

たとえ利潤が観測可能であるとしても、利潤を決定する企業の様々な行動や意思決定が観測出来ない場合は、モラルハザードが発生する。企業はリスクが銀行によって負担されると保証された場合、リスク軽減を行なう努力をする誘因をなくしてしまうだろうし、リ

スクの異なる多くの企業が存在する場合、所与の金利条件のもとでは、最も貸出しを希望するのは、最もリスクの高い企業であることになる。

このように、情報の非対称性が存在する場合、価格(金利)による需給の調節機能は、うまく作動せず、市場の失敗が起こる。次節で見るように、信用割当ての可能性は、広い意味での市場の失敗の一つの形態である。

上のような信用割当ては、2・1・1で見た不均衡モデルにおける「割当て」現象とはかなり様相を異にしている。というのは、情報の非対称性がある場合、企業がとりうる行動及び、潜在的な借入れ希望企業の分布は、金利(やその他の契約内容)を変更するに従って、変化するわけであり、需要曲線は供給曲線に依存しており、通常市場均衡の分析において考えられている需給のスケジュールとは異なる。

均衡信用割当てのモデルは次のような点で、不均衡アプローチや暗黙的契約のモデルに比べて秀れている。まず、「信用割当て」は個別のプロジェクトや企業に対して適用され、信用割当てを受ける企業(プロジェクト)と受けない企業(プロジェクト)の間にはsystematicな違いがあることがわかる。つまり、信用割当ては、価格の機能が何故不完全であるかを説明すると同時に、信用割当て自体が持つ機能をも説明する。いわゆる不均衡モデルでは、価格機能が不完全であれば、信用割当てが発生することを主張できても、誰が信用割当てをされるか、またそれがどのような機能を持つかについて殆ど説明出来なかったのと対照的である。同様の議論がリスク・シェアリング対しても可能であり、リスク・シェアリングの議論のもとでは、誰が、何故信用供与を拒否されるのかについて、合理的な説明が不可能である。しかし、銀行がランダムに信用割当てを行なっているとは到底考えられないから、この意味で、情報の非対称性に基づく説明により説得力があるといえる。

他方、信用割当のメカニズムを情報の非対称性によって説明する場合、最も重要な問題点は、上に述べたメカニズムが、基本的にはdefaultの危険が金利を上げるとともに増加する、というものである点である。「有担保原則」で知られているように、銀行貸出しの大半は、融資額に比べて十分な担保を抵当にしておき、例え貸倒れが起こったとしても、資金回収が不可能になることは考え難いという反論が可能であろう。また仮りに貸し倒れのコストが例えゼロでなかったとしても、金利の上昇に伴い、期待利益率を低める程に、貸倒れのコストが高くなったために信用割当てが起こったかということになると、正直に言って疑問であろう。また、これと関連して、上に述べたようなモデルが、いずれも1期間のみの静学的モデルであり、銀行の貸出し行動にはって不可欠の通時的側面が無視されているのも疑問に残る。例えば、期末において、利益が予想より小さく、金利支払いが滞ったとしても、それは自動的に貸倒れを意味するものではない。むしろ、企業が最終的に破産するか否かは、秀れて企業自体と取引銀行の決断にかかっているものであり、これを無視しての分析には問題がある。

もしも、抵当権の行使が全ての貸倒れに際して自動的かつ無差別になされると考えるとすると、実質的に銀行はいかなるリスクも負わず、単に抵当権が設定された担保に対応する、一種の(逆)分割払いを行なっているにすぎないことになる。しかも、抵当権が設定される資産はその殆どが評価が容易な流動資産、土地、建物その他構造物であり、銀行が何故、多大の努力とコストをかりて融資審査を行ない、企業をモニターするかについて理由をみつけられないことになる。もちろん、融資する企業のサイズによって

は、上のような比較的メカニカルなprocedureに従い処理されてゆく貸出し契約もあるに違いない。実際、都市銀行が持っている融資案件は、典型的に数十万件のオーダーであり、その全てについて詳細かつ綿密な情報収集が行なわれているとは到底考え難い。従って、このような小規模の融資に関しては、上に述べたような信用割当ての現象が発生していたと考えても決して不思議ではない。また実際、conventionalな見方によれば、信用割当ての犠牲者は、そのような中小企業であったとされている。

他方、本稿の重要な分析対象である大企業と都市銀行の間においては、上に述べたようなメカニカルなprocedureによってdefaultや倒産が発生するとは考えにくい。このような大企業には、例え銀行からの融資が受けられなくても、株式市場やその他の手段を使って資金調達が可能であると考えられる。しかしながら、事実として、資金ショートのもとで増資を行なったり、社債発行がなされた例は殆どなく、それにもかかわらずdefaultや倒産が発生することからすれば、それが何らかの理由により自発的に選ばれた道であると考えられるしかないであろう。倒産の果す役割については次節で詳しく分析することにしてしよう。

また、大企業に対してdefaultが自動的かつmechanicalになされる場合、銀行の資産規模から考えても、相当額のコストが発生することになる。このような企業の場合、都市銀行のみでも数行、その他の銀行、各種金融機関、取引先、社債等の有価証券形態の債権保有者、退職金等〔日本では、企業が被雇用者を代行して、積立てる年金とされる〕も含めると、極めて複雑な債権者間の利害関係が存在しており、メインバンクが例え企業の倒産止むな

(注6) 1975年、住友銀行が、東洋工業の再建に本格的に乗り出した時点では、東洋工業は73の金融機関から融資を受けていた。また広島県内の多くの下請け会社も含めると、東洋工業の債権に直接・間接に関りのある金融機関は更に多くの数にのぼったであろう〔Pascale and Rohlen (1983)〕。

しとの決定をしたとしても、mechanicalな procedureに従えるものではない^(注6)。

Fama(1985)は、特に銀行のもつ情報面での優位は、銀行が、劣位の債権者として自らをcommitすることにより相殺され、利害対立の問題が解決されるとしている^(注7)。しかし日本では、このようなメカニズムが存在せず、既に指摘したように、メインバンクを中心に主要取引銀行は、他の債権者と比べて、典型的には優良資産の優位抵当権を持っており、このようなメカニズムに変わるものが必要となる。

それでは、先に挙げたmechanicalかつ自動的な倒産、貸倒れに対するprocedureと、このような長期的顧客関係下におけるfinancial difficultyに対する対応はどのように区別がなされるべきであろうか？ 本質的な区別は、二つの対照的な取引関係において、銀行が守るべきreputation、つまりprecommitmentの内容に対する違いにあると考えられる。それは、ひとくちに言えば後者においては、資金難に陥った企業に再交渉の可能性を閉ざさない、との黙約であり、前者においては、そのような再交渉の余地を残すことによって発生する事後的な機会主義から取引企業及び銀行の双方を守ると言うコミットメントであるといえよう。

以上のように、企業・銀行間の取引関係を二つの類型にモデル化する場合、銀行貸出し市場において、「信用割当て」が起こるとすれば、それは、このような類型に近い形で維持される取引関係の持続・発生という過程の文脈の中で理解されるべき事柄であるように思われる。つまり、「信用割当て」は銀行にとっての融資先の選別作業の結果としてとらえる他なく、しかも、取引関係はいずれの類型であれ、かなりの期間にわたり持続するもので、融資を行なうか否かは、このような関係の発生・持続・消滅に対する意思決定に他ならないのである。

2・2 メインバンクシステム

2・2・1 メインバンクの「倒産回避」機能

前節の結論を受けて、我々は、メインバンクシステムを再交渉の余地を残すような継続的取引関係、特に、都市銀行と大企業とのそれとして考えることにしよう。

メインバンクに対する実証研究は、一般的な理解としては、長期の顧客関係下における取引という枠組みを与えられているものの、その積極的な機能の分析は、(1)リスク・シェアリング仮説、と(2)〔(1)と必ずしも矛盾しないが〕資金難に陥った企業の救済、という二つの側面に殆ど集中してきた観があり、それらの研究に対する批判も(1)(2)の仮説の妥当性を巡るものであるといえる。

その代表的な研究は、Osano and Tsutsui (1985)、中谷(1983)、Nakatani(1984)、筒井(1988)などに見られる金利の「硬直性」に対応するリスク分散機能についての実証研究である。

リスク・シェアリング仮説については前節で紹介したので、繰り返すを避けるために、ここでは二点のみを指摘することにとどめる。

第一に、リスク・シェアリング仮説の最も基本的な説明要因は銀行と企業の間において、とりうる状態(s)によって流動性のシャドウプライス $p(s)$ が異なり、その間の裁定行動が、交換の利益をうむということである。特に、話を簡単化するために、企業における $p(s)$ が状態ごとに異なるのに対し、銀行では p で一定であるとする、 $p(s) - p$ に対応して、取引を行なう誘因がある。ここで重要なことは、流動性のシャドウプライスが状態により異なること自体は、企業が危険回避的であることを必ずしも意味せず、従ってこのような取引があるからといって、リスク・シェアリング仮説が成り立つとは限らない点である。一般に、流動性制約下にある経済主体はそうでない主体に比べて、一単位の流動性に対するシ

(注7) Fama(1985)参照

ヤドウプライスが高い。資金難に陥る可能性のある企業は、危険回避的であるか否かにかかわらず、流動性を保つための誘因が存在するのである。このような誘因は、資金難がさし迫った状態である場合、最も強くなる。

従って、第二に注意すべき点として、倒産回避の誘因は事前の意味でも事後的な意味においても、危険回避的か否かにかかわらず、倒産が企業にとって費用のかかるものである限り、常にあるものと考えざるをえない。つまり、倒産回避の誘因は、企業を売買する(株式)市場の「失敗」、或いは不可避のliquidation costがある限り、全ての企業が持つものと考えられ、リスク・シェアリング仮説を倒産回避の行動によって正当化することは困難であると思われる。

リスク・シェアリングに対する反論として、三輪(1985)、Horiuchi et. al. (1988)はその代表的なものである。その主張は、主に(1)メインバンクの安定性とその果たすべき機能について、(2)リスク・シェアリング仮説そのものの検討の2点に絞られる。(1)では、メインバンクが通例主張されるように、確固としたものではないことが主張される。例えば、三輪(前掲)によれば、10年間に於いて東証一部上場会社のうち、メインバンクを変更したものは、およそ光、都市銀行がメインバンクのものでは40%以上に達するとされている。しかも、(2)のメインバンクの安定性は企業の経営

業績が悪化した場合、むしろ低下しており、経営難、資産難の際の救援を期待する企業にとってのメインバンク像とはかけ離れたものであるとされる。

しかし、長期的顧客関係が可能にするものは、短期的な利潤極大化と長期的な利潤極大化が相反する場合に前者を犠牲にするようなcommitment(長期契約)であり、長期利潤の犠牲ではない^(注8)。慢性的な営業不振や、構造的な債務超過に陥ったような企業体は、その将来展望から考えても、つまり長期的期待利潤においても、他企業に比べて見劣りがする場合が多いであろうし、このような場合もメインバンクが救済の債務を負うような、暗黙的了解があるとは考えにくい。

むしろ、メインバンクをその機能において明確な位置付けを与えるためには、顧客関係の維持あるいは消滅が起きるメカニズムが、そうでないような取引関係の維持、消滅とどう違うのかが問われねばならない。

その意味では上記二者における反論は、確かにメインバンク制を確固不動のものとする通念(そのようなものがあつたとしてだが)に対しては有効な批判ではあるが、メインバンク制と呼ばれる主要企業と取引銀行の間の長期顧客関係の存在自体に対する否定ではありえない。

しかし、そのよう問題点をはらむにしても、二者の論点の少なくとも一点、つまりメイン

(注8) 長期的な契約が短期契約に比べて秀れているのは、相互が短期的な利益を犠牲にするような、つまり短期的には非効率な行動にコミットすることで、長期的な利益を増加させることが出来るからである。特に多くの長期契約においては、契約に基づく行動からの違背が一方に起こった場合、契約打ち切りというペナルティを課すことが多い。例えば、労働者は、短期的にみれば賃金以上の労働生産物を生産するよう努力が求められるような長期契約を雇用者と結んでいたとする。労働者が、賃金分だけしか努力してのような契約違反に際しては、雇用者が解雇という手段にコミットすることで、労働者がこのような短期的な自己利益最大化に基づく行動をとらないよう抑止することが出来る。ここで重要なことは、雇用者の課すペナルティが労働者にとってだけでなく、雇用者にとっても損失を強いるものでなければならない点である。もしもそうでないなら雇用者が労働者の怠慢如何に関らず、常に自己利益最大化のために解雇をすることになる。要するに、長期雇用関係は(逆説的ではあるが)、契約打ち切りという強いペナルティへの相互のコミットメントがあつてはじめて、短期契約をdominateすることが出来るのである。

バンクは長期的な企業利潤の変化に対する完全な保険にはなりえない，という事実を示していることは確かである。

メインバンク制を株式持合いと関連させてリースクシェアリング仮説を提示するものに中谷(1983)，Nakatani(1984)があるが，これについては次節で検討する。メインバンク制を情報収集のメカニズムとしてとらえる考え方は，必ずしも上に述べたリースク・シェアリングの機能と矛盾するものではなく，むしろ長期的な顧客関係下で併存すべきものと考えられるが，このような考え方を積極的に主張した論文は多くなく，シェーンホルツ=武田(1985)，Horiuchi et. al. (前掲)，Aoki(1988)，早川(1988)等が散見される程度である。そのもっとも重要な指摘は，情報生産におけるフリーライディングの問題をメインバンク制がうまく回避している，というものである。

融資を行なう取引銀行も含め，全ての債権者にとって，企業の財務・経営状態は自らの債権保全の為に，不可欠の情報である。情報収集に費用がかかり，Free Ridingが起りやすく，かつ，場合によっては情報を収集したものが秘匿する誘因を持つことによって，情報収集の権限委任と，委任された代表者が情報を伝播するための誘因づけ，という二つのメカニズムが必要となる。メインバンク制のもとでは，メインバンクがこのような情報収集の代表者として機能し，陰伏的に自らの行動によって，或いは明示的に情報開示によって，情報伝播を(非メイン)取引銀行に対して行なう。メインバンクは資金難等の情報を察知した場合，それを秘匿し，自らの債権保全を他の債権者の犠牲によって行なうことは，銀行間の相互監視および他の取引関係下におけるペナルティー発動のthreatsにより防がれているとされる。

いささか理想化されているとはいえ，メインバンクがこのような情報収集・伝播機能を持っているとの主張は，必ずしも上記の情報機能を前面に押し出して展開されている諸論

文にのみ限定されているわけではない。

メインバンクを主に情報機能においてのみとらえる考え方には，いくつかの疑問も残る。先ず第一に，既に前節でも指摘したように，このような情報機能が最も高い収益をもたらすのは，借り手に関して公開情報と非公開情報の間に大きな隔りがあるような場合であると考えられる。東証上場企業等に比べ，このようなギャップは未上場の中小企業においてより大きいと推測出来るが，メインバンクの機能は，主に大企業との関係において論ぜられている。

メインバンクは，上場企業と都市銀行の間に成り立つ関係を典型とする場合，旧財閥企業グループと財閥系銀行という歴史的経緯を持つ。もちろん，発生が，現在の機能と同一に証明される必要はないが，情報機能を考える際にも，銀行と企業間の交渉力を背景とした力関係を抜きにして考えることは困難であると思える。また，メインバンクを情報機能のみで説明することは，極論すれば，それでは何故メインバンクを持たず銀行から資金を借りる企業がそもそも存在するのかという疑問に突き当たらざるをえない。

「非常の際」の頼みとして機能するメインバンクというイメージに対応する銀行と情報機能を軸とするモデルの間には大きな隔りがある。このような対抗仮説が最もシャープに区別される状況は，情報収集機能者としての銀行と，救済保険提供者としての銀行が鋭く対立するような状況，特に企業が資金難に陥ったケースであると考えられる。そこで，defaultについてやや立ち入った理論的整理を以下で試みることにしよう。

2・2・2倒産と貸倒れ

倒産は，基本的には，特殊な条件財であり，株式とは倒産オプション付きの企業所有権である。つまり，株主の債務を払込済株式価額において上限を設定し，それを上回る債務を免除する財である。従って，株主が倒産を自

ら宣する場合、或いは、倒産を防ぐための可能な努力の一部を自発的に放棄することで倒産が起こるとすれば、株主にとって、倒産は costly でありえない。

これは自明のことであるが、「倒産保険」の主張がなされる諸論文においては、殆ど考慮をされていない基本的な出発点であり、あえて、ここでは明確にすべきであろう。

倒産が上のような option の発動であり、それは株主にとって可能な代替案より better であるからといって、倒産が企業にとってコストを伴わないわけではない。既に前節でも述べたように、株主以外にも、企業の存続如何が自己の所有する資産価値に決定的な影響を及ぼすものは多い^(注9)。経営者や被雇用者はその最も重要なケースであろう。従って、もしも、企業の倒産が多く利益背反のもとになされているとすれば、それは結局、stakeholders の間で、巨額の capital gain と loss を発生させていると考えられよう。

倒産という行為自体が社会的にみてコストの伴うものであるという推測については既に説明した。倒産が原理的には、債務免除オプションの発動であるとするなら、何故それが銀行と企業間取引において、企業に負担を強いものとなるのであろうか？ それは、企業の構成者、つまり株主のみならず、経営者等の stakeholders 全体も含めて、going concern としての企業体の存続に般に正の価値が存在するからである。有限責任がない場合、企業体の存続が常に正の価値を持つとは限らなくても、累積した債務に関してそれらを棒引にするオプションがある限り、企業体にと

っては、業容の回復と債務返済の可能性がゼロでない限り、企業存続には正の価値が存在する。

しかし乍ら、倒産オプションの持つこのような性格は、当然のことながら、企業体の不可避に持つ上のような機会主義に対する警戒措置を発生させざるをえない。その一は、債権者が倒産オプションが発動された場合にも債権回収が可能なように設定する抵当権であり、liquidation cost も含めて、全ての債権が十分な抵当を持つ限り、企業にとっての有限責任には、上に述べたような option value を持つことはない。

他方、企業体の存続に自らの資産価値が大きく依存する経営者や被雇用者の多くが、このような明示的な抵当権は無論、陰伏的にさえ抵当権を持つように債権保全の手立てを用意することは困難であろう。従って、株主および抵当設定可能な債権を持つ当事者間では、ちょうど企業存続に対して中立的になるような状況において、stakeholders 全体を含めた倒産の価値は負になるに違いない。この場合、capital loss はほぼ一方的に上に述べたような stakeholders に負担されると考えられるから、メインバンクの一定の救済措置に対する commitment は、このような文脈において考えるべきではなからうか？ ここで、再度注意を喚起しておきたいのは、経営者や従業員によつての倒産回避のインセンティブを説明するために、リスクシェアリングの仮説は不必要である点である。上のような stakeholders が倒産回避に強いインセンティブを持つのは、それが巨額のキャピタルロスを生じさ

(注9) このような、明示的に権利化されていない資産価値を企業の存続から得ている経済主体の存在を強調するものとして Aoki(前掲)、小林(1988)、Shleifer and Summers(1988)等がある。但し、ここで留意すべき点は、このような Stakeholders の陰伏的な資産の内容が様々であり、社会的に見た価値が正であるとは限らないことである。例えば、独占的企業の独占利潤の部から高賃金というレントを受取っているような従業員は、明らかに上のような意味での Stakeholders であるが、その社会的価値は Aoki(前掲)、Shleifer and Summers(前掲)が主張するような、企業に特殊な人的資本を持った長期雇用契約下の従業員の持つ陰伏的資産とは異なったものである。

せるからである。

以上のような推測にたてば、債権者（特に銀行）が倒産申立てをする時点においては、株主と経営者・被雇用者等も含めたstakeholders全体にとっての企業のongoing concernとしての価値は正であると考えても良いであろう。

それでは、銀行にとって、倒産を強いることの機能は何であろうか？ もしも、銀行の持つ債権以外にも、手形や他金融機関の債務がどんどん蓄積される状況にある場合、それ以上の引伸しは、銀行の債権回収を危うくするであろう。もしも、追加融資がもたらす倒産回避と最終的な経営回復及びそれによる銀行の期待利益が、他方での追加的な貸込みによる債権逸失に見合わない場合、銀行は倒産の決断を下すことになる。

しかし乍ら、上のような推測では、企業全体が産み出す将来利潤の現在価値（E）に対する分配が不変のものであるとの仮定、或いは、少なくとも債権者・債務者全体の意思決定がunanimousになる程度には分配を変更することは出来ないとの仮定に立っている。

そうすると、仮に我々の推測がなりたち、銀行にとっても倒産回避がベターオフであり得るような分配ルールが可能であるようにみえるにもかかわらず、倒産が起こるとするならば、(1)分配ルールの変更がEに影響を及ぼすため、そもそもそのようなルールの変更が実行不可能であるか、(2)倒産のもたらす事後的非効率性にもかかわらず、倒産の実行が他の機能を果す、のいずれかでなければならない。

まず、分配ルールがEの値に影響を及ぼすケースを考えると、情報の非対称性が存在する場合、様々な可能性が考えられる。銀行側がより自己のシェアを高めようとするればEが小さくなるため、上のようなルール変更は実際には不可能な場合が考えられる。(2)では、倒産を強行するとの脅しそのものが、負債の円滑な返済をinduceするという事前の誘因づけの機能を考えることが出来る。

一般に、(1)(2)のそれぞれの理由により選択される倒産の申告のタイミングは一致せず、(1)における負債額の方が(2)の場合に比べて大きいと考えられる。何故ならば、(1)の理由による倒産においては、情報の非対称性がもたらす制約条件下では、銀行がcapital lossを負担しない限り、倒産は不可避であり、企業が既存契約を破棄し（それが可能だとして）、他の金融機関に融資を依頼したとしても、その金融機関の直面する期待利潤も負であるから、その意味で既に企業のongoing concernとしての価値はゼロである。他方、(2)の理由で、倒産が有為な脅しとして機能するためには、単にそれが実行されるのみならず、企業にとってcapital lossを強いるものでなければならぬ。

我々は、メインバンクの「倒産保険」の機能とは、基本的にdefaultが発生した場合、あるいはそれが現行条件下では不可避になった場合に銀行が既存契約を破棄して再契約に応ずること、及びそれに対する陰伏的なcommitであると考えたい。これはとりもなおさず、事前の意味において、破産申告が契約文字どおり実行されるというthreatがcredibleでなく、銀行は他の手段を使って、債務の円滑な返済を可能にするための誘因づけを行わねばならないことを意味する。メインバンクがとる「救済措置」は多くの場合資産援助だけにとどまらず、役員派遣などの人的措置を通じる様々な形での経営の干渉や、場合によっては経営陣の退出や人員削減や賃金カットをも含む場合が多い。これら「救済措置」は、株主にとっては必ずしもコストを伴わないものであるにしても、経営陣や被雇用者にとっては、実質的なpenaltyであり、倒産に変わる有効なthreatsとして機能すると考えられる。また経営干渉は、必ずしもthreatsとしてのみ機能しているわけではない。場合によっては、非効率な経営体制の変化によってgenuine improvementをもたらす場合もありうる^(注10)。いずれにせよ、重要なことは、倒産に

代わる有効なthreatとしての上のような措置は主に経営者に対するdisciplineであり、株主に対する行為ではない点である。従って、株主と経営者が同一である場合、このような経営への干渉や「銀行管理」は実質的には、倒産と大差ない場合も多い。ここにメインバンク制と株式市場の連関が重要な要素として浮かび上がってくるのである。

2・3 株式相互持合い

2・3・1 相互持合いの機能

日本の高度成長期における株式市場を企業金融の立場から考える場合、株式の企業間相互持合いと、新株式発行による資金調達が著しく未発達であったことの二点が最も重要な論点であろう。

我々は、何故株式発行による資金調達が企業金融において小さな役割しか果たさなかったかについては本稿では論ぜず、それが与えた影響を主に考えることにする（但し第3節参照）。株式や社債による資金調達が困難である場合、企業にとっては、留保利潤や償却金等の内部資金以外の資金調達の可能性は殆ど銀行貸出しに限定されているといえよう。情報の非対称性に伴う、銀行を通じた資金調達のコストが高いとすれば、このような企業は、配当を抑制し投資資金を出来る限り内部調達しようとする性向が働くに違いない。留保利潤の蓄積はその一方で、株主からみた経営監視を行なう際に重要な障壁となりうる。留保利潤の蓄積が充分に進んだ企業の経営者は、投資資金の確保の名目で蓄積されたFree Cash Flowの上で経営努力に対するインセンティブを失うおそれがある。設備投資はそのような場合、経営者がモラルハザードを抑制すべく行なうcommitmentとしての機能を持つと考えられる。つまり、自らの経営努力と代替可能なFree Cashの代わりに、設備投資という流動化が困難な資産にコミットするこ

とで株主の疑念を払拭する機能をもつことになる。しかし、このような誘因メカニズムが果してどの程度重要なものであったか実証的な命題として検討することは実際上不可能に近い。いずれにせよ事実として、高度成長期における日本の企業が、銀行貸出しへの依存と旺盛な設備投資によって特徴付けられることは間違いがない。

法人間の株式持合いは、既に指摘したように、銀行を核とする企業グループ間でのそれを一つの典型とする。中谷（1984）によれば、株式の相互持合いは、そのようなグループ諸企業間の相互信認と相互監視の手段として主に機能し、グループ内企業は銀行を核とする「ミニ資本市場」を形成していた、と解釈される。

しかしながら、株式の相互持合いとはいってもグループ内企業間の株式持合いは主に銀行、場合によっては商社とのbilateralな株式持合いを通じて、それ以外の企業が間接的に株式持合いを行なっているという方がより正確であり、銀行・商社以外のグループ内企業間の株式持合いはまれで量的にも小さい。むしろ、端的には上のような銀行（商社）とグループ内企業間の株式持合いは、銀行の対企業交渉力の基盤として、また一種のtwo-part-tariffとしての利潤極大化行動とみるべきでないだろうか？

株式持合いが必ずしも互恵的なものというよりは、銀行による企業の経営への干渉権の確保とみる見方を支持する理由の一つに、上記の中谷論文も含め、Caves and Uekusa（1976）等でも確認されている事実がある。それは、系列企業の金利負担が、非系列企業に比べて優位に高いことである。またしばしば指摘されているように「系列融資」と「協調融資」は不可分の関係である。メインバンクは他取引銀行の融資態度に関して、少なくとも一定程度の干渉力・影響力を持っており、系

（注10）このような効率性のゲインは（特に敵対的な）TOBのもたらす経済的効果としてしばしば主張される。例えばJensen（1986）参照

列下企業にとって、一方では株式や社債市場からの調達が著しく困難かつ費用が重み、他方ではメインバンク以外の金融機関との借入れに際してもメインバンクに干渉能力があったならば、その選択の道は著しく狭められているといわざるをえない。

株式の相互持合いを説明する仮説は、必ずしもこのような企業間のリスク・シェアリングを巡るものに限定されない。Aoki(1984)やTanigawa(1986)のように、個人所得税と法人所得税間の税率の差異によって説明しようとする考え方もある。特にAoki(前掲)では、銀行が企業の株式を所有する場合、銀行にとって望ましい企業の負債構成は、企業の株価最大化点を超えるものになり、銀行が株主として、またメインバンクとして企業の負債構成を決定する場合、銀行貸出しが株式価格最大化の場合に比べて過大になることを示している。

しかし、これは既に何度も繰り返し述べてきたことであるが、このような仮説はメインバンク制や株式相互持合いがグループ系列下の主要企業に限定されている事実をうまく説明出来なへ銀行が未上場の融資先の中小企業株式を持つことは極めて稀である。

株式持合いを、資産運用や税節約の目的からのみ説明することの困難は、このような事実の他に、株式持合いと銀行の役員派遣などの実質的な経営介入とが密接に関わりあっていることにもあらわれている。

2・3・2メインバンクと株式相互持合い

経営者にとって、株式の相互持合いの持つメリットは明確である。相互持合いによる「安定株主」の存在は、企業ののっとりを実質的に不可能にする。経営者にとって、最も有効なdisciplineは、銀行の貸出しを通じた締めつけである。このように考えると、メインバンク株式の相互持合いのシステムは、基本的なレベルで、株式と負債の証券としての実態を大きく変容させざるをえないことに気付く。

銀行は、企業の負債構成の大宗を占める貸出し額を持ち、かつ(グループ内他企業の保有株式も合わせれば)有意な脅威となりうる大株主であることによって、貸出しによって蓄積された債権を実質的な経営権を含むような証券に変質させている。

これは、いいかえれば、特に資金難に陥ったような企業において、倒産回避の策へ一定のcommitmentを行なうことで、Grossman-Hartによるresidual claimantの所有者として銀行が登場するといいかえてもよい。株主にとって、このような条件付きではあるが、証券の変質はどのような意味を持つであろうか?楽観的な見方をすれば、郡小株主にとっては、銀行の経営の介入権確保は、株主に代わって銀行が経営監視機能を代行しているということが出来る[Horiuchi et. al. (前掲)]。株式を資産としてみる限り、その収益率は決して諸外国と比べて劣ったものではないことは既に述べた。一方、悲観的な見方をすれば、銀行の経営への介入権が、非経営者株主の利益の犠牲の下に、経営方針に影響を与えることによって、そのような株主にcostを強いるものであったと見ることも出来よう。しかしこれらの要素より、より長期的かつマクロ的な観点から見て重要だと思われるのは、上のようなシステムがもたらす情報の偏在である。経営に関するcriticalな方針や情報は、主に経営者と企業内部の一部被雇用者および有力株主と取引銀行の間でのみ決定・伝達され、株式市場が持つ情報伝達の持つ機能は不当に圧縮させられていた可能性が強い。そこでは株式市場に強い逆選択のメカニズムが働くことが予想される。株式価格は市場の外側からもたらされる不確かな噂により、大きく影響を受け易くなる。このような場合、企業は特に制約がなくとも株式市場における資金調達をなるべく避けるようになるかもしれない^(注11)。

いずれにしても、株主にとって、銀行負債の一種の株式化は、株式市場そのものの情報

面での非効率性や、監視機能の代行など、株式市場の情報伝播における失敗を前提として初めて、一定の利益をもたらすものである。また、経営の怠慢や過度の成長政策が銀行の利潤動機と矛盾し、介入をよばない限りでは、それに対して有効な抑止策を失うことを意味する。

通時的にメインバンク制と株式持合いがもたらす株式水準への効果を考えた場合、上のような要素とは別の側面があらわれてくる。それは、株式価格が、上のようなシステムがない場合に比べて高くなり、当初からの株式所有者にとっては大きなキャピタルゲインが発生する可能性がある点である。株式の相互持合いが有効であるためには、持合い企業間でキャピタルゲインを得るための売買を行わないというコミットメントが必要だからである。事実、TOBのBidが公開される以前と以後における株価比較では、日本の場合、米国に比べて値上がり率は遥かに小さいことが知られている。実際、株価を高く維持すること以上に確実かつ有効なシステムの維持の方策は考え難い。

結局、株式持合いは銀行の圧倒的な交渉力

を背景にした、非経営者（有力法人）株主とメインバンクを軸とする協調関係の基礎として、またそれから生ずる剰余分配の手段として位置付けられ、この文脈において銀行の、特にメインバンクの持つ経営監視・介入権の機能も説明されるべきであると思われる。株式持合いとメインバンク制が借り手である経営者に対して、このような機能を果たす場合、結果的には、株式持合いにおける「安定株主」政策に対するコミットメントによって、株価はその協調関係に伴う剰余を反映し、高水準に維持され得たと考えられる。

我々はそこで、次のような仮説を提示したい。

- (1) 株式の持合いの基本的な機能は、銀行による企業経営への介入権の確保であり、これが倒産回避というcommitmentと補完的に使われている。
- (2) しかしながら、銀行の上のような行動を所与とする場合、経営者にとっても、そのような株式持合いとメインバンクに支えられた構造を維持することに積極的な理由が存在したかもしれない。

・銀行貸出しの模型分析

本節では、経営者、株主、及び銀行の三者からなるような金融市場を考える。前半では静学的な分析を行ない、三者の間の協調・対立関係が情報の非対称性によってどのような影響を受けるかを考える。後半は動学的分析であり、特にコミットメントを行なう長期契約下での三者の関係について分析を行なう。

3・0 準備

以下では、経営者、株主、銀行のいずれもが危険中立的であると仮定する。しかし、第2節で見ると、企業の資産状態により流動性のシャドウプライスが異なるために、危険中立的との仮定の下でなされる分析の大半が企業または経営者が危険回避的な場合にも

(注11) Greenwald, Stiglitz and Weiss(1984)のモデルでは新株発行が銀行貸出と代替的な調達手段として選ばれたことによって、企業の財務内容が思わしくなく、default costが高くなるのを恐れて、新株発行を選んだ、というシグナルが株式市場に伝わることになる。

その大筋において妥当することになる。以下では、特別の仮定を置くケース以外は、銀行のみが資金を持っており、経営者・株主ともに流動性制約下にあるとする。株主は既に会社設立時の当初の設備投資を行っており、余剰金がない状態と考えてもよい。

株主は、企業の生産物 y を観測することが出来るが、銀行は企業からの情報提供なしには、プロジェクトの成功・失敗以外には企業行動について何らの情報も有しない。ただし、生産物 y が

$$y = Re^\alpha, \quad 0 < \alpha < 1 \quad (1)$$

に等しいこと、また e は経営者の努力、 R はある定数、及び R は選択されたプロジェクトに依存する変数であることが解っている。 R のプロジェクトが成功する確率は $(1-R)$ であり、失敗した場合の生産物はゼロである。全てのプロジェクトは同一の費用 c を要するものとしよう^(注1)。

仮に、このようなプロジェクトが情報対称性の下で、あるいは、経営者自身の自己資本により行なわれたならば、この産出物の期待値 x は

$$x = (1-R)Re^\alpha$$

である。経営者は e なる努力に比例した不効用を負担するとすれば、純生産物の期待値は、

$$q = (1-R)Re^\alpha - e$$

であるから、 q の最大値は、簡単な計算によって

$$R^* = \frac{1}{2}, \quad e^* = \left(\frac{\alpha}{4}\right)^{\frac{1}{1-\alpha}}$$

のもとで

$$q^* = \frac{1}{4}(1-\alpha)\left(\frac{\alpha}{4}\right)^{\frac{1}{1-\alpha}}$$

である。 q^* は一般に、 e の減少関数であることが確かめられる。

3・1 静学的分析(1) 最適契約

経営者にとって R 及び e は私的情報である。 R の選択はプロジェクトの危険度を決定し、 e のレベルは成功した場合の産出量を決定するため、道徳的危険の問題がある。

まず、最初に経営者と株主の間の利害対立が一切ないような状況を考えてみる(例えば owner-manager により支配経営されている企業)。この場合銀行と企業の間でどのような契約が結ばれうるか考えてみよう。まず銀行が成功・失敗以外の情報を一切観察出来ない場合を考える。銀行は失敗した企業から、何も徴収することが出来ないので、成功時の支払い s を指定出来るのみである。銀行の期待利マ関 $\pi(s)$ は

$$\pi(s) = (1-R)s - c$$

である。 s を所与とすると、企業の選択は、 $(R, e) = \operatorname{argmax}\{(1-R)(Re^\alpha - s) - e\}$ を解くと、

$$\hat{e} = \operatorname{argmax}\{(1-R)Re^\alpha - e\}$$

$$= \{\alpha R(1-R)\}^{\frac{1}{1-\alpha}}$$

$$R = \operatorname{argmax}\{(1-R)(R\hat{e}^\alpha - s) - \hat{e}\},$$

$$R = R(s), \quad R' > 0, \quad R(0) = R^*,$$

であるから、このような契約では、 R の決定に伴う道徳的危険の歪みのみがあらわれている。このことは、よく知られているように失敗時のコストを企業側が負担しないからである。

上のような契約の下で (R, q) の契約曲線を描くと図 1 a 及び 1 b のようになる。

図 1 a の場合、明らかに銀行利潤の最大化を達成する点 \hat{s} における q は正である。これに対応する値を \hat{s} とすると、その場合の銀行貸出の期待利回りは

$$i(\hat{s}) = \frac{\hat{s} - c}{c}$$

(注1) この定式化はあくまで、明示的な解を得るための手段であり、以下の分析はプロジェクト R の成功する確率 $p(R)$ に関して $p' < 0$, $p'' \leq 0$ が成り立ち、生産物 y が、 e に関して単調増加な凹関数 $v(e)$ により $y = Rv(e)$ と表わされるようなケース一般に成り立つ。

により与えられる。

一般に、 $\hat{s} = 0$ 以外では、負債の価値と企業(株式)の価値の合計は q^* を下回る。貸手に追加的な情報を与えた場合、最適契約はどのようになるであろうか。無論 R, e 双方の変数が観測可能であれば、情報の非対称性は存在せず、貸手は(2)式であたえられるような効率的な選択を行なうよう、借手に直接的な命令を行なうことが出来る。そこで、株主と経営者間の問題を考えてみる。株主は自己資本を使うか、(無限責任を負う)個人の資格で銀行から(安全資産の利子率で)資金を調達するものとする。株主は(1)式で

$$y = Re^{\alpha}$$

の左辺のみを観測出来るとする。従って、一度、株主にとって望ましい値 \hat{y} が求められたならば、株主は、経営者への報酬を \hat{y} 以外で

はゼロにすることにより、 \hat{y} を成功時の産出量として特定出来ることになる。しかし、上式からも明らかなように \hat{y} を指定出来ても、 R と e の選択には自由度がある。経営者にとって e は不効用を伴うため、危険度の高い R と低い努力 e で \hat{y} を達成しようとするかもしれない。このような条件下での株主利益の最大化問題は、次のような解を持つことが解る^(注2)。

$$\left. \begin{aligned} \hat{R} &= \min \left[\frac{1+\alpha}{2}, \frac{1}{1+\alpha} \right] \\ \hat{y} &= \alpha^{\frac{2\alpha}{1-\alpha}} \hat{R}^{\frac{1+\alpha}{1-\alpha}} \\ \hat{e} &= \alpha^{\frac{2}{1-\alpha}} \hat{R}^{\frac{2}{1-\alpha}} \end{aligned} \right\} \quad (3)$$

(3)の \hat{R} の値は、前者が内点解に後者は経営者の期待効用が非負という制約条件に拘束された端点解に対応している。従って、後者の

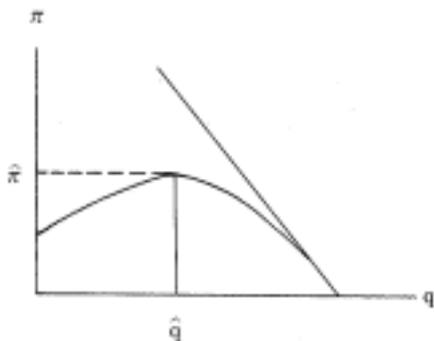


図1 a ($< -1 + \sqrt{2}$)

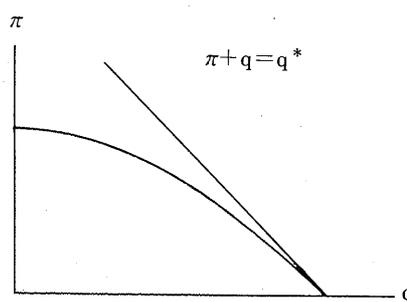


図1 b ($\geq -1 + \sqrt{2}$)

(注2) 最適解を求める手順は、(1)最適な y を経営者が選択するように、経営者への報酬スケジュール $y - \tilde{\pi}(y)$ を決める、(2) \hat{y} を達成するために、最適な (R, e) の組み合わせを選ぶように、報酬スケジュールを選択する、という2つのステップから成る。(1)は、 $y \neq \hat{y}$ に対して、 $\pi(y) = y$ とすることで達成される。(2)は、望ましい (R, e) の組み合わせを (R^*, e^*) とすると

$$\frac{\partial}{\partial R} \{ (1-R)(y - \tilde{\pi}) - e \} \Big|_{y=\hat{y}} = -(y - \pi) + \frac{e^*}{\alpha R^*} = 0$$

つまり、

$$\tilde{\pi} = y - \frac{e^*}{\alpha R^*} \quad (*)$$

と π を定めることで達成される。次に(*)で得られた $\tilde{\pi}$ を使えば

$$\pi = (1 - R^*) \tilde{\pi} = (1 - R^*) \left\{ R^* e^{*\alpha} - \frac{e^*}{\alpha R^*} \right\}$$

であるが、これを (R^*, e^*) に関して最大化すれば良い。Bester and Hellwing(1987) 参照

場合，経営者の期待効用はちょうどゼロであり，前者の場合は厳密に正である。一般に，株主（及び経営者に）にとっての期待利益は，上のような最適契約の下で，の減少関数であるから，もしもにばらつきがある場合，の小さい企業ほど望ましいことが解る。

さて，上の問題をより一般化して，

借り手の期待利潤を q ，貸し手の期待利潤を π とおいて， $q \geq \bar{q}$ のもとで π を最大化せよ

という最大化問題の解から (τ, q) のフロンティアを求めると，以下の行論から明らかなように $\alpha < -1 + \sqrt{2}$ の場合図2のような軌跡が求められる。

それでは(3)の解は実際にどのような契約で implement することが出来るであろうか？ 実は(3)の解は，次のような線型契約の下で，適当な parameter の値 (τ, d) を設定することにより達成される。

$$\pi = \tau(1-R)(y-d) + (1-R)d - c \quad (4)$$

(4)において(3)を達成するような解は，

$$\left. \begin{aligned} \hat{\tau} &= \max. \left[\frac{1 - 2\alpha - \alpha^2}{1 - \alpha}, 0 \right] \\ \hat{d} &= (2\hat{R} - 1) \left\{ \alpha(1 - \hat{\tau}) \hat{R} (1 - \hat{R}) \right\}^{\frac{\alpha}{1-\alpha}} \end{aligned} \right\} \quad (5)$$

であることが確かめられる。つまり，株主利益最大化問題の解で期待効用が厳密に正の場合 $(\alpha < -1 + \sqrt{2})$ は，貸手は負債 (d) と，持分権 (τ) を併用することが望ましいのである。(3)及び(5)から明らかなように， $\alpha > 0$ において $\hat{R} > \frac{1}{2}$ であるから， d は常に正である。従って，持分権がゼロ $(\tau = 0)$ の最適契約は可能 $(\alpha \geq -1 + \sqrt{2})$ であるが，負債がゼロ，つまり持分権のみの契約は決して最適ではないのである。

以上分益契約と債務契約の組み合わせが induce する経営者のプロジェクト (R) 及び努力水準 (e) の選択を見てきたが，借り手と貸し手の間での分配フロンティアは， $\alpha < -1 + \sqrt{2}$ の場合，結局図2のようになる。

図2の一番外側にある傾き45°の直線は，情報対称性のもとでの効率的な frontier である。無論 $(\alpha \geq -1 + \sqrt{2})$ の場合は，分益権は使われず，図1bと同じような契約曲線が得られる。

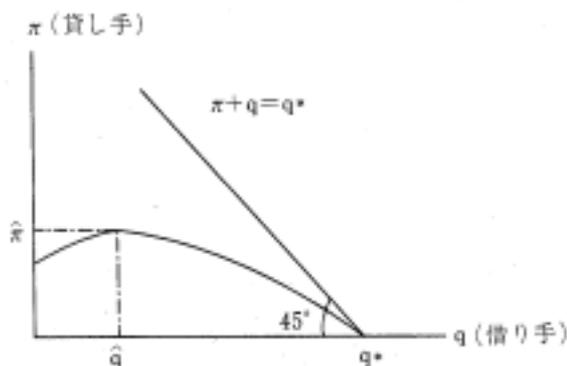


図2 $(\alpha < -1 + \sqrt{2})$

3・2 静学的分析(2) 市場均衡

前節の分析によって，一般に分益契約と債務契約の組み合わせにより，貸し手と借り手の間にどのような分配が可能かが解った。そこで，ここでは二つの資金市場，一株式市場と銀行貸出の市場—における取引のあり方がどのように，資金調達に影響を与えるか分析してみよう。先ず，二つの市場が共に競争的である場合を考えよう。株式市場は，利潤に対する持分権 τ に対する市場であり，銀行貸出の市場は，負債 d に対する市場であるとする。ここで，銀行貸出の均衡期待粗利益を γ_b とし，株式市場における均衡期待粗利益を γ_s とすると， E だけの額を株式市場で， B だけの額を銀行貸出市場で調達すると，

$$\tau(1-R)(y-d) = E\gamma_s$$

$$(1-R)d = B\gamma_b$$

が成り立つから，企業の資金調達の予算制約式 $(E+B=c)$ は

$$\begin{aligned} \gamma_s \tau(1-R)(y-d) + \gamma_b(1-R)d \\ = \gamma_s \gamma_b c \equiv c^* \end{aligned} \quad (6)$$

となる。経営者は(6)式のもとで

$$\left. \begin{aligned} q &= (1-\tau)(1-R)(y-d) - e \\ y &= Re^* \end{aligned} \right\} \quad (7)$$

を最大にするように{ , d}を選ぶことになる。但し、ひとたび{ , d}を決定すると、(R , e)はそれらを所与としてqを最大化するように決定される。このことから(R , e)は簡単な計算によって、

$$\left. \begin{aligned} e &= \{\alpha(1-\tau)(1-R)R\}^{\frac{1}{1-\alpha}} \\ (2R-1)^{1-\alpha}(1-R)^\alpha R^\alpha \\ &= \frac{d^{1-\alpha}}{\alpha^\alpha(1-\tau)^\alpha} & \text{if } d > 0 \\ R &= \frac{1}{2} & \text{if } d = 0 \end{aligned} \right\}$$

により得られることが解る。上の解を

$$\left. \begin{aligned} R &= \psi \left\{ \frac{d^{1-\alpha}}{\alpha^\alpha(1-\tau)^\alpha} \right\}, \psi(0) = \frac{1}{2}, \\ \psi' &> 0, \psi'(0) = 0 \\ e &= \{\alpha(1-\tau)(1-\psi)\psi\}^{\frac{1}{1-\alpha}} \end{aligned} \right\} \quad (8)$$

と書くと、経営者は(6)を使って

$$\gamma_s \tau (1-\tau)^{\frac{1}{1-\alpha}} \{\alpha(1-\psi)\psi\}^{\frac{1}{1-\alpha}} + \gamma_b (1-\psi)d = c^* \quad (6')$$

の下で

$$q = \alpha^{\frac{\alpha}{1-\alpha}} \{ (1-\alpha) \{ (1-\tau)(1-\psi) \}^{\frac{1}{1-\alpha}} - (1-\tau)(1-\psi)d \} \quad (7')$$

を最大化するよう(, d)を選択することになる。

ここで、各企業あたりの資金供給を両市場でそれぞれ

$$L_s(\gamma_s, \gamma_b), E_s(\gamma_s, \gamma_b)$$

とすると、市場均衡は

$$\left. \begin{aligned} L_s &= \frac{(1-\psi)d}{\gamma_b} = B \\ E_s &= \frac{(1-\psi)^2}{\gamma_s(2\psi-1)} = E \end{aligned} \right\} \quad (9)$$

により決定される。(, d)の最適解を代入すると、一般に

$$\left. \begin{aligned} E &= E(\gamma_s, \gamma_b) \\ B &= B(\gamma_s, \gamma_b) \end{aligned} \right\} \quad (10)$$

とかけるから、市場均衡は(9)(10)式を解いて得られる。

最も簡単なケースとして、資金供給が両市場に関して完全に無差別で、1企業あたり \bar{L} (), $1+i$ と書けるようなケースを考える。典型的な均衡は図3-a, bに示されている。

図3 aではLが全ての企業の資金需要を満たすためには不足しているため、割当てが発生している。しかしながら、もしもこれが前節で分析したケースのうち $\hat{q} = 0$ に対応する、留保利子率である(つまり、 $\geq -1 + \sqrt{2}$, $= 0$)ならば、資金割り当てを受けるか否かに関わらず、経営者の期待利益はゼロであり、不均衡現象ではない。不均衡が発生するのは、 $q = \hat{q} > 0$ で支払い額 \hat{c} が、最大になるような場合である。このとき、割当てを受けた企業の期待利益は \hat{q} で、受けない企業($q = 0$)よりもbetter offであり、不均衡現

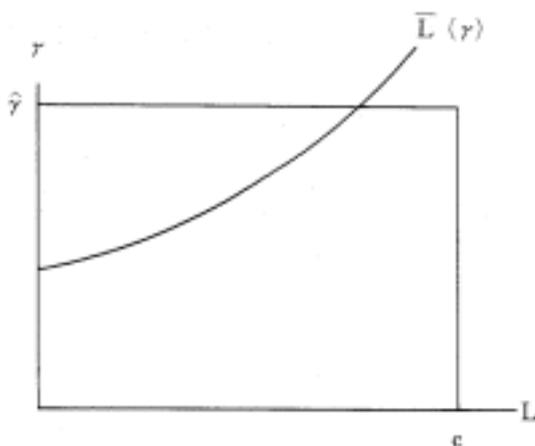


図3 a

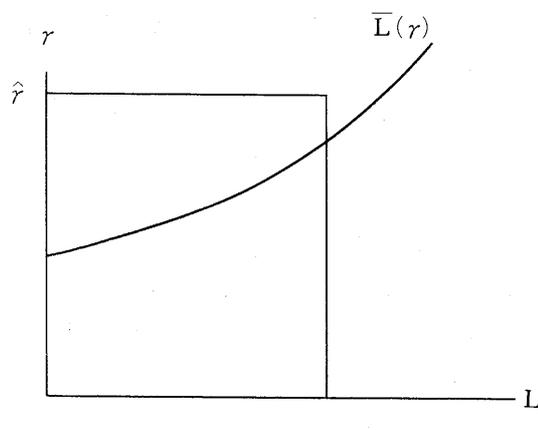


図3 b

象としての割当てが発生する。ただし、この場合、割当て現象は銀行貸出と株式市場の双方で発生していることに留意されたい。

このように、資金調達的手段が複数あり、それぞれの市場が競争的であっても、信用割当ての可能性は排除出来ない。(9)式の資金供給スケジュールで、二つの資産（株式および負債）が代替的であるならば、上のような分析は大きな変更なしに一般のケースに妥当する。(6)'式の右辺の最大値を与えるRは次の二式によって与えられる。

$$R = \text{Min} \left[R^+, \frac{1}{1+\alpha} \right],$$

$$\frac{\gamma_s(\gamma_s - \gamma_b)}{[(1-\alpha)\gamma_b + (2\alpha-1)\gamma_s]R^+ + (1-\alpha)(\gamma_s - \gamma_b)[(2\gamma_s - \gamma_b)R^+ + \gamma_b - \gamma_s]}$$

$$= \frac{2R^+ - (1+\alpha)}{R^+(1-R^+)}$$

また、これに対応する(e,)は、

$$\tau = \begin{cases} \frac{(1-\alpha)(1-R)\gamma_b - (1-\alpha)(2R-1)\gamma_s}{\gamma_b(1-R)} & \text{if } R=R \\ 0 & \text{if } R=\frac{1}{1+\alpha}, \end{cases}$$

$e = \{\alpha(1-R)(1-\tau)R\}^{\frac{1}{1-\alpha}}$ である。更に多少面倒な計算を経て $\mu = \dots$ / b の変化に対して、

$$\frac{\partial R^+}{\partial \mu} > 0, \quad \frac{\partial \tau}{\partial \mu} \leq 0$$

であることが解る。つまり、株式市場における表面利回りでのみた調達コストの相対的上昇は、 c^* の最大値をもたらす株式シェア()の減少をもたらすことが解る。また、 $\mu > 0$ 、つまり、銀行の貸出市場のコストが非常に高くなった場合 (1 -)であるが、これは分益権のみを使う場合の貸し手にとっての最適な持分シェアであることが容易に確認出来る。また、上式における c^* の最大値を \dots とす

ると(6)式の右辺に \dots を代入して得られる

$$\gamma_b \tau (1-\tau)^{\frac{\alpha}{1-\alpha}} \{ (1-\psi) \psi \}^{\frac{1}{1-\alpha}}$$

$$+ \gamma_b (1-\psi) d = \pi^+$$

を満たすような(\dots , \dots)上で均衡が達成される場合、割当て現象が発生する。

以上をまとめると、

- (1) 二市場が競争均衡にあったとしても、割当て現象は発生しうる。
- (2) (1)の場合、一方で割当てを受けない企業は他市場でも割当てを受けられない。

(2)の理由は、 \dots が、企業が支払いうる最大値であり、それを達成するためには(8)'に対応するような(\dots , d)の組み合わせが可能でなければならないことから説明出来る。つまり、銀行貸出し(d)がゼロの企業は c だけの資本を調達するような \dots を支払うことの出来る分益契約を書くことが不可能なのである。同様のことは株式市場で割当てを受けられない企業についてもいえる。従って、代替的調達手段が存在すること自体は必ずしも信用割当ての可能性を排除しないのである(注3)。

さて、このように二つの市場が競争的であっても、信用割当ての可能性が排除出来ないのは何故であろうか?それは簡単にいってしまえば、所与の(\dots , d)に対して、企業=経営者は事後的に(e , R)を選択することになっており、特定の(e , R)に事前にコミットすることが出来ないからである。もしも事前に特定の(e , R)にコミットすることが出来るならば

$$\left. \begin{aligned} R^* &= \frac{1}{2} \\ e^* &= \left(\frac{\alpha}{4} \right)^{\frac{1}{1-\alpha}} \end{aligned} \right\}$$

は、常に任意の c^* q^* に対し、最適解であ

(注3) 調達手段、或いはより一般的に、市場がobserveできる変数が増えること自体は、私的情報が完全にrevealされることを必ずしも意味しない。従って、調達手段の多様化が可能であっても、信用割当ては起こりうる。

り、 $\hat{\pi}$ 、 d に依存せず情報対称性の下での企業価値が達成される。特に $(q^* - c^*)$ は $[0, q^*]$ の任意の値をとることが可能であり、割当て現象は起こらない。

我々の仮定の下では、このようなコミットメントは株主による命令や経営者の報酬による条件付けでは実行不可能である。このような意味では、割当て現象とそれに伴う非効率性は、静学的なモデルで考える限り、情報の非対称性と経営者の機会主義的行動によるものであり、株主、或いは銀行のpassiveな行動に因するものではない。

3・3 銀行の株式持合い

前節の分析は、経営者が c^* なる資金を調達する場合を考えたものであった。ここで、既に株式払込が行なわれており、それが過去の投資で消費されたような企業が、更に、 c^* だけの追加投資が必要な場合を考えてみよう。仮に、非経営者株主が銀行貸出により資金を調達し、経営者に対して3・2に見たような最適報酬スケジュールを課すことが出来るとしても、一般に銀行からの借入れ増に伴う追加的な道德的危険や株式発行による利益のdilutionによるコストを負担しなければならない。例えば、銀行借入れに対する支払いを d とすると、銀行、非経営株主、及び経営者の期待利潤はそれぞれ

$$\begin{aligned} \pi_B &= (1-R)d \\ \pi_E &= (1-R)\pi \\ q &= (1-R)(y - \pi - d) \end{aligned}$$

であるが、3・2と同様の手法を使えば、所与の支払い額 d に対して R は α が小さい場合

$$d = \alpha^{\frac{2\alpha}{1-\alpha}} R^{\frac{2\alpha}{1-\alpha}} \{ 2R - (1+\alpha) \},$$

$$e = (\alpha R)^{\frac{2}{1-\alpha}}$$

を満たすことが解る。3・2の分析から明ら

かなように $d > 0$ である限り上のような契約の下では

$$\begin{aligned} \pi_B + \pi_E &< \hat{\pi} \\ q &< \hat{q} \end{aligned}$$

であることが解る。もちろん、非経営者株主が有限責任を排して、自ら銀行に対して責任を負い、株主が借り手となることが許されれば、トリヴィアルに、3・2で分析した最大化問題に帰する。いずれにしても重要なことは、銀行自体が持分権のような R の選択に対する道德的危険のコストを伴わない、資金回収の手段を持たない点である。それは銀行が株主とならない限りにおいて、 y が直接観察可能でないことに由来する。

より一般的には、銀行と非経営者株主の間の協調の可能性は銀行が貸出しのみで達成出来る利回りの最高額 r_d や、株主が分益権のみで達成出来る最高利回り r_e に比べて $\hat{\pi}$ が大きいことによる。両者が協調して、株式持合いを通じて、分益権と負債を併用し、そのreturnをプールした後分配することによって r_d 或いは r_e を上回るreturnを確保出来るからである^(注4)。〔図4参照〕

一方で、株主が追加的な資金を自ら調達出来ず、他方で銀行にとって分益契約が不可能である場合、このような銀行の株式持合いは、結果的に、資金調達と情報収集の間の分業関係を可能にする。しかし、重要なことは、上のような最適契約が可能であるためには、非経営株主による、機会主義的な行動がチェックされる必要がある。

例えば負債額 d を所与として、自己株式利益を最大化させるような y の解は一般に上の最適問題における解とは異なる。というのは、この場合非経営者株主も、経営者と同様、機会主義に陥り、より危険なプロジェクトを選択することになるからである。全く同様の理

(注4) 実際図4のDE上の一点を選ぶような選択は、貸し手の間の利潤の完全なプーリングを前提としている。そうでない場合、 (r_e, r_d) の間の可能な分配は破線に示したような軌跡となり、必ずしも π が達成されるとは限らない。例えば銀行の交渉力が強ければ、均衡はHのように、銀行負債の利回り最大化に近いような選択をもたらすかもしれない。

由によって株式とdの負債を持つ銀行も、可能であれば、みずからの利益の最大化を達成するためには、非経営者株主の犠牲の下に、経営者との間で新たな分益、負債契約のミックスを書き直すインセンティブがある。このような恐れは、特に銀行が、大株主として実質上経営に対して介入権を持つに至る場合、或は、取締役派遣などを通じて非経営者株主と同等或はそれ以上の情報を収集出来る場合、重要な留意点である。

結局、銀行が非経営株主と一致して経営者に対して、共同利益最大化を実行しうするためには、銀行と非経営株主が相互に相手の（暗黙的）契約に対する違反に関して有効な対抗手段（ペナルティー）を持つことが必要になる。

このような銀行と非経営者株主の協調行動を分析するため、次節では動学的なモデルによる分析を行なうことにする。

3・4 動学的分析(1) 信用割当と倒産

前節までの分析では有限責任と予算制約の区別は必ずしも明確ではなかった。プロジェクトが失敗に終わった場合、債務が履行されないのは、企業の残余資産がゼロという予算制約のためなのか、企業が払込み株式を超える

債務に関して責任を追わないからかの区別は分析にはさして影響を与えなかった。動学的分析では、この区別は重要な意味を持つ。通時的に企業が存在する場合、ある時点で債務の弁済が滞るからといって必ずしも自動的にその企業の（通時的）予算制約が満足されていないとは限らない。しかしながら、債権を持つ貸手が債務不履行をタテに企業の倒産を申告することは可能である（実際には、倒産あるいは会社更生法に基づく和議の申請は、その殆どが、自己（借り手企業の）申告に基づく）。

前節で考えたように、企業にとってその操業を存続することは、自らが望む（将来）時点で倒産という手段に訴えることで債務から免れうることを考えれば、常に望ましいと考えられる。従って、それ以前の時点における（強制的）破産は、企業にとっての将来利益の逸失であるから、通時的には、このような強制的倒産が申告され（得）ることが、企業の行動をより慎重にする誘因となると考えられる。

これは、貸し手の側から見れば、一定の負債額に対する、道徳的危険の費用が減少し、より高い金利負担を企業に求めることが出来ることを意味し、事前の意味で望ましい戦略

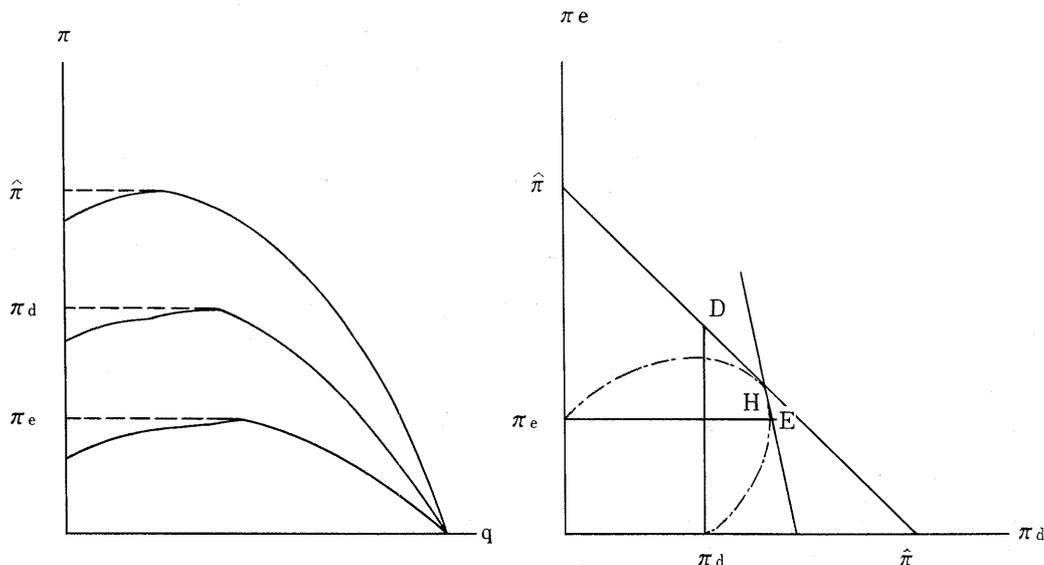


図4

である。他方、事後的には、倒産に伴う様々な諸費用を別としても、倒産に伴い貸し手は借り手を失うことになるし、また、借り手が他の貸し手の下で融資を受けることが出来れば、このような取引停止処分は、有効な威嚇効果を持たないかもしれない^(注5)。

ここでは、基本モデルを二期間に拡張して取引停止と倒産のもたらす効果を考えることにしよう。最初に、二つの資金市場が競争的で、企業 = 経営者が、株式及び銀行貸出によって、資金を調達する場合を考えてみる。この場合の予算制約は、 $t = 1, 2$ において

$$\left. \begin{aligned} \frac{\tau_1(1-R_1)(y_1-d_1)}{1+i_s} + \frac{(1-R_1)d_1}{1+i_B} &= c^* \\ \frac{\tau_2(1-R_2)(y_2-d_2)}{1+i_s} \\ + \frac{(1-R_2)d_2}{1+i_B} &= c^* \\ \frac{\tau_2(1-R_2)(y_2-d_2)}{(1+i_s)} + \frac{(1-R_2)d_2}{1+i_B} \\ &= c^* - \left(y_1 - \frac{\tau_1(y_2-d_2)}{1+i_s} - d_1 \right) \end{aligned} \right\} \quad (9)$$

と表わされる。(9)式の最初の式は、前節と同じ第1期における資金調達の予算制約である。二番目の式は、第1期のプロジェクトが失敗に終わり、第2期のプロジェクトのために、更に株式の売却(d_2)と銀行貸出し(d_2)の組み合わせで c^* を調達することを示す。最後の式は第1期のプロジェクトに成功した企業の第2期における予算制約式である。もしも、第1期プロジェクトが成功すれば、企業 = 経営者は利潤の中から株式を買戻し $\left[\frac{\tau_1(y_2-d_2)}{(1+i_s)} \right]$ 残余全額を次期の投資にあてるとすると、投資資金のうち外部市場に依存するのは、株式買い戻し額を利潤(y_1-d_1)から引いたものと、 c^* との差額に等しい。もしも、プロジェクトが失敗した場合、企業は新たに金額 c^* を、株式の更なる売却(d_2)と

借り入れ(d_2)によってまかなう必要がある。

第1期のプロジェクトが成功した場合、その全額が株式買戻しと次期の投資資金に割当てられるのは次の理由による。第一に、前節でも指摘したように、経営者=企業が、非経営者株式を買戻すことによって、道徳的危険の費用をなくすことが出来る。第二に、残余の利潤を投資に回すことによって、逆選択と道徳的危険との組み合わせによるAgency Costが発生する外部資金への依存度を下げて、全体としてより効率的な決定が可能になるからである。

つまり、企業にとっては、内部留保の資金コストが最も低いのである。(9)式は、単なる予算制約であるが、これからでも、他の面では全く同質的な企業も、過去のプロジェクトの成功、失敗によって、今期の資本費用が大きく影響をうけることが解る。但し、ここでは株式及び負債は一期限りの証券であり、プロジェクトが失敗に終わった場合は負債の徴収は不可能であると仮定している。もしも、第1期の負債をdefaultした企業は、第2期の生産物の中から第1期の債権者に債務を優先的に弁済せねばならない場合、第2期の予算制約式は、より厳しいものになり、第2期資金調達コストの第1期プロジェクトの成否に対する依存度はより高くなる。

従ってこの仮定は以下の分析の結論の主要に影響を与えない。

さて、(9)式の予算制約下での企業の通時的行動を考えてみよう。第2期において、第1期にプロジェクトが成功した企業は、外部資金に依存すべき額は

$$c_E = c^* - (y_1 - d_1 - \frac{\tau_1}{1+i_s}(y_2 - d_2))$$

である。 C_E を所与として、企業の最適資金調達問題は前節の分析と全く同じであり、 C_E の資金に対して支払いうる最高の期待弁済額は、同じく c^* である。従って、保証出来る最高の

(注5) 実際には、取引停止処分自体が、市場に(その処分なしでは伝わらなかった)情報を与えるため、このような威嚇が全く無意味であるとは考えにくい。

期待利回りは、

$$\hat{\gamma}_1 = \frac{\pi^+}{C_B} > \frac{\pi^+}{C^*} \equiv \hat{\gamma}$$

となる。つまり、第1期において成功した企業は、第2期の外部資金への依存を減少させることができるので、静学的モデルにおける最高の利回りを上回るレートを支払うことができる。それに対し、第1期のプロジェクトに失敗した企業が支払う最高利回りは、 $i_s = i_b$ の場合を示すと、簡単な計算によって、

$$\hat{\gamma}_1 < \hat{\gamma}$$

であることが解る。これは、前期の（消費された）払込み資本に対応する非経営株主に今期の利益を分配する為に発生する追加的な agency cost によるものである。

そこで、每期、二期間存続する企業が N_2 ずつ発生するような資金市場の定常均衡を考えてみる。以下では煩雑な計算を避けるため $i_s = i_b$ が成り立つ場合を考えるが、前節の分析同様、資本市場において株式と銀行貸出しが不完全な代替物であっても分析の主要に変更はない。

各期において、 N_1 は新規企業であり、 $N_1(1 - R_1)$ は前期のプロジェクトを成功させた既存企業、 $N_1 R_1$ は前期のプロジェクトが失敗に終わった既存企業である。

それぞれが達成可能な最高の期待利回りは、 $\hat{\gamma}_1 > \hat{\gamma}_2^f > \hat{\gamma}_2^s$ である。このうち $\hat{\gamma}_1$ はまだどのように決定されるか決まっていないが、とりあえず、

$$\hat{\gamma}_1 > \hat{\gamma}_2^f > \hat{\gamma}_2^s$$

と仮定してみよう。その下で、資金需要曲線は以下の図5のようになる。それでは可能な均衡としてどのようなものが考えられるであろうか。仮に $L_s^{(a)}$ のように供給スケジュールが、 $i_s = \hat{\gamma}_2^s$ を切るような場合、市場利子率を負担しうるのは、第1期に成功した企業だけであるが、このような状態では、新規企業が一切資金を得られない為、明らかに定常均衡ではありえない。 $L_s^{(b)}$ のように、 L_s が $i_s = \hat{\gamma}_1$ を

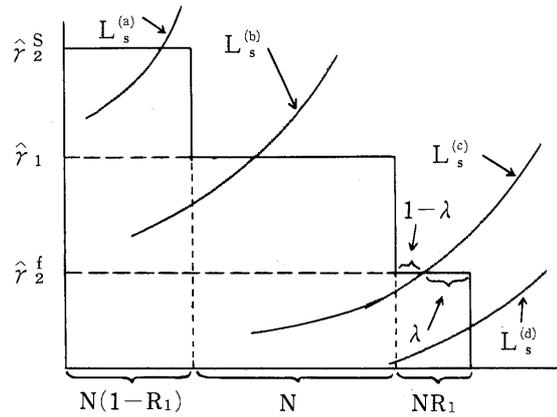


図5

切る場合は、新規企業の一部と第1期に成功した企業のみが資金を得ることが出来る。このような条件下では、どのように \hat{R}_1 が決まってくるかについて、次のように考えることが出来る。第1期において、新規企業では、今期資金を得ることが出来たとしても、第2期の資金を得る為には、今期のプロジェクトを成功させねばならないことが解るので、その目的関数は

$$q_1 = (1 - \pi_1) (1 - R_1) (R_1 e_1^\alpha - d_1 + \delta q_2)$$

となる。但し、 α は割引ファクター、 q_2^s は(9)の3番目の予算制約下での q_2 の最大値である。

しかし、仮定によって、第1期の企業は、支払い利回り $\hat{\gamma}_1$ を最大化するよう行動せざるをえない。この時 R_1 は以下の式を満足する解 (R_1, e_1) により与えられる。

$$\left. \begin{aligned} e_1 &= \{ \alpha (1 - R_1) R_1 \}^{\frac{1}{1-\alpha}}, \quad e_1 > e^* \\ (\alpha R_1)^{\frac{2\alpha}{1-\alpha}} \{ (1 + \alpha) - 2R_1 \} &= \delta q_2, \\ R_1 &< \frac{1 + \alpha}{2} = R^* \\ \hat{\gamma}_1 &= \frac{1}{C^*} \left\{ R_1 e_1^\alpha + \delta q_2^s - \frac{e_1}{\alpha R_1} \right\} (1 - R_1) > \hat{\gamma} \end{aligned} \right\}$$

やや面倒な計算を経て、このような竹の値は

$$\hat{\gamma}_1 < \gamma_2^s$$

であることが示される。

結局、 $L_s^{(b)}$ のように、新規企業に対する信用割当てが存在する場合、新規企業はより大き

な努力 ($e_1 > e^*$) とより完全なプロジェクト ($R_1 < R^*$) を選択することになる。これは、今期プロジェクトの成否に來期の資金調達に依存することが与える *inducement* の効果である。当然のことながら、このような均衡では、第1期のプロジェクトが失敗した企業は第2期の資金調達が出来ず倒産することになる。外部市場が競争的であっても、倒産の *discipline* は有効に働くのである。

$L_s^{(c)}$ のように、第1期のプロジェクトが失敗に終わった企業の一部が資金を調達出来ない場合、資金を受けられる企業の比率を α とすると、第1期首の目的関数 q_0 は

$$q_0 = (1 - \tau) (1 - R_1) (R_1 e_1^* - d_1 + \delta q_2^* - \delta \lambda q_2^f) + \delta \lambda q_2^f - e_1$$

となる。ただし、 q_2^f は第1期のプロジェクトが失敗に終わった企業の第2期における期待利益である。従って、(b) の場合と同様に

$$e_1^* = (\alpha (1 - R_1) R_1)^{\frac{1}{1-\alpha}} R_1^{\frac{2\alpha}{1-\alpha}} \left\{ (1 + \alpha) \alpha^{\frac{2\alpha}{1-\alpha}} - 2 (1 + \alpha) \alpha^{\frac{2\alpha}{1+\alpha}} R_1 \right\} = \delta q_2^* - \delta \lambda q_2^f$$

が成り立つ。ここで留意すべきは、倒産や信用割引のもたらす *incentive effect* が、その確率の連続的な関数であり、*rationing* が無いケース ($L_s^{(d)}$) にも、上に述べたような誘因メカニズムが働くこと、つまり、第1期のプロジェクトの成否が、第2期の資金調達コストに影響を与えるため、それによって第1期のプロジェクト選択がより慎重になり、より高い努力が支払われることが認められる^(注6)。

上のような信用割当、或は倒産の与える誘因効果は、第1、2期を通じる長期の契約によっても達成可能である。このような長期契

約における信用割当て或は倒産の役割は、上で分析した市場均衡の場合と同様である。

し、長期契約のもとでは次のような違いがある。まず第一に、倒産や信用割当ての持つ誘因づけの機能は、長期契約が文字通り、明示的契約として、実行可能であるならば、外部市場において資金調達が可能な場合でも、実行されることが望ましい可能性がある。例えば、外部市場での均衡では、均衡利回りが $\hat{\gamma}_2^f$ に等しく、 $\alpha = 1$ 、つまり、全ての企業が資金を調達出来るとしよう。

今、第1期首における貸し手の長期期待利潤を (π_0) 借り手のそれを q_0 とすると

$$q_0 = (1 - R_1) (y_1 - \pi_1 + \delta q_2^* - \delta q_2^f) + \delta \lambda q_2^f - e_1$$

$$\pi_0 = (1 - R_1) (\pi_1 + \delta \pi_2^* - \delta \lambda \pi_2^f) + \delta \lambda \pi_2^f - \gamma$$

である。さて、市場利回りがちょうど $\hat{\gamma}_2^f$ に等しいことから、市場で決定される通りの利子率を第1、2期を通して適用する場合、貸手は第1期のプロジェクトが失敗した企業に対して、資金を融資するか否かに対して無差別である。何故なら、資金融資を他企業に対して行なっても全く同じ利子率 $\hat{\gamma}$ を得ることが出来るからである。従って π_0 は

$$\pi_0 = (1 - R_1) (\pi_1 + \delta \pi_2^*) - \gamma$$

と書ける。さて、上の分析において、 α を小さくすることにより $\delta q_2^* - \delta q_2^f$ を大きくすることが出来る。従って、貸手にとっては、市場において割当てが発生しない場合でも、第2期には、第1期のプロジェクトに失敗した企業に対して取引停止を行なうことで、期待利益を高めることが出来る^(注7)。つまり、取引停止 = 倒産がもたらす誘因効果は、長期的な顧客関係下において、より重要であり、競争的市場以上に取引停止が起こると考えられるのである。これは、長期的取引関係が、倒産の

(注6) このような結論は、企業の存続期間が有限である場合には一般に成り立つ。しかし企業が無限に存続し得る場合、企業の前期の業績が市場均衡での資金調達の可能性に有意に影響を与えるか否かは微妙な問題である。

(注7) 最適な長期契約の下では、第1期のプロジェクトの成功した企業に対しては、無償の資金供与を行なうことが最適であることが簡単に示される。これと類似の分析について、Stiglitz and Weiss(1983)を参照のこと。

リスクを保険するという仮定とは全く逆の結果である。

長期契約の意義は、双方が短期的（事後的）には非効率なpenaltyにコミットすることによって、長期的利潤を極大化する点にある。貸出市場のように、とりうる行動が共有出来る情報によって制限されている場合、最も有効なpenaltyは取引停止なのである。

リスク・シェアリング仮説の主張では、このような長期契約のもたらすメリットと長期顧客関係自体がもたらすメリットが混同されているように思える。リスク・シェアリングを正面から厳密に取り扱うためには、このようなpenaltyのもたらすincentive effectsと、保険機能の間のコンフリクトを扱わねばならない。我々はリスク・シェアリングの機能を原則的に否定するものではないがincentive effectsの側面から見れば、外部市場以上に強いpenaltyを課すことが最適である点に注意が払われねばならないと思えるのである。

しかしながら、上の分析には重要な未解決の問題点がある。それは、非経営者株主と銀行が、いかにして貸し手として協力し、経営者に上のような契約を結ばせるよう行動出来るか、という問題である。

特に、外部市場に依存した資金調達が可能であるにも関わらず、取引停止が実行された場合、株主と銀行の利害対立は明らかである。無論、銀行は、多くの場合、特にメインバンクは、このような企業の（非経営者）大株主であり、その他の株主の利益の犠牲のもとに上のような契約を履行し、倒産させることも可能な場合もある。

それにしても、倒産必至の時点においては、株主と経営者の利益は倒産回避という一点においては一致するわけであり、銀行にとって、このような契約を実行しうるか否か疑問が残る。ここにこそ、我々は、前節で取り上げた経営介入・罷免権の役割を考える必要があると思える。

3・5 動学的分析(2) 経営介入権とメインバンク

2で述べたようにメインバンクは、単に多額の融資を行なうだけでなく、大株主であり、かつ多くの場合取締役の派遣等により取引企業の監視を行なっている。我々は、2でこのような経営監視・介入権は、非経営者株主の（少なくとも暗黙的な）権限委任により保証されていることを述べた。

このような顧客関係下では、企業が資金難・経営不振に陥った場合、銀行は経営の監視にとどまらず、経営への直接介入を行なうことが多い。いわゆる救済パッケージも、多くの場合、経営改善策の実行に条件付けられて発動されるものである。経営介入権自体が、例え追加的な情報をもたらさない場合でも、このようなoptionが与えられることにより、貸手である銀行は、取引停止がもたらすのとほぼ同様の効果を経営者に対して与えることが出来ると考えられる。その最も直観的かつ直接的な分析のために、経営介入権として経営罷免権を考えて見よう。

経営者罷免は、株主にとっては、倒産に比べて一般に遥かに小さいコストしか伴わないし、他方、経営者にとっての誘因付けの機能は経営者の持つ株式シェアが小さい場合は、倒産とほぼ同一・同等のものである。

例えば、内部昇進等により同等の能力を持った経営者を見つけることが容易であるとしよう。第1期のプロジェクトが失敗に終わった場合、銀行は経営者を罷免し、第2期には1期限りの経営者を雇うことによって、前節で得た \hat{y} だけの利潤を得ることが出来る。（但し、この利潤は第1期のプロジェクトに失敗して経営者を罷免しない場合に得られる利潤と全く同一であることに注意しよう。）第1期首において経営者の目的関数は、

$$q_0 = (1 - R_1)(y_1 - \pi_1 + \delta q_1^e) - e_1$$

であるから、経営者罷免のコストが無視出来るならば、上のプログラムは、倒産を含む最

適長期契約と全く同じ利潤を銀行側に保証しつつ、かつ第2期にも第1期のプロジェクトの成否にかかわらず企業は操業を続けることが可能になり、全体として、剰余を得ることが出来る。

メインバンクの機能をこのように考えると、次のような諸点において、他のメインバンクに対する仮説より秀れた解釈が可能である。第一に、われわれのモデルではリスク・シェアリングの機能を説明のために要しない。事実として、リスク・シェアリングが認められるか否かをとりあえず措くとしても、我々の分析は、企業や株主がリスク中立的か否かにかかわらず成立するものである。第二に、メインバンクを持つ大企業が資金難に陥った場合、特に最終的には倒産に至る場合には、必ずそれに先立ってメインバンクの経営介入が行なわれており、このような事実はメインバンクの主機能を倒産に対する保険機能と考える場合、説明ができない。また、メインバンクの機能を単なる経営監視・情報機能としてのみとらえる場合にも経営介入の事実を説明出来ない。第三に、上のような分析が前提とする企業の特徴は、メインバンク制や株式の相互持合いが論ぜられる企業=銀行間の関係と斉合的である。このような企業は典型的に、経営者の株式保有が非常に小さいシェアしか占めておらず、非経営株主も分散していて、銀行が経営監視・介入を代行するための客観的条件が満たされている。また、経営者の株式保有のシェアが小さいため、経営者にとって罷免と倒産のもたらす効果はほぼ同じであると考えられる。ところが、このようなメインバンク制が成立していないと考えられる独立的企業の多くは、創業者が大株主でありかつ経営者であるような場合や、企業規模が小さく未上場で、そもそも経営者と株主の区別がほとんどないような企業である。そのような場合、銀行にとって面倒な情報収集を行ったり、取締役を派遣したりして経営介入権を確保することは積極的な意義に乏しい。む

しろ、メカニカルにこげつき債権に対しては取引停止、担保確保等の手段で対応すべきである。つまり、取引停止に代わる経営介入権が有効であるのは、経営者と株主の区別が明確である場合に限られるのである。また、貸し手として、銀行と株主が協調関係を結ぶ場合においても、経営者と株主の区別が明確であることは重要な条件であろう。第四に、経営介入・罷免等を含む資金難に陥った企業に対する救済パッケージは、内部労働市場がよく発達し、既存経営陣を退陣させても経営陣と従業員との連続性を保持するのが比較的容易である場合にコストが小さいと思われる。カリスマ的な創業経営者や、外部の有能な経営者に依存して経営を続けてきた企業の場合には、経営介入や経営陣の入れ換えには、大きな抵抗やコストが予想される。

以上のようにメインバンク制を、一方での株主を代表する経営監視者、他方における経営介入権の保持者としてみるとらえ方には、他の考え方には見られない特徴があるが、それでは、このようなメインバンク制のもとでは、倒産はどのように考えられるであろうか？

以下の行論には未解決な点も多く、一つの可能な推測として考えてみよう。まず、Aoki (1988) や中谷 (1983) の議論に従い、メインバンク制を持つような企業は典型的な日本型の企業であり、長期の雇用関係を従業員と結んでいるとしよう。従業員は、企業に特殊的な技能を修得し、その資産の過半が企業に特殊的な人的資本であると考えられる。人的資本の価値は、機会費用としての賃金の他に、企業利潤に比例するような報酬を含み、このような報酬流列は、企業の(粗)期待利潤流列の中に隠されている。企業の倒産は、このような人的資本にキャピタルロスを生ずることになる。企業の倒産が回避されるためには、上のような暗黙的な従業員の企業利潤に対する請求権について、再交渉が行なわれる必要があることが解る。貸し手のシェアを、経営

者のシェアを q , 従業員のシェアを w とすれば, 倒産を回避するためには, 第 1 期のプロジェクトに失敗した企業は,

$$\pi_{\frac{1}{2}}^f - \gamma \geq 0$$

が満足されるように, 従業員シェア w や経営者のシェア q を犠牲にするような, 分配ルールの変更が必要になる。人員整理や賃金カットが, 銀行管理のもとで経営陣の刷新や救済措置の提供と共に行なわれるのは, このような分配ルールの調整や経営監視の強化に他ならない。しかし, ルール変更で, 倒産回避が可能か否かは, 外部市場の利子率に大きく依存している。例えば, 均衡が $L_s^{(b)}$ のように, 新規企業の一部まで資金を得られないような状態においては, 第 1 期のプロジェクトに失敗した企業は $\hat{\gamma}_1$ に等しいだけの利回りを貸し手に提供することは不可能であるかもしれない。

そのような事態に至ってまで, メインバン

クはなおかつ, 倒産 (取引停止) を回避するであろうか? 我々の分析はそのような倒産回避に対するコミットメントについて懐疑的である。倒産回避に対するこのようなコミットメントは, 逆に経営介入権の実質を危うくする可能性が強いと思われる。何故なら, 経営介入権を銀行に委任した株主の主たる動機は, 資金難に陥った場合, それなしでは倒産が不可避であるとの威嚇によるものであるからであり, 銀行が自己の利益を度外視してまで企業救済にコミットすることで, 逆に経営介入権自体が, 株主と経営者の結託によって反故にされる可能性がある。

人員整理・経営陣刷新・賃金カットといった銀行側の経営介入は, あくまで最終的には銀行側が倒産手段に訴える用意があることが相互に了解されてこそ可能であると思われるのである。

IV . 資本市場の開放と企業金融の変化 - 結びに変えて -

前節まで我々が分析の対象としてきたような銀行優位の資本市場のあり方は, 1970年代後半からの資本取引の自由化, 国内金融市場における規制緩和, 国債の大量発行を契機とする債券流通市場の整備によって急速な変化を遂げた。

環境変化の大筋は, 1989年現在, かなりな程度方向が定まってきたように見えるが, それに対応する企業金融のあり方の構造変化がどの程度永続的なものであり, どの程度まで進むかについては予断を許さない面も多い。

4・1 資金調達手段の多様化

「銀行離れ」と総称される, 資金調達手段の

多様化には, 二つの鍵となる要素がある。その一は主にユーロ市場を通じた, 負債の性格として銀行貸出しと代替性の強い資金調達手段の急速な普及である^(注1)。なかでも, ユーロ市場を通じたこのような資金調達においては恐らくそのかなりの部分が本邦資金により供給されており, 海外資金調達という側面以上にユーロ市場という組織の利用という側面が際立っているに注意すべきであろう。第二の鍵は, 社債発行が, やはりユーロ市場において際立って伸びたことである。国内社債市場もその後, 発行額が伸びているが, いずれの場合も, ワラント債や転換社債のような株式オプションを含む社債であり, straight

(注1) 例えば榊原(1981)を見よ。但し, 現時点においてもFRNやNIFなどの譲渡可能な証券発行による資金調達は, 主要邦銀や, 財務内容が極めて良い超最良企業に限られている。

bonds発行は極めて少額のものに留まっている^(注2)。

資金調達手段の多様化は、更にここ数年の好況に対応して内部資金による調達のシェアの増加もあり、全体として銀行貸出しのシェアを急速に減少させている。

しかし乍ら、このような方向に関しても次のような一般化に対する留意点が必要である。第一に、主要企業グループ内におけるメインバンクのあり方と企業間の株式持合いで見ると、このような変化は、明確な形では表われていない。従って上に述べたような資金調達の多様化は、このようなグループ性を強く持たない企業において著しいように思われる。第二に、金融機関の株式保有はむしろ増加傾向が加速化しており、もし変化があるとすれば、それは銀行とそれ以外の金融機関の比較において、後者のシェアが増加していることであろう。

資本市場の変化に対応して、銀行の企業金融に対する姿勢にも大きな変化が見られる。全体として、銀行貸出しのシェアが主要企業において減少している分、当然のことながら、中小企業への進出が目立ち、信用金庫や、地方銀行といった、従来から中小企業向け貸出しを地盤にする金融機関との競争が激化している。と同時に、既に上で述べたように、ユーロ市場における企業の資金調達においても、主要な資金提供者として機能していると思われる。このような債権は、伝統的な貸出しに比べて譲渡可能性を持ち、市場性の高い資産である。

上のような変化に対する、代表的解釈としては、相互に必ずしも矛盾しない二つの見方がある。第一はユーロ市場の開放により、銀

行のbargaining power及びそれによるmonopoly rentが消滅する過程にあり、これに従ってメインバンク制も、やがてその重要度を減ずると考えるものである^(注3)。このような見方は、メインバンク制をその機能において積極的にとらえるというより、むしろ、それが銀行にとってのrent seeking activityであったと見る考え方とすることが出来よう。

これと必ずしも矛盾しないが、力点の異なる解釈は、ユーロ市場を中心とした海外資金市場において日本企業の評価が確立し、情報面の障害が除去されるに従い銀行の比重低下は自然に進んだとされる^(注4)。この解釈にたてばメインバンクの機能は情報機能であり、超過利潤の源泉もそこにあったことになる。

資金調達手段の多様化がもたらす、より基礎的な変化は、銀行=企業間の長期顧客関係の消滅や減退というよりも、その機能的変質であると思われる。そう考えることの理由を以下で示す。第一に、銀行にとっての長期顧客関係のもたらす利益は、その多くが銀行が提供出来るサービスの多様性に基づくものであり、それは高度成長期における銀行優位を説明する理由としても重要なことであったと考えられる。また、顧客である企業にとっても、このようなサービスを提供出来る代替的な金融機関は事実上存在しない。言うまでもなく預金通貨の供給を通じた利益は、銀行に固有のものであり、これは企業資金調達の形態や実質が変化したからといって、変化があるとは考え難い^(注5)。第二に、上のような多様なサービスを長期に渡って供給することによって得る情報の蓄積に大きな変化がありうるということも困難であろう。

メインバンクと株式の相互持合いを要素と

(注2) 1985年を例にとると、普通社債2.4兆円、転換社債2.9兆円、ワラント債0.7兆円、計6.1兆円の発行があったが、普通社債のうち80%が、電力債であり、電力以外の産業における社債の90%以上が株式への転換のオプションを持つものであった。

(注3) このような見解は、当然のことながら、証券業界の銀行・証券の業間分離政策に関する発言に支配的にみうけられるものである。例えば資本市場研究会(1987)を見よ。

(注4) 代表的な見解として池尾(前掲)を見よ。

するシステムにおいては、メインバンクは実質的な経営罷免権と引き換えに、担保権の実質的放棄と倒産回避の救済措置の発動にコミットしていた。

このようなコミットメントは、一方で株主からの暗黙的な権限委譲を背景とするとともに、他方では経営側の長期顧客関係に対する強いコミットメントを要求するものであった。これは代替的な資金調達的手段が閉ざされ、また、企業内の留保利潤や含み資産が小さい場合は、資金難・経営不振の際に極めて有効な威嚇手段であり得た。しかしながら、企業利潤の蓄積が進んできた現在、資金難の可能性は遠のき、場合によっては経営の意思決定には有意な要因ではなくなっているかもしれない。このことは、言い換えればメインバンクがもっていた（少なくとも条件付きの）経営監視・介入権が実質的に反古になっている可能性が高いことを示唆する。このような権能が有効だと考えられるのは、慢性的な経営不振に陥っている業種の一部企業に限定されているかもしれない^(注6)。

そうだとすれば、伝統的に株主の権能・義務とされているこのような経営をチェックする主体はどこに認められるのであろうか？その一つの可能性は小林・加護野（1989）らが主張する、被雇用者の役割である。年功賃金や退職金制度を背景とする給与体系のもとでは、企業は、若年層の被雇用者に対しては、生産物以下の賃金を与え、生産性上昇を上回る急傾配の賃金プロファイルを形成することで、中高年及び退職時に、若年時のunderpaymentを補てんする。従って被雇用者は、このような「かくれた出資」が有効に投資・運用されているかについて監視する強い誘因が働

き、可能な限りで、その非効率性に対して介入しようとするに違いない^(注7)。また、より形態的な側面でも、従業員持株会のシェアは、多くの企業で急速に上昇しており、stockholder=stakeholderとしての被雇用者の経営監視機能・介入はこれまでメインバンクが行なってきた機能を代替する可能性がある。

しかしながら、このような機能が仮に被雇用者によって一定程度代替されるとしても、その性質は自ら異なったものにならざるをえない。これを詳細に検討することは、本稿の目的から逸脱することになるので、とりあえず、次の二点に注意を払うことに留める。第一に被雇用者による経営監視・介入の機能は、経営側の持つ被雇用者に対する指揮・命令・罷免権によって厳しい限界を与えられていると考えられる。その分析のためには企業内でのmicrostructureの綿密な検証が不可欠である。第二に、株式持合いとメインバンク制は両者が、系列グループ企業内での協調や共存を可能にし、利益のプールを可能にし相互を補強するものとして機能し得たが、このような機能が被雇用者グループによって可能とは考えられず、特に重要な利害の対立が生じた場合、対応が大きく変化する可能性がある。いずれにしても被雇用者の経営者としての交渉力がメインバンクと経営者でのそれに比べて比較にならないものであるとするならば、経営者の監視・介入・罷免の実質的権能はstakeholders全体にとって弱まらざるをえないと考えられる。

4・2 企業金融の変化と長期雇用関係

前節の最初に記したように、資本市場の開放、自由化の影響は資金調達において、転換

(注5) 銀行業の「エコノミー・オブ・スコープ」の実証研究としては粕谷（1986）がある。但し、Economy of Scopeは預金通貨銀行システムへの還流を考慮する場合、単一銀行ではなく、銀行システム全体で実現される性質のものである。

(注6) 例えば日経ビジネス編「銀行—暴風域へ—」は、銀行のとりうる道の一つとして、公開市場で資金調達が困難になった企業向け金融に特化するのも一つの可能性であるとしている。

(注7) 小林・加護野（前掲）参照。

社債やワラント債など株式購入権付きの社債による資金調達を急速に伸ばす結果をもたらした。資金調達手段の多様化と企業の内部資金の蓄積により、日本における主要企業の多くは、これまでにないfree cash flowを抱えているが、それに対する有効で的確な介入・監視を行ないうる機構や主体が欠落しているように思える現状で、株式の持合いが変化する兆しはあらわれていない。

強制力を持つような監視介入機構が欠如したり有効に働かない場合、TOBが最も有力な経営に対するdisciplineであり得ることは、多くの経済学者、経営学者が主張することである。確かに、TOBは、明示的な債権・債務として契約履行が保証されたstakeholdersに関わる利害調整においては、一定の効率性を約束するが、2節でも述べたように、明示的な債権・債務化の出来ない陰伏的な資産保有者に対し、強制的なcapital lossを課するものである。株式持合いや人的交流を通じて、極めて強い紐帯を経営と(法人)株主が持つ場合、TOBの脅威がこのようなdiscipline deviceとして機能するとは考え難い。

しかしこのような相互信認で支えられた企業グループの比重自体が1970年代来を境に、低下を続けていることを見逃してはならないであろう。いわゆる6大企業グループが日本経済全体に占めるシェアを1970, 1978, 1987年の3時点で比較すると、総資産で17.5% 16.1% 13.0%, 資本金で18.9% 16.0% 15.0%, 経常利益で13.6% 12.0% 11.7%, 売上では15.0% 14.3% 14.4%, 被雇用者数では5.9% 5.1% 4.1%と^(注8)全ゆる指標でみて、その傾向は明確である。

特定の企業グループに属さない企業も、それ自体株式持合いを通じた独自の企業集団を抱えることは多いが、これらは銀行を核にするような他業種企業のグループではなく、特定の産業分野に特化した、明らかに市場的・

技術的な連関を持つ企業集団である。資金調達手段の多様化において、最もその行動が特徴的な企業もこのような企業グループに属さない独立系優良企業である。このような企業の多くは、また強固な経営陣を組織した創業者=ownerにより支配=経営されていたり、概して株主と経営の間の紐帯が強いものが多く、将来はともかく、現時点で、株式持合いが進み、株主の経営監視機能が低下している企業と同列に論ずることは出来ない。

「銀行離れ」の現象とは、長期顧客関係の一方での変質と、他方では(高度成長期では、ほぼ必然的に銀行との顧客関係下に入らざるをえなかった)独立した企業の出現であると考えられる。既存の長期顧客関係自体が消滅してゆく過程ではないと思われる。

高度成長期における企業金融は、企業内部での雇用関係と同様に、長期の契約関係を基盤としたものであった。経営者は、一定水準の業績を確保する限りにおいて、実質的には、株主からも外部資金市場からも強い制約や介入を受けず、むしろ企業内部の利害調停と企業組織の拡大・充実に腐心したといわれる。企業金融において、市場性の高い負債中心の資金調達が支配的になっていった場合、企業は、暗黙的な信認に支えられた緩やかな監視体制から、明示的な契約(例えば社債発行時における財務制限条項)に基づくdisciplineに直面することになる。内部資金が潤沢な場合は、このような制限条項は、企業経営や雇用政策に大きな制約としては働かないであろうが、資金難や経営不振に陥った場合の対応は変化せざるをえないと思われる。資金市場からの制約は、長期雇用関係下で成立した、経営と従業員との利益分配と協調関係にとって重要な脅威となりうると考えられる。

4・3 結 論

本稿では、株式市場と負債市場は企業金融

(注8) 「企業系列総覧」(東洋経済新報社)各年より。

において、代替的な調達手段としてよりは、補完的な調達手段としての側面が強調された。高度成長期において、銀行は、本来補完的な機能を持つ分益権と負債へのふり分けが株式市場の未発達な段階で困難であった時に、自らが大株主となり、そのような機能を果たしたと考えられるのである。但し、我々は、銀行の支配的な役割をこのような機能でのみとらえることには疑問を呈した。銀行の経営者及び株主に対する交渉上の圧倒的優位の下では、このような機能から生ずる剰余の過半が銀行利潤として発生したのではないかと推測されるからである。また、銀行が本来株式市場（株主）の果たすべき機能を代行していたことにより、株式市場の持つ情報機能が抑制されたのではないかという危惧も持たざるを得ない。我々のインタビュー調査で得られた、ほぼ妥当と考えられる結論の一つは、（現在においてさえ）銀行が持つ主要取引先企業に対する情報蓄積が、株式市場・証券会社の持つ情報と比較にならないほどのものである、との認識であった。

メインバンク制を特徴とする銀行中心の企

業金融のシステムは、経営介入・罷免権という特殊なoptionの下で、市場メカニズムにおいて倒産が果たすのと同様の、経営に対するpenalty=disciplineとして機能した。これによって、倒産のもたらす大きな社会的費用を避け、また、agency costの削減に大きな役割を果たしたといえる。このような機能は、一方では銀行の圧倒的な交渉力を基盤とするものでありながら、他方では日本的企業の持つ、経営者の内部養成機能、より一般的には、日本的な長期雇用と企業に特殊な人的資本への投資を背景とするものであった。

1980年代に入り急速に進んだ資金調達手段の多様化は、確かに銀行の交渉力低下と相まって、我々が本稿で考えたような銀行の経営に対する監視・介入機能を低下させた側面が無視出来ない。しかし、企業内部の資金蓄積によって、agency costを伴う外部資金の必要度自体が相対的に低下したことの影響も否定できないものと考えられる。潤沢な内部資金と株式持合いにより保証された経営陣と株主の間の本人=代理人問題は、場合によっては、より重要な問題となりうると思われる。

参 考 文 献

- Ando, A. and A.J.Auerbach (1988) "The Cost of Capital in the United States and Japan : A Comparison." Journal of the Japanese and International Economies 2 PP. 134 - 158
- Aoki, M. (1984) "Shareholders' Non-unanimity on Investment Financing : Bank vs. Individual Investors" in Aoki (ed.) The Economic Analysis of the Japanese Firm North Holland
- Aoki, M. (1988) Information, Incentives and Bargaining in the Japanese Economy New York ; Cambridge University Press
- Bester, H. and M. Hellwig (1987) "Moral Hazard Equilibrium Credit Rationing : An Overview" in Bamberg, G. and K. Spreman (eds.) : Agency Theory, Information and Incentives New York : Springer - Verlag
- Caves, R. and M. Uekusa (1976) Industrial Organizations in Japan, Washington, D. C.: Brookings
- Clemenz, G. (1986) Credit Market with Asymmetric Information, New York : Springer - Verlag
- Fama, E. (1985) "What's Different about Banks?" Journal of Monetary Economics 15pp.29 - 40
- Fried, J. and P. Howitt (1980) "Credit Rationing and Implicit Constraint Theory" Journal of Money, Credit and Banking 12 pp. 471 -

- Gale , D. and M. Hellwig (1985) "Incentive Compatible Debt Contracts : The One Period Problem" Review of Economic Studies 52 pp. 647 - 663 pp. 647 - 663
- Gertler , M. (1988) "Financial Structure and Aggregate Economic Activity : An Overview" Journal of Money , Credit and Banking 20 pp. 558 - 559
- Greenwald , B. C. and J. E. Stiglitz (1988) "Financial Market Imperfections and Business Cycles" NBER Working Paper #2429
- Greenwald , B. C. , J. E. Stiglitz and A. Weiss (1984) "Informational Imperfections in the Capital Market and Macroeconomic Fluctuations" American Economic Review 74 pp. 194 - 199
- Horiuchi , A. , F. Packer and S. Fukuda (1988) "What Role Has the "Main Bank" Played in Japan?" Journal of the Japanese and International Economies 2 pp. 159 - 180
- Jensen , M. C. (1986) "Agency Costs of Free Cash Flow , Corporate Finance , and Take Overs" American Economics Review 76 pp. 323 - 329
- Nakatani , I (1984) "The Economic Role of Financial Corporate Grouping" in M. Aoki (ed.) op. cit.
- Osano , H. and Y. Tsutsui (1985) "Implicit Contract in the Japanese Bank Loan Market" Journal of Financial and Quantitative Analysis 20 pp. 211 - 227
- Pascale , R. and T. Rohlen (1983) "Mazda Turnabout" Journal of Japanese Studies 9 pp. 219 - 264
- Shleifer , A. and L. H. Summers (1988) "Breach of Trust in Hostile Takeovers" in Auerbach , A. J. (ed.) ; Corporate Takeovers : Causes and Consequences Chicago ; University of Chicago for NBER
- Stiglitz , J. E. and A. Weiss (1981) "Credit Rationing in Markets with Imperfect Information" American Economic Review 71 : pp. 393 - 410
- Stiglitz , J. E. and A. Weiss (1983) "Incentive Effects of Terminations : Applications to the Credit and Labor Markets" American Economic Review 73 (5) : pp. 912-927
- Stiglitz , J. E. and A. Weiss (1986) "Credit Rationing and Collateral" in J. Edwards et. al. , (eds.) : Recent Developments in Corporate Finance New York : Cambridge University Press
- Tanigawa , Y. (1986) "On Mutual Share Holdings by Corporations." Economic Studies Quarterly 37 pp. 319 - 335
- 浅子和美・内野裕子 (1987) 「日本の銀行貸出市場—不均衡分析の新しい視点」『金融研究』第6巻1号
- 池尾和人 (1985) 「日本の金融市場と組織金融のミクロ経済学」東洋経済新報社
- 伊藤隆敏・植田和男 (1982) 「貸出金利の価格機能について—資金貸出市場における均衡仮説の検証」『季刊理論経済学』33(1)
- 釜江広志 (1980) 「日本の貸出市場の不均衡の計測—改善されたデータを用いて」『経済学研究』31巻
- 粕谷宗久 (1986) 「Economies of Scopeの理論と銀行業への適用」『金融研究』5巻1号
- 小林孝雄・加護野忠男 (1989) 「見えざる出資：従業員持分と企業成長」伊丹他著『競争と革新—自動車産業の企業成長』第9章
- 小宮隆太郎 (1988) 「日本企業の構造的・行動的特徴(1)(2)」『経済学論集』54(2)(3)
- 榎原英資 (1987) 「国際金融の発展とその

- 影響」館・蠟山編『日本の金融 国際化の展望』東大出版会所収
- 鈴木淑男 (1974)「現代日本金融論」東洋経済新報社
- 武田真彦・カーミット＝シェーンホルツ (1985)「情報活動とメインバンク制」『金融研究』4巻4号
- 筒井義郎 (1982)「わが国貸出市場の不均衡分析」『季刊理論経済学』33(1)
- 筒井義郎 (1988)「金融市場と銀行業 - 産業組織の経済分析」東洋経済新報社
- 中谷巖 (1983)「企業集団の経済的意味と銀行の役割」『金融経済』202号
- 早川英男 (1988)「金融仲介の経済理論について」『金融研究』7巻1号
- 日向野幹也(1988)「金融機関の審査能力」東大出版会
- 三輪芳朗(1985)「メイン・バンクとその機能」香西・西川編『日本の経済システム』東大出版会所収
- (財)資本市場研究会(1987)『銀行・証券の分離政策』