

展望：日本における企業金融の構造

堀内 昭義*

要 約

この論文は日本の企業金融の構造変化を、不完全情報の理論的枠組みに即して展望している。1950年代から70年代にかけてのいわゆる「高度成長期」における、日本の企業金融が銀行を中心とする「間接金融優位」の構造に根本的に依拠してきたことは衆知のことからである。「間接金融優位」で特徴づけられる金融システムの効率性に関する議論が、不完全情報に関する経済分析を通じて概観されている。さらに1980年代以降の企業金融の「証券化」の過程が大まかに展望され、その過程で情報生産者としての銀行部門の機能がどのような変容を遂げつつあるかが論じられている。

．はじめに

日本銀行(1991)は1980年代の日本の企業金融の変化を展望しているが、そこでは、金融自由化の進展、株価の上昇の影響を受けて、大企業を中心に活発にエクイティ・ファイナンスを実行するとともに、企業はその調達資金の多くを手元流動性(金融資産)の積み増しに投入した点が指摘されている。(注1)

大企業を中心として、金融の資産、負債の両面において活発な活動を展開するようになったということは、非金融企業が金融仲介の分野へ実質的に参入したと解釈することもできる。金融自由化の進展は、このような点で重要な意味をもっていたのである。しかし、80年代以降の企業金融の構造変化にかんしては、主要企業は株式あるいは転換社債、ワラント債による資金調達額を高める一方、銀行借入金の削減を図っ

たため、主要企業の資本構成においては借入金が削減される一方、自己資本比率が顕著に上昇したことに注目すべきである。(注2)

この企業金融の構造変化は注意深い考察の対象となる価値をもっている。なぜならば、1970年代半ばまで、およそ20年間に亘った「高度成長期」の企業金融は、低い(あるいは低下しつつある)自己資本と高い借入金依存によって特徴づけられたものだったからである。このような企業金融の構造変化はなぜ生じたのであろうか。また、それは日本の金融経済にいかなる影響を及ぼすであろうか。

高度成長期の企業金融と急速な経済成長との関連を探る分析は、多くの人々の関心を集めてきた。それらの分析を一言で要約するのは乱暴過ぎるが、日本の急速な経済発展は、少なくと

* 東京大学経済学部教授

も部分的には、銀行部門を中核とする金融構造の効率的あるいは成長指向的な金融仲介機能によって説明できるという主張が有力であったと言えよう。^(注3) 経済発展と金融構造にかんするこの主題は、情報の経済分析という新しい視野が金融理論に持ち込まれることによって、さらに興味深いものとなった。情報の経済分析は、金融取引における情報の重要性、あるいは情報の不完全性とそれがもたらす金融取引の非効率性に着目し、金融仲介の構造や様々な取引慣行・形態を情報の不完全性にともなう社会的費用(これは、しばしばエージェンシー・コストと呼ばれる)を削減するための仕組みとして説明するのである。^(注4) 以下では、この種の接

近を「不完全情報パラダイム」と呼ぶが、本稿の目的は「不完全情報パラダイム」が、日本の急速な経済成長の過程において金融仲介メカニズムの演じた役割を理解し、さらに1980年代以降の金融構造の変化を説明する上でどの程度有用であるかを考察することである。以下の展望からも分かる通り、「不完全情報パラダイム」に依拠した金融分析は緒についたばかりである。したがって、研究の蓄積は豊富とは言えず、多くの側面に未解決の問題が存在する。本稿は、研究の結果合意が形成された点を紹介するというよりも、解答を迫られているいくつかの問題を提示するという目的を持っている。

．「不完全情報パラダイム」

まず以下で「不完全情報パラダイム」と呼ぶ金融分析の接近法について簡単に説明しておくことにしよう。このパラダイムは金融取引に伴う情報の不完全性と、その下で少なくとも潜在的に生じる可能性がある取引者相互間の利害対立に分析の焦点を合わせる。

資金供給者が提供する資金を資金調達者が管理して、収益を実現する場合を考えよう。資金供給者は調達者が決定する危険負担の一部を分担せざるを得ない。しかし一般的に、資金調達者が資金をどのような用途に投入するか、資金供給者に虚偽の報告を提出し、資源の一部を収

奪することがないかどうか等を、資金供給者が費用をかけることなしに正確に知ることは困難である。外部の資金供給者は、不完全情報の下で蒙るかもしれない損失を念頭に置いた上で、資金供給の条件を設定するであろう。そのためにあるときには、非常に厳しい条件が調達者に課せられ、彼らの円滑な投資決定を妨げる。また厳しい信用割当が生じ、資金の流れが途絶する場合もある。^(注5) このような状況の下で発生する非効率性、社会的損失はエージェンシー・コストとも呼ばれる。

不完全情報の下では、不完全な情報を利用し

(注1) 日本銀行(1991), 16ページ。もっとも1990年初頭以来の株価急落のために、エクイティ・ファイナンスは急減し、企業の手元流動性もかなり低下しつつある。伴拓郎(1991)を参照。

(注2) 大企業の自己資本対売上高比は、1980年3月の1.48から89年の2.86へ10年間で倍増している。日本銀行(1991), 4ページ。

(注3) たとえば鈴木淑夫(1973), および寺西重郎(1982)を参照。

(注4) 企業金融におけるエージェンシー問題の展望はBarnea et al. (1985)を、また日本の金融に対する応用としては池尾和人(1985)を参照。

(注5) たとえば, Stiglitz and Weiss(1981)およびMankiw(1986)を参照。

(注6) ただし, Jensen and Meckling(1976)は経営者と既存の株主との利害対立の可能性を論じている。以下ではこの点については立入らない。

て取引相手の利益を収奪しようとする行為が発生しやすい。そのような行為を防止するための監視機能，ルールの設定は，金融取引を円滑に進める上で非常に重要であり，情報の不完全性を緩和するための情報生産が重要な意味をもつ。

資金調達者である企業経営者にとっても自分たちが計画している投資プロジェクトなどの質を資金供給者に正確に理解されることが好ましいと考えるであろうし，また資金供給者を収奪しようとする意図がないことを理解してほしいと願うであろう。しかし，このことを正確に伝達することが容易でないという状況がまさに不完全情報の状況なのである。さらに他面では，企業経営者及び所有者にとってはその経営の実態についての情報を広く外部へ伝えることは，市場における競争の上で不利になる。したがっ

て，資金調達の場合にも自社の営業内容についての情報を可能なかぎり秘匿しようとするのは不自然ではない。広く部外者から資金調達する場合，企業の活動にかんする情報の開示が必要となるが，そのことは競争相手などから自社の情報を秘匿するという目的と矛盾することになる。

具体的にわれわれが観察する多様な金融取引形態の一側面は，以上のようなエージェンシー・コストを削減したり，あるいは企業の側の情報秘匿と情報開示との矛盾を解消する目的をもった仕組みと理解できるであろう。「不完全情報パラダイム」はそのような前提に立脚して，金融構造のあり様とその変容を理解しようとする接近方法なのである。

・ 企業金融の構造の変化：概観

この節では，高度成長期とそれ以降の企業金融の構造とその変化を大まかに考察する。高度成長期の日本の企業金融は，明らかに銀行・金融機関からの借入れに強く依存している。このような企業金融の構造は，決して日本に固有であるわけではないが，しかし日本企業の銀行・金融機関融資への依存度が国際的な比較で見ても，非常に高かったことは否定できない。

- 1 「産業資金供給」の構造

「産業資金供給」は企業部門への資金供給の経路を示す統計である。この統計と経済企画庁調べによる内部資金（減価償却と内部留保の和）を組み合わせることによって，企業部門全体の資金調達構造を見ることができる。表1は1950年から84年までの35年間で5年ごとに区分して企業部門の資金調達の構成を示している。

表1は終戦直後の数年間をカバーしていないが，この期間には，企業の内部留保が極端に低く減価償却と合わせた内部資金の比率は資金

調達総額の5分の1程度にすぎなかった。それに代わって，金融機関からの借入依存が高く，また政府金融機関からの借入（とくに復興金融庫の融資額）も相対的に大きかった。しかし1950年以降，企業の内部資金は次第にその重要性を高める傾向を見せている。これは経済復興が順調に進むのに伴って，企業部門が減価償却を確保し，内部留保に厚みを加えることができたためである。

- 2 主要企業の資金調達構造

表2は日本銀行が調査した主要企業（製造業）の資金調達構造であるが，そこでは1970年代後半以降の企業金融の構造変化がもっとドラスティックに示されている。借入金の比重は70年代後半には大きく低下し，80年代半ば以降マイナス（借入金残高の純減）が記録されている。これに対して，内部資金および株式，社債による資金調達の比重が顕著に上昇している。

図1は同じ主要企業（製造業）の設備投資

表1 産業資金供給の構成

(億円, %)

期間(暦年)	1950-54	1955-59	1960-64	1965-69	1970-74
資金調達総額(億円)	13,538	27,261	74,046	138,393	308,153
株式	7.9	7.5	9.7	3.1	3.4
事業債	2.6	2.5	2.7	1.7	1.8
貸出合計	49.6	45.9	47.4	46.3	52.3
民間金融	43.6	41.0	43.5	41.5	47.8
全国銀行	31.3	27.4	25.3	21.9	25.1
政府金融	3.0	3.7	3.1	4.1	4.1
融資特別会計	2.7	1.3	0.8	0.7	0.5
内部資金	39.9	44.0	40.2	48.9	42.5
減価償却	23.1	29.6	26.6	32.0	32.7
内部留保	16.8	14.5	13.6	16.9	9.9

表1 (続き)

期間(暦年)	1975-79	1980-84
資金調達総額	355,211	533,514
株式	3.3	3.3
事業債	2.5	1.3
貸出合計	41.9	36.6
民間金融	35.6	32.5
全国銀行	19.2	20.9
政府金融	5.3	2.9
融資特別会計	1.0	1.2
内部資金	52.3	58.8
減価償却	46.5	46.4
内部留保	5.8	12.4

(注) 内部資金の統計とその他の統計とは基準に相違があるので、厳密には整合的ではない。1985年以降、この統計は発表されなくなった。

(出所) 日本銀行『経済統計年報』

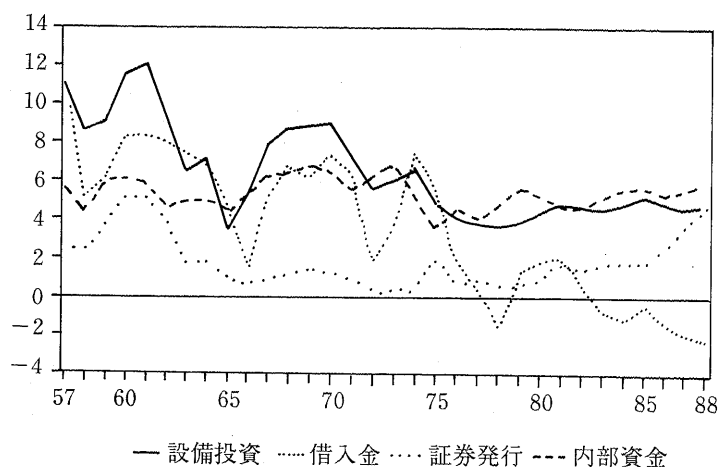
表2 主要企業の資金調達構造

(製造業, %)

	1957~ 59年	60~ 64年	65~ 69年	70~ 74年	75~ 79年	80~ 84年	85~ 88年
株式	13.5	12.2	2.6	2.0	8.3	12.0	21.4
社債	3.6	3.5	3.7	2.5	4.0	6.9	22.9
借入金	40.3	35.9	30.1	32.8	9.6	5.5	-18.0
短期借入	21.8	21.3	15.7	17.9	12.3	7.3	-8.8
長期借入	18.5	14.6	14.5	14.9	-2.7	-1.8	-9.2
買入債務	4.5	12.7	13.2	12.2	11.5	7.8	-14.0
内部資金	29.8	28.2	33.3	32.2	55.4	57.3	86.0
減価償却	23.6	19.0	27.0	23.9	44.9	42.8	65.1
内部留保	6.3	9.2	6.3	8.3	10.5	14.5	20.9

(出所) 日本銀行『主要企業経営分析』

図1 設備投資と借入および証券発行
製造業(主要企業，対資産合計)



(有形固定資産の増加額)の推移を，借入金，内部資金，証券発行による資金調達の推移と比較したものである。この図から，次のような事実を読み取ることができる。

- (1) 1970年代半ばまで，設備投資と借入金増加額とが非常に密接に相関していた。
- (2) 1970年代後半以降，借入金増加額の比重が急速に低下し，80年代半ば以降は，それを相殺するように証券発行による資金調達の重要性が高まっている。
- (3) 内部資金，とりわけ減価償却の比重は，一貫して安定的であるが，1970年代末以降，設備投資と内部資金の相関関係がより密接になった。

減価償却が安定的なのは，それが過去の設備投資によってほぼ機械的に決定されるためである。内部留保は，大まかに言えば各期の営業収益から配当を差し引いた額であるが，配当は非常に固定的である。^(注7)したがって，内部資金は営業収益の変動を忠実に反映して変化する。

「不完全情報パラダイム」によれば，内部資金はエージェンシー・コストを伴わない資金で

あり，企業の設備投資資金のファイナンスにおいて優先的に選択される資金源泉である。高度成長期には，企業の設備投資は借入金と密接な相関を示す傾向があったが，これは第1に投資の限界効率が高かったために，外部資金を積極的に調達する誘因が企業にあったこと，そして第2に，次の第3節で詳しく説明するように，外部資金としては銀行などからの借入れがエージェンシー・コストの最も低い資金源泉であったと想定すれば説明できる。

1970年代末から80年代にかけて，内部資金と設備投資の相関が高まった理由は，相対的に投資の限界効率が低下し，外部資金の必要性が低下したことによるものと考えられる。しかし企業金融の構造変化に関して言えば，1980年代に顕著となった借入金の重要性の急激な低下と証券発行の重要性の上昇に注目しなければならない。この構造変化は，少なくとも表面的には，外部資金に伴うエージェンシー・コストの構造が大きく変化して，証券発行による資金調達の資本コストが借入金の資本コストに比べて相対的に低下したことによってもたらされたかに見

(注7) 企業経営者は株式の額面の1割とか2割の固定的な配当を継続する傾向が強い。固定的な配当そのものが順調な企業経営を反映するものと受け取られているようである。また市場への情報伝達が容易でなく，かつ企業が固有の情報の一部を秘匿したいと願っている状況においては，企業が配当額などを通じて外部へ流す情報を変更することは非常に稀だとされる。Bisignano(1990)，30ページを参照。

える。この構造変化についての実証分析は殆ど進んでいないが、本稿の第 3 節で若干の考察を加える。

- 3 銀行貸出の役割 - 簡単な国際比較

1970年代半ばまで、つまり高度成長期の日本の企業金融が銀行などからの借入金に強く依存していたこと、そして70年代後半以降、主要企業を中心として借入金依存を削減する傾向があらわれたことをすでに述べたが、この構造変化がいかに著しいかは、国際比較によって一層明らかになる。ここでは、C. Mayer(1990)の整理した国際比較統計に依拠して、この点をみておこう。

Mayerは念入りに統計を整理して、主要国間の企業金融の構造を比較している。その一部が表3に転載されている。比較の対象となっているのは1970 - 85年の期間であるが、この期間については日本の企業の借入金依存度はまだかなり高く、内部資金を上回っている。しかしMayerが主張しているように、企業が借入金に強く依存しているのは、日本に限られたことではない。表3によれば、フランス、イタリアの企業も、日本とほぼ同じ程度に借入金に依存しているのである。Mayerはこの表から次のような「定型化された事実」を導き出している。

(1) どこの国でも、ほとんど例外なく企業金融

において内部資金(retentions)の重要性が高い(とりわけアメリカとイギリスがそうである)。

(2) 証券市場は企業金融において、重要な役割を演じていない。

(3) 企業の外部資金調達の中では、銀行からの資金調達が圧倒的に重要である。

表3によれば、日本企業の内部資金調達比率はアメリカ、イギリスなどに比較して顕著に低かった。「不完全情報パラダイム」によれば、内部資金はエージェンシー・コストを伴わないから、これに強く依存する企業は外部資金調達に伴う深刻なエージェンシー問題に晒されているのだと解釈できる。^(注8) そうだとすれば、表3は日本企業がアメリカ、イギリスの企業に比較してエージェンシー問題に強く制約されなかったことを示唆しているのであろうか。

また表2と表3を比較すると、80年代の日本の有力企業が70年から80年代半ばのイギリスやアメリカをはるかにしのぐ勢いで借入金を削減し、証券発行による資金調達に傾斜したことが一目瞭然である。この対比も、80年代の有力企業の金融構造が(少なくとも表面的には)いかにドラスティックに変化したかを示している。次の第3節では、高度成長期の借入金の役割を分析することによって、以上のような日本企業の金融構造の特徴と、その変化とを考察する。

表3 非金融企業の資金調達構造の国際比較 (1970 - 85年, 期間平均%)

	フランス	ドイツ	イタリア	日本	イギリス	アメリカ
内部資金	44.1	55.2	38.5	33.7	72.0	66.9
短期証券	0.1	0.0	0.1	N.A.	2.3	1.4
借入金	41.5	21.1	38.6	40.7	21.4	23.1
企業間信用	4.7	2.2	0.0	18.3	2.8	8.4
社債	2.3	0.7	2.4	3.1	0.8	9.7
株式	10.6	2.1	10.8	3.5	4.9	0.8
その他共合計	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0

(出所) C. Mayer (1990), 312ページ。

(注8) たとえばGertler and Hubbard(1988)を参照、。

・銀行借入と長期取引関係の機能

この節では、「不完全情報パラダイム」に依拠して、日本の金融メカニズムにおいて銀行貸出が演じてきた機能・役割を考察する。長期取引関係に立脚する銀行部門の機能に関する関心は、日本のみならずアメリカ、ヨーロッパにおいても急速に高まりつつある。^(注9)とりわけ日本では、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という問題を巡って、古くから多くの研究者の関心を引きつけてきた。^(注10)この第 節は、第 節以下に紹介する銀行貸出の機能についてのいくつかの実証分析の理論的背景を手短に説明する。

- 1 零細な貯蓄の動員

第二次大戦後の日本の金融システムにおいて銀行部門が重要な位置を占めた最も重要な理由のひとつは、主な貯蓄供給者が零細な資産を抱えた家計部門であったことであろう。家計部門にとって、保有している資産を分散することによってリスクを低減させる余裕がなかった。その結果、流動性が高く安全な預貯金が資産保有形態として選好されることになった。^(注11)これ

は、お馴染みの議論であり、ここで深く立ち入る必要はないであろう。

また、多数の零細な資金供給者を証券保有者としてオープンな証券市場へ引き出すためには、証券市場を中心とする金融仲介が十分にエージェンシー・コストを削減できる条件を金融システム内に整えなければならない。つまり、資金調達企業の経営内容にかんする詳細な情報開示、信頼のある情報機関(格付け機関など)によるサービスの提供は言うまでもなく、多数の資金供給者の利益を代表して企業経営を監視する機能、さらには企業が経営困難に陥った場合に零細な証券保有者をも含む多数の関係者の間で利害を調整する機能などが必要となるのである。このような規制や機能を整える社会的な費用は非常に高かったに違いない。この点で、銀行を中心とする金融仲介機関が介在する「間接金融」は、エージェンシー・コストの削減に関して相対的に効率的であったと考えられる。

- 2 委託された情報生産者

Diamond(1984)に代表される金融理論の専

(注9) Hellwig(1990), Bisignano(1990), Hubbard(1990)などを参照。以下の第4節から第8節まで主として日本のメインバンクを考察の対象とするが、情報生産者としてのメインバンクの理論的分析は藪下史郎(1991), Sheard(1992)によって展望されている。

(注10) たとえば鈴木淑夫(1973)および、寺西重郎(1982)、第8－10章およびそこで引用されている文献を参照。

(注11) 日本の家計がいかに流動的な資産の保有を望んでいたかは、加入者引受電電債に対する人々の行動に端的に現れている。加入者引受電電債は流通市場(店頭市場)で活発に取り引きされ、流通利回りが市場の実勢を反映する唯一の債券であった。その理由は、電話を架設する個人が、相対的に低い利回りで引き受けざるを得ない電電債を、キャピタル・ロスが発生するにもかかわらず、積極的に証券会社を通じて売却したためである。個人が、加入者電電債を満期まで保有し続けたとすれば、その利回りは低かったとはいえ、それよりもさらに低利であった定期預金よりも、高い金銭的收益を獲得できたはずである。個人が積極的に電電債を売却した理由は、債券の市場価格の変動を免れているという意味で流動性が高く、分割可能性の大きい定期預金を強く選考したためと考えられる。

門家の多くは、金融仲介機関の存在理由を「情報の非対称性」に対処する情報生産(つまり資金調達者の質を見きわめて識別すること、また資金調達者の行動を監視することなど)に、規模の経済性が働く点に求めている。また金融仲介機関は、大数の法則を利用して、安全性の高い「間接証券」を提供できると考えられる。

とりわけ、銀行と借手企業との長期的な取引関係は、金融仲介に必要な情報の生産や管理のために有効な手段である。なぜならば、特定の借り手企業の質を評価する上で、その借り手との長期的な取引を通じて蓄積される情報が役に立つであろう。一回限りの取引では借手が資金供給者の情報不足につけこんで、不当なリスクを貸手の側に転嫁する可能性もある。銀行貸出を通じる銀行(貸手)と企業(借手)との継続的な取引関係は、貸手の側に借手の行動を監視する余裕を与え、モラル・ハザードを防止する効果を生み出す。企業もこのような取引関係を積極的に受け入れるであろう。なぜなら、この取引関係を通じて自らの機会主義的行動の余地を封じることによって、相対的に有利な条件を貸手銀行から獲得できるからである。

また銀行が特定の企業に関する情報を収集し、その企業の行動を監視するために費やす資源は、当該企業との取引においてのみ役立つという意味で個有な投資(specific investment)である。蓄積された情報を他の投資家に譲渡することが容易でないとすれば、その資源はサンク・コストを意味しており、銀行は当該企業との取引の継続を前提できなければ、そのような「固有な投資」を実行する誘因に乏しい。したがって銀行と企業との長期取引関係は、情報生産という「個有な投資」の実行を銀行に促すための誘因装置と解釈できよう。

- 3 企業情報の秘匿

Campbell(1979)あるいはBhattacharya and Ritter(1983)が強調しているように、企業が少数の資金供給者に限定して金融取引を継続することは、当該企業の固有の情報、とりわけ競争

戦略の上で枢要と考えられる情報の外部への拡散を予防することにも有効と考えられる。つまり、企業は自社の情報の開示を回避し、市場における自社の地位の安定化を図るためにも、特定の銀行・金融機関からの資金調達にメリットを認めるのである。このように、銀行と企業との長期取引関係を中核とする金融仲介システムは、企業経営に関する情報が広く開示されることを前提としたオープンな証券市場を中心とする金融仲介メカニズムと相入れない側面をもっている。

永らく企業が銀行・金融機関からの借り入れに依存してきたシステムにおいては、特定の企業と特定の銀行との取引関係によって蓄積された情報が重要な役割を演じ、企業の開示情報を利用したり、金融取引に直接係わらない主体が企業情報を生産することによって、オープンな証券市場を経由する金融仲介メカニズムの発達を遅らせるかも知れない。企業自体が資金調達者として「名声」を確立すれば、不完全情報に起因するエージェンシー問題は深刻でなくなり、幅広いオープンな証券市場の役割が高まるはずであるが、銀行貸出から証券市場への移行に対しては、既存の銀行・企業の取引関係がブレーキ役を演じる可能性がある。

- 4 破産費用の削減

銀行、とりわけ借手企業にとっての主取引銀行(メインバンク)は借手企業の経営状態にかんして詳細な情報を蓄積することによって、仮に企業が経営上の困難に直面する場合、それが一時的な流動性危機(liquidity crisis)であるか、それとも生産能力自体が破壊されてしまった倒産の危機(solvency crisis)かを客観的に見極めることができる。銀行のこの能力は、潜在的には十分に高い生産性をもっている企業が一時的な流動性危機によって消滅してしまうという無駄な倒産を防止する上で力を発揮する。また、倒産のやむなきに至った企業を再編成する際にも、蓄積された情報に立脚して銀行が重要な調停役を演じ、当該企業が蓄積してきた実質

的な生産能力(のれん、ノウハウなど)の散逸を最小限にとどめることができる。これらの銀行の能力のために、企業が多額の資金を借入れ

ても破産の費用が急激には上昇しないという状況が生み出されると考えられる。

・メインバンク関係と設備投資

- 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、結局外部負債は企業の株主にとって、付加的なエージェンシー・コストのかかる資金調達手段となる。

他方、内部資金(具体的には減価償却および内部留保)は既存の株主が提供するものであり、情報の非対称性の困難を伴わないと考えられる。したがって、内部資金のコストは外部借入資金よりも低く、企業はできるかぎり内部資金に依存して投資支出など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。^(注12)

「不完全情報パラダイム」から演繹される銀行の役割は、外部資金借入に伴うエージェン

シー・コスト引き下げである。たとえば、高度成長期の日本企業が借り入れ依存度を非常に高い水準に引き上げることができた理由は、有力企業と銀行とのメインバンク関係がエージェンシー・コスト引き下げに寄与したからであるということになる。特定の有力な銀行との長期取引関係、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。^(注13)

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

(注12) たとえばFazzari, Hubbard and Petersen(1988), 岡崎・堀内(1992)を参照。

(注13) 企業の設備投資がその内部資金によって有意に説明されることは、必ずしも資本市場におけるエージェンシー・コストの存在を示すものではないという批判もある。たとえば、投資関数には「トービンq」などの説明変数が含まれるが、それが不完全な変数であり、内部資金が企業の直面している投資機会の収益性を捉えていると考えることができるかもしれないというのである。この批判を回避する分析についてFazzari et al. (1988)を参照。また、浅子・国則・井上・村瀬(1991)はエージェンシー・コスト削減の仮説にこだわらず、内部資金が将来の収益性の良好な予測量となりうることを、また外部資金調達を助ける「名声」の形状に寄与しうることを強調し、企業の資本コストが内部資金によって規定されるという仮説を検討している。彼らの実証研究においても内部資金は有意な説明力をもつ傾向がみられる。

ト削減に寄与している点が明らかになったとしている。

- 2 メインバンク関係をいかに捉えるか
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る。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. (1989)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。

実際問題として、メインバンク関係を明確に定義することは容易ではない。銀行と借り手企業との長期取引は、一般に明示的な契約に立脚したものではなく、きわめてインフォーマルな関係である。したがって、メインバンク関係を客観的な資料に基づいて特定することはできない。専門家は融資関係だけではなく、株式保有関係や人的交流の関係など複数の要因によって、メインバンク関係をとらえることが多いようであるが、関係者のインタビューなどからは、メインバンク関係の性格づけは多分に主観的であるという印象を受ける。

しかしメインバンクの機能について、関係者の間での認識が曖昧であるとしても、多くの企業が特定の銀行との長期取引関係を維持してきたことは否定できない。既に説明したように、理論的には長期取引関係は、情報の不完全性の困難を克服する上で有効である。とくにメインバンク関係の機能を、不完全情報の下で生じるエージェンシー・コスト削減という観点からとらえる場合、メインバンクから借り手企業への

融資額が重要な意味を持つことを次のように説明できよう。

日本の企業(とくに有力企業)はメインバンクばかりではなく、他の多数の銀行・金融機関からも資金の融資を受けるのが通常である。他の金融機関にとって、借り手企業の質を評価する決め手の一つが、メインバンクによる融資額である。なぜならば、融資額は当該企業に関する情報を蓄積してきたメインバンクのコミットメントを意味しており、企業の債務者としての質を伝えるシグナルとして機能しうるからである。^(注14)

岡崎・堀内(1992)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。岡崎・堀内(1992)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、これらの変数のどれがメインバンク関係の機能をもっとも良く捕捉するかを調べている。電気機器産業の有力企業38社を標本とした計測の暫定的な結果によると、

- (1) 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、
- (2) 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。1980年代に入って企業の銀行借入依存度が急速に低下してきたが、必ずしもメインバンクからの借入れ比率は低下しておらず、依然としてメインバンク関係がエージェンシー・コスト削減の機能を発揮しているように思われる。

(注14) Leland and Pyle (1977) を参照。

・長期取引と排他性 (exclusivity)

- 1 情報生産と排他性

Diamond(1984)が主張するように、借手(企業)の質を見極め、借手の行動を監視するという「情報生産」には規模の経済が働く。つまり、特定の借手にかんする情報を複数の機関が収集・解析するよりも、単一の機関が請け負う方が効率的なのである。また的確な評価を下すために、借手のパフォーマンスにかんする情報の蓄積が有効である。借手企業にとっても、企業秘密の保持のために、限定された情報生産者との関係を継続することが好ましい。したがって、銀行・金融機関が金融取引にかかわる情報生産者となる場合、そこには長期的取引関係が形成されやすい。^(注15)

さらに、資金供給者の観点からみると、情報を生産する機関が同時に独占的に資金を供給することが望ましい。なぜならば、情報生産に携わらない他の金融機関に対して情報を売却することは、困難な場合が多いからである。^(注16)また、情報生産を担当する金融機関は情報生産のコストを負担することになるが、「良質な」借手に対する貸付が競争的であるならば、そのコストを回収するのは困難であり、それゆえに情報生産を引き受けようとする金融機関は存在し

なくなるであろう。情報生産に対する誘因が金融機関に与えられるためには、金融機関が特定の借手との取引を独占しなければならないというわけである。

また、企業が流動性危機に直面した場合の情報生産者の役割を既に説明したが、貸手が多数の場合には、貸手の間で利害関係が発生し、必要な資金が円滑に供給されない危険がある。この危険を回避するためには、貸手が単一であることが便利である。したがって資金供給者の観点からみれば、特定の企業に対する資金供給主体は単一であることが望ましいことになる。Hellwig(1990)はこの条件を「排他性(' exclusivity ')」と呼んでいる。^(注17)

- 2 「排他性」の妥当性

しかし、「exclusivity」は日本のメインバンクには当てにはならない。なぜならば、日本の企業はメインバンクからも多額の資金を借り入れるが、その以外の金融機関からも多くの資金を借り入れており、それがメインバンクに関する定型化された事実(stylized fact)のひとつだからである。^(注18)

(注15) 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もっている。したがって、引受業者と証券発行企業との間にも長期的取引関係が重要な意味をもつ。この点は、アメリカの投資銀行と有力事業会社との間に明瞭に見られた。Hayes et al (1983)を参照。

(注16) 情報という財の市場取引が困難を伴う点は、Arrow (1971)などによって、古くから論じられている。

(注17) Hellwig (1990, 20ページ)は次のように述べている。「貸手間の利害対立は重要であり、非常に広範に金融取引関係を作り出す原因となっている問題である。この問題は、貸し手が企業に残された資産の分け前を深刻に心配する破産時、またはその直前に特に重大となる。破産が差し迫っていると懸念する貸し手は、破産が宣告される前に自分の貸付金を回収して、その債権の額面価値を保とうとするであろう。少なくとも、資産のあるものを自分の貸付金の担保として選別しておこうとするであろう。いずれの場合にも、それは企業の経営困難を悪化させ、破産をむしろ促進する。企業の再建や営業の継続が、それによって難しくなる可能性が高いのである。」

- 3 複数の資金供給機関の存在

銀行・金融機関が相互に相手の主取引先企業へ融資をする理由、あるいは借手企業がメインバンク以外の複数の貸手から資金調達する理由をどのように説明したらよいであろうか。1つの理論的な解答はメインバンクが危険回避の選択をもっている場合である。メインバンクは借手企業をモニターする費用を負担するが、貸付金の一部を他の金融機関に分担させることによって、自らの危険負担を軽減できるであろう。

(注19)

実際、第二次大戦直後あるいは高度成長期の初期においては有力企業の大型設備投資に対する融資として協調融資体制が形成され、メインバンクがその協調をアレンジする役割を演じたと言われる。ただし、実際の側面からみると、この仮説の妥当性には疑問の余地もある。第一に、各有力銀行がメインバンクとなっている先の企業はそれだけでも多数であり、それらの貸付に集中しても十分に分散が実現できるのではないかということである。(注20)

第二の問題点は、借手企業が倒産した場合、メインバンクは他の債権者の損失を大きくしないように努力するように見えるという点である。後でもふれるように、社債のデフォルトについては、ほとんど全てメインバンクによって買取られ、他の債権者の損失は発生しなかった。その意味では、他の貸手が存在していることはメインバンクにとって危険分散となっていないようにも見えるのである。

メインバンクに対する「報酬」のあり方が上

に述べた特徴と関連しているという考え方もある。銀行にとってメインバンクの地位を獲得する方法は、特定企業への貸出の絶対額を増やすことではなく、他の貸手との比較で相対的に多額の融資をおこなうことである。一方、メインバンクに対する「報酬」は、必ずしも明示的ではないが、為替手数料から得られる収益など融資額から独立した部分が大いように思われる。メインバンクとしては、融資額単位のメインバンク報酬を高めるためには、多くの金融機関から協調的な資金供給があった方が望ましいのである。つまりこの考え方によれば、メインバンク関係においてメインバンク以外の多数の金融機関が同時に資金を供給している理由は、メインバンクとして銀行の情報生産能力を十分に発揮するためであるということになる。(注21)

一種の協調融資体制としてメインバンク関係を説明する場合、情報生産者としてのメインバンクに対して、他の金融機関が信頼を寄せることができるかどうかが重要な問題である。他の金融機関がメインバンクの情報生産活動、とくに借手企業の監視活動に信頼を寄せることができないのであれば、メインバンクにとってリスク分担の可能性は狭められるであろう。日本では、この問題はメインバンク関係の次のような固定性によって解決されていると考えられる。まず、有力銀行は相互に他の銀行がメインとなっている企業の貸付に参加しあっている。しかも、メインバンクとなる有力銀行が銀行貸付市場を支配しているため、メインバンクの相互乗り入れ関係は比較的、固定的である。このよ

(注18) たとえばSheard (1992)を参照。

(注19) 加藤・パッカー・堀内 (1991)を参照。

(注20) たとえば、1988年3月の時点で、三井、三菱住友、富士という有力都市銀行は、それぞれ東証第1部上場企業の100社以上のメインバンクとなっている。

(注21) メインバンク機能に対する「報酬」が具体的にどのようなものは、多少不思議であるが、あまり明らかになっていない。よく指摘されるのは、借手企業がメインバンクへ預金をするとか、外国為替サービスを依頼するといったことである。しかし、これらからメインバンクに対する報酬であるためには、預金金利や外国為替サービスの手数料が競争的な均衡価格であってはならない。藪下 (1991)はメインバンクが貸付と他の金融サービスを同時に供給することによって範囲の経済が実現され、それがメインバンクの報酬となっている可能性があることを示唆している。

うな状況のもとでは、メインバンクバンクになった銀行にとって、他の銀行を出し抜く行動に対する誘因は弱いであろう。

借手の観点からみると、「排他性」は必ずしも好ましいものでないかも知れない。単一の金融機関からの借入に全面的に依存することは、借手にとって危険である。なぜならば、単一の貸手は資金を独占的に供給する立場にたち、借手を収奪しないという保障がないからである。借手にとっては、複数の貸手から資金を借り入れることによって、貸手による収奪から身を守ることが賢明である。

長期取引関係にある銀行と借手企業は一種の双方独占状態にあると考えられる。借手企業にとっては、メインバンク以外からの借入の機会を拡げることによって、交渉において相対的に有利な立場に立つことができる。^(注22)ただし、借手企業が成長した後に多様な資金調達手段にアクセスできるようになると、メインバンクが成長を遂げていない企業に対して、積極的にコミットメントする誘因を弱めることになるかも知れない。これは以下で触れる“time inconsistency”の問題と関連している。

- 4 銀行貸付と企業の成長

Mayer(1988)は、上に述べた対立の可能性を“time inconsistency”の問題として次のように定式化した。満足な実績をあげていない状態では、企業は情報生産者である銀行、つまりメインバンクからの借入に依存して成長しなければならない。メインバンクは幼年時代にある企業に対しては一種の補助を与え、それが成長した段階において補助に対する対価を受け取ろうとする。企業と銀行との長期的な取引関係は、メインバンクに対する報酬システムという

側面をもっているというのである。

しかし、もし成長した企業にとって競争的な貸出市場、あるいは別の資金調達手段が存在する場合には、メインバンクにとって報酬を確保することが難しくなる。なぜならば、成長を遂げた企業にとって、幼年期に取引を仰いだ銀行から資金を借り入れるよりも、競争的な金融・資本市場で資金を調達する方が有利となるからである。これは“time inconsistency”の問題であり、Mayerは銀行貸出以外の競争的な資本市場が発達している経済においては、メインバンク機能の発達が阻害されると結論づけている。

- 5 日本の社債市場の問題点

彼の議論を単純に日本の金融に当てはめると、日本のメインバンク制度は、非競争的な金融市場の存在に支えられていたことになる。とりわけ、銀行貸出と競合する社債の発行市場は、「起債調整」と呼ばれる厳しい割当制度のもとで十分に発達しなかった点がクローズアップされる。^(注23)

社債市場、とくに国内社債市場の未発達な状況が、日本の金融システムにおける銀行貸出の優位性を高めたという認識は比較的一般的である。社債発行に対する様々な規制や「慣行」という名前の金融仲介業者間のカルテルが、とくに普通社債市場の拡大を妨げてきたという批判は古くから存在するのである。^(注24)

ただし日本の国内社債市場の不振の原因を規制・慣行だけに帰着させることには批判もありうる。それは「不完全情報パラダイム」に即して考えると、銀行貸出の方が、社債発行に比較してエージェンシー・コストの低い資金調達手段であることを強調する議論である。^(注25)

この問題に関連しては、既に述べた国内社債

(注22) Tirole (1988), 24～25ページを参照。

(注23) 山崎福寿(1989)をも参照。山崎はメインバンク機能が「名声」をもった企業を生み出し、他の資金供給者にとって情報の不完全性を低減させる役割を演じるという意味でスピルオーバー効果を持っているとし、銀行が証券業務へ熱心に参入しようとしているのは、そのスピルオーバー効果の内部化を狙っているのだと論じている。

市場の諸規制・諸慣行の影響を無視するのは妥当ではないと思われるが、日本の金融仲介システムが銀行貸出を中核とすることになった原因の中に金融規制がどのような形で係わってきたかという問題は、これまでのところ十分な検討が加えられていない。

- 6 Mayer 仮説の妥当性

Mayerの提起した仮説が、日本の金融システムを理解する上でどの程度重要かは定かではない。日本のメインバンクの場合には、メインバンク機能に対する報酬を、企業が成功した暁に収集するというような方法をとっていないと思われるのである。ある企業のメインバンクとなった銀行は、その企業に対して資金を貸し付けると同時に、様々な金融サービスの供給者の地位を獲得するのである。それらのサービスの料金自体が競争的に市場で決定されている場合には、そのような地位を獲得しても超過利潤を得ることができないから、銀行にとってメリットが存在しないかも知れない。しかし実際には、各種の預金金利や手数料は規制のもとで銀行間の協定に基づいて定められている。したがって、銀行にとっては、サービスの供給者となれば、レントを獲得で導と考えられる。また、銀行の経営目的が利潤最大化よりも、業

務量の最大化に傾斜していることは有り得ることである。そうだとすれば、たとえ金融サービスの手数料や預金金利などが実質的には競争的に決定されているとしても、銀行にとってはメインバンクとなって、金融サービスの業務を拡大する誘因が存在する。

1980年代に入ると有力な企業は銀行からの借り入れに依存する程度を急激に低下させた。これに対応して、銀行部門は中小企業向け貸出を積極的に拡大し、競って有望な中小企業のメインバンクの地位を手にいれようとしていると言われる。表4は全国銀行(銀行勘定)の貸出のうち中小企業(資本金1億円以下、あるいは常用従業員300人以下の企業)への融資額の比率を示している。この表によれば、1960年代末から1970年代初頭にかけて、中小企業向け貸出の比率は3分の1程度であったものが、1980年代半ばには2分の1強にまで上昇している。^(注26) Mayerの仮説からみれば、この現象は「パズル」である。もし“time inconsistency”の困難が存在するのであれば、銀行は過去の経験に照らして、中小規模の企業への融資を拡大することに躊躇するはずだからである。

- 7 長期取引関係の変化

先に紹介したMayerの“time inconsistency”

(注24) 証券政策研究会(1978)、第3章を参照。社債発行を制限する規制・慣行にこれまで加えられてきた批判は数多い。それらの批判を総合すると、次のような事項が国内社債市場の発達を妨げているとされている。(1)社債発行限度に対する商法上の規制、(2)引き受け・受託業務への参入規制、(3)商品性に対する規制(変動金利債、ゼロクーポン債、仕組み債、居住者外貨建て債等の発行が不可能)、(4)制限的な適債基準、(5)手数料体系のカルテル、(6)証券会社の外為業務制限。たとえば森敦郎(1991)を参照。これらの規制・慣行の中で(1)などについては遅ればせながら見直しが始まった。

(注24) その例として金子隆(1991)を挙げておこう。金子は担保付公募普通社債の発行者利回り(発行者が負担する全ての費用の純手取り額に対する比率)と長期銀行借入金利(長期プライムレート)を比較している。

金子の計算では、1986年から1989年にかけての時期をとると、86年から87年にかけて長期プライムが社債発行者利回りを下回る傾向があったのに対し、88年から89年にかけては発行者利回りが長期プライムを下回る傾向があった。ところが、国内における一般事業債の発行は、このような金利格差にほとんど関係なく低迷が続いている。金子は、銀行借入れにはモニタリング機能、あるいは情報生産に優位性をもつ銀行が非対称情報のもとで重要であるという説明を与えている。しかし金子の説明では、日本の企業が銀行借入れを削減する一方で、海外市場で積極的に社債を発行している理由が明らかではない。

表4 全国銀行（銀行勘定）の中小企業向け貸出の比率

年末	貸出残高合計（兆円）	中小企業向け（兆円）	中小企業向け比率（％）
1968	28.8	9.6	33.4
1973	71.3	26.2	36.7
1978	118.1	49.2	41.6
1983	181.0	78.4	43.3
1988	288.2	153.0	53.1
1989	355.1	203.5	57.3

（出所）日本銀行『経済統計年報』

説は、メインバンク関係の変化にかかわる問題であるが、三輪芳朗(1985)は、日本のメインバンク関係が決して硬直的な関係ではないことを指摘した。同様の点は堀内・福田(1987)によっても示されている。^(注27)この事実は、しかし、メインバンクが何ら重要な機能を果たしていないことを示すものではない。たとえメインバンクそのものは、これまで見てきた「不完全情報パラダイム」の理論で説明できる重要な機能を果たしているとしても、長期取引関係を規定するパラメータが変化すれば、取引関係の解消などの変化はありうるはずである。

メインバンク関係に典型的に示されるような長期取引関係を整合的に説明できるモデルがあるとすれば、それは当然、長期的な取引関係が

解消される場合も説明できるはずである。あるいは、長期取引関係の変化、解消の要因を説明することによって、長期取引関係がどのような要因によって規定されているかを探ることができであろう。

Greenbaum et al. (1989)は手の込んだサーチ理論を応用して、借り手企業にかんする情報を生産する主体としての銀行と企業の長期取引関係の継続、変化を説明しようとしている。彼らのモデルでは、銀行は特定の企業と取引することによって、一時的にせよ貸し手独占の立場に立てる。しかし企業は営業活動を続けるに従って、その性質に関する情報が明らかとなり、情報生産者としての銀行の役割が小さくなる。銀行にとっても企業にとっても、特定の取

（注26）中小企業向け貸出の相対的増加は、有力都市銀行においてさらに顕著のようである。下の表は、有力都市銀行5行の中小企業向け貸出し比率の推移である。この表によれば、有力都市銀行は近年、その貸出の3分の2を中小企業に向けている。

大手都市銀行の全貸出残高に占める中小企業向け貸出の比率(%)

	1975年 3月	1985年 3月	1989年 3月
第一勧業	32.7	51.6	66.0
富士	32.9	50.9	69.0
住友	35.0	51.4	73.0
三菱	33.4	54.1	68.7
三和	39.3	54.0	73.2

（注27）ただし、アメリカにおいても固定的といわれる、有力企業と引受証券会社(投資銀行)との長期的関係に比較すると、メインバンク関係の固定性は高いようにみえる。アメリカにおける投資銀行と有力企業との固定的な取引関係については、Hayes, Spence and Marks (1983)を参照。

引関係を続けることのメリットが減少し、取引関係は解消される。そこで、彼らのモデルでは長期に取引関係を続けてきた銀行と企業ほど、その関係を解消する傾向が高まるのである。

おそらく、この方面の理論的業績としてはGreenbaum et al.(1989)はほとんど唯一のものといえるであろう。しかし彼らのモデルの主要な結論は、日本のメインバンク関係と整合しないように見える。なぜならば、日本のメイン

バンク関係は、それが長く継続しているほど、解消される確率が低くなっているからである。長期取引関係が続くほど、取引当事者はその関係に何らかのサンクコストをつぎ込むため、関係の解消の誘因が小さくなると考えられるであろう。しかし、本格的な理論的考察は残されており、また個別企業のパネル・データを用いた実証研究が望まれる研究課題と言えよう。(注28)

・銀行と企業のリスククチャ

一般的に言うと、通常の貸出による資金の仲介は貸手と借手との間の危険分担の要素を備えている。借手企業が倒産して、債権者が企業の資産を管理するという状況は、実際に発生したリスクの一部が債務者から債権者へ転嫁されることを意味している。理論的には、企業の株主は企業をその負債額で買い取るオプションを保有していると理解することができる。このように、オプション取引を含意しているがゆえに、情報が不完全な状況下にあっては貸し手と借り手の利害対立や危険分担が重要な問題となるのである。

- 1 メインバンクの「保険機能」

ここまでの展望では情報生産者としての銀行の機能に重点を置いてきたので、リスク分担の

役割についてはふれなかった。しかし、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」(注29)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。これは労働雇用契約の理論分析などにおいて用いられた「暗黙の契約理論」の応用である。(注30) 銀行と企業間のリスク分担については、メインバンクの「保険機能」というテーマの下で若干の議論がたたかわされてきた。(注31) しかし金融システムの機能という幅広い視野から眺めると、「保険機能」の有無よりも重要と思われ

(注28) Horiuchi et al. (1988)はメインバンク関係の変化を説明する実証分析から、メインバンクの機能を推測しようと試みている。この分析では、東証一部上場企業を30業種に分け、個々の業種における企業のメインバンク変更比率(1978-83年度間)が業種の経済的属性、即ち平均的な成長率、営業収益の分散(リスクを表示する)などの変数と関連しているかどうかを統計的に調べている。メインバンク関係の機能が企業経営のリスク軽減にあるとすれば、個々の企業のリスク増大は、メインバンク関係の重要性を高めるので、メインバンクを変更する企業の比率は低くなるであろうと予想される。しかし計測では、そのような関係を見いだせなかった。むしろ、企業の平均的な成長率の上昇がメインバンク関係の変化を促すという結果がえられている。

(注29) 中谷 巖 (1983)を参照。

(注30) Fried and Howitt(1980)。暗黙の契約理論に基づくリスク分担仮説の実証研究の例としては、Osano and Tsutsui (1985)がある。

る点は、経営危機に陥った企業を処理する際の銀行の役割である。既に第 節でふれたが、企業の本質を「固有の投資」の蓄積がもたらした生産能力であるとみると、企業が一時的な経営危機のために容易に解体されてしまうか、それともゴーイング・コンサーンとしての価値が適切に評価されるかによって、そもそも投資を担う主体の誘因に異なる影響が及ぶ。投資の固定性が重要であるほど、企業の容易な解体を回避できる金融的仕組みが重要である。

しかし他方では、企業の解体や、それに近いリストラクチャリングの回避が、経営者にずさんで非効率的な経営方針を追及する誘因を与える危険を高める。したがって、破産法など明示的なルール、あるいは何らかの私的な取引関係に基づく暗黙的なルールによって規定している経営危機の処理手続きは、金融システムの機能にかんして非常に重要な含意をもっている。

Packer and Ryser (1992)は、法律的な観点か

ら日本の実情を展望している。^(注32)

Sheard(1986)の事例研究が明らかにしているように、銀行はメインバンク(主取引銀行)として、借手企業の経営破綻に深くかわり、企業経営に支援を与えると同時に、倒産による費用の多くを積極的に負担してきた。メインバンクのこのような機能は、日本の企業のゴーイング・コンサーンとしての価値を高め、企業の設備投資を促進する効果をもったという評価がありうる。^(注33)一方、そのような私的な取引関係の下で、企業経営に対するメインバンク自体の機能が問題となる。つまり、メインバンクは、資金供給者の立場から企業経営の効率性を規律づけることができたのかどうか、また近年の金融構造の変化が、この側面でメインバンクが果たしていた機能を大きく変化させているかという問題である。これらの問題は、目下のところ着手されていないトピックスである。

・企業の成長と情報生産：

エクイティ・ファイナンスの隆盛

株式発行による資金調達は、企業の営業リスクの分担を拡散するという点で重要である。しかし「不完全情報パラダイム」の観点からは、外部の投資家にとって特定企業の営業リスクを分担することは、既存の株主や経営者などの内部者との利害対立に巻き込まれる危険があることを意味する。内部者と外部者との間に情報が偏在する場合には、内部者にとって、不十分な情報しかもたない外部投資家の利益を犠牲にして自分たちの利益を増進しようとする誘因が存在するので、その利害対立は一層深刻になる。

そのために、外部資金調達の手段としての株

式発行は、企業(その株主)にとって余分なコストがかかるものと考えられる。企業にとって内部資金、つまり内部留保と減価償却は、そのような対立に晒されない資金として重要であり、投資資金を賄う手段として、外部資金に比較して高い優先順位をもっている。^(注34)さらに、外部資金調達の中では、外部者のリスク分担が株式よりも制約されている借入金(や社債)、とくにこれまでに説明した機能を期待できる銀行借入が優先順位の高い資金調達方法と考えられる。

(注31) たとえばOsano and Tsutsui(1985)、広田(1991)はメインバンク関係、あるいは銀行と企業との貸付関係に「保険機能が内包されている」という実証結果を出しているが、堀内・福田(1987)は「保険機能」に否定的な結論を出している。

(注32) 契約の経済理論の観点からの分析としてはAghion, Hart, and Moore (1992)を参照。

- 1 1960年代の株式市場の重要性

しかし高度成長期前半の日本においては、株式発行による資金調達企業が企業金融において意外なほどに高い比率を占めている。企業の資金調達は、内部資金（減価償却と利潤の内部留保）と、新規に債務や株式を発行して外部から調達する資金とに大別できるが、表1によれば、たとえば1960～64年に企業部門が外部から調達した資金のうち、株式発行によるものの割合は16%強に達する。また表2によると、製造業に属する主要企業が株式発行によって調達した外部資金の割合は18%程度である。

他方、1965年を境として企業金融における株式発行の重要性は急落する。これは明らかに、1961年ごろから始まった株価の低迷と、それに伴う株式市場の混乱によるものである。東京株式市場のダウ平均株価は1961年7月に1,829円の新高値を記録した後65年7月に1,020円の底値に到達するまで、4年間にわたって、若干の変動はあったものの、ほぼ一貫して低落を続けた。この間、多くの証券会社が経営危機に追い込まれ、ついには65年に日本銀行が大手証券会社の経営破綻救済のために特別融資を実施するに至ったのである。株式価格の低迷の原因が、「過剰な」株式発行にあるという判断から、1965年度には政策当局の指導のもとに、1965年度には、わずかな例外を除いて増資を見送る措置が採用された。

- 2 株主割当増資の意味

1965年を境として株式発行の重要性が急落するという企業金融上の構造変化は、どれほど重要なものであっただろうか。実質的には、大きな変化があったと言えないかも知れない。というのは1970年前後まで株式発行のほとんどは額面による既存の株主への割当発行だったからである。表5には、全国上場企業が株式発行に

よって調達した資金の構成が示されているが、1950年代から60年代にかけて株主割当による増資がほとんどであることが分かる。たとえば、1955年から69年までの15年間をとると、有償増資総額に占める株主割当発行の割合は平均95%にのぼる。時価発行公募増資が重要となるのは、1970年代に入ってからである。

既存の株主が配当を受け取る代わりに利潤の内部留保を認めることと、配当を受け取る一方で額面発行割当増資に応じることは、株主にとって基本的に同じ意味をもっている。^(注35)

株主割当発行は、内部者である既存の株主からの資金調達という意味で、先に説明した内部者と外部投資家の間の利害対立を回避している。上に述べたように、1960年代後半になると増資による資金調達の比重が低下するが、それをちょうど相殺するように内部留保の比重が増加している。60年代まで増資が実質的には「内部資金」の調達方法であったとみなすと、60年代半ばを境とする企業金融の構造変化は本質的というよりも、見かけ上のものだったと考えられる。

- 3 1980年代のエクイティ・ファイナンス

1985年以降日本の政策当局は積極的な金融緩和と政策を打ち出した。その結果金融市場は緩和状態となり、株式価格や地価が急激な上昇を見せると同時に、有力企業による時価発行公募増資やエクイティ物の債券発行が急増した。

金融緩和による金利の全般的な低下は、金融・資本市場における裁定関係を通じて株価上昇をもたらす。株価の上昇は、他の条件が一定であれば、企業にとっての資本コストを引き下げ、投資支出の増加とそれに対応する資金調達の増加をもたらすであろう。しかしその場合、企業が増資や証券発行によって積極的に資金を調達する一方、金融機関等からの借入金を削減

(注33) Hoshi, Kashyap, and Scharfstein(1991), Sheard(1992)などを参照。

(注33) たとえばJensen and Meckling(1976), Myere(1984)を参照。

(注33) ただし、配当、株式キャピタル・ゲインにかんする課税など税制上の問題を差し当たり無視する。

表5 全国上場会社株式資金調達構成

(期間平均%)

期間	株主割当	公 募	第三者割当	ワラント実行	株式合計
1955－59年	96.5	3.4	0.1	0.0	100.0
1960－64年	92.9	6.5	0.5	0.0	100.0
1965－69年	93.3	5.3	1.4	0.0	100.0
1970－74年	48.6	46.0	5.2	0.0	100.0
1975－79年	40.6	55.7	3.7	0.0	100.0
1980－84年	17.3	75.1	6.0	1.7	100.0
1985－88年	15.3	50.5	2.6	31.5	100.0

(出所)『東証統計月報』

する理由は必ずしも明らかではない。

Modigliani and Miller(1958)によって仮定された条件が成立する経済では、言うまでもなく、株価急騰の有無にかかわらず投資資金の資本コストは調達方法の如何に無関係となる。また、不完全情報の下で外部資金調達にともなうエージェンシー・コストのパターンについて説明したが、それが高度成長期以降にも大きく変化しなかったとすれば、資金調達の増加は借入金の増加を伴うはずである。

実際には、80年代には有力企業は証券発行(とくに増資)による資金調達額を急増させたわけであるから、エージェンシー・コストのパターンに大きな変化があったとみなすべきであろう。つまり、銀行借入に伴う費用に比較して、増資による資金調達費用を大きく引き下げるような構造的変化があったと考えるべきである。

エージェンシー・コストの関係を変化させたものとして、どのような要因を考えることができるであろうか。有力な要因のひとつとして、80年代に入って進展した金融の国際化・自由化を挙げることができよう。ここで考えられるのは、1970年代前半までの高度成長期には、様々な規制のために証券形態の資金調達手段の拡大

が抑制されていたが、その後の自由化によって、証券市場経由の企業金融が拡大し始めたとする仮説である。

実際、日本企業はユーロ円債に対する規制(適債基準)の緩和を契機として、1980年代半ばから海外において積極的に外債を発行したが、それに影響されて日本の国内市場においても転換社債などの起債条件が緩和された。このような規制緩和は明らかに、日本企業にとって社債発行(とりわけエクイティー物)のコストを引き下げることになった。

また、金融自由化によって、銀行預金に競合する短期金融商品を非金融事業会社が幅広く発行することができるようになったとすれば、これを金融仲介における銀行貸付の相対的重要性を低下させることになる。1987年11月に国内におけるCP発行の解禁が決定されたが、これは企業にとってCPという短期借入と代替的な資金調達手段を利用可能としたばかりではなく、相対的に銀行経由の資金調達コストを引上げる方向に働いたかも知れない。(注36)

しかし金融自由化によって企業金融の構造変化の全てを説明できるとは思われない。なぜならば、図3からも分かるように、企業金融にお

(注36) 日本企業によるCP発行は急速に増加したが、調達資金の多くが大口定期預金の運用へ向けられた。つまり、CPは短期の銀行借入を代替する手段としてよりも、短期金融市場に残存している金利裁定の機会を捉える手段として急速に成長したのである。1990年以降このような裁定の機会が縮小すると、CP発行額は急減した。

ける増資の重要性の上昇と借入金の相対的低下は早くも70年代後半から始まっており(表2をも参照)、しかも増資による資金調達に対して、とくに規制が存在したとは考えられないからである。別の表現をすれば、増資に関しては何ら重要な規制は存在しておらず、それゆえに70年代後半以降に重大な規制緩和・撤廃が見られたわけではない。増資による資金調達の急増は、金融自由化以外の要因によって説明されなければならないであろう。

- 4 企業の成長と「名声」

銀行借入を中心とする企業金融は、「不完全情報パラダイム」から見れば、貸し手と借り手との間の非対称情報がもたらす困難を解消する上で重要と考えられる。しかし、貸し手と借り手との間に情報の非対称性が存在するとしても、借り手の「機会主義的行動」が抑制されるという見込みがある場合には、深刻なエージェンシー問題は発生しない。市場メカニズムの中にも、借り手の機会主義的行動を厳しく罰する装置を組み込むことができる。その場合、機会主義は市場取引においても排除され、企業金融における外部資金調達における銀行借入の重要性が、そうでない場合に比較して低くなるであろう。(注37)

日本の企業金融との関連で興味深いのは、企業の成長に伴う「名声」の発生と、それによるエージェンシー・コスト削減の効果である。一般に長年にわたって営業活動を行ってきた企業は、信頼の置ける借り手としての「名声」を確立でき、相対的に有利な条件で資本市場から資金を調達できると考えられている。そのように考えられる理由はどこに求められるであろうか。

企業が成長するのに伴い、自己資本が蓄積されれば、不完全情報の下でのエージェンシー・コストは低減すると考えられる。なぜなら、自己資本は内部者によるコミットメント(リスク負担)の大きさを示しており、内部者がモラル・ハザードによって部外の投資家にリスクを転嫁できる可能性が制約されるからである。自己資本の大きさが資本市場における資金調達条件を規定し、企業の成長が有利な資金調達条件につながるであろう。(注38)

表面的に見ると、日本企業の自己資本比率(会計上の自己資本額の資産合計に対する比率)は高度成長期を通じて低下し続けてきた。この点では、日本企業は、外部資金調達のエージェンシー問題をむしろ悪化させる方向の財務戦略を採用してきたかに見える。しかし、企業の自己資本を市場価格で評価した株式総価値を基準にして計算すれば、企業の自己資本は相対的に増加してきたと思われる。さらに企業の成長自体が、次のような理由でモラル・ハザードの誘因を低める効果を発揮すると考えられる。

企業の存続・成長は、その企業に固有な生産資源が徐々に蓄積される過程であるとみなすことができよう。通常それらは、明示的な資本ではなく、経営組織に組み込まれた人材に体化した生産能力、ノウハウなどである。その生産資源それ自体を市場で転売することは不可能であり、当該企業が生産を続ける限りにおいてのみ価値を生み出す。このような資源を保有する企業の内部者は、企業が機会主義的行動に走って、倒産のリスクを高めることを躊躇するであろう。機会主義的行動がもたらす短期的な利益は、固有の生産資源が長期に亘ってもたらすと予想される利益を上回らない可能性が高いから

(注37) 厳密にいうと、資本市場におけるエージェンシー問題の軽減は、企業金融をModigliani and Miller(1958)の世界に近づける。したがって、どのような調達手段についても、その資本コストは同一となる。そうだとすれば、銀行借入金を削減し増資や社債発行を増加させるという一般的傾向をそれだけで説明することは困難である。

(注38) たとえばGertler and Hubbard(1988)は、非対称情報の下で自己資本、あるいは内部資金額の大きい企業の方が、モラル・ハザード抑止が容易であること、それゆえに、それらの企業が資本市場において相対的に有利な条件で資金調達ができることを、単純なモデルに即して導き出している。

である。(注39)

企業の成長は、結局そのような固有な資源の蓄積がすすむことを意味しており、そのことを資本市場における資金供給者も理解している場合、非対称情報の下でも、成長した企業に資金調達者としての「名声」を認め、相対的に有利な条件をオファーする。ここで重要なのは、単純な企業規模ではなく、企業によって蓄積される固有な(市場性を欠いた)資産の存在である。(注40)有力企業は良好な営業成績、あるいは資金調達者としての安定した実績を基盤として、良質な資金調達者としての「名声」を確立しえたと考えられる。このような「名声」は、すでに70年代後半に機能し始めていたが、80年代にはいって急速に重要になったわけである。(注41)

この仮説に従えば、中小企業は資金調達者としての「名声」を確立していないがゆえに、依然として銀行からの借入に強く依存せざるをえない。日本の制度に即して言うならば、中小企業のうち証券取引所へ上場できていないものにとっては、資本市場から広く資金調達することはほとんど不可能であり、それゆえに外部資金調達にかんしては銀行・金融機関からの借入に頼らざるを得ないのは当然である。その結果、表6や表4に見られるように80年代に入っ

からの銀行貸出の中心は有力企業(大企業)から、十分な実績をあげていない中小企業金融の分野へ移る兆候を見せることになるのである。

表6は大蔵省の「法人企業統計」に依拠しており、資本金10億円以上の大企業とそれ以外の中小企業とに区別して、それぞれの資金調達構造を調べたものである。大企業についての統計は、表2の主要企業の統計とほとんど同じであるが、中小企業については、80年以降むしろ借入金依存の程度が高まっていることが分かる。大企業については、内部資金および証券発行による資金調達の比率が、80年代に入って増加し、それと対照的に借入金の比率が低下している。しかし、中小企業については、内部資金の比率は必ずしも顕著に増加してはいないし、借入金比率は80年以降むしろ上昇している。他方、証券発行額は純額で負となっている。

企業の「名声」が、メインバンク関係など金融仲介における銀行と企業との長期取引関係に代替する機能を発揮するという理論的な仮説は、仮に「名声」を量的に測定できるとすれば棄却可能な命題である。個々の企業の「名声」の量とメインバンク関係への依存の程度とは、他の条件が不変であれば、マイナスの相関を示すはずだからである。しかし、この種の実証分

(注39) Uzawa(1969)は企業の資本がもつ「個有な生産資源」を重視して、それを「資本の固定性」と呼んだ。Uzawaによれば、「資本の固定性」があるがゆえに、ゴーイング・コンサーンとしての企業の設備投資が決定される。Uzawaの用語法に従えば、「資本の固定性」が、ゴーイング・コンサーンとしての企業に対してモラル・ハザードを抑制する誘因を与えるのである。Diamond(1989)は、有限責任ルールを伴う貸出において、お馴染みのモラル・ハザード行為を選択できる企業も、ある程度の期間、債務不履行に陥らずに存続できれば、優良な借り手としての「名声」を獲得できることを示すモデルを展開している。しかし彼のモデルでは、名声を確立していない企業は名声を得るまで、モラル・ハザード行為を選択し続ける。また存続の過程で、企業事態の生産構造、技術的条件などは一切変化していない。こうした背景は、彼のモデルの現実との関連性をいささか疑わしいものとしている。一方、Gertler and Hubbard(1988)は小企業がオープンな資本市場(impersonal centralized securities markets)にアクセスすることが困難であり、内部資金と銀行借入により強く依存すると述べ、これが小企業の金融に伴う情報の不完全性に帰着できると主張している。小企業のこの困難は、小企業が十分な営業の歴史を持っていないためなのか、それとも企業規模の大きさ自体が「名声」に関連するのであろうか。彼らの分析では、この点は明らかでない。

(注40) Herring and Vankudre(1987)は、同様の観点から、銀行のモラル・ハザードの可能性を分析している。

(注41)すでに高度成長期の前半から、成長率の高い企業ほど銀行借入に依存する程度が低く、銀行との取引関係も弱いという指摘もある。経済企画庁『昭和39年度、年次経済報告』。

表6 大企業および中小企業の資金調達構造 (期間平均, %)

期 間	1970-74	1975-79	1980-84	1985-89
大企業 (資本金10億円以上)				
内部資金	28.0	38.3	42.9	43.5
借入金	35.5	30.0	21.4	15.2
企業間信用	17.1	11.2	8.1	0.0
証券発行	7.3	16.4	17.8	29.4
社債	3.0	6.8	5.0	12.8
増資	4.2	9.6	12.8	16.6
中小企業				
内部資金	31.2	38.3	42.3	37.4
借入金	37.1	30.0	40.1	54.4
企業間信用	20.0	23.2	11.6	8.0
証券発行	1.7	-0.5	-0.4	-11.1
社債	0.0	0.0	0.0	-5.4
増資	1.6	-0.5	-0.4	-5.6

(出所) 大蔵省『法人企業統計年報』

析はこれまでのところ行われていない。

- 5 株価急騰は増資を促進するか？

株価の高騰が企業の時価発行を促す点について、きわめて単純な次のような議論が一般に流布しているようである。仮にある企業が100億円の資金を株式の時価発行で調達するとしよう。株価が高騰している時期には、発行される額面は調達資金額を大幅に下回る。たとえばその額面を10億円としよう。企業の配当は額面の一定割合、たとえば1割に固定されるという慣行を前提とすると期間(1年)当たりの企業にとっての配当「負担」は調達資金額の1%、つまり1億円に過ぎない。

次に、企業が同じ100億円を金利5%の銀行借入によって調達する場合を考えてみよう。企業にとって、年間の金利負担は5億円となる。ただし、利子支払は法人税の対象から控除できる。当該企業の限界法人税率が50%であるとすれば、金利負担の純額は2億5,000万円、つま

り調達資金額の2.5%となる。しかし、これでも時価発行増資に比較してコストは高い。したがって、株価が急速に上昇する場合には、企業は積極的に増資を実施する誘因を与えられるというのである。

資本市場が完全であり、企業が株主の利益最大化を目的としているとすれば、上の説明は誤りである。国内転換社債が1.7~2.4%という低利のクーポン・レートで発行できたという主張についても、同じことが言える。^(注42) 転換社債は投資家に対して、予め定められた価格での株式購入権を与えるものであるから、それが普通の借入よりも表面的には有利な条件で発行できるのは当然である。株価上昇の期待が強い場合にはとくにそう言える。しかし、そのことは企業(の既存株主)にとって転換社債による資金調達コストが低いことを意味するものではない。

^(注43)

しかし、企業の内部者(経営者、有力株主など)と部外者(一般投資家)との間に情報の非

(注42) 鈴木和重(1991), 55ページを参照。

(注43) この点は次のような思考実験によって容易に理解できよう。企業が既存の普通社債の一部を償還して、同じ価値額の転換社債を発行する。この転換社債が投資家に約束する利子率は当然低くなるが、株式へ転換された場合には既存の株主は利益の一部を投資家へ引き渡さなければならない。したがって、株式の市場価値は普通社債から転換社債への借り替えによって変化しないのである。

対称性が存在し、自社株が部外者によって過大評価されていると内部者が信じる場合にはどうか。実際1980年代半ば以降の株価の急速な上昇は、将来の収益性についての見通で説明できる水準を大きく上回った「バブル」であるという説も流布したのである。内部者は株価の過大評価を利用して、増資する一方、借入金を返済すれば利益を得られるかに思われる。

しかし、部外者が情報の非対称性を知っており、企業の積極的な増資を株価過大評価のシグナルとみなすとすれば、増資の実行が直ちに株価の修正を呼び起こし、内部者が増資によって利益を獲得できるかどうか不確かとなる。それゆえに、内部者にとって増資を実行する誘因は弱められるであろう。これはMyers(1984)が指摘した点であり、一般に株式発行による資金調達に企業が金融において有力な手段となりえない理由とされている。^(注44)したがって、株価の過大評価が積極的な増資に結びつくためには、部外者が企業の積極的な増資の意味を合理的に判断できないという条件が成立しなければならない。^(注45)

株価急騰が増資を促進する要因となるという冒頭の説明は、企業のキャッシュ・フローに専ら着目している。こうした企業行動は、経営者の目標が株主利益の最大化ではなく、たとえば内部者の裁量で利用できる資金額を最大にすることであるといった仮定から、比較的簡単に導き出せる。株式配当額は株式額面に一定比率を

かけた固定的な水準に決められる傾向が強い。一定額の資金を調達する場合にも、利払い或は配当のキャッシュ・フローが資金調達の費用と認識されている。株価の上昇は、既に説明したように、増資にともなうキャッシュ・フロー(社外への流出)を小さくするから、企業は積極的に増資による資金調達、借入金の返済を実行するのである。

ここでは、株主の利益には十分な注意は払われない。株式持ち合いによって経営者が資本市場からの自律性を確立しているとするならば、以上のような説明はもっともらしい。問題は、投資家達の反応をどう理解すべきかという点である。80年代に見られた株価の急上昇は、何に支えられたのであろうか。固定的な配当額を考慮すると、株価は高過ぎるのではないだろうか。^(注46)このような点については、まだ明快な解答が得られていない。

- 6 株式発行の急増と「安定株主」

80年代のエクイティ・ファイナンスの急増は、その多くを時価発行公募増資に依拠している点で、60年代半ばまでの事情と異なる。しかし、新規発行株式の過半は、従来から見られる「安定株主工作」という枠のなかで発行されているようである。ある調査によると、全国証券取引所上場会社の80%強が、1990年初頭時点で発行済み株式の50%以上を安定株主に保有させている。これは5年前の数字70%強を上回って

(注44) Mayer(1988)をも参照、。

(注45) ここで問題とする企業の既発行株式枚数をN、借入金残高をBとし、内部者が判断する適正な株価をq、過大評価された株価をq'(つまり $q < q'$)とする。企業が追加的に ΔN の株式を市場価格q'で部外投資家向けに発行し、借入金を ΔB だけ減少させるものとする。(つまり $q' \Delta N = \Delta B$)最終的には、株価の過大評価が修正され、理論的に適正な価格q*が達成されるものとする、次の式が成立する

$$q N + B = q^* (N + \Delta N) + (B - \Delta B)$$

ここから、

$$q^* = q + (q' - q) \Delta N / N$$

結局、増資によって既存の株主がどの程度のキャピタル・ゲイン($q^* - q$)を獲得できるかは、増資の際につけられる株価が真の価をどの程度上回っているか($q' - q$)に依存している。

(注46) この分野の研究については植田和男(1989)、紺谷典子・若杉敬明(1987)などを参照。

表 7 (A) 安定株主比率(1990年 2 月末解答：全産業)

全 体	4 9 0 社 (100.0)
10%前後	4 社 (0.1)
20%前後	4 社 (0.1)
30%前後	1 0 社 (2.1)
40%前後	2 4 社 (4.1)
50%前後	8 5 社 (17.1)
60%前後	1 6 0 社 (32.1)
70%前後	1 5 1 社 (30.1)
その他	5 2 社 (10.1)

(出所) 商事法務(資料版)「株買い占め・安定に関する実態調査」1990年 4 月。

表 7 (C) 安定株主に占める株式相互持ち合い

全 体	4 0 1 社 (100.0)
0 %	3 0 社 (7.5)
1 %以上10%未満	6 4 社 (16.0)
10%以上20%未満	4 6 社 (11.5)
20%以上30%未満	4 7 社 (11.7)
30%以上40%未満	4 2 社 (10.5)
40%以上50%未満	4 3 社 (10.7)
50%以上60%未満	4 1 社 (10.2)
60%以上70%未満	3 0 社 (7.5)
70%以上80%未満	2 8 社 (7.0)
80%以上90%未満	2 2 社 (5.5)
90%以上	8 社 (2.0)

表 7 (B) 株式相互持ち合い比率(対発行済み株式)

全 体	4 1 0 社 (100.0)
0 %	2 3 社 (8.0)
1 %以上 5%未満	4 7 社 (11.5)
5 %以上10%未満	4 2 社 (10.2)
10%以上20%未満	7 3 社 (17.8)
20%以上30%未満	6 6 社 (16.1)
30%以上40%未満	7 2 社 (17.6)
40%以上50%未満	3 8 社 (9.3)
50%以上60%未満	2 7 社 (6.6)
60%以上	1 2 社 (2.9)

(出所) (A)と同じ。

(出所) (A)と同じ。

いる。(表 7 を参照。)ただし、「安定株主」の定義は明確ではなく、この表の元になっている調査でもその定義は明示的には与えられていない。ここでは安定株主を、株式保有からの金銭的收益を追求する投資家ではなく、他の非金銭的を目指して、長期保有の原則を維持する株主と一応定義しておこう。

彼らの一部は株式相互持ち合いをベースとする他の法人企業である。彼らがもつめる非金銭

的收益は、相互持ち合いによって自分たちの経営者としての地位を敵対的買収など資本市場からの圧力から守ることができるという点である。また、相互会社組織の生命保険会社は、その性格上、株式相互保有のシステムに加わることができないが、株式の長期保有の見返りとして各種の団体保険や年金サービスの売込みを見込むことができると言われる。(注47)

表 7 からうかがえるように、安定株主のシス

(注47) 株式持ち合いや安定株主の機能が、具体的にどのようなものであるかにかんしては、議論の余地がある。一方には、それらが既存の経営者の自由度を高め、株主利益極大から逸脱する経営方針の追求を可能にしているという仮説が提示される。他方では、安定株主は企業経営者に対する重要な監視者の役割を担っているという仮説も存在する。後者の仮説によれば、安定株主の存在はエージェンシー・コストの引き下げに貢献していることになる。これらの点についてはSheard(1992)の詳細な考察を参照。

テムにおいて株式相互持ち合いは重要な位置を占めている。公募増資によって調達した資金の半分以上が、株式相互保有を維持するために他の法人企業の株式購入に用いられると言われている。もしそうだとすれば、企業部門全体の増資による資金調達額は過大に評価されていることになる。

いずれにしても、安定株主が当該発行企業の経営のあり方に対し、重大な影響力を発揮しない存在であるとする、彼らへの株式発行をエージェンシー・コストの増加を伴う外部資金調達とみることはできないかも知れない。むしろ、これまでの日本においては、安定株主は資金調達企業の「内部者」に近い存在だったとみ

ることもできよう。この点を強調すると、80年代半ばの企業金融の構造変化は本質的なものではないということになる。銀行借入の減少と増資の増加という現象をどのように理解するかは、「内部者」としての銀行と「内部者」としての安定株主のどちらが有利な条件をオファーしたかという問題に帰着する。しかも、銀行は有力な安定株主でもある。ここでは情報の不完全性に伴うエージェンシー問題よりも、もっと単純な取引費用の差異が重要なのかも知れない。いずれにしても、日本企業の証券発行による資金調達に銀行がどのようにかかわっているかをもっと明確にしないと、企業金融の構造変化の本質を見誤る危険がある。

・ 結論

- 1 銀行の機能は変化したか？

「不完全情報パラダイム」が強調する情報生産者としての銀行の機能に対する社会的需要が1980年代に入って本当に減少したのかどうかを確かめることは容易ではない。企業金融における銀行貸出の相対的重要性が低下したことは確かだとしても、情報生産者としての銀行の機能は、必ずしも貸出額の大きさに依存するとは言えないからである。

企業が証券形態で資金調達する際の銀行(とりわけメインバンク)のかかわりについて、われわれは十分な注意を払う必要がある。銀行が重要な株主、つまり安定株主として振る舞ってきたことは明らかである。また日本企業の外債発行は80年代に入って急増しているが、外債発行における銀行の保証(普通債、およびワラント債の場合)は重要である。表8は1986年度の日本企業による外債発行である。保証付きで発行された普通社債の件数は158件であるが、このうち発行企業のメインバンクの有無を特定できなかったもの、及び発行企業が銀行の金融子会社であった事例を除く96件のうち、メインバ

ンクによる保証があった件数は64件とその大半を占めている。また、ワラント債についても保証付き発行(215件)のうちメインバンクの有無が不明のケースを除く203件の中で、メインバンクの保証を受けたケースは136件とやはり過半に上るのである。ここには、情報生産者としてのメインバンクがリスク負担の点でその比較優位性を発揮していると理解し得るであろう。

日本企業の私募債発行は80年代半ばまでは非常にわずかな額にとどまっていた。しかし、1987年4月の「大型私募債」方式の導入を契機として、私募債発行額はかなり急速に増加し、89年度には公募債発行額の2分の1ほどを占めるまでになっている。^(注48)(表9を参照)私募債発行は斡旋人による仲介業務を伴うが、この斡旋サービス提供には銀行も参入することができる。大蔵省証券局の調べでは、大型私募債の発行が始まった1987年7月以来90年7月までの3年間の斡旋業務取扱い額をみると、そのシェアの40.7%を都市銀行、10.4%を長期信用銀行が占めている。それと対照的に証券会社のシェアはわずか2.7%にすぎない。

表 8 日本企業の外債発行と保証(1986年度)

	件数	(構成比%)
(a) 普通社債	231件	(100.0)
保証付き発行	158	(68.4)
銀行金融子会社	30	(13.0)
メインバンク保証	64	(27.7)
メインバンク以外の銀行保証	15	(6.5)
非金融会社の保証	3	(1.3)
メインバンク不在(a)	14	(6.1)
不明(b)	32	(13.9)
無保証発行	73	(31.6)
(b) フラント債	245	(100.0)
保証付き発行	215	(87.8)
メインバンク保証	136	(55.5)
メインバンク以外の銀行保証	43	(17.6)
非金融会社の保証	1	(0.4)
メインバンク不在(a)	23	(9.4)
不明(b)	12	(5.9)
無保証発行	30	(12.2)
(参考) 1986年度日本企業の外債発行額		
転換社債	4,894億円	
普通社債	18,765	
フラント債	20,028	
合計	43,687	

(注) (a)「メインバンク不在」とは発行企業にメインバンクがないケース
(b)「不明」とは発行企業のメインバンクの有無を確認できないケース
(出所) 野村総合研究所『公社債要覧』

表 9 私募債の発行状況(億円)

年 度	私募債	(大型私募債)	公募債	(電力債)	(一般事業債)
8 1	366	—	12,690	9,310	3,380
8 2	186	—	10,475	6,980	3,495
8 3	188	—	6,830	5,360	1,470
8 4	301	—	7,200	6,190	1,010
8 5	391	—	9,435	5,580	955
8 6	1,024	—	9,800	4,850	1,600
8 7	2,424	705	9,150	6,880	270
8 8	2,870	1,330	7,490	5,050	640
8 9	3,402	1,500	7,290	6,930	60
9 0 *	2,076	1,158			

(注) *90年は上半期の数値

(出所) 公社債引受協会

私募債が日本の証券市場において今後どの程度の重要性を占めるかは明らかではない。しかし、アメリカの経験に即して予測すると、銀行借入の代替手段として、私募債発行が相当に重要な比重を占める可能性もある。その場合には、斡旋業務において有力な銀行(都市銀行、長期信用銀行)が重要な役割を演じることが予想される。なぜならば、それらの銀行は企業との取引関係を通じて蓄積された情報をもっており、それが斡旋業務における彼らの比較優位性をもたらすだろうからである。このように考えると、証券形態による資金調達の増加は必ずしも銀行の機能の重要性低下に直結するわけではないように思われるのである。

- 2 証券市場と情報効率性

日本の企業金融が銀行借入とそれの基盤をなすメインバンク関係に強く依存していたとすると、金融取引にかかわる情報は、相対的取引関係にかかわる企業と銀行だけに保持され、それが一般に公開されることは少なかったと考えるべきであろう。これまでの説明から明らかなように、「不完全情報パラダイム」によれば、銀行が金融仲介メカニズムの核となり得た最大の理由は、個々の企業の情報をオープンな証券市場へ効果的に伝達・公開することが非常に困難である点にもとめられる。したがって、銀行貸出が中心となる金融システムにおいては、情報の開示に対する社会的需要は低いということになる。実際、企業情報の入手可能性はアングロ・サクソン諸国で高く、日本やヨーロッパ大陸

諸国で低いという指摘がある。^(注49)これは情報の生産にかんしてアングロ・サクソン諸国の方が優れているということを意味するものではない。むしろ情報生産のあり方が2つの経済において異なっているのだと考えるべきであろう。

^(注50)

しかし、これまでの議論から非常に重要な推論が導き出される。それは、銀行貸出を中心とする金融仲介システムの下では、銀行と企業との取引関係が重要な情報を「内部化」するため、オープンな証券市場の発達が阻害されるということである。たとえば、日本の公社債流通市場は、1970年代後半に大量の国債が発行されはじめて急速に拡大することになった。国債は情報不完全性に伴うエージェンシー問題ともっとも縁のうすい債券であることは言うまでもないところである。

日本でも情報開示のルールが次第に整備されるとともに、内部情報に立脚する機会主義的行動、つまりインサイダー取引に対する規制が強化されてきた。情報生産とその利用についてのこれらの規制やルールの整備はオープンな証券市場の金融システムに曲げる地位を高める狙いをもっている。しかし、開示情報は比較的限定されたものであり、個々の企業にとって内部情報を秘匿する誘因が非常に強いのだとすれば、上に述べたような規制やルールの整備が証券市場発達にどの程度貢献するか疑わしい。^(注51)

格付会社の役割についても同様のことが言えよう。一般に格付制度を整備充実させることが証券市場の本格的な発展に不可欠であると主張

(注48) 87年4月に決定された私募債発行の弾力化は以下のような内容を含んでいた。

(1)一度公募債を発行した企業は原則として、私募債を発行できない。(2)私募債ロット・発行額を拡大し、①公募債発行の資格を持つ企業は、過去3年間の公募債発行実績の年間最高額を上限として、1回100億円以内、年6回まで、②私募債しか発行できない企業は、年6回以内で、合計100億円以内とする。(3)発行ロットが20億円以上となる場合には斡旋人を設けることが義務づけられた。「大蔵省証券局年報」を参照。

(注49) Basignano(1990), 5ページ。

(注50) Allen(1992)は証券市場と銀行部門の情報生産能力を比較する興味深い議論を展開している。比較的定型化された情報処理については銀行部門が比較優位性を発揮するが、多様で評価の大きく分かれる情報の処理については、証券市場の方が効率的であるというのである。

されている。^(注52)しかし、格付制度にかんする先進国であるアメリカの経験に照らして考えると、格付機関の本質的な役割は資本市場へ新たな情報を追加することではなく、既存の情報を便利な形式で投資家に利用可能にすることである。^(注53)つまり、大胆に表現するならば、格付機関の役割は証券市場を発展させることにあるというよりも、発展した証券市場における情報効率性を維持し、高めることにある。銀行貸出を中心とする長期取引関係が金融システムにおいて支配的な影響をもち続けているとするならば、格付機関が重要な役割を演じ、オープンな証券市場を発展させることは望めないであろう。

日本の金融システムにおいて証券市場が企業の外部資金調達の間として従来に増して発達す

るための根本的な条件は、「不完全情報パラダイム」の視野からみれば、企業金融(の重要な部分)が銀行との長期取引関係という枠組みから離脱することである。それを可能とするのは、不完全情報が企業にとって桎梏とならないこと、より具体的には資金調達、企業の「名声」が確立することであろう。1980年代後半のエクイティ・ファイナンスの隆盛はそのような条件が実現されたことを示唆しているのかも知れない。しかし、既に述べたようにエクイティ・ファイナンスの中には「内部者」からの資金調達が多く含まれていると思われるから、この点の判断は微妙であり、本格的な分析をまづ必要がある。

引用文献

- (1) Aghion, Philippe, Oliver Hart, and John Moore, "The Economics of Bankruptcy Reform," Theoretical Economics Workshop, Suntory-Toyota International Centre for Economics and Related Disciplines, London School of Economics, May 1992.
- (2) Allen, Franklin, "Stock Markets and Resource Allocation," Cohn Mayer and Xavier Vives (eds.), *Financial Intermediation in the Construction of Europe*, Cambridge University Press (forthcoming).
- (3) Arrow, K. J., "Economic Analysis and the Allocation of Resources for Invention," in his *Essays in the Theory of Risk-Bearing*, North-Holland, 1971.
- (4) Barnea, A., R.A. Haugen and L.W. Seibet, *Agency Problems and Financial Contracting*, Prentice-Hall 1985.
- (5) Bhattacharya, S. and J. Ritter, "Innovation and Communication: Signaling Partial Disclosure," *Review of Economic Studies* 50, 1983.
- (6) Bisignano, J., "Structures of Financial Intermediation, Corporate Finance and Central Banking," Bank for International Settlements (mimeo), Dec. 1990.
- (7) Campbell, T.S., "Optimal Investment Financing Decisions and the Value of Confidentiality", *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, Dec. 1979.

(注51) 情報開示規制やインサイダー取引規制が証券市場発達のために不必要だと言っているのではない。おそらくこれらの規制は必要であろう。しかし、それらが証券市場を発展させる十分条件である、と言うことはできない。情報開示規制の必要性にかんする議論は「不完全情報パラダイム」と深くかかわる問題であるが、「情報開示とその規制にかんする研究は、…いまだ発展の緒についたばかり」(Bhattacharya (1989), 13ページ)であり、確定的な結論を下すことはできない。

(注52) たとえば、証券取引審議会基本問題研究会(1989), 22～23ページ。

(注53) この点はWakeman (1981)を参照。ただし、これまで市場で資金調達することがなかった企業の信用度については格付機関が重要な情報を提供していると評価される。

- (8) Diamond, D., "Financial Intermediation and Delegated Monitoring", *Review of Economic Studies*, Vol.51, 1984, pp.393 - 414.
- (9) Diamond, D., "Reputation Acquisition in Debt Markets," *Journal of Political Economy*, 97, 1989.
- (10) Fazzari, S., R.G. Hubbard, and B. Petersen, "Investment and Finance Reconsidered", *Brookings Papers on Economic Activities* 1988: 1.
- (11) Fried, J. and P. Howitt, "Credit Rationing and Implicit Contract Theory", *Journal of Money, Credit and Banking*, Aug. 1980.
- (12) Gertler, M. and R.G. Hubbard, "Financial Factors in Business Fluctuations," NBER Working Paper 2758, Nov. 1988.
- (13) Greenbaum, S.I., G. Kanatas, and I. Venezia, "Equilibrium Loan Pricing under the Bank-Client Relationship", *Journal of Banking and Finance* 13, 1989.
- (14) Hayes, S. L., and A. M. Spence, and D.V.P. Marks, *Competition in the Investment Banking Industry*, Harvard University Press 1983.
- (15) Hellwig, M., "Banking, Financial Intermediation and Corporate Finance", Paper presented at the IMI-CEPR Conference on European Financial Integration, 1990.
- (16) Herring, R.J., and P. Vankudre, "Growth Opportunity and Risk-Taking by Financial Intermediaries," *Journal of Finance* vol.42, July 1987.
- (17) Horiuchi, A., F. Packer, and S. Fukuda, "What Role has the Main Bank played in Japan?", *Journal of Japanese and International Economies* 2, 1988.
- (18) 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, 67 - 88.
- (19) Hoshi, T., A. Kashyap, and D. Scharfstein, "Corporate Structure, Liquidity, and Investment: Evidence from Japanese Industrial Groups", *Quarterly Journal of Economics*, Feb. 1991.
- (20) Jensen, M. C., and W. H. Meckling, "Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs, and Ownership Structure," *Journal of Financial Economics* 3, 1976.
- (21) Leland, H. and D. Pyle, "Informational Asymmetries, Financial Structure, and Financial Intermediation," *Journal of Finance*, Vol.32, 1977, pp. 371 - 387.
- (22) Mankiw, N.G., "The Allocation of Credit and Financial Collapse," *Quarterly Journal of Economics*, Vol.101, 1986, pp.455 - 470.
- (23) Mayer, C., "New Issues in Corporate Finance", *European Economic Review* 32, 1988.
- (24) Mayer, C., "Financial Systems, Corporate Finance, and Economic Development", in R.G. Hubbard (ed.), *Asymmetric Information, Corporate Finance, and Investment*, The University of Chicago Press 1990.
- (25) Miller, M., "Debt and Taxes," *Journal of Finance*, May 1977.
- (26) Modigliani, F., and H. Miller, "The Cost of Capital, Corporate Finance and the Theory of Investment," *American Economic Review* 48, 1958.
- (27) Myers, S.C., "The Capital Structure Puzzle," *Journal of Finance*, Vol.39, 1984, pp.575 - 592.
- (28) Nakatani, I., "The Economic Role of Financial Corporate Grouping," in M. Aoki (ed.), *The Economic Analysis of the Japanese Firm*, North-Holland Elsevier 1984, pp.227 - 258.
- (29) Osano, H. and Y. Tsutsui, "Implicit Contract in the Japanese Bank Loan Mar-

- ket, " *Journal of Financial and Quantitative Analysis* 20, 1985.
- (30) Packer, Frank and Marc Ryser, "The Governance of Failure: An Anatomy of Corporate Bankruptcy in Japan," Center on Japanese Economy and Business, Columbia University, April 1992.
- (31) Sheard, P., "Main Banks and Internal Capital Market in Japan", 『証券研究』157号, 1986年。
- (32) Sheard, P., "Interlocking Shareholdings and Corporate Governance in Japan," Masahiko Aoki and Ronald Dore (eds.), *Competitive Strength of the Japanese Firm*, Oxford University Press (forthcoming).
- (33) Stiglitz, J.E. and A. Weiss, "Credit Rationing in Markets with Imperfect Information," *American Economic Review*, Vol.71, 1981, pp. 393 - 410.
- (34) Sudipto Bhattacharya, "Financial Markets, and Incomplete Information: A Review of Some Recent Developments," in S. Bhattacharya and G.M. Constantinides, *Financial Markets and Incomplete Information*, Rowman & Littlefield 1989.
- (35) Tirole, J. *The Theory of Industrial Organization*, The MIT Press 1989.
- (36) Uzawa, H., "Time Preference and the Penrose Effect in a Two-Class Model of Economic Growth," *Journal of Political Economy* 77, 1969.
- (37) Wakeman, L.M., "The Real Function of Bond Rating Agencies," *Chase Financial Quarterly* Vol.1, No.1, Fall 1981.
- (1) 浅子和美・國則守生・井上徹・村瀬英彰「設備投資と資金調達 - 連立方程式モデルによる推計」『経済経営研究』vol.11 - 4, 1991年2月。
- (2) 池尾和人『日本の金融市場と組織』東洋経済新報社, 1985年。
- (3) 植田和男「わが国の株価水準について」『日本経済研究』No.18, 1989年3月。
- (4) 岡崎竜子・堀内昭義「企業の設備投資とメインバンク関係」堀内昭義・吉野直行編『現代日本の金融分析』東京大学出版会, 1992年。
- (5) 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」『経済学論集』第58巻第1号, 1992年4月。
- (6) 金子 隆「わが国法人企業の負債構成」『90年代の金融・証券市場』(統計研究会, 証券市場研究委員会報告書, 1991年4月)
- (7) 経済企画庁『昭和39年度, 年次経済報告』, 1964年。
- (8) 紺谷典子・若杉敬明「トービンのQと株価」『証券研究』Vol.80, 1987年。
- (9) 鈴木和重「日本企業のファイナンスの変遷と展望」『月刊資本市場』No.69, 1991年5月。
- (10) 鈴木淑夫『現代日本金融論』東洋経済新報社, 1973年。
- (11) 証券政策研究会編『証券取引審議会基本問題委員会報告・資料I - 望ましい公社債市場の在り方』金融財政事情研究会, 1978年。
- (12) 証券取引審議会基本問題研究会『金融の証券化に対応した資本市場の在り方について - 中間報告書』1989年5月31日。
- (13) 寺西重郎『日本の経済発展と金融』岩波書店, 1982年。
- (14) 中谷 巖『企業集団の経済的意味と銀行の役割』『金融経済』202号, 1983年。
- (15) 日本銀行「金融自由化の下での企業金融のマクロ的動向」『日本銀行月報』1991年3月, 1 - 16ページ。
- (16) 伴 拓郎「企業金融の変化と今後の展望」『金融』530, 1991年5月。
- (17) 広田真一「メイン・バンクの保険提供機能について」『金融学会報告』71号, 1991年。
- (18) 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果たしたのか?」『金融研究』7巻3号, 1987年。
- (19) 三輪芳朗「メインバンクとその機能」中村隆英・西川俊作・香西泰編『現代日本の経済

システム』東京大学出版会，1985年。

- (20) 森 敦郎「社債制度論議に欠落する「市場の活性化」対策」『金融財政事情』(1991年3月4日)
- (21) 藪下史郎「メインバンクと情報」堀内昭義・吉野直行編・『現代日本の金融分析』東京大学出版会，1992年。
- (22) 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。