

銀行貸出行動と株式収益率：ノート^{*1}

有賀 健^{*2}
嶋 恵一^{*3}
二神 律子^{*4}
河口 晶彦^{*5}

要 約

本稿では、銀行と上場企業との貸出(借入れ)関係に関するパネルデータと企業の株式収益率のデータを用いて、銀行貸出の供給・需要両面の分析を行なった。本稿の用いるデータは1983-1990年の、金融の急速な緩和と引き締めの両期を含んでいる。分析の結果は次の諸点に要約できる。

- (1) 株式収益率は銀行貸出額には負の影響を与える。また、その影響にははっきりとした非対称性が観察される。株式収益率が一定期間にわたり、マーケット・ポートフォリオより有意に低い企業では、両者の間により強い負の相関があり、収益率が悪化した企業が銀行借入に依存する傾向がみられる。それ以外のケースでも株式収益率と銀行貸出の間には概して負の相関があるが必ずしも頑健で有意とは限らない。
- (2) 貸出額の一位行として、あるいは、1位行のうち同一グループ内銀行としてメインバンクを定義したいずれの場合でも、メインバンクと他行との比較で貸出額の収益率に対する反応度に大きな差異はない。しかし、どちらかという、メインバンクからの借入れは収益率にあまり依存しない傾向がある。
- (3) 全体として、銀行貸出しの貸倒れリスクは、株式収益率と収益率の変動係数でみる限りこの間一貫して悪化の傾向をたどった。銀行貸出しは株式収益率が低く、収益率の変動が大きい企業に集中しており、しかもそれは1983年以降ますます顕著になりつつある。以上の分析結果からすると、1980年代においては、銀行貸出は、増資や起債による調達に比べ割高であり、可能な限り銀行貸出による資金調達を避けるべきであるという企業側の判断があったことが読み取れる。

この結果、1983年度に比べて、データ終期の1990年度においては、貸出額でウエイト付けした平均株式収益率はマーケット・リターンに比べ凡そ年率にして3%も低い水準に落ち込んだ。このような変化は貸出債権の貸倒れリスクを高め、銀行ポートフォリオの全体的劣化を招いた。1983-1990年の間の貸出先の平均収益構造の劣化は、国債利回りとのスプレッドでみた貸出金利の実効プレミアムを短期で1%強、長期では2%強増加させた。

^{*1} 本稿にまとめられた研究に際し、データ収集の面で日本興業銀行及び大和総研からの協力を受けた。記して感謝したい。

^{*2} 大蔵省財政金融研究所特別研究官(京都大学経済研究所教授)

^{*3} 京都大学大学院経済学研究科

^{*4} 京都産業大学経済学部専任講師

^{*5} 前大蔵省財政金融研究所研究員(東海銀行)

はじめに

日本の銀行貸出行動については、理論・実証両面で近年数多くの研究がなされてきたが、中でも企業の資金調達におけるエージェンシー・コストに対して、いわゆるメインバンク関係の果たす機能についての多くの研究がなされた。これらの研究に共通する基本的な立場は、メインバンクが借入れ企業の経営を厳しくモニターし、場合によっては経営に積極的に関与する一方、メインバンクが機動的な流動性提供を行なうことで全体として企業負債のエージェンシー・コストを引き下げるというものである。

メインバンクの機能として考えられた上のような経営監視・関与の役割は、例えば米国における資本市場を通じた経営権争奪のメカニズムと代替的なもので、株式持合い制などにより、株主による経営の直接的監視・介入機能が形骸化した日本のようなシステムのもとで、重要な社会的機能をもつものと評価されている¹⁾。

しかし、銀行貸出行動特にメインバンクの貸出行動を銀行自身の資産リスクの管理という側面から考えると、借入れ企業のエージェンシー・コストの削減の裏には、銀行側にとっての貸倒れリスクの増大という費用が発生している可能性がある。それが実際に発生しているか否かは、銀行が削減すると信じられているエージェンシー・コストの発生原因とメインバンクの対応に依存する²⁾。

例えば、エージェンシー・コストは主に株主と経営者の間に発生する道徳的危険によるものであるとしよう。このとき、多数の小規模株主が監視費用の負担を巡って、ただのり問題に

直面し、そのため、過小な監視しか行なわれず、結果的に経営者の道徳的危険を導く。銀行がこのような監視を代行することによって、エージェンシー・コストはリスク移転を行なうことなく削減されうる。他方、貸倒れリスクを負担したくないために、リスクが高いというシグナルを受けた貸し手が、債権保全のために貸出を引き上げ、これが結果的に資金難を引き起こすおそれがある場合、メインバンクは貸倒れのリスクを負担し、貸込みにコミットすることで、他行の債権引き上げを抑止するかもしれない。このような場合、明らかに(部分的にせよ)貸倒れリスクの移転が起こっている³⁾。

別の可能性として、エージェンシー・コストは、企業毎に収益性や貸倒れのリスクが異なり、しかもこれら重要な情報が企業外部から観察が不可能なために発生しているかもしれない。このような逆選択に対してメインバンクの監視機能は、貸倒れリスクの高い企業への融資打ち切り等のシグナルによって、エージェンシー・コストを引き下げられるかもしれない。しかし、このような機能が実効あるためには、資本市場においてメインバンクのシグナルが有効に企業を区別しうるものでなければならない。もしもこれが機能しないと、貸倒れリスクは削減されるのではなく、ある貸し手から他の貸し手、あるいはある負債から他の負債へと移転される。このような観点から日本の銀行貸出行動の成果を検証しようとするとき、メインバンク的行動は一体どのようなエージェンシー・コストを軽減し得、またどのように貸倒れリスクの軽減や移

¹⁾ 代表的なものとして、Aoki(1992)、Sheard(1989)があげられよう。

²⁾ これに関して留意すべき点は、メインバンクに関する殆どの理論分析は、リスク中立的な主体を仮定しているため、リスク移転や吸収の役割は明示的に排除されている。

³⁾ Sheard(1992)は数多くのメインバンクによる救済例を詳細に調べあげている。

転を行なっているのかを分析することが重要な研究課題として浮上することになる。

本稿はそのような研究課題に対しての準備的な作業として、主として企業の株式収益率と銀行の貸出行動の連関を実証的に分析する⁴⁾。

株式収益率に注目するのにはいくつかの理由がある。まず第一に、株式収益率は、さまざまな指標で測ることが可能な企業の収益の変化の代理変数として、企業収益を集約的に表現する。多くの企業金融の理論の教えるところによれば、一次近似としては、企業収益の変化は、それ自体が企業の貸倒れリスクに対する情報を盛り込んでいない限り、銀行貸出といった負債の調達コストに大きな影響を与えないと考えられる。しかし、銀行行動(供給行動)の分析の側面からは、企業収益は、銀行貸出の長期的な利益率に大きく影響すると考える見方もある。このような見方が正しければ、企業収益率と銀行貸出の相関は主に、銀行の供給行動を反映したものと考えることが出来る。

第二に、株式収益率が主にキャッシュフロー

の代理変数である限り、借り入れコストへの影響はなくとも、借り入れ必要量に影響を与えるため、主に収益率との相関はこのような企業の資金需要スケジュールを反映していると考えられることも可能である。

第三に、株式収益率の劇的な悪化は、有意に貸倒れリスクの上昇をシグナルとした場合、このような大変化は、主に、貸倒れリスクの大幅な上昇に対する銀行の貸出行動の変化としてとらえることも可能であろう。

我々はこのような異なる三つの考え方に出来るだけ忠実に、データ解析を行なうことで、メインバンク的な貸出行動が、銀行貸出という債権エージェンシー・コストにどのような影響を与えているかを検証してみたい。

次節以降の本稿の構成は以下のようになっている。まず第 節では、メインバンクとエージェンシー・コストについての理論的整理を行なう。第 節では収益率と銀行貸出のパネルデータを使った実証分析を行なう。結論は第 節にまとめられている。

．メインバンクの理論と貸出リスク

メインバンクの行動については、様々な考え方やアプローチが可能であるが、本稿ではメインバンクのもつ経営監視・介入機能を中心とした考え方に限定する。それ以外には、例えば、暗黙的契約にもとづいて、メインバンクは貸出先企業の所得リスクを軽減するという考え方があるが、このような場合、メインバンクにリスク移転がなされるのは自明である(但し、銀行資産全体としてみると、このうちシステムティックなリスクのみが問題になる)。経営監視・介入機能に着目する限り、ここで問題とな

るリスクは主として貸倒れのリスク(Default Risk)である。実際はDefault Riskと言っても、Defaultがあくまで、返済不能という現象である限り、それが直ちに最終的なキャピタル・ロスに結びつくとは限らない。実際Sheard(1989)や有賀(1989)では、Default以降の処理にあって、メインバンクは再建可能な企業の清算(Liquidation)を防ぐことで、清算によって損なわれる人的資本の価値や、組織レントなどの費用を軽減する機能を持つのではないかと推測している。しかし、後に明らかにするように、

⁴⁾ 株式収益率との関係は、これまで殆ど分析の対象とされていないが、Hoshi et al.(1993)や池尾・広田(1992)は、トービンの q を含む変数で資本構成を分析している。 q の変化の大部分は、株式価格の変動であるから、多くの面で本稿の分析とHoshi et al.(1993)の分析が符合する結論を導くのはある意味で当然ともいえる。

実はこのような機能自体が、上に述べたような清算処理によるキャピタル・ロスの負担、というリスクを敢てメインバンクが担うことではじめて可能になっているといえる。そこで、以下では、Default以降の再建措置の細かい分析を経ることなく、貸倒れは、一次近似として、銀行資産に対する真のキャピタル・ロスを最終的に発生させる可能性が極めて高い現象と考えておく。

次の様な単純化された企業を考える。企業は経営者と株主から構成され、その資本は株式及び負債から成る。負債は簡単化のために銀行貸出と無担保社債のように公開市場で調達されるものとの2種類からなるとする。更にここでは、とりあえず、期首の時点で当初株主が経営者を雇用し、資金を調達し、期末まで事業を実行した後に、事業の成否に関わらず、期末に企業を清算するものとする。

メインバンクはこのような模型において、経営者、株主、債権者、及び銀行の4者間に発生する様々なエージェンシー・コストを削減するためのいくつかの機能をもつ存在として考える。第一にメインバンクは経営者の私的情報を監視する情報生産者として機能する。メインバンクは特に企業再建にあたり、経営陣以外の債権者間の利害調停や情報生産を行なうことも考えられるが、とりあえずここではDefault以前のエージェンシーコストの問題を分析することにしよう。第二点として、メインバンクは、経営者との二者間契約によって、銀行貸出のみならず、株式や負債での資金調達費用にも影響を及ぼし得る。メインバンクの貸出(契約)は株式や社債も保有する主体であることにより、また／あるいは、第一に述べた経営者の私的情報をモニターする点で、通常の銀行貸出(契約)とは異なる可能性がある。

- 1. 貸倒れリスクと銀行のモニター機能

情報生産者としての銀行の役割はDiamond(1984, 1991)などによる一連の論文によって、公開市場での負債調達と対比しての仲介機

関一般の社会的機能を説明するものとして確立した。

Diamondの考えは、Horiuchi et al.(1988) Sheard(1989)などにより、多少文脈を変えて、次のような形でメインバンクの情報生産機能として考えられた。即ち、不特定多数の債権者は各人の債権額に応じて、監視行動を行なうが、監視によって得られる情報のもたらす効果が共有されること、企業の発行する負債の極めて小さな部分しか各債権者は保有しないことの2つの理由により、監視活動への投資が過小になり、経営者との間でのエージェンシー・コストが高くなる。メインバンクはより大きな債権を保有することで、これら債権者の委任を受け、監視活動を債権者全体からみて望ましい水準を保つと。

それでは、メインバンクが代行する経営の監視とは、具体的にどのような債権所有者の利害を代表するものであろうか?第一に考えられるのは、貸出を行なっている銀行シンジケート全体であろう。また、銀行貸出以外にもメインバンクは企業の発行する(特にユーロ市場で発行される)社債の債務保証を行なうから、第二の考え方は、凡そ企業の発行する株式以外の負債の債権者全体の利害を代表するというものである。このいずれの考え方に立つにせよ、債務契約の監視人として銀行をとらえる限り、上の考え方は基本的に経営陣による過度のリスク・テキングを事前に察知し、策を講ずるという監視活動が中心になるものと思われる。このような監視活動は株主にとってはどのような影響をもたらすことになるであろうか?上に述べたような理論模型では株主と経営者を区別せず、債権保有者と経営者=企業=株主間のエージェンシー・コストを分析している。従って株式の収益構造については明確な結論は出せないのである。しかし、基本的には、債権を発行する企業が過度のリスクを負うというモラル・ハザードは、債権の収益構造により、株式の収益が企業収益に対して凸関数になることによって発生しているから⁵⁾、直接的なモニター行動により、

このような道徳的危険を防ぐことが出来るのであれば、株式の収益リスクも小さくなると考えられる。

他方、もしも、監視行動が主に逆選択に対してスクリーニングとしての効果をもつものであれば、このような結論は必ずしも支持されない。というのは、Diamond(1991)らが強調するように、銀行からの監視を選ぶ企業は必ずしも最も収益リスクの小さい企業とは限らないからである。収益リスクの低さが、監視以外のメカニズムにより保障されるような(優良)企業は、銀行の監視が必要ではなく、公開市場での調達を選ぶかもしれない。実際、銀行と企業の関わりを、企業のライフサイクルの中でみると、企業が収益をあげ成長して、揺るぎない財政基盤をもつに至ると、企業は次第に銀行から離れて、公開市場調達に傾斜するという一般的な傾向がみられる。

このような場合、銀行によるモニターを積極的に受け入れるのは、むしろ財政基盤が不安定で、立ち入った監視行動や情報収集を行なわない限り、債権の安全性が保障出来ないような企業であろう。Hoshi et al.(1993)は、1980年代に入ってから金利自由化の中で、収益率が好調であった企業は公開市場での資金調達に比重を移していることを明らかにしている。

メインバンクの監視行動が、主に企業債務のどの部分を所有する債権者の利害を代表するかに関しては、企業の経営者と株主の間のエージェンシー・コストとそれに対する方策次第でいくつかの考え方が可能である。もしも、メインバンクの機能が、Aoki(1992)やSheard(1992)の様に、主に業績が悪化した企業のコントロール権の処理過程における債権者の組織化・調停・情報提供にあるとするならば、メ

インバンクの行動は、自らのもつ対企業債権(株式を含む)をより劣後したものとして取り扱うことにコミットすることで、企業再建計画を策定し合意を形成することに主眼があるといえる。この場合、メインバンク自体のもつ債権リスクはそれにより一層高いものになるが、他の債権者のもつ債権に関しても、基本的にはより大きなコミットメントを債権にあたって求められるから、通常の未回収債権の処理よりはリスクが高くなると考えられる。

以上をまとめると、メインバンク的な情報生産活動を行なった場合に(メインバンク及びその他の)銀行貸出の貸倒れリスクに対する影響は(1)それが主にスクリーニングとして機能するか、モラルハザード防止に役立つのか(2)情報生産の目的が企業の発行するどの負債の利害を反映しているかによって大きく異なるといえよう。

- 2 . 企業のライフサイクルと銀行借入れ

- 1 では主に静学的な枠組の中で考察を行なったが、動学的な分析枠組で考える場合、大きく分けて2つのアプローチが可能である。第一の立場は、長期の契約にコミットできる能力を銀行に与えるもので、その詳しい分析は有賀(1989)およびStiglitz and Weiss(1983)の中で展開されている。そこでの分析の骨子は、以下ようになる。第一に、長期の契約にコミットできることで、銀行は過度のリスクを負担するような企業への融資打ち切りを行なう。これが企業のリスクと努力の水準の選択に影響を与えて、より効率的な決定がなされる。長期契約の特長は、将来の融資条件が、過去のパフォーマンスに依存することである。従って、企業の資金調達能力は、負債が株式かに拘わらず、企業

⁵⁾ 有限責任企業の発行する負債の債権者は企業の清算価値を超える残債不払い分を請求できない。このため、株式の収益下限は、企業の倒産(清算)によって与えられ、他方、負債の元金・利子を支払った額を越える収益は全て株式に帰属する。このような株式の収益構造は、企業収益の凸関数となり、倒産時に負債の所有者に帰属する下方リスクを株主が考慮しないかぎり、過剰なリスクを負うプロジェクトを実行する傾向をもたらす。

業績の高いものほど、実行金利が低く、一定程度を越えて業績(負債の返済実績)が悪い企業は資金を打ち切られる。従って、株式収益率と資金調達実績の間には正の相関がみられることが予想される。

第二の考え方は、長期契約にコミットできる能力を銀行に与え、銀行が企業業績に応じた契約をオファーする代わりに、企業自身が過去の業績に従い“名声(Reputation)”を積みあげる均衡を分析するものである。詳しい分析はDiamond(1991)に展開されているが、その結果は次のようになる。優良(期待利潤の高いプロジェクトをもち、リスクの高い選択をしない)企業は、設立当初は銀行借入に頼るが、やがて貸倒れリスクの低い企業だとの“名声”を確立し、その後は銀行の監視を必要としない社債等の発行で資金調達を行なう。リスク程度が“中位”の企業は銀行の監視を受けつづけることでしか、リスクの高い投資を行なう道徳的

危険を防止できないため、銀行借入に依存した資金調達をつづける。リスクが極めて高い企業は、銀行の監視により、すぐに取引停止をうける。結局、極めて優良な企業と極めてリスクの多い企業は銀行に借り入れがなく、中位企業や設立当初の企業が銀行借入に依存することになる⁶⁾。

このような“名声”の均衡では、株式収益率と銀行借入には明らかに負の相関が観察されるはずである。しかも、この負の相関は、企業のライフサイクルに対応するような長期の間での業績(株式収益率)と銀行借入の間に観察されよう。

以上を要約すると、株式収益率と銀行借入の相関は、主にインセンティブメカニズムが銀行の長期契約によって用意されるか、企業の“名声”によってもたらされるかにより正反対の結論をとりうる。

・株式市場と銀行貸出

本節では銀行貸出(借入)行動と借入企業の株式収益率の関連を詳しく分析する。前半は主に貸出額の変化についての回帰分析を、後半は、株式収益率からみた銀行の貸出債権のリスクについての分析を行なう。

- 1. 貸出量変化の分析

本稿で対象とするのは、上場企業1965社と、普通銀行108行の間での短期(満期一年未満)と長期の貸出額と、企業の株式収益率の相関である。表1は、本稿で用いた貸出総計の全体的なトレンドをまとめたものである⁷⁾。

上場企業向け貸出の総数は1990年末に約39兆円に達しており、うち28兆が長期貸出し、11兆

強が短期貸出しである。この間貸出し額は全体で年率7%で成長、長期は6.5%、短期は8.5%、それぞれ年率平均で成長した。長期・短期を問わず、都銀13行に比べ、地銀・第二地銀(以下総称して地銀と呼ぶ)の貸出し成長率が上回っており、とくに短期貸出しはこの間約2.5倍に拡大した。

- 1 - 1. 株価収益率と貸出額の関係

最初に、上場企業のサンプルに含まれる全ての普通銀行からの各企業毎の借入総額と株価収益率の関連をみた。

表2は、1983-1990年度的全サンプルについて、収益率と借入額変化率について、期間を2

⁶⁾ 伊丹編(1993)は、日本の銀行業の分析において、この点を詳細に記述している。

⁷⁾ 本稿の分析に用いたデータの詳細については付録を参照のこと。

銀行貸出行動と株式収益率：ノート

表 1 上場企業と銀行借入額の推移

	総 計	都 銀	地 銀
1983－1990年 平均成長率	7.01%	6.79%	7.91%
1983	240901	196112	44788
1984	251339	203757	47581
1985	268257	217195	51061
1986	311437	250497	60940
1987	336017	270451	65566
1988	342745	276050	66694
1989	354685	284788	69897
1990	387111	310794	76317

単位：億円

	短期貸出計	都銀・短期	地銀・短期
1983－1990年 平均成長率	8.51%	7.91%	12.85%
1983	60482	53954	6527
1984	58358	51782	6575
1985	57885	51021	6864
1986	74157	65430	8727
1987	83949	73657	10292
1988	87578	75668	11909
1989	87699	74924	12774
1990	107152	91933	15219

単位：億円

	長期貸出計	都銀・長期	地銀・長期
1983－1990年 平均成長率	6.48%	6.36%	6.92%
1983	180418	142157	38261
1984	192980	151975	41005
1985	210371	166174	44197
1986	237279	185066	52212
1987	252068	196793	55274
1988	255167	200381	54785
1989	266986	209863	57122
1990	279959	218860	61098

単位：億円

表2 基本型の回帰分析と株主構成の効果

	基本型		ダミー	関連会社	個人株主	旧財閥系 3グループ	戦後金融系 3グループ
8年	C	-0.225 ^a	D	-0.179 ^b	0.899 ^a	-0.142	-0.154
	Return	-0.423 ^b	D*Return	1.187 ^a	-0.426	0.512	-0.867 ^c
	Low	-1.773 ^a	D*Low	3.090 ^a	-0.370	1.197	-0.390
	Low*Return	-7.650 ^a	D*Low*Return	4.634 ^a	1.230	2.667	1.141
	$\bar{R}^2$	0.100	F検定	0.00096 ^a	0.05327 ^c	0.45756	0.02072 ^b
7年	C	-0.169 ^a	D	-0.165 ^a	0.510 ^a	-0.194 ^a	-0.143 ^b
	Return	-0.347	D*Return	1.026 ^a	0.856	0.580 ^b	-0.820 ^b
	Low	-0.992 ^a	D*Low	2.185 ^a	1.377	-0.038	0.500
	Low*Return	-4.785 ^a	D*Low*Return	2.632 ^a	2.333	-0.449	3.132 ^c
	$\bar{R}^2$	0.0859	F検定	0.00005 ^a	0.00484 ^a	0.06833 ^c	0.00013 ^a
5年	C	-0.158 ^a	D	-0.0325	0.262 ^b	-0.111 ^b	-0.096 ^b
	Return	0.206 ^b	D*Return	0.367 ^a	1.076 ^a	0.235	-0.729 ^a
	Low	-0.200	D*Low	1.438 ^a	0.996 ^c	-0.013	-1.672 ^a
	Low*Return	-2.267 ^a	D*Low*Return	1.837 ^b	0.060	0.288	-1.377 [*]
	$\bar{R}^2$	0.438	F検定	0.00049 ^a	0.00000 ^a	0.00889 ^a	0.00000 ^a
3年	C	-0.0400 ^a	D	-0.0189	0.338 ^a	-0.122 ^a	-0.094 ^a
	Return	-0.0290	D*Return	0.1360 ^b	-0.0133	0.176 ^a	-0.151 ^b
	Low	0.434 ^a	D*Low	0.276	2.232 ^a	0.526	-1.476 ^a
	Low*Return	0.208	D*Low*Return	0.067	3.180 ^a	0.648	-1.8111 ^a
	$\bar{R}^2$	0.746×10^{-2}	F検定	0.11094	0.00000 ^a	0.00182 ^a	0.00000 ^a
2年	C	-0.243×10^{-2}	D	0.0172	0.3012 ^a	-0.057 ^b	-0.060 ^b
	Return	-0.352 ^b	D*Return	0.0375	-0.134	0.063 ^c	0.019
	Low	-0.662	D*Low	0.0845	0.186 ^b	0.019	0.077
	Low*Return	-0.0596	D*Low*Return	-0.0213	0.227 ^b	-0.083	-0.056
	$\bar{R}^2$	0.293×10^3	F検定	0.43842	0.00000 ^a	0.16766	0.15670

注(1) 上記結果は基本型の右側変数に各項に明記した変数を加えたものを説明変数として回帰したもの

注(2) D：右欄のそれぞれの属性に対応するダミー変数

Return：株式収益率

Low：株式収益率が平均より標準偏差以上下回るサンプルに付すダミー変数

注(3) ^a 1%で有意 ^b 5%で有意 ^c 10%で有意

- 8年の間でとった結果を示す。表2左欄の基本型の回帰式から直ちに気がつくことは、低収益率企業の借入の伸び率が、どのような期間でとっても一貫して他を上回ること、これは特に長期をとればとる程より鮮明になる。これに対して、収益率が中高位の企業についても借入変化と株式収益率の関係は概して逆相関がみられるが短期借入れでは安定的ではない。

このように、株式収益率と銀行借入の関係は、変化を観察する期間の長さを問わず、凡そ負の相関が観察できるが、長期になると低収益である企業の方が借入額を増加させるという効果がドミネートするように思える。このような観察は、前節で述べた「企業のライフサイクルと銀行への依存度」に関する仮説と斉合的である。即ち、長期間にわたり、高収益をあげる企業は、銀行への借入依存から脱却し、その資金調達を主に公開市場で行なうことになる。他方、低収益の企業は低収益の期間が長期にわたればわたる程、公開市場での調達が難しくなり銀行借入への依存度は高まるものと考えられる。

企業の資金調達コストや経営コントロール権の特徴を代表すると考えられる様々な株主構成の代理変数を使った計測結果は表2右欄に示されている。上場非金融機関企業が筆頭株主であるような関連企業において特に有意な違いが認められ、全体として株式収益率と銀行貸出の間にみられる負の相関を打ち消す方向に働いていることが観察される。これとは逆に負の相関を増幅効果が主要財閥系企業グループの場合に一定程度観察されるが、概して有意度は低く、殆どの場合、F検定での帰無仮説が棄却できても各係数のt値は概して有意ではない。

関連会社と同様の傾向が観察されるのが個人株主である。但し、関連会社ダミーはより長期で係数の有意度が高く、個人株主ダミーはより短期で係数の有意度が高い違いがみられる。これら二つのケースは、経営者に対して株主のコントロールが比較的強固で、他方、銀行を含めて、有力株主と経営者以外の債権者や株主に経営に関する情報があまり伝達されず、外部から

監視が緩やかになりがちであるかもしれない。従って、銀行借入れのもつモニター機能が有効でなく、収益率と銀行借入れの間にはむしろ正の相関がみられることになる。

他方、予想されたように、企業グループダミーはおおむね、収益率の負の影響を強化する方向に働くことがわかる。但し、同じ企業グループダミーでも、三井・三菱・住友の旧財閥関係ではなく、既存の3グループのダミーの方がより有意である。旧財閥系のダミーは、期間のとり方によって、係数値の変動が激しく、全体として強く一貫した効果ではない。

これらの観測は全体としてみると、株式収益率と銀行借入の間にみられる負の相関が、主として、企業(経営者)の公開市場での資金調達の容易さを代表するものだという仮説と斉合的であるといえよう。

その理由の第一は、収益率と借入の相関、及び株主構成を示すダミー変数の効果が、期間を長期にとればとる程より安定的で有意になり、短期では説明力が落ちる点である。短期の資金需要額の変化と企業業績及び株価との相関からこのような事実を説明するのは困難である。

理由の第二は、公開市場での資金調達の容易さを代表すると考える、企業グループダミーがいずれも低収益率企業からの借入を増加させる方向に、逆に個人株主・関連会社ダミーが低収益企業の借入を制御する方向に、働いている点である。また、この事実は、上の相関が、資金難に陥った企業への銀行からの積極的な協力をあらわしているという考え方を緩やかに支持する。しかし、全体的な回帰式のフィットの程度も考慮すると、むしろ強調すべきは、個人株主や関連企業では上のような傾向がみられない点であろう。

- 1 - 2 . 企業・銀行間借入れパネルデータの分析

次に、我々は個別銀行 = 企業間の借入のサンプルを使い同様の分析を行なった⁸⁾。主要結果は表3に要約されている。短期借入と長期借

表3 パネルデータによる銀行貸出額変化率の回帰分析

ダミー変数	短期借入れ			長期借入れ		
	基本型	メインバンク1 ⁽²⁾	メインバンク2 ⁽³⁾	基本型	メインバンク1	メインバンク2
C	-0.153*** ⁽⁴⁾	0.168***	0.155***	-0.0942***	-0.0998***	-0.0971***
Return ⁽¹⁾	-0.038***	-0.038***	-0.036***	0.00136	0.838×10^{-3}	0.808×10^{-3}
Low ₋₁ ⁽²⁾	0.204***	0.143***	0.131***	0.0253***	0.0273***	0.0254***
Low ₋₁ × Return	-0.089**	-0.107***	-0.111***	-0.0179***	-0.0160***	-0.0165***
Dummy	—	-0.127***	-0.205***	—	0.0519***	0.0791***
Dummy × Return	—	0.0181	0.00282	—	0.274×10^{-2}	0.0171*
Dummy × Low ₋₁	—	-0.0600***	-0.0261	—	-0.0171	-0.328×10^{-2}
Dummy × Low × Return	—	0.0072	0.0891**	—	-0.0149	-0.0379
R ²	0.045	0.052	0.049	0.988×10^{-3}	0.212×10^{-2}	0.221×10^{-2}
DummyのF検定	—	*** ⁽⁵⁾	***	—	***	***

注(1) Return：株式収益率

注(2) Low₋₁：前年度株式収益率が平均より低い企業に対するダミー変数。

注(3) メインバンク1は、貸出額が1位の銀行からの借入れ額に対するダミー変数。メインバンク2は、メインバンク1のうち企業も銀行も同一の企業集団に属する場合のダミー変数。詳細はデータ付録参照のこと

注(4) *** 1%でダミー変数以下の4つの係数値がゼロである帰無仮説を棄却

注(5) ***係数が1%で有意, ** 5%で有意, *10%で有意

入の間で若干結果が異なるが、個別貸借関係のサンプルを用いた回帰式の大きな特徴は、収益率と借入の関係が一貫して負であり、特に低収益率企業において負の効果が大きく、借入増加が、低収益企業に集中していることがはっきりと読み取れる。次に借入額1位で定義したメインバンクからの借入にダミー変数を加えた場合、短期ではダミーの定数項が負、長期では正でそれぞれ有意である。つまり、メインバンクにあたる銀行からの借入は概してこの間短期から長期への振替が行なわれていたことを示している。メインバンクから借入は、収益率及び低収益率ダミー×収益率でいずれもダミー変数がない場合の係数値と逆であり、メインバンクからの借入に関しては、それ以外の借入程、低収益企業への集中がみられないことが解かる。但し、係数値は有意でないものが多く、全体として、メインバンクとそれ以外の銀行からの借入に目立った差異は観察されないと言えよう。このことは、6大企業集団に属し各グループ内銀行からの融資額が1位であるような、より狭義のメインバンクをダミー変数とした場合でもほぼ同じ結果が得られる。

しかし、メインバンクとの関係は、その安定度次第で大きく異なる可能性がある。そこで、表4では、メインバンク(貸出額1位)が交代した企業と交代しなかった企業の間での収益率の比較を行なった。全体として、一貫した傾向が観察できるのは、一部上場、特に都市銀行がメインバンクである場合に限られ、この場合、メインバンクが不変の企業の平均収益率が、メインバンクを変更した企業のそれを上回っている。しかし、他の場合は一貫した傾向はみられず、株式収益率とメインバンクの安定度に強い頑健な傾向が観察されるとは到底言えない。

以上の分析結果は、基本的に株式収益率と借入額変化で把える限り、比較的メインバンクか

らの借入が収益率に依存しないという点を除いてメインバンクと企業の間に行からの借入と目立った差異がないことを示唆するが、念の為に、変化を観察する期間を長・短期さまざまなケースで回帰を行ったものが表5である。結論は大きく変化しないが、やや詳しくみると次の諸点が観察される。第一に、長期間の借入額の変化を説明する回帰式の方がフィットが良く、これは、借入総額に関する回帰式と同様の傾向がみられる。第二に、短期借入においては、メインバンクからの借入額は、他行に比べて収益率との相関はほぼゼロ(つまりReturnの係数とMain×Returnの係数の和はほぼゼロ)で、やはり、メインバンクからの借入は他行借入に比べて株式収益率からの影響が小さいことが読み取れる。第三に、概して長期よりも短期借入の方がフィットが良く、期間のとり方によって計数

表4 メインバンクの安定度と株式収益率

		1985年	1988年	1990年
都銀 1部上場	短期	+〈+〉	+〈+〉	+〈+〉
	長期	+〈+〉	+〈+〉	-〈-〉
都銀 他市場上場	短期	+〈+〉	+〈+〉	-〈+〉
	長期	+〈+〉	+〈+〉	-〈-〉
地銀 1部上場	短期	-〈-〉	-〈-〉	+〈+〉
	長期	+〈+〉	+〈+〉	+〈+〉
地銀 他市場上場	短期	-〈-〉	+〈+〉	+〈-〉
	長期	-〈+〉	-〈+〉	+〈-〉

+〈-〉は、メインバンク貸出額1位が1983年度と比べ変化しなかった企業について、メインバンクが変化した企業より平均収益率が高い(低い)ことを示す。

〈 〉内は、同様の比較を収益率の標準偏差について行なったもの。

8) 以下の分析におけるサンプルは、各企業と各銀行の間の借入額の年次パネルデータであり、表1及び2のサンプルは各企業の全普通銀行からの借入額合計である。

表5 借入(長期)変化率と株式収益率：期間変化の影響

	2 年 ⁽²⁾	3 年	4 年	5 年	6 年	7 年
C	-0.811*** ⁽³⁾	-0.128***	-0.195***	0.179***	-0.213***	-0.229***
Return	0.274×10^{-2}	0.0107***	0.0339***	0.643×10^{-2}	-0.121×10^{-2}	0.0136***
Low ₋₁	-0.0403*	-0.0351	-0.0792**	-0.0191	0.0672*	-0.163***
Low ₋₁ × Return	-0.0667***	-0.0863***	0.549**	0.0186	0.503**	-0.152****
Main ⁽¹⁾	0.0916***	0.128**	0.181***	0.184***	0.222***	0.278***
Main × Return	-0.0228**	-0.0244**	-0.0112	0.0221	0.0226	-0.0151
Main × Low ₋₁	0.115	0.246***	0.0118	0.0114	-0.210	0.997
Main × Low ₋₁ × Return	0.137*	0.215***	-0.320	-0.0432	-0.0523	0.0877
R ²	0.458×10^{-2}	0.869×10^{-2}	0.0176	0.121	0.0141	0.0177
F検定	0.0000***	0.0000**	0.0000**	0.0000***	0.0000***	0.0000***

表5 借入(短期)変化率と株式収益率：期間変化の影響(続き)

	2 年 ⁽²⁾	3 年	4 年	5 年	6 年	7 年
C	0.188*** ⁽³⁾	0.267***	0.321***	0.383***	0.436***	0.471***
Return	-0.0710***	-0.0830**	-0.0852	-0.0860***	-0.0810***	-0.0638***
Low ₋₁	0.858×10^{-2}	0.0143	-0.0391	0.212***	-0.0234	0.267***
Low ₋₁ × Return	-0.0527	-0.0739**	-0.113***	-0.0124	-0.0772***	-0.368×10^{-2}
Main ⁽¹⁾	-0.164***	-0.221***	-0.262***	-0.285**	-0.3138***	-0.253***
Main × Return	0.0631***	0.0769***	0.0853***	0.0852***	0.0969***	0.0463**
Main × Low ₋₁	-0.271*	-0.449***	-0.461***	-0.560***	-0.291*	-0.500*
Main × Low ₋₁ × Return	-0.173*	-0.227**	-0.246***	-0.242***	-0.162**	-0.184*
R ²	0.031	0.059	0.086	0.112	0.109	0.116
F検定	0.0000***	0.0000***	0.0000**	0.0000***	0.0000***	0.0000***

注(1) Mainは表3のメインバンク2と同じダミー変数、他の変数の定義も表3に同じ

注(2) 各期間は、貸出額変化率と株式収益率平均をとる期間の長さをあらわす。例えば「2年」のコラムの左側変数は、2年間隔でとった貸出額変化率である。

注(3) *** 1%で有意, ** 5%で有意, * 10%で有意

値のばらつきが小さく安定的である。

以上、メインバンクからの借入と他行からの借入の間に有意な差が観察されるか否かを、様々な角度から眺めてきたが、ある程度一貫した差異として、メインバンクからの借入が、他行からの借入程、株式収益率によって大きく影響を受けない点が指摘できる。我々の分析の対象となるサンプル期間では、サンプルの最終の年度を除くと、活発な資金調達が行なわれ、特にユーロ市場での起債や国内でも転換社債の発行が急増した時期にあたる。株式収益率と銀行借入額変化の間の負の関係は、全体として資金調達が銀行借入から株式・社債等の直接金融へシフトしたこと、他方では、このような資金調達への道が閉ざされていたのが株式収益率が特に低い企業であったことを反映している。上の分析はメインバンクからの借入においては、このような他の調達手段へのシフトが比較的緩やかであったことを示すと言える⁹⁾。

本稿の分析において支持されなかったのは、メインバンクが、低収益を長期にわたり続ける様な企業への融資を集中する、といった救済機能に関する仮説である。本節を閉じる前に、この点に念を押すため、あと一つの異なった分析結果を示す。表6は、企業毎の融資順位のランキング間の遷移確率をまとめたものである。低収益企業とそれ以外の企業での、融資順位の変動確率の間に大きな差異は観察できない¹⁰⁾。どちらかと言えば、極くわずかに、収益率が高い企業の方が、融資順位の変動確率は小さく、より安定的であることを示している。しかし、それ以上に有意な差は、途中で上場廃止あるいは、この期間中に新規上場された企業において、変動確率のはるかに大きいことで、融資順位の安定度が企業自身の長期ライフサイクルに

より影響を受けることが解かる。

メインバンクの資金難企業に対する救済機能が本稿の分析では支持されなかったのには、幾つもの理由が考えられ、本稿でその原因を特定することは不可能である。しかし、この間に進出した金融制度改革と自由化がもたらした影響をその一つの理由として考えることは極めて自然であると思われる。制度改革と自由化をここで「規制緩和」と総称して、この間の変化が基本的に、企業の資金調達手段の多様化を準備したとしてみよう。

この場合、メインバンクの機能については、二つの方向からの影響が考えられる。まず第一は、メインバンクの機能が発揮されるための制度的条件として、比較的規制の厳しい資金市場が有利に働いたと考えるものである。厳しい参入規制は、他の公開市場での資金調達との競争を緩和すると共に、他方では、銀行間の顧客をめぐる競争にも一種のブレーキとして作用し、このような環境下ではじめて、メインバンクの顧客企業に対するモニター機能は作用するという考えである〔藪下(1992)〕。

もう一つの可能性は、金融市場や金融機関の間での競争ではなく、政策当局と金融機関の関係に注目するもので、仮に、メインバンク的機能が、強い政策当局の要請を受けた銀行の非自発的行動であったならば、「規制緩和」は、そのような政策当局の金融機関の行動に対する影響力の減少をもたらしたかもしれない。

- 2 . 銀行貸出の劣化

前節の分析からも明らかなように、銀行の貸出先企業の株式収益率は、市場ポートフォリオに比べて有意にリターンが低い。このことから考えると、1983-1990年の銀行貸出全体を一つ

⁹⁾ 収益率が全株式の単純平均収益率を標準偏差分以下まわる場合、ある程度融資額1位行のシェアが高くなる傾向が認められる。但し、1983 - 1990年の8年間のうち、84, 87年は全サンプル平均の融資額1位行のシェアの方が高く、この関係も決して安定的ではない。しかし、全年度平均をとると、全サンプル平均で融資額1位行のシェアは24.9%、低収益企業は、27.2%とやや高い。

¹⁰⁾ 株式収益率の標準偏差の大きさによりグループ分けをした場合も、遷移確率の有意な差異は認められない。

表 6 融資順位の遷移確率

短期：全サンプル（期間中新規上場廃止を含む）

	1 位 ⁽¹⁾	2 位	3 位	4 位	5 位	6 位以下
1 位 ⁽¹⁾	0.7955	0.1260	0.0613	0.0469	0.0281	0.0059
2 位	0.1122	0.6432	0.1452	0.0769	0.0466	0.0105
3 位	0.0459*	0.1233	0.5667	0.1545	0.0643	0.0139
4 位	0.0248	0.0548	0.1347	0.5375	0.1173	0.0182
5 位	0.0105	0.0256	0.0494	0.1107	0.5588	0.0287
6 位以下	0.0107	0.0269	0.0425	0.0732	0.1846	0.9226

短期：通期上場全サンプル

	1 位	2 位	3 位	4 位	5 位	6 位以下
1 位	0.8775	0.0853	0.0337	0.0213	0.0151	0.0056
2 位	0.0786	0.7642	0.0984	0.0403	0.0260	0.0103
3 位	0.0243	0.0918	0.7114	0.0977	0.0422	0.0134
4 位	0.0101	0.0328	0.1015	0.6833	0.0851	0.0181
5 位	0.0048	0.0111	0.0313	0.1054	0.6665	0.0284
6 位以下	0.0044	0.0146	0.0233	0.0518	0.1648	0.9239

短期：低収益

	1 位	2 位	3 位	4 位	5 位	6 位以下
1 位	0.8757	0.0829	0.0329	0.0248	0.0148	0.0054
2 位	0.0783	0.7771	0.0899	0.0331	0.0249	0.0087
3 位	0.0240	0.0826	0.7319	0.0926	0.0427	0.0109
4 位	0.0112	0.0303	0.0967	0.7041	0.0801	0.0143
5 位	0.0057	0.0117	0.0254	0.1009	0.6882	0.0235
6 位以下	0.0049	0.0151	0.0228	0.0442	0.1490	0.9369

短期：高収益

	1 位	2 位	3 位	4 位	5 位	6 位以下
1 位	0.8798	0.0885	0.0348	0.0165	0.0154	0.0059
2 位	0.0790	0.7470	0.1100	0.0501	0.0276	0.0132
3 位	0.0247	0.1041	0.6835	0.1047	0.0415	0.0177
4 位	0.0088	0.0360	0.1080	0.6546	0.0920	0.0250
5 位	0.0037	0.0102	0.0394	0.1117	0.6368	0.0371
6 位以下	0.0037	0.0139	0.0240	0.0622	0.1864	0.9008

(1)横方向の順位が前年度の状態、縦方向が当年度の順位をあらわす。たとえば*印の数値は、前年度融資第1位行が当年度3位になる確率が4.59%であることを示す。

銀行貸出行動と株式収益率：ノート

表 6 融資順位の遷移確率(続き)

長期：全サンプル（期間中新規上場廃止を含む）

	1 位 ⁽¹⁾	2 位	3 位	4 位	5 位	6 位以下
1 位 ⁽¹⁾	0.8206	0.1000	0.0379	0.0214	0.0167	0.0016
2 位	0.1031	0.6598	0.1326	0.0605	0.0345	0.0029
3 位	0.0321*	0.1343	0.5924	0.1340	0.0745	0.0053
4 位	0.0190	0.0485	0.1245	0.5426	0.1568	0.0116
5 位	0.0107	0.0220	0.0474	0.1321	0.5194	0.0267
6 位以下	0.0142	0.0351	0.0649	0.1092	0.1977	0.9517

長期：通期上場全サンプル

	1 位	2 位	3 位	4 位	5 位	6 位以下
1 位	0.9045	0.0621	0.0175	0.0075	0.0047	0.0014
2 位	0.0593	0.7994	0.0871	0.0301	0.0143	0.0028
3 位	0.0158	0.0840	0.7400	0.1002	0.0339	0.0049
4 位	0.0076	0.0220	0.0885	0.7012	0.1011	0.0111
5 位	0.0041	0.0122	0.0272	0.0872	0.6549	0.0258
6 位以下	0.0084	0.0200	0.0394	0.0735	0.1429	0.9536

長期：低収益

	1 位	2 位	3 位	4 位	5 位	6 位以下
1 位	0.9003	0.0622	0.0185	0.0081	0.0059	0.0016
2 位	0.0598	0.8019	0.0831	0.0269	0.0165	0.0031
3 位	0.0185	0.0789	0.7501	0.0895	0.0344	0.0048
4 位	0.0092	0.0213	0.0849	0.6747	0.1043	0.0099
5 位	0.0041	0.0127	0.0249	0.0769	0.6876	0.0251
6 位以下	0.0078	0.0226	0.0382	0.0000	0.1511	0.9552

長期：高収益

	1 位	2 位	3 位	4 位	5 位	6 位以下
1 位	0.9102	0.0618	0.0161	0.0058	0.0042	0.0011
2 位	0.0587	0.7960	0.0926	0.0321	0.0145	0.0024
3 位	0.0120	0.0909	0.7262	0.1069	0.0412	0.0051
4 位	0.0053	0.0229	0.0935	0.6776	0.1202	0.0127
5 位	0.0042	0.0116	0.0303	0.0945	0.6549	0.0269
6 位以下	0.0092	0.0165	0.0410	0.0828	0.1647	0.9515

(1)横方向の順位が前年度の状態，縦方向が当年度の順位をあらわす。たとえば*印の数値は，前年度融資第1位行が当年度3位になる確率が3.21%であることを示す。

のポートフォリオを通してみると、継続的な資産の劣化がみられたのではないかと推測される。そこで、まず1983 - 1990年間の株式収益率と貸出額のデータから、市場の株価単純平均収益率をベンチマークとして、貸出額でウエイト付けした株式収益率を作成した。

表7に示すように、銀行貸出額でウエイト付けした株式収益率平均は、期間全体でみると一貫して市場ポートフォリオを下回る。しかも、標準偏差は、一貫して平均利回りとは逆相関にあり、もっとも平均収益率の低い、短期貸付額でウエイト付けした場合、標準偏差は市場ポートフォリオの約1.4倍となっている。このことは、暦年単位でこれらの収益率を比較するとよりはっきりする。銀行貸出でウエイト付けしたポートフォリオは、1986、1988年に市場ポートフォリオを大きく上回る収益率を得ているが、その反面1987年及び1990年には、目立って市場ポートフォリオよりも悪いパフォーマンスで、収益率の変動が極めて大きい。このように、銀行貸出は、株価の収益率が低く、変動率の高い企業に集中して行なわれている¹¹⁾。

このような傾向は1990年末には一層明確になっている。表8は1983年の貸出ウエイトで固

定した場合の株式の平均収益率と1990年の貸出ウエイトで固定し、1983年当初から同一ポートフォリオを持ち続けた場合の2つのポートフォリオを比較するものである。どのような貸出のカテゴリーをとっても、1983年度ウエイト固定に比べて1990年ウエイト固定のポートフォリオは収益率が低い。しかも、これらのポートフォリオをみると、一貫して、短期貸出のウエイト付けを使ったポートフォリオの方が、両者の間の格差は大きく、しかもマーケット・ポートフォリオに比べての格差も大きい。また、地銀と都銀を比べると、どのカテゴリーでみても都銀の貸出額のウエイトを使ったポートフォリオの方が収益が悪く、特に短期資金のウエイト付けでの都銀と地銀の収益率格差が目立っている。

表8 1983年、1990年のウエイトで固定した株式ポートフォリオの収益率
市場ポートフォリオ 16.1%

		全 貸 出	短 期	長 期
都銀・地銀計	1983	14.1%	12.7%	15.0%
	1990	10.6%	9.1%	14.2%
都 銀	1983	13.2%	9.4%	14.0%
	1990	9.2%	8.2%	10.6%
地 銀	1983	15.0%	15.1%	14.9%
	1990	10.7%	8.8%	11.2%

表7 貸出額でウエイト付けした株式ポートフォリオ収益率

(1983-1990年)			
市場ポートフォリオ 単純平均	16.1% (.192)		
	全 貸 出	短 期	長 期
都銀地銀計	13.2%(.265)	13.2%(.266)	13.9%(.253)
都 銀	13.6%(.258)	13.1%(.266)	13.8%(.256)
地 銀	13.9%(.252)	13.9%(.254)	14.0%(.246)

() 内は、各年度内の各ポートフォリオのリターンをサンプルとした標準偏差

このような貸出債権の貸倒れリスク変化は、銀行貸出に含まれるリスク・プレミアムに影響を及ぼさずにはいられない。表9は、短期については、公社債現先の3ヵ月物の利回りを、長期については国債流通利回りをベンチマークとして、貸出約定平均金利との差の経年変化をみたものであるが、貸出金利のプレミアム分が1983 - 1990年の間に上昇している。しかも重要

¹¹⁾ 貸出先企業の貸倒れリスクの上昇は、実際には、このサンプルが示す結果以上に急激であった可能性が高い。第一に、個人向けや中小企業向けの融資のシェアが急速に高まり、本稿の分析の対象とする上場企業向け貸出しの比率は大きく落ち込んだからである。第二に、数多くの銀行が、オフ・バランスのリスクを債務保証等の形で負ったと言われ、これらは本稿のデータにはあらわれない貸倒れリスクである。このような隠れた貸倒れリスクの多くが、いわゆるノンバンク経由の迂回融資という形で発生したといわれる。

なことは、長期における変化が著しいことで、1983年の逆鞘.6～.8%から1991年には1.4～1.5%の順鞘と、この8年間に2%を超えるプレミアムの変化がみられた。短期においてはこの変化幅はやや小さいが、同じ傾向がみられ、1983年から8年間で約1%強のプレミアム増加が起こっている。しかも、これらのプレミアムの変化は、地銀よりも都銀においてより大きく、これも、株式収益率データからみたりリスク上昇と軌を一にしているといえよう。

表9 貸出金利プレミアムの上昇

	都 銀		地 銀	
	短 期	長 期	短 期	長 期
1983年1月	-0.24%	-0.79%	0.13%	-0.59%
1991年12月	1.15%	1.44%	1.4%	1.53%
上昇幅	1.39%	2.23%	1.28%	2.12%

短期：短期の貸出約定平均金利—公社債現先3ヶ月物利回り

長期：長期貸出約定平均金利—国債流通利回り

これらの諸点を総合すると、1980年代の貸出行動をみる限り、貸出市場ではかなりはっきりとした逆選択の現象が見受けられる。つまり、

株式市場での調達が困難な企業への貸出シェアが増加し、それによって、貸倒れリスクが上昇、その結果、準備金積増しや不良債権償却費の増加等を通じて約定平均金利が上昇、一層優良貸出先のシェアが減少するといった悪循環のサイクルである。もちろんこの間、前半は未曾有の株式ブーム、後半はバブルの崩壊という例外的な期間であり、しかも、金融自由化が継続した時期であるといった特殊事情が影響を与えている可能性はある。しかしこれらの点も、1983年から1990年の間に起こった、貸出先企業の変化の重要性をいささかも減じるものではない。

最初にも述べたように、この間、都銀は優良貸出先の過半を(1)これら企業の資金調達先のシフト、(2)これら企業の業績自体の悪化のいずれかにより失った。都銀の中小企業向け貸出の貸出全体に占めるシェアは1987年の47%から、1990年末は70%足らずにまで上昇した。地銀の同じシェアが70%弱から80%への変化に留まったことと比べても、この間の都銀の貸出債権のリスク構造に非常に大きな変化があったことは否定出来ない。

IV. 結論

本稿では1983 - 90年の上場企業による銀行借入のデータと株式収益率データを組み合わせて分析することで、企業の資金調達における銀行借入と他の資金調達先の間の選択について分析を行なった。本稿の分析の結果は、1983 - 1990年の間に、かなりはっきりとした銀行貸出の債権としてのリスク上昇がみられたことを示した。このことの背景には、基本的には次の二つの要因が関わる可能性が考えられる。まず第一にこの間続いた金融制度改革や自由化により、企業の資金調達の選択肢が大きく拡大し、特に1980年代後半の急速な株価上昇を背景に、株式と負

債をミックスしたタイプの債券による調達が盛んになった点である。規制緩和の効果を重視するならば、これまでの銀行借入重視の資金調達のあり方は、かなりな程度まで、他の資金調達への道が閉ざされていたことによるもので、公開市場へのアクセスが容易で、純資産が大きく、収益も好調な企業程、銀行借入への依存度を減らしたと考えられる。結果として、銀行借入がこの間増加した企業は、株式収益率が低い企業に集中し、収益率の標準偏差の大きさからみてもよりリスクの高い企業に集中した。この傾向に対し、メインバンクとの関係が安定的な

企業グループにおいては、むしろ収益率との相関は小さく、銀行からみて、貸出先の劣化は比較的軽微に済んだと言えよう。しかし、この結果はそれ程大きなものではなく、全体としては、企業業績と銀行借入の負の相関は、この期間の全ての銀行借入について成り立つ。

この間の変化の第二の要因として挙げられるのは、規制緩和と関わりなく、銀行による監視・介入を含むような借入契約の果たすエージェンシー・コスト削減の効果が、企業の資本構成や、収益構造の違いにより異なるという点である。株式収益率との相関でみる限り、このような予想は概して強い支持を受けたとはいえない。まず第一に、一時的な資金繰りの悪化に対応して、銀行借入が機能的になされていると考えられる証拠に欠ける。収益率と銀行借入の関係は、長期間の借入額変化とその間の平均収益率においてより安定的で強い負の相関がみられ、短期の場合は、統計的に有意な結果が得られない。但し、本稿の計測には、資金繰りそのものを示すようなデータがないため、銀行による監視・介入の役割について、更なる研究の必要性を指摘するものと考えらるべきであろう。いずれにしても明らかなことは、1980年代の銀行借入

の市場では、着実な借入先企業の劣化が続き、リスク・プレミアムも上昇して、逆選択に近い現象が起こりつつあったという点である。

企業は、高収益をあげ成長を続けるにつれて、銀行依存から脱却しようとする傾向のあることはこれ迄多くの実務家が指摘した点であるが、規制緩和が本格化する1980年代以前では、このような傾向が銀行借入全体のリスク構成を大きく劣化するには至らなかった。もちろん、金融市場の規制緩和のみが、本稿でみられた傾向を説明するに十分か否かはなお検証の余地であろう。しかし、より重要なことは、規制緩和やユーロ市場での資金調達等々様々の要因が作用した結果、銀行貸出という債権の貸倒れリスクやその他の顧客企業の属性が大きくかつ不可逆的に変化した点であろう。

このことは、近い将来、預金金利の自由化の効果が本格的に資金調達コストに影響を与えはじめた場合、普通銀行の収益基盤を大きく変化させる可能性をはらんでいる。その場合、メインバンクの機能として論じられてきた企業救済に果たす役割にも影響が及ぶ可能性も高いのである。

参 考 文 献

- Aoki, M. "The Contingent Governance of Team Production :An analysis of Systematic Effects" mimeo., 1992
- Diamond, D. W. "Financial Intermediation and Delegated Monitoring" *Review of Economic Studies* 51 (1984) : 381-413
- Diamond, D. W. "Monitoring and Reputation: The Choice between Bank Loans and Directly Placed Debt." *Journal of Political Economy* 99 (1991) : 689-721
- Harris, M. and A. Raviv "Financial Contracting Theory" *Journal of Finance* 46 (1991) : 297-355
- Horiuchi, A. et al. "What Role Has the 'Main Bank' Played in Japan", *Journal of the Japanese and International Economies* 2 (1988) :159-180
- Hoshi, T., A. Kashyap and D. Scharfstein "The Choice between Public and Private Debt : An Analysis of Post Deregulation Corporate Finance in Japan" NBER Working Paper 4421, 1993
- Sheard, P. "The Main Bank System and Corporate Monitoring and Control in Japan" *Journal of Economic Behavior and Organization* 11 (1989) : 399-422
- Sheard, P. "The Role of the Japanese Main Bank When Borrowing Firms are in

Financial Distress" mimeo, 1992

Stiglitz, J. E and A. Weiss "Incentive Effects of Terminations: Applications to the Credits and Labor Markets," *American Economic Review* 73 (1983): 912-927

有賀健(1993)「企業の所有と支配」伊丹・加護野・伊藤編『日本の企業システム』第一巻・1993年所収

有賀健(1989)「企業金融と情報の経済学—メインバンクと株式持ち合いをめぐって」『フィナンシャル・レビュー』14(1989): 69-103

池尾和人・広田真一(1992)「企業の資本構成とメインバンク」堀内・吉野編『現代日本の金融分析』東大出版会所収

伊丹敬之編者日本の銀行業—本当に発展したのか」N T T出版・1993年

藪下史郎『メインバンクと情報の理論』堀内・吉野編(上掲), 1993年所収

付録 利用データの概要

1. 銀行貸出額

「興銀財務データ」より。上場企業1965社、銀行108行からなる借入金残高の個別企業データ(「借入金ファイル」)を利用。

個々の企業・銀行毎の組み合わせをサンプル単位にとり、1983年度から1990年度までの長短借入(貸出)残高を年度毎にクロスセクションの形でプールした。ただし、サンプルは全ての年度を通じて一定であるが、長期と短期とは異なるサンプルが採られている。

$F S A_t$ = 短期(満期1年未満)貸出残高(期末)のクロスセクションデータ。

$F L A_t$ = 長期(満期1年超)貸出残高(期末)のクロスセクションデータ。

2. 企業業績

大和総研による週ベースの株式収益率を利用。株式収益率の指標年率に調整したものを、年度

毎の企業業績の変化の代理変数として用いる。

先に規定された長期及び短期の区別による銀行貸出額のサンプルに対応して、当該企業の株式収益率を年度毎にプールした。

$B E T A_t(F S A_t)$ = 株式収益率のクロスセクションデータ。

(短期貸出サンプル)

$B E T A_t(F L A_t)$ = 株式収益率のクロスセクションデータ。

(長期貸出サンプル)

3. 表3の回帰式データの構成

銀行行動としての貸出変化を、貸出先である企業の業績の変化によって、あるいは企業側もしくは銀行側の属性などによって説明することを目的としており、先にプールした年度別データを更に適当な形に加工することが必要となる。まず、銀行貸出残高の変化については2年毎で区切って階差をとり、短期・長期ともに貸出残高の変化率の形に加工する。ただし、ここでの変化率は以下のように定義される。

$$D F S A_t = \frac{F S A_t - F S A_{t-2}}{F S A_t + F S A_{t-2}},$$

$$t = 1986, 1988, 1990.$$

ついで、1986年度から1990年度までの隔年で作成された短期・長期貸出変化率を一括のサンプルとしてプールする。

$D F S A$ = 短期貸出変化率の複数年度プールデータ。

$D F L A$ = 長期貸出変化率の複数年度プールデータ。

企業業績の変化についても短期・長期貸出変化のサンプルに対応して、同様の手順によりプールする。まず、2年毎を合計することにより隔年別の株式収益率を作成する。ただし、複数年度にまたがってプールするため、ここでは各年度の株式収益率からマクロトレンド(1965

社の株式収益率の年度毎の単純平均)を除いている。

$$BETAM_t(DFSA_t) = (BETA_t - MACRO_t) + (BETA_{t-1} - MACRO_{t-1}).$$

$MACRO_t$ = 上場企業1965社の株式収益率の単純平均。

ついで、隔年で作成された株式収益率を、短期・長期貸出変化率と同様、一括のサンプルとしてプールする。

$BETA(DFSA) = 2$ 年間での株式収益率の複数年度プールデータ。

(短期貸出サンプル)

$BETA(DFLA) = 2$ 年間での株式収益率の複数年度プールデータ。

(長期貸出サンプル)

業績悪化・各主体(企業・銀行)の質的特性として、いくつかのダミー変数を属性ダミー付与した。まず業績悪化の指標として、株価収益率が2年連続してマクロ平均を下回ったものとそれ以外とを区別する。ただし、業績悪化のダミーは貸出変化時点に対して1期前の業績指標をサンプルとした。

Low_{-1} = 業績悪化ダミー。

企業グループ

ここでの企業グループとは、三井、三菱、住友、芙蓉、三和、第一勧銀を主幹銀行とする企業グループであり、メンバー企業の株式をグループ全体で10%以上保有しているか、あるいは社長会などのメンバーであるかによりグループへの帰属を特定する。