

負債は企業を規律付けるか，メインバンクは モニタリング機能を果たすか¹⁾

(Can Debt Discipline Companies? Can Mainbank Monitor Companies?)

立命館大学経営学部 松村勝弘

(要旨)

エージェンシー理論に依拠して，企業行動は負債によって規律づけられている，すなわち「負債の規律」がある，あるいはメインバンクが企業をモニタリングしている，という主張がなされている。さらに最近では負債やメインバンクのこのような機能が低下したため，証券市場が企業を規律づけるべきだという主張がなされている。本稿は，果たして負債は企業を規律づけることができるのか，またメインバンクは企業をモニタリングできるのか，を問題にする。それを実証する先行研究を批判し，その批判を実証的に確かめた。実証が示すように，負債による規律づけやメインバンクによるモニタリングは容易ではないのである。確かに企業は，金利を支払わなければ倒産ということになるし，いつまでも配当金を支払わずに経営者の地位が安泰ということとはあり得ない。だからといって，金利要求・配当要求さえしっかりしていれば企業が収益をあげられるほど経営というものは簡単なものではない。金融市場・資本市場が要求するからといって経営がうまく行くわけではないし，アンケート調査からも経営者は資本市場よりも製品市場の制約のほうが大きいと考えている。これから市場による規律に期待することもできないだろうことがわかる。他方で，企業がメインバンクに期待するものはラストリゾート機能である。事実メインバンクはその役割を果たしてきているし，今でも果たしている。従来このような下支えが企業経営者に安心をもたらし 積極的な経営を行うことができたのである。

も く じ

- ・はじめに
- ・負債の規律論とメインバンクのモニタリング機能，そして市場の規律論へ
 - 1．負債の規律論
 - 2．メインバンクのモニタリング機能
 - 3．市場の規律論
- ・負債の規律づけ機能の実証研究についての疑問

1. 広田真一論文の主張
2. 総資本付加価値率への疑問
3. 日本企業の借入金依存度と総資本利益率
4. 広田説の問題点
 - . メインバンクはモニタリング機能を果たしたか
 1. メインバンクの審査能力への疑問
 2. メインバンクのモニタリング機能に関するアンケート調査
 3. メインバンクのモニタリング機能に関する実証分析
 - . 負債は企業を規律付けるか、メインバンクはモニタリング機能を果たすか
 1. 負債の規律、メインバンクのモニタリングの再考
 2. 投資成果予測の困難性
 - . コーポレート・ガバナンス論へのインプリケーション
 1. メインバンクの役割の再考 - ラストリゾート機能 -
 2. メインバンクの金融引締時の資金供給機能
 3. メインバンクに依存した企業家精神発揮

．はじめに

最近わが国において、ジェンセンらのエージェンシー理論に依拠して、企業行動は負債によって規律づけられている、すなわち「負債の規律」がある、あるいは青木昌彦らに拠ってメインバンクが企業をモニタリングしている、という主張がなされている。さらには、最近負債やメインバンクのこのような機能が低下したので、証券市場が企業を規律づけるべきだという主張がなされている。ドーア [2001] もいうように、これは「現実より理念が先行してい」²⁾る。現実から出発すべきであると考え。

本稿は、まず果たして負債は企業を規律づけることができるのか、またメインバンクは企業をモニタリングできるのか、を問題にする。とりわけ、負債の規律づけを実証しようとする場合の代理変数の取り方についての疑問を提示し、説明変数として利用するとしても総資本「付加価値」率よりも総資本当期利益率の方がまだしも理解しやすいこと、そして、これを利用して分析すると、かなり違った結果が出てくることを明らかにする。

次に、負債による規律づけやメインバンクによるモニタリングは容易ではない。従ってさらには、市場による規律にも期待できないだろうことを示唆する。確かに企業は、金利を支払わなければ（支払不能ということは）倒産ということになるし、いつまでも配当金を支払わずに経営者の地位が安泰ということとはあり得ない。だからといって、金利要求・配当要求さえしっかりしていれば企業が収益をあげられるほど経営というものは簡単なものではない。製品を開発し、市場を開拓し、売上を上げて初めて収益をあげることができるのであり、この収益が金利や配当の原資になるのである。経営者や従業員はそういった収益を獲得するために日々格闘しているのである。経営者や従業員はいかにすれば動機づけられるのか、これこそ経営学の長年の課題であるが、金利や配当を要求するだけでその課題が達成できるというような簡単な問題でないことはおよそ理解容易であろう。

以下、2で「負債の規律」論やメインバンクのモニタリング機能論、とりわけそれを実証する論者の主張を紹介し、3で「負債の規律」論を批判的に検討し、4でメインバンクによるモニタリングの困難性を実証する。5で負債による規律やメインバンクによるモニタリングが困難な根拠として投資予測の困難性を指摘し、そして6で近年の私にとってのテーマであるコーポレート・ガバナンス論への、この問題が有するインプリケーションを引き出したい。

．負債の規律論とメインバンクのモニタリング機能、そして市場の規律論へ

1．負債の規律論

まず、ジェンセンらのいうところを整理してみよう。Jensen [1986,1989] では、負債はフリー・キャッシュ・フローの経営者による浪費を防ぐとしている。というのも、配当約束の不履行はあり得るけれども、金利は強制力があり経営者裁量フリー・キャッシュ・フローを縮減す

るといふ。とくに、キャッシュ・フローはたくさんあるが成長見通しが低く、あるいはマイナス成長で資金需要のそれほど見込めないような成熟企業においてそうなるとしている (Jensen [1986] p.324)。

また、負債による調達には、倒産リスク、破産コスト(株主は全請求権を失う)ないしリーオーガニゼーション・コスト(資産のばら売り=安売りと資産価値保全のための合併など)を伴うという。だから、株式と負債のミックスによって調達されなければならないわけである。それにしても「企業の負債発行に伴う倒産は、経営のコントロール権の移転を通じて、企業の経営の規律づけメカニズムをもつ。」(広田・池尾 [1996] 62 頁)ともいわれている。

このように負債には経営を規律づける機能があるといわれる。

2. メインバンクのモニタリング機能

またメインバンクがモニタリング機能を果たしていると言われる。メインバンクは株式も所有しているわけで、負債によって規律づけているのか、持株によっても規律づけているのか意見の分かれるところではある(広田 [1997] 153 頁)。青木昌彦らの主張(Aoki and Patrick [1994] 邦訳 [1996])を整理してみる。すなわち、青木らはまず「メインバンク関係とは、ある企業とその企業に対して最大の貸出シェアを持つ特定の銀行との長期的取引関係を言う」とし、さらに「メインバンクは単に融資を行うだけでなく、株式を保有し、資本市場の参加者および規制当局からは企業のモニタリングを行い、企業に問題が生じた場合には、一定の介入機能を果たすことが期待されている」(15-16 頁)と述べている。このモニタリングには3つの段階があるとする。すなわち、「事前モニタリング」(つまり融資評価ないし信用調査)、「中間モニタリング」(つまり資金提供後の企業経営の観察・チェック)、「事後モニタリング」(つまり財務困難な状況における救済や懲罰)である。

また、シェアードは市場に代わってメインバンクがモニタリングしているとしている (Sheard [1986] pp262-263)。いわゆる内部資本市場が有効に機能しているという。

とはいえ、野間・花枝・米澤 [1992] がいうように、「メイン・バンクという用語に厳密な定義付けはなく、機能的な定義をされることがほとんどである。」(144 頁)ここではさしあたり長期継続的な関係があり、企業がメインバンクであると認識している銀行と定義しておきたい。それにしても、広田真人 [1999] がいうように、「企業とメインバンクとの関係を巡る実証研究は決して安定的な結論を得るまでには至っていない」(77 頁)のが実情である。

3. 市場の規律論

負債の規律、メインバンクのモニタリングがあったと主張する論者は、今度は今日そのような規律が働かなくなったので、新しい規律、市場による規律が機能すべきだと主張するのであ

る。すなわち、「借金の規律」から「市場の規律」へというわけである。「借金の規律」(渡辺・山本[1992]10頁)とは「銀行による監視と金利による規律」(13頁)のことであり、バブルとバブル崩壊はその規律の喪失を意味するといわれる。そして規律回復策が叫ばれる。すなわち「日本企業の経営効率の低下を防ぐためにも、資本市場のあり方を見直す必要がある」(池尾[1995]193頁)というわけである。

その代表的な論者は池尾和人である。すなわちいう。「70年代半ばぐらいから、日本経済自体が基調的に資金余剰の構造に変わっていく。そのなかで、これまでの『借金の規律』が段々と働かなくなり、資本利用にかかわる予算制約が甘くなるという現象が発生してきた。」(池尾[1995]196頁)「いまの段階では、発行企業に対して要求をしっかりと(ディマンディングな)資本市場をつくるというのが、目指されるべき日本の資本市場改革の方向であると考えられる。」(池尾[1995]203頁)なお、青木は市場規律論には懐疑的であることを付言しておく³⁾。

『平成5年版経済白書』も同じことを指摘している。白書は、「マーケット・ディシプリン」「市場の規律」の必要性」(経済企画庁[1993]202頁)を指摘している。これらに共通して言えることは、「負債の規律」ないしメインバンクによる企業の規律づけがほぼ自明のこととされていることである。とはいえ、これはきわめて実証困難である。これを実証しているのが次の広田論文である。

・負債の規律づけ機能の実証研究についての疑問

1. 広田真一論文の主張

広田真一[1996]は、実証の後、次のように結論づけている。すなわち、「日本においても、企業の金融・財務面は経営の効率性に影響を与えている。そして、それはとくに低成長企業においてみられる。ただそのメカニズムは、欧米企業におけるものとは多少異なり、負債の規律のみが有効に働き、株主のプレッシャーによる経営の効率化は認められない。また、よくいわれるメイン・バンクの経営の規律づけ機能も、少なくともわれわれの分析からは支持されなかった。」(248頁)これは、負債の規律を認めるとともに、メインバンクの経営規律づけ機能を必ずしも否定するものではない。

同論文は、負債の規律づけについて次のように述べている。

負債での調達比率が高い企業の経営者は、負債を返済可能なだけの収益をあげるために、むだのない経営を行うよう日々努力しなければならない。

企業の負債発行は、経営者にその返済を強いることを通じて、企業内の余分なキャッシュ・フローを削減し、経営を効率化することになる。

そしてこれを実証しようとしている。以下その実証分析を紹介しよう。

被説明変数としては、総資産付加価値率に近い「ADVR(経営の効率性) = (営業利益 + 人

件費・福利厚生費) / 総資産」を挙げられる⁴⁾。日本企業について、それが企業内部者支配であると考え、だから、このような指標が日本企業の経営効率を測る指標として役立つと考えられるわけである。説明変数としては、負債依存度、それに株式の所有構造としては、株式集中度、金融機関持株比率、経営者持株比率、メインバンク変数としては、メインバンク融資比率、メインバンク持株比率をあげて重回帰分析をされている。それぞれの比率の算式は下記のとおりである。

負債比率⁵⁾

DEBT (負債比率) = 負債 / 総資産

株式の所有構造

TOP (株式の集中度) = 上位 10 大株主持株数 / 全株式数

FI (金融機関持株比率) = 金融機関持株数 / 全株式数

EXE (経営者持株比率) = 役員持株数 / 全株式数

EXE2 = 上記の 2 乗

メインバンク変数

MLOAN (メインバンク融資比率) = メインバンク融資 / 負債

MSTOCK (メインバンク持株比率) = メインバンク持株数 / 全株式数

なお、対象会社は三菱総研「企業経営の分析」掲載の、1982 年度 490 社、1990 年度 526 社である。実証結果を要約すると、以下のようなになる。表 1 の上の表から

F 値は 1982 年度のサンプルでは 3.73、1990 年度のサンプルでは 3.74 であり、F 値 = 7 変数が全く影響を与えないという帰無仮説が 1%水準で棄却され、「日本においても、企業の金融面は経営の効率性に何らかの影響を与えているといえる。」(237 頁)

「負債比率(DEBT)に関していえば、その係数推定値は 1982 年度が 0.052、1990 年度が 0.026 と、ともに 1%水準で有意に正となっている。すなわち、企業の負債比率の上昇は、他の事情を一定として、経営の効率性を高める。」(258 頁)

また、F 値が、表 1 下右の低成長企業では両年とも 1%水準で帰無仮説が棄却されるが、下左の高成長企業では両年とも帰無仮説は棄却されない。すなわち、「企業の金融面の経営効率への影響は、低成長企業でのみ認められる」(260 頁)

さらに、著者は、株主による経営規律づけが機能していないこと、メインバンクも近年は経営規律づけ機能を果たしていないこと、だから今後コーポレート・ガバナンスが問題化するだろうことを指摘している。

しかし、はたして、これで実証されたことになるのであろうか。

表1 企業の金融・債務面と経営の効率性

(全サンプルの推定結果)

	1982年度 (N=490)	1990年度 (N=526)
負債比率 <i>DEBT</i>	0.052** (3.72)	0.026** (3.29)
株式の所有構造		
<i>TOP</i>	0.018 (1.10)	0.012 (0.90)
<i>FI</i>	0.003 (0.22)	-0.002 (-0.15)
<i>EXE</i>	0.141 (0.90)	0.112 (0.81)
<i>EXE2</i>	-0.002 (-0.14)	-0.013 (-1.38)
メインバンク変数		
<i>MLOAN</i>	-0.017 (-0.44)	-0.068** (-3.02)
<i>MSTOCK</i>	-0.014 (-0.14)	-0.186* (-1.67)
係数制約に関するF値	3.76**	3.74**
コントロール変数：以後3年間の売上高成長率， 総資産の対数値，付加価値/総資産比率の 当年度の値，産業別ダミー，子会社ダミー， 系列ダミー，オーナー型企業ダミー		
推定式の Adjusted R2	0.908	0.927

係数推定値の下の()内はt値(White [1980]のheteroskedastic-consistent standard errorsを用いて計算したもの)。

**,*は、それぞれ1%、5%水準で有意。

(高成長企業の推定結果)

	1982年度 (N=245)	1990年度 (N=263)
負債比率 <i>DEBT</i>	0.026 (1.62)	0.011 (0.89)
株式の所有構造		
<i>TOP</i>	0.005 (0.24)	0.009 (0.49)
<i>FI</i>	0.026 (1.23)	-0.003 (-0.18)
<i>EXE</i>	0.238 (1.58)	0.206 (0.96)
<i>EXE2</i>	-0.013 (-1.27)	-0.016 (-1.18)
メインバンク変数		
<i>MLOAN</i>	0.028 (0.48)	-0.001 (-0.02)
<i>MSTOCK</i>	0.140 (0.85)	-0.216 (-1.46)
係数制約に関するF値	1.38	0.84
コントロール変数：全サンプルと同じ		
推定式の Adjusted R2	0.908	0.927

係数推定値の下の()内はt値(White [1980]のheteroskedastic-consistent standard errorsを用いて計算したもの)。

**,*は、それぞれ1%、5%水準で有意。

[出所] 広田 [1996]

(低成長企業の推定結果)

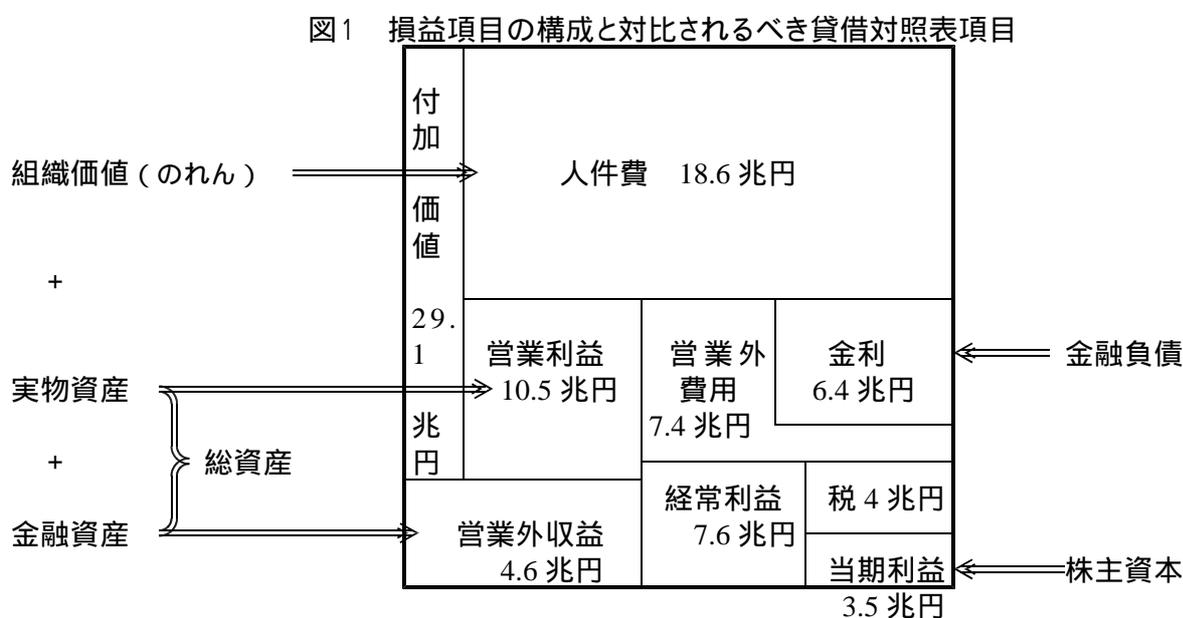
	1982年度 (N=245)	1990年度 (N=263)
負債比率 <i>DEBT</i>	0.077** (3.44)	0.029** (2.54)
株式の所有構造		
<i>TOP</i>	0.013 (0.59)	0.022 (1.09)
<i>FI</i>	-0.007 (-0.26)	-0.019 (-1.26)
<i>EXE</i>	0.093 (0.42)	-0.055 (-0.34)
<i>EXE2</i>	0.009 (0.69)	-0.008 (-0.80)
メインバンク変数		
<i>MLOAN</i>	-0.081* (-1.88)	-0.086** (-3.62)
<i>MSTOCK</i>	-0.117 (-0.92)	-0.214 (-1.08)
係数制約に関するF値	4.06**	3.75**
コントロール変数：全サンプルと同じ		
推定式の Adjusted R2	0.912	0.904

係数推定値の下の()内はt値(White [1980]のheteroskedastic-consistent standard errorsを用いて計算したもの)。

**,*は、それぞれ1%、5%水準で有意。

2. 総資本付加価値率への疑問

第1に、経営効率性を測る代理変数として、総資本「付加価値(=営業利益+人件費・福利厚生費)」率をとることの是非を検討してみる。広田は、今井・小宮[1998]に依拠して従業員管理型企業を想定してそうしているのであろうが、問題がありはしないか。利益は何らかの元本=資本=資産を運用して、これを獲得せられる。株主資本を運用して当期利益を稼得する。株主資本と負債資本(つまり合計すると総資本=総資産ということになる)を運用して、当期利益プラス支払利息を稼得することになる。投資(投下資本)利益率(ROI)は、何らかの資本を投下して(投資して)、利益を上げるということで、経営資本営業利益率であろうが、自己資本利益率(ROE)であろうが、いずれにせよ、ROIの一種にはちがいない。では、「付加価値」(=営業利益+人件費・福利厚生費)に対応する、つまり元本となる貸借対照表項目は何であろうか。それは、資産(物的資本)+人的資本(言い換えれば組織価値、つまり「のれん」ともいえる。「営業利益+人件費・福利厚生費」に対応する資本は「組織価値+実物資産+金融資産」であるともいえる。全て直結しないだろうが、「のれん」を考慮した資本が対応するだろう⁶⁾。広田は組織価値のことを意識はしているのだろうが計算上考慮されていないようである。経営効率性を測るために総資本=総資産と対応させるべきは、金融資産・負債をネグリジブル、あるいは相殺できると考えれば営業利益ないし経常利益ということになる。特別損益や税金という夾雑物が混入するとしても、当期利益をそれに対応させても大きな誤りはないだろう(下図参照)。



そこで、日本銀行「主要企業経営分析」では、総資本経常利益率、総資本営業利益率、総資

本当期利益率を利益に関する指標として利用している。大蔵省「法人企業統計年報」は前二者のみを計算している。「主要企業経営分析」はさらに、経営資本営業利益率、自己資本経常利益率、自己資本当期利益率も計算している。ここではさしあたり、総資本 = 総資産に対置させられるべきは利益であるということを確認しておきたい。つまり、効率性を測る指標としては総資本（総資産）利益率を使用すべきであるということである。

第2に、総資産に対置されている「付加価値」が孕む問題である。

83-85年の大手796社を私なりに検証してみた。負債/総資産と広田が問題にしているところの総資産「付加価値」率との相関ではなく、これを分解して、総資産で標準化した人件費等との相関、支払金利との相関、金利控除後営業利益（営業利益マイナス支払金利）との相関を調べた（表2参照）。

表2 「負債比率」(負債/総資産)との相関係数

「付加価値」率	営業利益率	人件費率	支払金利率
-0.3491	-0.2961	-0.2397	0.7557
p=.000	p=.000	p=.000	p=.000

注1) それぞれ、対総資産「付加価値」率、対総資産営業利益率、など対総資産比である。

2) 開銀と日経のデータベースより作成。

3) なお、記述統計量は以下のすべての表でも省略するが、詳しくは『立命館大学ファイナンス研究センター Research Paper Series, No.01-004』(<http://www.finance.ritsumeai.ac.jp/research/research.html>) を参照されたい。

4) ゴチックは有意であることをあらわす。以下の諸表でもすべてそうである。

日銀『主要企業経営分析』1984年版、全産業の数値でみると、営業利益10.5兆円、営業外収益4.6兆円、営業外費用7.4兆円（うち支払利息・割引料6.4兆円）、経常利益7.6兆円、労務費11.9兆円、従業員給料・手当等6.7兆円となっている。

営業利益 = 経常利益 + 営業外費用 - 営業外収益、であり、営業外費用の主要なものは支払金利であるから、営業利益の構成要素中最大と思われる支払金利を別に取り出して、相関を見た。すると、広田論文とは違って⁷⁾、広田と同じように「負債比率」と総資産「付加価値」率との相関も一応計算しておいたが、これとの相関係数は-0.3491とマイナスであった。だが、支払金利は非常に高いプラスの相関を示した。支払金利は相関係数（単回帰した場合の係数）0.7557と高く、決定係数も0.5706と極めて高く、かつ有意であった。人件費と金利控除後の営業利益はそれぞれ、-0.2397、-0.2961、と有意ではあるが、係数はマイナスで決定係数も低かった。広田論文で総資産「付加価値」率とプラスの相関を示した大きな理由は「負債比率」が支払金利とプラスの相関を示したこと（当たり前！）が原因であったと考えることができる。それにしても総資産「付加価値」率の符号が逆であるのは理解できない。ただ、ダミー変数などの工夫でプラスになったことも考えられるが、その場合でも支払金利との相関がそうさせるのであろう。これだけで、「負債の規律」が働いたとは到底言えないのではなからうか。

ここで、私が重回帰分析を行うのではなく、単純に相関係数をとったり単回帰を行った理由を述べておきたい。説明変数間に相関関係があると多重共線性とよばれる現象が生ずると言わ

れている。「負債比率」とメインバンク融資比率との間、あるいは株式の集中度と金融機関持株比率、メインバンク持株比率との間に、そういった相関関係がありそうに思われるからである。例えば、バブル以前の1983年の411社 - ここではメインバンクの影響を知るために、『年報系列の研究』で系列が特定されており、かつ、『会社年鑑』で取引銀行首位にもきている会社限定した411社 - の、「負債比率」(負債/総資産)とメインバンク融資率(メインバンク融資額/負債合計)とは相関係数0.3866、p値.000という高い相関関係にある。バブル崩壊後の1995年の481社 - 『年報系列の研究』と『会社年鑑』でメインが共通している会社481社 - においても同様に、「負債比率」とメインバンク融資率は相関係数0.4035、p値.000と高い相関を示している。また1999年3月期の資産100億円以上の企業を開銀データ・ベースから1760社抽出し、これら会社における金融機関持株比率と大株主持株比率の相関係数をとると-0.5735、p値0.00と有意である。このように広田のあげている説明変数に多重共線性が認められるのである。

3. 日本企業の借入金依存度と総資本利益率

上述のように経営効率性を測る指標としては総資本利益率をとるべき事を指摘したが、さらに、金利の影響を排除しようとする、分子は経常利益か、税引後当期純利益が望ましいことになる。そこでここでは、税引後当期純利益/総資産、によってみる。すると、一般にむしろ借入金依存度と総資本利益率は高い相関係数で逆相関しており、借金の規律が働いて経営効率化につながったとはとうてい言えない。むしろ、表3の通り、借入金依存度と総資本利益率との間にはかなり強いマイナスの相関関係がある。表3は、開銀データで継続して数値の取れる企業について、1958年、1968年、1978年、1988年の数値を比較して、その相関係数をとったものである。例えば1行目「58借入金依存度」とは1958年の426社の借入金依存度であり、これと1958年総資本利益率との相関係数が-0.5488であり(つまり借入金依存度の高い会社ほど総資本利益率が低い)、これと1958年から1968年までの総資産成長倍率との相関係数が-0.146であり(つまり借入金依存度の高い会社ほどその後の総資産成長倍率が低い)、この10年間の借入金依存度変化率との相関係数は-0.4646であったし(つまり借入金依存度の高い会社ほど借入金依存度を低下させている)、この10年間の総資本利益率の改善率との相関係数は0.2896で(つまり借入金依存度の高い会社ほどその後総資本利益率を改善している)、かつ有意であったということを示している。借入金依存度の高かった会社は借入金を抑制し金利負担を軽減し、その結果として利益率を改善したと言える。この限りで借入金を経営効率化に貢献しているとも言える。後述するように、銀行が経営効率改善を促したと言うより、経営者が金利負担を嫌って、主体的に行動した結果、そうなったと言うべきであろう。

なお、ここに示されている相関係数はいずれのp値もかなり低く、1968年の総資本利益率

と 68 年から 78 年にかけての借入金依存度の変化との相関を除き全て有意であったということもわかる。

表3 借入金依存度と総資本利益率，成長倍率，総資本利益率改善率の関係

58-68 年 (N=426)	58 総資本 利益率	成長倍率 58/68	借入金 依存度変化	総資本利益率 改善率
58 借入金 依存度	-0.5488 p=0.00	-0.146 p=.003	-0.4646 p=.000	0.2896 p=.000
58 総資本 利益率	1 p=---	0.1612 p=.001	0.1724 p=.000	-0.6297 p=0.00
68-78 年 (N=426)	68 総資本 利益率	成長倍率 68/78	借入金 依存度変化	総資本利益率 改善率
68 借入金 依存度	-0.6136 p=0.00	-0.2576 p=.000	-0.2083 p=.000	0.114 p=.019
68 総資本 利益率	1 p=---	0.2351 p=.000	0.013 p=.790	-0.379 p=.000
78-88 年 (N=417)	78 総資本 利益率	成長倍率 78/88	借入金 依存度変化	総資本利益率 改善率
78 借入金 依存度	-0.524 p=0.00	-0.4579 p=.000	-0.2142 p=.000	0.2604 p=.000
78 総資本 利益率	1 p=---	0.2735 p=.000	0.1291 p=.008	-0.6809 p=0.00

注1) 78-88年の相関係数は欠測値をケースワイズ削除したものである。

2) 開銀と日経のデータベースより作成。

また，1958年の借入金依存度と同年の総資本利益率とでは-0.5488，68年の借入金依存度と同年の総資本利益率とでは-0.6136，78年の借入金依存度と同年の総資本利益率とでは-0.524という相関係数である。つまり借入金依存度が高いほど総資本利益率は低いのである。他方，借入金依存度は成長倍率とはマイナスの相関を示し，借入金依存度変化率ともマイナスの相関を示しているが，総資本利益率改善率とは正の相関を示している。つまり，借入金依存度の高い会社は成長倍率を犠牲にしても借入金依存度を低め（したがって金利負担を軽減し），総資本利益率を改善したのである。他方，総資本利益率と成長倍率，借入金依存度とは正の相関をし，総資本利益率改善率とは負の相関を示している。このことは，総資本利益率の高い会社は他より高い成長を遂げるとともに，借入金依存度を高め（したがって金利負担をいとわず），総資本利益率は悪化させているのである。このことは，1968年から1978年にかけてもそうであるし，1978年から1988年にかけても同様である。

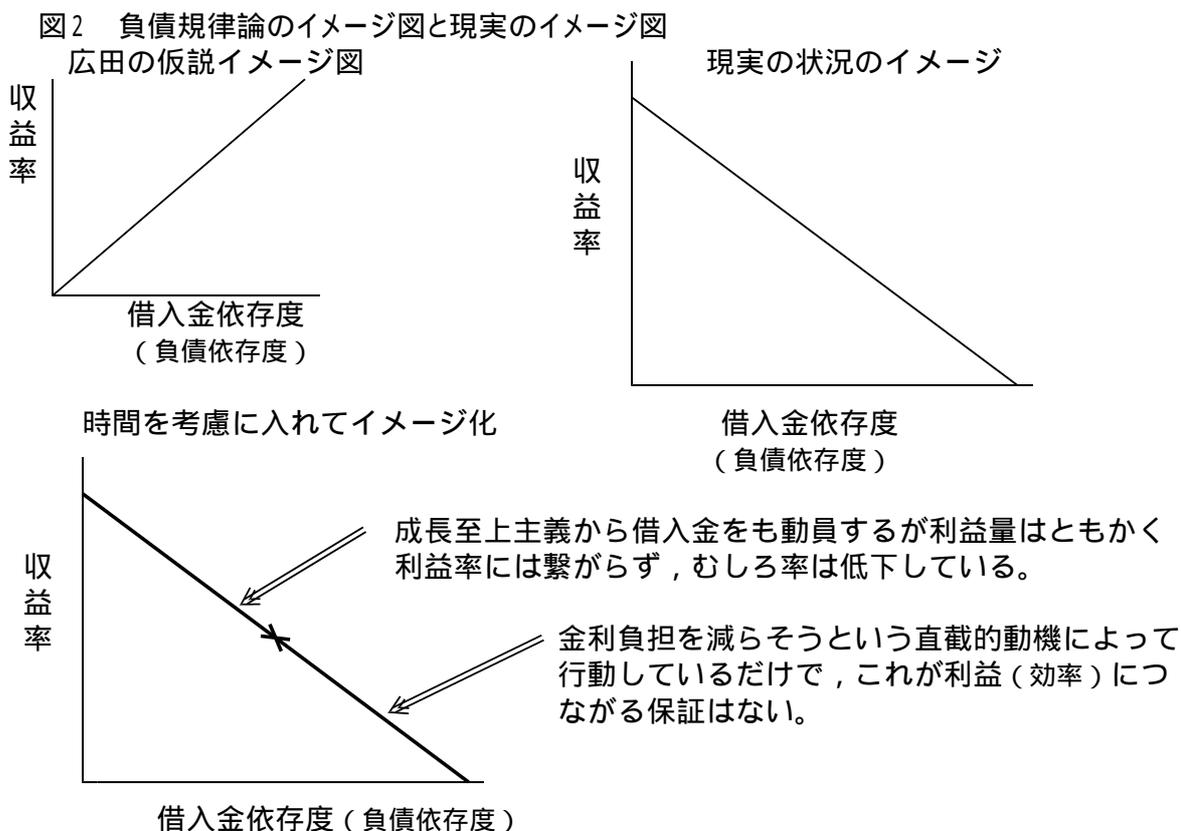
なお，金利負担が低総資本利益率をもたらしたとも考えられるが，負債のレバレッジ効果を考えると必ずそうなるとは言えない，拙著によれば高度成長期企業利潤率は利子対有利子負債比率を上回っていた（松村[1997]51頁）。借入金依存度が高いとレバレッジを活用して総資本利益率が高いはずであるにもかかわらず，そうはなっていない。負債は利益にマイナスの影響を及ぼしている。時点的にはそうになっている。

金利負担を重荷に感じた企業は自助努力をして、成長を犠牲に負債を減らして総資本利益率を改善している。とはいえ「負債 利益向上」とは簡単にはいえない。総資本利益率の高い会社では借入金を増やしてでも、むしろ成長を図り、総資本利益率を悪化させている。ここでは「負債 利益低下」なのである⁸⁾。負債が企業を規律づけているというより、企業が状況に応じて主体的に負債を利用したり、負債を返済したりしていると考えられるのである。

4. 広田説の問題点

(1)負債依存度が高いと収益性が高いか

広田がいうように、「負債比率」(負債依存度)が高いほど収益性が高いか。そうとはいえない。さきの表2でも負債依存度と総資産「付加価値」率は負の相関を示していたし、表3からも借入金が増やして総資本利益率を押し上げる効果を持つとはとても言えない。逆である。だから図2の のような広田のイメージは現実には当てはまらない。逆である(図2の)。しかも広田は「借入金依存度 総資本利益率ないし効率性、収益性」という規定関係を考えている。しかしそうではなからう。



(2)収益性が高いと自己資本比率を高められる

常識的には総資本利益率の高い企業は自己資本の充実を図れるので、借入金依存度を低めることができる、という規定関係を想定することができる。つまり「総資本利益率、ないし収益性 借入金依存度低下」という規定関係が考えられる。しかし、高度成長期に企業はファイナンス・リスクをとっても成長を優先させたと考えられる。そのことは先の表3からわかることであるが、総資本利益率の高い企業が積極的に借入金を増やして、総資本利益率低下を犠牲にしながら成長を図っている。当初総資本利益率と成長倍率が正の相関を示していることは総資本利益率の高い企業ほど成長倍率が高いことを意味しており、当初総資本利益率と借入金依存度変化率が正の相関をしていることは総資本利益率が高い企業ほど借入金を増やし、当初総資本利益率と総資本利益率改善率とは負の相関をしていることは総資本利益率が高い企業ほど総資本利益率を悪化させていることを意味している。売上高増加、利益額増加にはなっているであろうが、利益率は低下しているのである。

他方、借入金依存度の高い低収益企業は、ファイナンス・リスクを考慮せざるを得ないので、成長速度を落としつつ総資本利益率を高めているように見える。不調の低収益企業にあっては金利負担を減らそうという直截的動機から保守的志向を強め低成長ではあるが、結果的に利益率は改善している。ここでは、借入金企業が企業経営を規律づけているかに見える。なお、これら企業はもともと総資本利益率が低い。高収益企業では、経営者は、借入金に行動を規定されることなく成長を図っているが低収益企業はそうは行かない。これらは一般的に借入金企業が企業行動を規定しているというより、その主体は経営者にある⁹⁾ということの意味をいよう。経営者は状況を勘案して行動している。

表3から総合して、図2のイメージ図で言うより、より のほうが当てはまりそうである。

.メインバンクはモニタリング機能を果たしたか

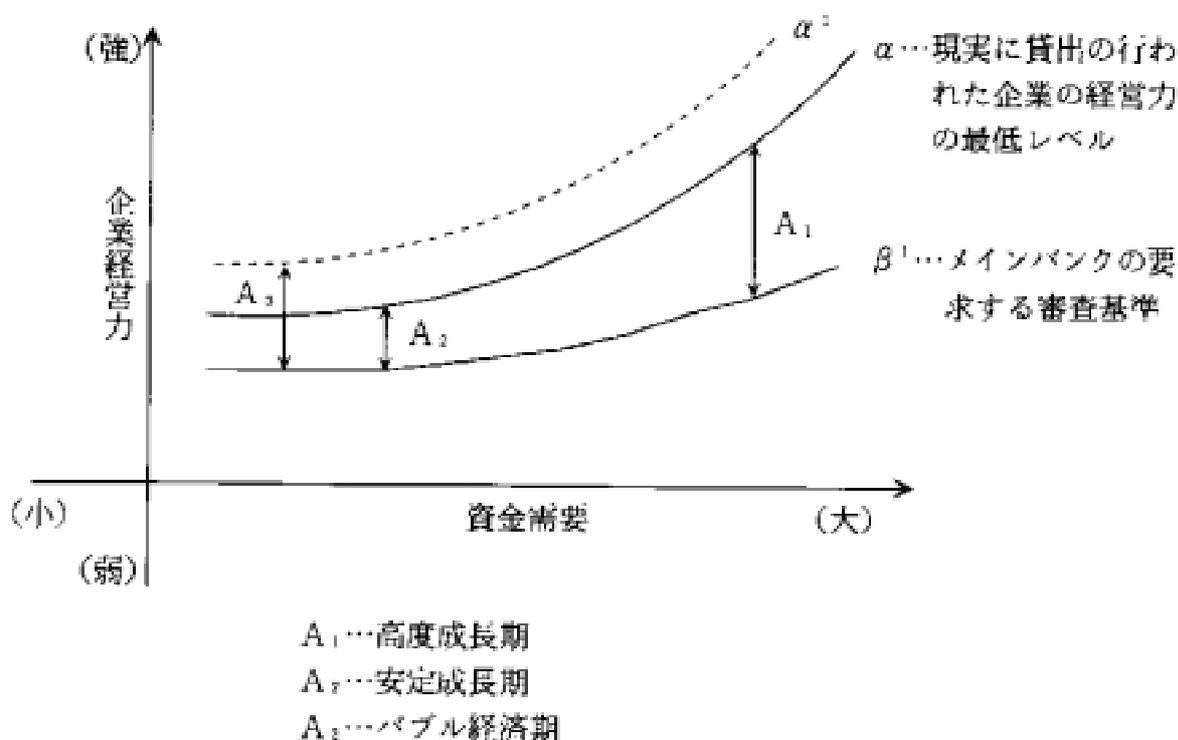
わが国において負債が企業を規律づけるとすれば、その規律づけの主体は誰か。それはメインバンクであると考えられよう。池尾[1993]は企業の負債依存度が高かったのでメインバンクが企業経営を規律づける力となった(33頁)としている。広田[1997]も次のように指摘している。「高度成長期の資金不足・銀行借入依存の時期には、融資シェアが大きく銀行団の代表であったメインバンクは企業の経営に大きな影響力をもたずである。新たな資金を融資する際のメインバンクのモニターは、ある種の企業経営の規律づけ効果をもったと推察される。」(152-153頁)。さらに、両者は借入金依存度の低下が、このようなメインバンクのモニタリング機能を低下させたとしている。メインバンク融資比率と企業の収益性との関係を分析する実証研究もみられる(内田[2001])。メインバンクは果たしてそのようなモニタリング機能を果たし

うるのだろうか。

1. メインバンクの審査能力への疑問

野間・花枝・米澤 [1992] は、メインバンク関係は「金利の高低を通じたりスク・シェア関係ではなく、量的な関係や、その他の様々な金融サービスを通じて、企業と銀行の関係が続けられているという見方」(146 頁)を示している。また、山中宏 [1997] は、図3を示して次のように指摘している。高度成長期、バブル期のごとく「 A_1 」の時期のように と の差が大き

図3 企業経営力とメインバンクの審査基準の関係



[出所] 山中 [1997] 22 頁。

い場合は、メインバンクの貸出先企業の企業経営力と審査基準の差が大きく、企業経営力について突っ込んだ審査は必ずしも必要としない状況であったことがわかる。」(19 頁) 護送船団方式の下、きわめて大きなレントが発生していたと考えられることから、このように審査の必要性が低かったのであろう¹⁰⁾。

ここでは審査能力もあまり発達しなかつたであろうし、そのことがバブル生成の大きな要因となったと考えられる。大瀧 [2000] もいうように、「銀行に従来の『メインバンク理論』が想定していただだけの監視能力が存在していない」(114 頁) と考える方が理解容易である。

2. メインバンクのモニタリング機能に関するアンケート調査

富士総合研究所 [1993] のアンケート調査は誠に興味深い結果を示している。すなわち、「メインバンクにより企業経営の健全性や効率性について『経営チェック』を受けているとお考えですか？」という質問に対して、

以前から受けていない-----59.1 %

受けている-----29.7 %

以前は受けていたが現在は受けていない----11.1 %

と答えている。だから、同調査は「企業経営の効率化等を促進する『モニタリング機能』をメインバンクが十分に発揮できていたのかは疑問である」(4-5頁)としている。

3. メインバンクのモニタリング機能に関する実証分析

メインバンクはモニタリング機能を果たしたのか、結論を先取りして言えば、それは言われるように、メインバンクはモニタリング機能を果たすと言うより、銀行として当然のことながら、むしろ資金供給的機能、それも苦しい企業に供給するという機能を果たしていたと言える。

(1) バブル以前のメインバンクの企業の収益率への影響

表4から、バブル以前の1983年の411社 - ここではメインバンクの影響を知るために、『年報系列の研究』で系列が特定されており、かつ、『会社年鑑』で取引銀行首位にもきている会社に限定した411社 - の、借入金依存度(長短借入金/総資産)、負債依存度(負債合計/総資産)、およびメインバンク融資率(メインバンク融資額/負債合計)と総資本税引後当期純利益率との相関を調べた。ここでわかることは、これら総資本利益率と借入金依存度、負債依存度、メインバンク融資率はいずれもマイナスの相関関係にあるということである(全て有意)。借入金依存度で先に述べたことがメインバンク融資率でも同様に当てはまると言うことである。収益率の低い会社ほど借入金やメインバンク融資に依存していると言うことである。

表4 収益性と負債依存度、メインバンク
依存度との相関係数(1983年)

	借入金 依存度	負債 依存度	メインバンク融資額 / 負債合計
総資本税引後 利益率	-0.5455 p=0.00	-0.6671 p=0.00	-0.2851 p=.000

(注1) 総資本税引後利益率 = 税引後利益 / 総資産、である。

(注2) 借入金依存度など財務数値は開銀データにより、メインバンク融資額は『年報系列の研究』による。

(2) バブル以後のメインバンクの企業の収益率への影響

このことは、表5からわかるように、バブル崩壊後の1995年の481社 - 『年報系列の研究』と『会社年鑑』でメインが共通している会社481社 - においても同様に、収益率と借入金依存度、負債依存度、メインバンク融資率とはマイナスの相関をしている(全て有意)。バブル以前とこの点では少しも違ってないことがわかる。バブルの前も後も、負債が企業を規律づけているともいえないし、メインバンクがモニタリング機能を果たして効率的な企業経営をもたらしたともいえない。

表5 収益性と負債依存度、メインバンク依存度との相関係数(1995年)

	借入金 依存度	負債 依存度	メインバンク融資額 / 負債合計
総資本税引後利 益率	-0.416 p=.000	-0.369 p=.000	-0.39 p=.000

(注) 表9と同じ。

表6は現在苦境の企業をかなり含んでいる建設業113社(1998年度)のメイン依存度と各種係数との相関を示している。ここから、負債中メイン依存度や総借入金中メインバンク依存度は総資本営業利益率と負の相関をしている(相関係数-0.4749で有意)。だから、どうやらメインバンクは経営効率化に貢献していたと言うより苦境の企業に資金を供給していると言ったほうがよさそうである。

表6 東証1部上場建設業113社(1998年度)のメイン集中度との相関係数

	流動比率	総資本営業利益率	自己資本比率	ICR	総資本税引利益率
メイン/ 総借入金	-0.1085 p=.253	-0.4749 p=.000	-0.2196 p=.019	0.3028 p=.001	-0.2976 p=.001

(注1) ICRは、インタレスト・カバレッジ・レシオ = (営業利益 + 受取利息・配当金) / 支払利息、である。つまり、利払い能力である。

(注2) 財務データは日経ニースによる。メイン借入金は『企業系列総覧』による。

(3)最近の熊谷組に対する住友銀行の役割

熊谷組に対するメインバンクの住友銀行の果たす役割を示す以下の表7から次のことが推定できる。メインたる住友銀行の融資集中度と収益性を示す指標や流動性など財務体質を示す指標と負の相関をしていることから、これら比率が悪化するほどメイン集中度が高まる、つまり住友銀行は救済資金を供給していると考えられる。「利益低下 資金枯渇 メイン融資比率上昇」という流れがあると思われる。

表7 熊谷組の借入金のメイン集中度と財務数値との相関係数(1986年~1999年)

	ICR	総資本営業利益率	流動比率	自己資本比率	総借入金	総資本税引利益率
メイン / 総借入金	-0.5837 p=.028	-0.6168 p=.019	-0.9119 p=.000	-0.859 p=.000	0.8526 p=.000	-0.4497 p=.107

(注) 開銀データ・ベースによる。

負債が企業を規律づける，メインバンクが企業をモニタリングする，という仮説は実証困難で，むしろ財政危機にメインバンクが救済，介入にはいるという通常よく観察される出来事は実証的にも支持される。これまで，日本企業の経営者はメインバンクの資金供給機能に依拠しつつ，かなり大胆な投資を行うことができたのではないか。メインバンクは日本企業のモニタリングを行ったと言うより，資金的にバックアップして，その経営者の企業家精神発揮を支えたのではなかったか。現在，銀行に公的資金が注入され，企業に資金供給を行っているのは，善悪の価値判断は別として，そういったわが国のメインバンクの資金供給機能の延長線上にある。今後もメインバンクが資金供給機能を果たし続けられるかどうかはなお課題として残しておきたい。

とはいえ，筆者としてもメインバンクが日本企業の成長に貢献していなかったと主張するものではない。そこでメインバンクはどんな役割を果たしたのかについては，コーポレート・ガバナンス論と関連させつつ，6において検討することにする。

・負債は企業を規律付けるか，メインバンクはモニタリング機能を果たすか

これまで，負債の規律への疑問，メインバンクのモニタリング機能への疑問を提示し，これを批判的に実証してきた。それではどうしてこれらの機能が働かなかったのか，その根拠を明らかにしておきたい。

1. 負債の規律，メインバンクのモニタリングの再考

負債規律やメインバンクのモニタリング機能がいわれているが，はたしてそれは可能だろうか¹¹⁾。メインバンクが企業の投資について情報優位とは必ずしも言えない¹²⁾。まして，企業が行う投資はきわめて不確実であり，リスクも大きい。確かに，銀行は，経営力・組織力といったいわば「経営リスク」を分析できるとしても，製品市場のリスクを見通すことはきわめて困難であり，かつ市場リスクは経営リスクより遥かに大きいと考えられる（図4参照）。

マイヤーズは「たいていの企業は継続企業として価値を持っている。この価値は企業による継続的な将来の投資についての期待を反映している。しかしながら，投資は裁量的である。」(Myers [1977] p.148)「多くの企業の市場価値の大部分は未だ手許にない資産，すなわち将来の成長機会の現在価値によって計算される。」(Myers [1977] p.150)「継続体としての企業の価値はその将来の投資戦略によって決まる。」(Myers [1977] p.163)と述べている。将来は期待にかかっているものであり，投資は裁量的である。問題は投資の側，資産の側なのである。

図4に見られるように貸借対照表の右側（貸方）が左側（借方）をそう簡単に規定できるものではないのである。伊丹[2000]も次のように述べている。「二つの市場からの圧力あるいは牽制行動が，コア従業員全体へのチェックメカニズムとして機能しうる。一つは，資本市場からの圧力と牽制である。もう一つは，製品市場からの圧力である。」(141頁)いくら資本市場

興銀マンであった大野克人は、「企業取引のリスクをもっとも熟知しているのは、当然事業主体であるはず」（大野〔2000〕86頁）と述べている。またアナリストの松岡真宏も「銀行の審査機能がいかに優れていようとも、間接金融は将来の不確定要素に対するお金の融通は得意ではないのである」（松岡〔2000〕36頁）と述べている。債権保全のための審査・調査は必要であるとはいえず、外部者たる銀行マンが何ほどのことを知ることができるのであろうか¹⁵⁾。

表8 投資規模の制約要因(アンケート結果)

A.きわめて重要である	2	9	11	4	30
B.重要である	22	48	69	39	97
C.重要性は普通(平均的)である	51	65	77	95	58
D.それほど重要でない	72	54	34	43	11
E.重要でない	52	23	8	17	2
有効回答計	199	199	199	198	198
重視程度の点数化	-75	88	198	108	327

(注1) 資本市場での調達困難， 負債水準増加の抵抗感， 投資機会の欠如， 魅力ある管理者の欠如， 全般的な経済不確実性

(注2) 点数化にあたっては， Aを3点， Bを2点， Cを1点， Dを-1点， Eを-2点として計算した。

[出所] 山本〔1998〕67頁より作成。

山本〔1998〕のアンケート結果(表8)からわかることは、 から までの制約要因(資本市場での調達困難， 負債水準増加の抵抗感， 投資機会の欠如， 魅力ある管理者の欠如， 全般的な経済不確実性)のうち、投資規模の制約要因となるのは、 負債水準増加の抵抗感(重視程度88)や、ましてや 資本市場での調達困難(同-75)、などではなく 全般的な経済不確実性(同327)、や、 投資機会の欠如(同198)などであることがわかる。言い換えると、経営者からみて、負債や資本側の要因(や)より資産側要因(や)が投資規模の制約要因であることを示している。

・コーポレート・ガバナンス論へのインプリケーション

かつて私はコーポレート・ガバナンスの経営チェック機能より企業家精神発揚機能を重視すべきであると述べた。このことはメインバンクの機能に関するアンケート結果やその機能を実証的に分析することによって裏付けることができる。

1. メインバンクの役割の再考 - ラストリゾート機能 -

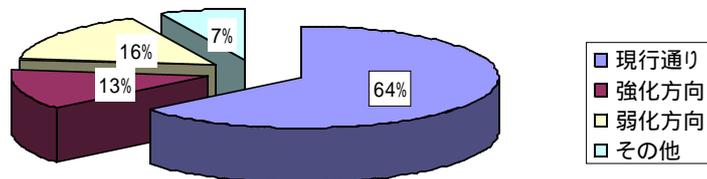
さきの富士総研のアンケート調査は「ラストリゾート機能に対する期待は高く、経営危機に際して自社のメインバンクは緊急融資等の支援に『当然応えてくれる』あるいは『応えてくれないかもしれないが期待はしている』を合わせると、全回答企業の88.6%にのぼる。」(富士総合研究所〔1993〕p.2)としている。つまり、メインバンクに経営チェック機能ないしモニタリング機能はないとしても、緊急時の資金供給機能には期待されているわけである。

ポーター = 竹内弘高『日本の競争戦略』でも、「銀行は、企業に対する日々のモニタリングは行わなかったし、企業が財政危機に直面しないかぎりその経営に介入することもなかった。」(Porter and Takeuchi [2000] 邦訳, 225 頁)と述べている。銀行がモニタリング機能を果たしたとはいえないが、企業が財政危機に直面したときは話は別なのである。だからラストリゾート機能ないし資金供給機能は意味がありそうである¹⁶⁾。

さらに2000年10月発表の大蔵省財務総合研究所による「わが国のファイナンスシステムとコーポレートガバナンスに関するアンケート調査・中間報告書」によると、企業は株式・債券市場の使い勝手がよくないと考えており(27 頁)、図5からわかるとおり、今後もメインバンクとの関係を維持する、あるいは強化すると答えた企業は76.68%に達している。中間報告書はこれを、「相対型ファイナンスからオープン型ファイナンスへシフトするという一般的な認識は……むしろ否定的」(24 頁)で、企業は「メインバンクをファイナンス方法のひとつとして今後とも不可欠な存在として」(23 頁)いると評している。

図5 今後におけるメインバンクからのファイナンスの方向性

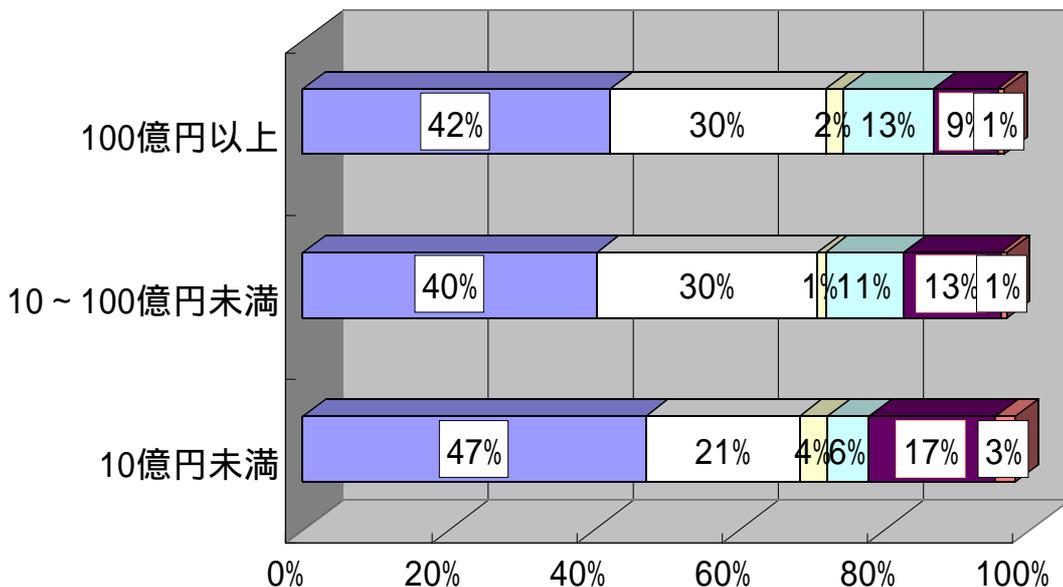
メインバンクからの資金調達はどうされますか



[出所] 大蔵省財務総合研究所[2000]23 頁より。

さらに、メインバンクからのファイナンスについて、今後も、強化および維持すると回答した上記企業を対象として、その理由をたずねている。図6がその結果である。それによると、「規模の大小を問わず、ほとんどの企業が、その理由として、仕入資金や決済資金等の短期運転資金の確保を示す『不測の資金需要への対応』や日常の営業、業務活動に影響力のある『付带的サービス・取引や情報等の供給源』を挙げている」(25 頁)。

図6 メインバンクとの関係を今後も継続する理由



	10億円未満	10～100億円未満	100億円以上
■ 人材の供給源	3%	1%	1%
■ ファイナンスコストの廉価な供給源	17%	13%	9%
□ ラストリゾート機能	6%	11%	13%
□ テイクオーバー対策	4%	1%	2%
□ 付带的サービス・取引や情報等の供給源	21%	30%	30%
■ 不測の資金需要への対応	47%	40%	42%

[出所] 大蔵省財務総合研究所[2000]24 頁より。

だからこそ論者はつぎのように言うのである。すなわち、斉藤・須藤 [1999] は「メインバンク関係の要諦はモニタリング機能よりもむしろ保険機能であり、この保険機能も担保によるリスク回避に依存していたのではないか」(107 頁)と述べている。伊丹敬之 [2000] も系列のメリットは「緊急時の融通」(251 頁)であるとしている。この点さきの実証分析でも推測できるが、より直接的にメインバンクの機能を実証的に明らかにしたい。

2. メインバンクの金融引締時の資金供給機能

表9は1963年度下期から70年度上期までの14期(当時は半期決算であった)について、メインバンク関係が明瞭な三菱グループ金曜会メンバー企業で合併などがなく継続してデータの取れる企業14社の短期借入金中メインの三菱銀行融資額の割合と主要企業(三菱総合研究所「企業経営の分析」による)の売上高支払金利比率との相関をとったものである。売上高支払金利比率が高いときは金融引締期と考えてよい。主要企業の支払金利対売上高比率を金融引締期をあらわす代理変数として、これを三菱各社の短期借入金中メインバンク(つまり三菱銀行)依存率の相関をとったのである。すると、14社中8社で相関係数が有意に正であり、その他の6社も負とはなっていない。ということは、金融引締期にはメインバンク融資比率が高い。つまり、金融引締期にはメインバンクが資金をつけていたことがわかる。逆に言えば、非メインバンクは金融引締期には消極的であったといえる。

表9 三菱グループの金融逼迫度とメインバンク依存度

三菱レイ	0.2563	三菱石油	0.6429	三菱化工	0.8872	三菱地所	0.3803
ヨン	p=.376		p=.013	機	p=.000		p=.180
三菱製紙	0.313	旭硝子	0.641	三菱電機	0.6147	三菱倉庫	0.4459
	p=.276		p=.013		p=.019		p=.110
三菱化成	0.5349	三菱金属	0.5923	日本光学	0.51		
	p=.049	鋳業	p=.026	工業	p=.062		
三菱樹脂	0.5083	大日日本	0.6451	三菱商事	0.782		
	p=.063	電線	p=.013		p=.001		

(注1) 有意確率(強調表示) $p < .05000$, $N = 14$ 。

(注2) 支払金利/売上高は三菱総合研究所『企業経営の分析』より、三菱銀行よりの短期借入金/短期借入金は、『有価証券報告書』より。

3. メインバンクに依存した企業家精神発揮

このようなメインバンクの資金供給に頼ることができたので、経営者は安心して企業活動に邁進できたのであり¹⁷⁾、この点に関わってかつて私はコーポレート・ガバナンスの経営チェック機能よりもむしろ、企業家精神発揚機能を重視すべきであると述べたところである。このようにメインバンクが資金を供給できたのは、長期信用銀行や日本開発銀行、それを支える日本銀

行、大蔵省などがリスクを分担していたからである（松村 [1997] 58-63 頁）。

いずれにせよ、借金の規律から市場の規律へといった企業行動チェックに偏った一方向的な主張はいたずらに日本の金融システムを混乱させるだけであり、むしろ、まずは現実を正確に分析する必要があると考える。最初に述べたように、現実から出発すべきであると考え。今日、経済環境は激変しリスクが大きくなっている上に、リスク分担体制が弱体化し、銀行の資金供給余力が低下して、日本企業の困難がもたらされているようである。そのような中であって、現実には、経路依存的(path dependent)たらざるを得ない。銀行や証券市場などといった、金融システムがいかに日本企業の行動を支えるべきだろうか。リスク分担体制の再編によりベンチャー・キャピタルに見られるような経営支援機能にも着目し（久原 [1999]）、企業家機能をいかに涵養するかが重要であり、これが、現在の日本の金融システムに課せられた課題ではなからうか。金融主導ではなく、「会社主導の処方箋」¹⁸⁾が望まれる。

【参考文献】

Altman, Edward I. [1981], *Financial Handbook (5th ed.)*, John Wiley & Sons, Inc.

Ansoff, H.Igor [1965], *Corporate Strategy*, McGraw-Hill, Inc., 広田寿亮訳 [1969] 『企業戦略論』産業能率大学出版部。

Aoki, Masahiko and Hugh Patrick (ed.) [1994], *The Japanese Main Bank System--Its Relevance for Developing and Transforming Economies*, Oxford University Press (白鳥正喜監訳 [1996] 『日本のメインバンク・システム』東洋経済新報社)。

青木昌彦・奥野（藤原）正寛 [1996] 『経済システムの比較制度分析』東京大学出版会。

Diamond, Douglas W. [1994], "Corporate Capital Structure: The Control Roles of Bank and Public Debt with Taxes and Costly Bankruptcy," *Economic Quarterly*, 80, Spring, pp.11-37.

Dore, Ronald [2000] *Stock Market Capitalism: Welfare Capitalism, - Japan and Germany versus the Anglo-Saxons*, Oxford University Press, 藤井真人訳 [2001] 『日本型資本主義と市場主義の衝突』東洋経済新報社。

富士総合研究所 [1993] 『「メインバンク・システムおよび株式持ち合い」についての調査』同所。

広田真一 [1996] 「日本の金融・証券市場とコーポレート・ガバナンス」(橘木俊詔・筒井義郎 『日本の資本市場』日本評論社, 247-267 頁)。

広田真一 [1997] 「日本のメインバンク関係：1964年～1992年」 『経済学論叢（同志社大学）』第48巻第3号, 3月, 131-156 頁。

広田真人 [1999] 「株式所有構造とコーポレート・ガバナンス」 『証券経済研究』11月, 69-110 頁。

池尾和人 [1993] 「メインバンク制の変容は企業への監視機能低下を招く」 『エコノミスト』6月8

日号, 30-33 頁。

池尾和人 [1995] 『金融産業への警告』 東洋経済新報社。

今井賢一・小宮隆太郎編 [1989] 『日本の企業』 東京大学出版会。

伊丹敬之 [2000a] 『経営の未来を見誤るな』 日本経済新聞社。

伊丹敬之 [2000b] 『日本型コーポレートガバナンス - 従業員主権企業の論理と改革』 日本経済新聞社。

Jensen, Michael C. [1986], "Agency Costs of Free Cash Flow, Corporate Finance, and Takeover," *The American Economic Review*, 76, May, pp.323-329.

Jensen, Michael C. [1989], "Eclipse of the Public Corporation," *Harvard Business Review*, September-October, September-October, pp.61-74(邦訳 [1990] 『LBOアソシエーション』 『DIAMONDハーバード・ビジネス』 1月, 47-63頁)。

Jensen, Michael C and William H.Meckling [1976], "Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure," *Journal of Financial Economics*, 3, October, pp.305-360.

経済企画庁編 [1993] 『平成 5 年版経済白書 - バブルの教訓と新たな発展への課題 - 』 大蔵省印刷局。

Kennedy, J. Alison and Keith F. Sugden [1986], "Ritual and Reality in Capital Budgeting," *Management Accounting (US)*, 62, June, pp.26-30.

久原正治 [1999] 『金融イノベーター群像』 シグマベイスキャピタル。

倉澤資成 [1989] 『証券：企業金融理論とエージェンシー・コスト』 伊藤元重・西村和雄編 『応用ミクロ経済学』 東京大学出版会, 89-120 頁。

McCall, John J. [1982], *The Economics of Information and Uncertainty*, University of Chicago Press.

McConnell, John J. and Henri Servaes [1995], "Equity ownership and two faces of debt," *Journal of Financial Economics*, 39, pp.131-157.

松岡真宏 [2000] 『百貨店が復活する日 (21 世紀日本流通市場論)』 日経 B P 社。

松村勝弘 [1997] 『日本的経営財務とコーポレート・ガバナンス』 中央経済社。

松本厚治 [1998] 『新版企業主義の興隆』 新評論。

Myers, Stewart C. [1977], "Determinants of Corporate Borrowing," *Journal of Financial Economics*, 5, pp.147-175.

日本経済新聞社・日本証券経済研究所編 [1987] 『経営分析ハンドブック』 日本経済新聞社。

野間敏克・花枝英樹・米澤康博 [1992] 『基本テキスト 6 企業金融』 東洋経済新報社。

大蔵省財務総合研究所 [2000] 『わが国企業のファイナンスシステムとコーポレートガバナンスに関するアンケート調査中間報告書』 同所, 10 月。

大野克人 [2000] 『日本の金融技術は遅れていない』 東洋経済新報社。

大瀧雅之 [2000] 「銀行に監視能力は存在したか？ - 過剰債務問題の視点から - 」宇沢弘文・花崎正晴編『金融システムの経済学 - 社会的共通資本の視点から - 』東京大学出版会 ,113-127 頁。

奥村昭博 [1989] 『経営戦略』日本経済新聞社。

Porter, Michael E. and Hiroataka Takeuchi [2000], *Can Japan Compete?* ;邦訳『日本の競争戦略』ダイヤモンド社。

齊藤美彦・須藤時仁 [1999] 「メインバンクとコーポレート・ガバナンス - 都市銀行による企業審査・モニタリングの実際について - 」『証券経済研究』11 月。

Sheard, Paul [1986], "Main Banks and Internal Capital Markets in Japan," *Shoken Keizai*, No.157 , September, pp.255-285.

新保生二 [2001] 『日本経済 失敗の本質』日本経済新聞社。

内田交謹 [2001] 「メインバンク関係と日本企業の経営効率性 - バブル期前後における実証分析 - 」『経営財務研究』6 月, 41-55 頁。

渡辺茂・山本功 [1992] 「日本企業のコーポレート・ガバナンス - 戦後最低のROEから - 」『財界観測』9 月, 2-25 頁。

White, H. [1980] "Heteroskedasticity-consistent covariance matrix estimator and a direct test for heteroskedasticity," *Econometrica*, 48, pp.817-838.

山本昌弘 [1998] 『戦略的投資決定の経営学』文眞堂。

山中宏 [1997] 『メインバンクの審査機能』税務経理協会。

1) 本稿の作成にあたり、高寺貞男、藤井秀樹、平井孝治、堀 敬一の各氏から貴重な示唆、コメントを頂いた。記して、感謝の意を表したい。

2) ドーア, 邦訳 [2001] 113 頁。

3) 青木昌彦「メインバンク・システムのモニタリング機能としての特徴」(Aoki and Patrick [1994] 邦訳, 129-166 頁) は、「金融システムは経路依存的に変化させるほうが実行可能性が高く、コストも小さい」とし、証券市場中心の金融システムへの急激な転換は日本経済のその他の制度的特徴と両立しないとしている。

4) 大蔵省の「法人企業統計年報」は付加価値額を、営業純益(営業利益 - 支払利息・割引料) + 役員給与 + 従業員給与 + 福利厚生費 + 支払利息・割引料 + 動産・不動産賃借料 + 租税公課, としている。また、日本銀行「主要企業経営分析」では、付加価値を、経常利益 + 人件費 + 金融費用 + 賃借料 + 租税公課 + 減価償却費, としている。

5) 広田は負債比率 = 負債 / 総資産と計算しているが、負債比率は通常、負債合計 / 資本合計(自己資本), のことを

指す(Altman [1981] p.24:26, 日本経済新聞社・日本証券経済研究所編 [1987] 66 頁など参照)。したがって、ここで言われている負債比率 (= 負債 / 総資産) のことを括弧付きで「負債比率」としておく。

6) 今井・小宮 [1989] は、日本企業の内部組織はスリムで中核的な部分以外は外部の労働者・企業に委ねるとしている。内部の従業員はいわばネットワークの環の役割を果たすと考えられる。人件費はそのネットワーク維持費と考えれば、「のれん」に対応すると考えることもできるだろう。

7) サンプル企業 - 私の場合かつて調査した企業群との比較を考えて 796 社 - の相違も関係があろうし、係数の取り方の違い、コントロール変数の影響もあつただろうと思われる。

8) また、以下の付表における最近の建設業の自己資本比率 (したがって負債依存度の逆数) と収益性や資金力をあらかず諸指標との相関係数が有意にプラスであることから、負債と収益性とは逆相関していることがわかる。ここでは、「利益低下 資金枯渇 負債増加」という流れが推測できる。

付表 東証1部上場建設業113社(1998年度)の自己資本比率との相関係数

	流動比率	総資本営業利益率	総借入金	ICR	総資本税引利益率
自己資本比率	0.6908	0.2734	-0.5335	0.3993	0.3931
	p=.000	p=.003	p=.000	p=.000	p=.000

(注1) ICRとはインタレスト・カバレッジ・レシオのことである。

(注2) 日経ニース・データによる。

9) 青木昌彦・関口格「状態依存型ガバナンス」(青木・奥野 [1996]) において、「バブル崩壊の結果多くの金融機関が不良債権を抱えることになったのは、メインバンクが大企業に対し交渉力を失い投機的な土地投資融資に走った結果といえるかもしれない」(26 頁) という認識が示されているが、経営者の成長志向は高度成長期からあつたのであって、金融機関の交渉力の如何ではなく、高度成長期金融機関はリスク分担体制に支えられて(松村 [1997] 58-63 頁)、一般に過剰とも言うべき融資を行っていたのであって、企業の側の利子支払能力の如何が、企業行動を規定していたと言うべきであろう。当時「銀行による信用創造機能のフル活用が企業の無理な高成長をもたらし、損益分岐点の上昇・収益力低下を招き、他面で銀行の債権回収のための増資が行われていた」(松村 [1997] 111 頁)。

10) ここにおける山中の指摘は、青木らが言うところの「事前モニタリング」という考え方と相容れない。青木らは「産業間にまたがった広範囲の情報を集めることのできる投資家(貸し手)の方が、投資プロジェクトの判断にあたっては、個々の企業(借り手)よりも事前には優れた情報収集能力をもっているということもある」(青木・奥野 [1996] 228-229 頁) としているが、しかし、青木らも「都市銀行の事前モニタリング能力が、産業界と銀行部門、および公的部門と民間部門間の緊密な情報共有の中で養われ発展した」(Aoki and Patrick [1994] 邦訳, 137-138 頁) と述べているように、銀行の審査能力が単独でそれほど高かったと言えるのかどうか疑問である。リスク分担体制(松村 [1997] 58-63 頁) に支えられてはじめて積極的な融資もできたのであろう。

11) 「超長期を対象に計測が可能であれば、すぐには収益寄与しない長期投資の効果も計測できるはずである。これは、懐妊期間の長い長期投資が必然的にもたらす目的成就までのタイムホライズンの問題であつて、経営規律の不足によるものとは限らない。」(広田真人 [1999] 75 頁) といわれる。

12) 青木昌彦は、銀行が幅広い情報を収集できる投資家として、個々の借り手よりも優れた投資判断を行えることも

あろう (Aoki and Patrick [1994] 邦訳, 132 頁), と述べている。他方, 通常, 経営者と株主・債権者との間では情報が非対称であると考えられる。メインバンクが必ず情報優位にたてるという保証はない。

13) なお, Jensen [1986] p.323 では, 新規事業の場合やレントが大きい事業の場合のように製品市場による規律が弱い場合には, 内部統制制度や会社支配権市場が重要だとしている。これに対しても, 規律一辺倒の考え方には疑問を懐かざるを得ない。また別の論者によっても「経営者がこうした [モニタリングの] 仕掛けがないと働かないという認識自体への疑問」(広田真人 [1999] 73 頁) が提示されている。筆者としては企業家精神発揚機能を重視したい。これに関しては以下 6 を参照されたい。

14) さらに次のような指摘もある。「Kennedy and Sugden(1986,p.37)は, 日本企業は投資決定にあたって不確実性をリスクとして定量化するのではなく, それを『あいまいさ』(ambiguity)と捉えて, あるがままに受け入れているのではないかと述べている。」(山本 [1998] 64 頁)

15) 「F・S・ミキシンが指摘するように, 企業は自分の投資計画のことはよく知っているが, 金融機関はあまりよく知らない, という情報の非対称性の問題を土地担保によって解消することができず, そのことが貸出の大きな制約要因になっている。」(新保 [2001] 67 頁) また, 次の指摘も参考になる。「日本の企業は, 企業を構成する従業員のエネルギーを企業目的に結集できる, という点において比類ない特徴を備えている。これも従業員が企業リスクを負担する企業内部の人であり, 企業の主体的な担い手となっているという日本特有の企業体制の産物である。」(松本 [1998] 79 頁)

16) ポール・シェアード(Paul Sheard)「メインバンクと財務危機管理」(Aoki and Patrick [1994] 邦訳 [1996]) は「メインバンクの後ろ盾により取引先企業の無形資産は維持」(243 頁)されると述べている。

17) 「世界的にみれば, 日本の企業は優れた産業上の創造者であり, たくましい, 躍動的な産業的精神の持主であるといえるだろう。そしてこのような旺盛な企業の活力のかなりの部分は, 日本の企業の持つ高度の『経営上の自律性』に帰せられるべきことは明らかであるように思われる。/日本の企業は, 株主による外的な統制から自由である。また, 横断的産業別・職業別組合の圧力からも自由である。」「日本の企業は, この自己完結的な経営権を基礎にして, 他の利害集団の圧力を受けることが著しく少なく, 自由に企業自身に内在する目的, すなわちその発展を追求することができる。」(松本 [1998] 79 頁)

18) ドーア [2001] 347 頁。