

Center for Economic Institutions
Working Paper Series

CEI Working Paper Series, No. 2003-5

***Bank Monitoring and Corporate Governance
in Japan***

Hirofumi Uchida

Hiroshi Osano



Institute of Economic Research
Hitotsubashi University
2-1 Naka, Kunitachi, Tokyo, 186-8603 JAPAN
Tel: +81-42-580-8405
Fax: +81-42-580-8333
e-mail: cei-info@ier.hit-u.ac.jp

日本における
銀行モニタリングのガバナンス機能

内田浩史
和歌山大学経済学部
uchida@eco.wakayama-u.ac.jp

小佐野広
京都大学経済研究所
osano@kier.kyoto-u.ac.jp

平成 15 年 3 月 26 日

1 はじめに

本稿の目的は、日本企業に対するコーポレートガバナンスにおいて、銀行による「モニタリング」がどのような役割を果たしてきたのかを明らかにすることである。企業経営者に対するガバナンスメカニズムの中でもとくに重要と考えられているのが、様々な利害関係者から受ける監視活動、すなわち「モニタリング」である。中でも外部投資家を代表する銀行のモニタリングは重要と考えられている。とくに、日本では長年銀行を通じた資金仲介が行われてきたため、銀行がガバナンスにおいてどのような役割を果たしてきたのかを明らかにすることは重要である。

本稿では、日本において銀行モニタリングを通じたガバナンスが機能しなくなってきたことを示し、その原因の1つとして銀行自体が近視眼的行動を選択するようになってきていることを明らかにする。本稿は、既存の理論・実証分析を整理し、ガバナンス機能の低下を明らかにする第2節と、その原因を明らかにする第3節から構成されている。

まず第2節においては、日本の銀行モニタリングの評価を行っている。最初に2.1節では、銀行のモニタリングがどのようなガバナンス効果をもたらしているのか、またその際にどのような問題点が発生しているのかという点に関して理論分析を紹介し、評価の基準を整理する。その上で、2.2節において既存の実証分析の結果を紹介し、こうしたガバナンス効果が実際に日本の銀行に関して観察されるのかどうかを明らかにする。その結果、日本においては銀行ガバナンスの有効性を示す結果もあるものの、そうした結果は1980年代以前のもものが多く、とくに1990年代以降においては銀行モニタリングのガバナンス機能が発揮されなくなった可能性が高いことが示される。

以上の整理を受け、第3節は銀行モニタリングによるガバナンスが機能不全に陥った理由の説明に充てられている。既存の実証分析においては、ガバナンス機能が発揮されなくなった「事実」は示されているものの、その「原因」は必ずしも明らかになっていない。第3節では、原因の1つとして銀行行動が近視眼的になってきている可能性があることを示す。そこでは、バブル期以降日本の銀行が不良債権を蓄積してきた事実に注目する。そして、こうした状況を分析したDiamond and Rajan(2000)のモデルを援用することにより、銀行が過小資本に陥った場合に起こり

うる貸出行動の特徴を明らかにする。そして、その特徴が日本の銀行貸出行動に関する実証文献で得られた推定結果と整合的であることを検証する。その結果、現時点における日本のメインバンク制度の機能不全の状態が明らかにされることになる。

本稿の貢献は以下の2点である。第1に、本稿では日本における銀行モニタリングのガバナンス機能に関して包括的に整理を行い、近年の機能低下を明らかにしている。第2に、既存の実証分析では機能低下の原因を特定することが難しかったが、本稿ではDiamond and Rajan(2000)の理論を援用することによって、銀行行動の近視眼化が銀行モニタリングのガバナンス機能を低下させてきたことを示している。

なお以下では主に「貸出」の提供者としての銀行が果たす役割を中心として整理を行っているが、日本の銀行と企業の間には貸借以外の多様な取引関係が存在することは良く知られている。とくに、「メインバンク関係」と呼ばれる銀行と企業の親密な取引関係においては、両者の間の株式保有（持合い）、役員派遣など融資以外の関係も重要とされる。しかし、以下ではこうした多様な関係のすべてに触れるのではなく、「貸手としての銀行のモニタリング」がコーポレートガバナンスに与える影響に絞って整理を行う。とはいえ、このことはコーポレートガバナンスにおける銀行の役割として他の側面は重要でないとは主張しているわけではない。むしろ逆に、メインバンク関係のような多様な取引関係の間には、いわゆる「制度的補完性」が存在し、一面だけに注目するのは適切ではないかもしれない。¹ しかし、多面的な分析のためにも各関係それぞれについて詳しく整理することは必要である。そこで、以下では融資に関連するモニタリング機能のみに注目することにしたい。²

2 銀行モニタリングのガバナンス機能

2.1 銀行モニタリングの便益と費用

銀行は、企業に対する最も重要な資金提供者の1つである。とくに銀行貸出による資金調達には、他の資金調達方法にはないメリットがあることは古くから指摘されてきた。中でも重要なものとして挙げられるのがモニタリング（情報生産）機能である。これは、借手に関する情報が不

¹Aoki(1994a, 1994b)、青木(1995)を参照。

²なお、大株主や債権者によるガバナンスについては小佐野(2001)を参照のこと。

足していったり得られない場合に、審査や債権管理などの活動によってその情報を作り出すという活動に他ならない。³ 銀行は、借手企業との取引関係が長く、多面的かつ親密であり、また一度に多額の資金を貸し付けることが多いためフリーライダー問題が発生することが少なく、さらに専門化や規模の経済性も発揮できるため、モニタリングを行うことが期待される経済主体の代表であると考えられている。銀行貸出に伴うモニタリングには様々な種類のものがあり、非効率性を削減して様々な便益をもたらすというガバナンス機能を果たし得ることが示されている。しかし、同時にガバナンス機能を損なう費用の存在が指摘されることも多い。そこで、以下ではまず既存の研究においてどのような便益と費用が指摘されているのかを簡単に整理してみることにする。

2.1.1 銀行モニタリングの便益

借手に関する情報生産は、貸借契約が結ばれる前の段階から返済が行われるまで、様々な形で行われる。そして、経済学においても取引段階ごとにモニタリングを整理して考えることが多い。以下でもそうした形で様々なモニタリングを整理してみることにする。⁴

事前のモニタリング 最も最初の段階に行われ、しかもその便益を最も理解しやすいのが、「借手に対する事前審査」という形で行われるモニタリングである。これは、貸借契約が締結される前の時点でのモニタリングであるため、「事前のモニタリング (ex ante monitoring)」と呼ぶことができる。⁵ Boyd and Prescott(1986) や Broecker(1990) などで分析されているこのモニタリングでは、新規に資金を必要としている借手に対し、その借手が返済能力を持っているかどうかを様々な角度から検討し、有望な借手に効率的に資金が提供されることになる。

こうしたモニタリングが重要となるのは、初めて資金調達を行おうと

³その他の代表的なメリットとしては、貸借取引のコストを削減することや、詳細な貸借契約を結ぶことが難しい際に生じる様々な問題を解決することが指摘されている。この点に関しては内田(2000)を参照のこと。

⁴なお、以下のようなモニタリングは必ずしも銀行に固有のものとはいえない点には注意が必要である。大規模な資金を企業に提供している機関投資家などは、上記のようなモニタリングを行う能力と誘因をある程度持っているであろう。しかし、銀行はこうした経済主体よりも質的・量的に異なった形でモニタリングを行うことができると考えられる。こうした点に関しては内田(2000)を参照されたい。

⁵こうした時間よる分類については、Aoki et al.(1994)も参照のこと。なお、文献においてはスクリーニング (screening) やソーティング (sorting) と呼ばれることも多い。

する新興企業や、新たな投資プロジェクトのための資金調達を必要とする企業などである。銀行は審査のノウハウを身に付けており、しかも数多くの貸出を行うことによって専門化の利益や規模の経済性、範囲の経済性を発揮することができるため、一般の投資家よりも効率的に審査を行うことができる。そのため銀行は、有望な投資機会を保有しているが他の投資家には正当に評価されていないような借手に対し、適切に評価を行って資金を提供することができる。これが、事前のモニタリングの便益である。

中間のモニタリング 次に、貸借契約締結後、返済が行われるまでの時点では、「債権管理」活動が重要になる。これは、借手が返済を行うよう監視することに他ならない。返済を確実にするためには、借手が返済を行うために収益を得ようと努力をしているか、無駄な使途に資金を利用していないか、借金を踏み倒そうとしていないか、といった監視を行う必要がある。これは、経済学でいう「モラルハザード」を防止する活動ともいえる。とくに、長期的な金融取引を行ったことがないため信用が確立していないような新興の借手にとっては、こうしたモニタリングを受けられる銀行貸出のメリットは大きいと考えられる。こうしたモニタリングは、「中間のモニタリング (interim monitoring)」と呼ぶことができる。⁶

Tirole(2001) では、こうしたモニタリングを「積極的なモニタリング (active monitoring)」と「受動的なモニタリング (passive monitoring)」の2つに分けている。積極的なモニタリングとは、単に監視して返済を確実にする、というだけではなく、借手企業の経営に直接関与し、意思決定が望ましい方向に行われるよう積極的に介入していくことを意味している。これに対して受動的なモニタリングとは、企業活動を監視することによって経営者の行動を分析し、それに基づいて貸借契約を見直すことによって、適切な意思決定が行われるよう間接的に促すことを意味している。こうしたモニタリングは経営者の非効率的行動を防ごうとする活動であり、まさにコーポレートガバナンスの重要な手段であると言える。

事後のモニタリング 最後に、返済が行われる時点においては、その返済が確実に履行されるよう監視する活動が重要となる。借手が返済可能

⁶Diamond(1991a), Hoshi et.al.(1993), Besanko and Kanatas(1993), Boot and Thakor(1997), Holmström and Tirole(1997)などを参照のこと。

かどうかを判断することは必ずしも容易ではない。とくに一般の投資家にとっては、借手が債務不履行に陥ったときに返済を受けることが難しいため、そのことを見越して資金調達が行われにくくなる可能性がある。銀行は借手が得た収益に関する情報を生産し、契約に基づいた返済を要求することによって、こうした問題を緩和していると考えられる。このことを厳密な理論モデルで示したのが Diamond(1984) らの *costly state verification* アプローチである。

また、債務不履行時や企業倒産時における介入も、銀行の重要な機能の1つと考えられている。銀行は、経営不振企業に対し、役員派遣や債務減免など様々な形で再建を手助けしている。このように、専門的な知識に基づいて企業の再建を効率的に行うという役割は、他の金融機関や投資家には果たすことが難しいものである。Aoki et al.(1994) などでは、こうした形で経営不振企業を救済することが、日本におけるメインバンクシステムの主要な特徴であることが主張されている。なおこのモニタリングは、介入のタイミングによっては中間モニタリング (Tirole(2001) の言う積極的なモニタリング) であるとも考えることもできる。

2.1.2 銀行モニタリングの費用

上記のようなメリットがあるにもかかわらず、企業の資金調達源は銀行だけに限られているわけではない。企業によっては全く銀行借入に依存していない企業もあり、また 1980 年代の金融自由化以降の日本においては「銀行離れ」が指摘される事が多い。これらの事実が示すように銀行借入が選ばれない理由は何であろうか。こうした疑問に基づいて、代替的な資金調達手段と銀行借入との比較を行おうと言う研究が近年盛んに行われている。⁷ そこでは、様々な資金調達手段と銀行借入の間には相対的な便益・費用の差があり、それらを比較した上で負債の構成が選ばれる、という考え方が共有されている。つまり、銀行借入には確かに前述のような絶対的な便益が存在する可能性が高いが、それ以外に費用が発生する可能性もあり、便益と費用とのトレードオフによって他の資金調達手段との相対的な便益が決まっていると考えられているのである。そこで、銀行借入の選択に影響を与える様々な費用について整理してみることしよう。

⁷こうした研究は、株式と負債間の選択を扱う「資本構成 (capital structure) の理論」にちなんで「負債構成 (debt structure) の理論」と呼ばれることもある。

直接的費用 モニタリングの費用として最も重要視されるものは、物理的な費用である。この中には人件費、物件費など、審査活動を行うために必要な様々な費用が含まれる。こうした費用が上記の便益と比べて大きいような借手には、銀行借入は選択されない。この点を明示して銀行借入の選択を考えているのが Holmstrom and Tirole(1997)、Hoshi et al.(1993) や Besanko and Kanatas(1993)、von Thadden(1995)、Dewatripont and Maskin(1995)、Boot and Thakor(1997) などである。

銀行のモラルハザード モニタリングの費用としては、銀行側の非効率的な行動が指摘されることも多い。銀行も、自らの利潤を追求する経済主体である。そのため、銀行は自らが持つ債務から得られる便益を最大にするよう行動するであろう。しかしこの場合、他の投資家や雇用者の犠牲の下で自分に有利なようにふるまう可能性がある。とくに、様々な投資家が様々な形で企業に資金を提供している場合、この問題は大きくなる。

また同様の理由で、社会的に望ましい程度までモニタリングが行われない可能性もある。銀行は、自らの持つ債権の価値を最大にするようなモニタリングを行おうとするが、企業価値最大化の観点から考えると、そうしたモニタリングは過小である可能性がある。この点については Besanko and Kanatas(1993) が厳密な分析を行っている。

情報独占による過小努力 さらに、上記のような銀行のモラルハザードが、企業の経営者や従業員のインセンティブを低めるというコストも考えられる。将来銀行にレントを奪われることが予想される場合には、従業員は企業特殊的な技能を修得しようとはせず、また経営者も努力を怠るかもしれない。これが、Rajan(1992)において示されている過小努力の問題である。⁸

2.2 日本における銀行モニタリング

ここまでは、銀行がモニタリングによってどのような便益と費用が生み出されるのかを理論的に明らかにしてきた。では、現実に日本において銀行のモニタリングはどのように働いてきたのであろうか。この点に

⁸この問題は「ホールドアップ問題」と呼ばれることもある。

関しては、様々な実証分析が様々な角度から、日本における銀行モニタリングの実態を明らかにしてきている。

上記のように分類される様々な形のモニタリングを識別することは、実証的には非常に難しい。しかし、銀行が何らかのモニタリングを行っているかどうかは、以下のような指標に対する銀行の影響を調べることによって明らかにすることができるのである。以下ではこうした指標ごとに、既存の実証分析を整理することにしよう。

2.2.1 流動性制約

まず、「流動性制約」に注目することによって銀行のモニタリングが有効かどうかを調べることができる。企業と投資家との間で情報の非対称性がある場合には、情報を得られない外部者からの資金調達には割高になる。このため、情報の非対称性が大きい企業ほど、投資資金を内部資金に頼ろうとする。したがって、情報の非対称性が大きい企業ほど、投資額が手元に保有する流動性によって制約される、という「流動性制約」に直面することになる。しかし、銀行がモニタリングを行っている企業であれば、流動性制約に直面することはなく、投資額は内部資金に依存しないと考えられる。

こうした考え方に基づいて実証を行ったのが Hoshi et al.(1990, 1991) である。そこでは、製造業に属する東証上場企業の中で、6大金融系列に属している企業とそうでない企業の流動性制約の存在を調べており、1977年から1982年において前者の企業は流動性制約に直面していないのに対し、後者の企業では流動性の大きさが投資額に影響を与えていたことが示されている。系列企業はグループ内の銀行との結びつきが深いと考えられるため、この結果は銀行が一般の投資家と比較してより情報を得ることができていたことを意味している。

岡崎・堀内(1992)では、企業グループに属しているかどうかとメインバンク関係が強いかどうかは必ずしも一致しないことを指摘し、電気機器業に属する38社の1971年から1988年におけるメインバンク関係に注目して同様の分析を行っている。その結果、流動性制約は存在するが、メインバンク融資比率が大きいほど投資額が大きくなる傾向にあることが示された。⁹ また Hoshi et al.(1990) は、1978年から1985年の間に財務危機(financial distress)状態に陥った東証上場製造業から作られたサンプル

⁹森(1994)も参照のこと。

ルにおいて、系列企業は非系列企業に比べて投資額が多かったことが示されている。

ただし、上記の分析には批判もある。Hayashi(2000)は、Hoshi et al.(1990, 1991)の分析には変数の選択に関する問題があり、実際には銀行が流動性制約を緩和しているという結果は得られていないとしている。¹⁰ また、Kaplan and Zingales(1997)が示したように、内部資金が投資額に影響を与えるのは、流動性制約が存在する場合に限らない。とくに、Jensen(1986)が示した「フリーキャッシュフロー仮説」の下では、非効率的な過剰投資が行われている場合にも投資額は内部資金の制約を受ける可能性がある。

後者の批判を考慮して分析を行っているのが宮島他(2001)である。ここではサンプル企業を非対称情報の問題や成長機会に基づいて2つに分けることで、流動性制約が発生しているのかフリーキャッシュフロー仮説が正しいのかを検証している。そして、製造業に属する企業を1970年代初頭(1967年から1975年)とバブル期(1984年から1992年)それぞれにおいて分析した結果、前者の時期では流動性制約が発生していたがメインバンクの影響は見られなかったのに対し、後者の時期では過剰投資が発生し、メインバンクがそれを助長していた、という興味深い結果が得られている。

以上の分析によって示されているモニタリングは、企業の資金調達を容易にする働きをしているものであり、事前のモニタリングであると言えよう。実証分析の結果から判断すると、事前のモニタリングによって他の投資家には得ることのできない情報を銀行が獲得し、企業の資金調達を容易にしていた、という可能性は、1980年代前半までは支持されるが、その後の時期においては判断が難しいと言える。¹¹

2.2.2 経営介入

「積極的なモニタリング」に関しては、それを直接検証しようとする実証分析が多数行われている。Kaplan and Minton(1994)では、1980年から1988年までの上場企業119社について、パネルデータを用いて銀行による介入の分析を行っている。そして、銀行出身の役員が選任される

¹⁰ただし、Hayashi(2000)に対してはHoshi(2000)がコメントを行い、双方の結果に矛盾はないことを示している。

¹¹なお、将来に関する不確実性が投資に与える影響を調べたHatakeda(2002)においては1983年から1993年のデータにおいて、メインバンクが情報独占から生まれる過小努力のコストを発生させている可能性が示されている。

確率は企業の業績が悪いほど、また借入が多いほど大きくなっており、銀行がガバナンスを促進していた可能性が示されている。また銀行からの役員派遣は社長や代表取締役の交代を伴っていることが多く、銀行が企業に対して救済を行うという「保険」を提供しているのではなくガバナンスを目的としていることが示されている。また役員派遣は企業をダウンサイジングしているときに行われることが多く、選任された取締役はこのダウンサイジングをさらに進めるが、業績は悪化しないことが示されている。さらに、役員派遣と業績の関係は、サンプルの前半と後半とで変化しておらず、80年代に銀行のガバナンス機能が弱まったとはいえないことを示している。¹²

また Kang and Shivdasani(1995) は、1985年から1990における経営者の交代を分析し、業績が悪い場合に経営者が交代するという関係は、交代後の会長就任を伴わない「異例の交代 (nonroutine turnover)」の場合にのみ見られることを示している。そこでは同時に、メインバンクを持つ企業は業績に応じた経営者の交代や外部取締役の選任が多く、また異例の交代の場合には企業の業績が改善しやすいことも示されている。

さらに Kang and Shivdasani(1997) では、1986年から1990年において業績の悪化した東証1部上場企業を取り上げ、そこで選択された様々な対策（取締役派遣や経営者交代に限らない）に関して、その要因を明らかにしている。そして、メインバンクによる株式保有比率が多い企業ほど、企業規模の縮小、雇用削減、外部取締役の解雇が大きく、こうしたリストラ策を選択する際にメインバンクの役割が大きいことが示されている。¹³

以上の分析は1980年代に関するものであるが、より広範囲の年代を分析しているのが宮島(1998)である。そこでは経営者の交代について、1955年から1995年までの期間のうち5つの局面に注目した分析を行っている。そして、複数の業績指標のうち債権者と従業員の利害を表す変数に応じて経営者の交代が行われていることが示されているが、メインバンク関係がその効果を促進したのは1980年代半ばと1990年代前半のみであるという結果が得られている。¹⁴

また、広田・宮島(2001)では、財務危機に陥った企業のみ注目し、メ

¹²同様の分析として Morck and Nakamura(1999) も参照のこと。

¹³ただし、本文中では強調されていないものの、資産に占める銀行借入の割合、または最大の貸手からの融資比率はリストラ策を行う確率に影響を与えていない。このことは「銀行」としてのモニタリングは重要ではなく、「大株主としての」モニタリングの役割の方が重要であると言えるかもしれない。

¹⁴宮島他(2001)は同時期の取締役選任に関する分析を行っている。

インバンクからの役員派遣に関して石油ショック後と90年代の比較を行っている。それによると、介入の頻度は90年代に入って大きく低下しており、また、90年代のメインバンク介入は石油ショック後ほどには企業収益を回復させていないことも示されている。ただし、メインバンクが強くコミットする顧客企業に対するメインバンクの行動原理は基本的に石油ショック後と90年代で変わっていないことが示され、メインバンクの介入はまだ一部の企業に対しては有効であるという結果が得られている。

宮島・青木(2002)では1990年から1998年の経営者の交代について分析を行っており、メインバンクが経営者交代に与える影響としては、全体的には外部者との交代を促進し、また事業リスクが低い企業・事業再組織化の程度が低い企業において、内部交代に対する在職年数の効果を増幅することを示している。¹⁵

以上のように、実証研究によって得られた結果から判断すると、経営介入という点から銀行のガバナンスを考えた場合には、その有用性は大きく変化していると考えられる。少なくとも1980年代までは、銀行による経営介入が企業を規律付ける役割を果たしていたと考えられるのに対し、1990年代以降の分析ではその役割が不明確になり、あらゆる企業に対して発揮されるとは言えなくなっているのである。

2.2.3 負債構成

上記の分析は、企業のパフォーマンスを決定付ける要因に対して、融資比率など銀行の存在を表す変数がどのように影響するかを明らかにするものであった。これらの分析とは逆に、企業の負債に占める銀行借入の割合を被説明変数とし、これがどのような要因によって決定されているのかを明らかにすることによって、銀行モニタリングの便益と費用の関係を明らかにしようとする分析が行われている。

2.1.2節で説明したように、情報を独占的に獲得することのできる銀行は、投資プロジェクトからのレントを多く獲得するため、企業側のインセンティブを減少させてしまう可能性がある。そして、この費用は有望な投資機会を保有している企業ほど大きいと考えられる。すると、その企業が保有する投資プロジェクトから得られる予想収益率（保有している投資機会の質）が負債に占める銀行借入の比率にどのような影響を与

¹⁵なお、宮島・青木(2002)では1990年代において内部者による交代によって自律的なガバナンスが働いていたという興味深い事実を示している。

えているのかを調べることによって、モニタリングの便益と費用との相対的な大きさが分かるのである。投資プロジェクトから得られる予想収益率（保有している投資機会の質）を表す変数としては、トービンの q などが用いられることになる。¹⁶

Hoshi et al.(1993) では、製造業に属する東証上場企業から成るサンプル企業の1992年時点での負債構成を調べ、全サンプルでは q が負債構成に影響を与えることはないものの、系列によってサンプルを分割すると、系列グループに属する企業は属さない企業に比べ、魅力的な投資機会を持っているほど社債を選択する傾向が強いことを示している。この結果はいくつかの解釈が可能であるが、Hoshi et al.(1993) では、その1つとして系列企業にとっては Rajan(1992) の示した費用が非常に大きかった可能性があることを述べている。

これに対して Anderson and Makhija(1999) では、1990年の日本企業の負債構成について、銀行のモニタリングを伴うと考えられる負債の比率は投資機会が望ましいほど大きいと言う結果を得ている。これは、銀行モニタリングの便益が費用を上回っており、Rajan(1992) の示したコストはそれほど大きくないことを意味している。しかし、宮島・蟻川(1999)、Shirasu and Xu(2000)、Hori and Osano(2002) ではそれぞれバブル期、1993年から1997年、1998年の日本企業に関して同様の分析を行い、いずれも期待収益の高い企業が銀行借入を選択しない傾向にあるという反対の結果を得ている。

以上のように、負債に占める銀行借入の割合に注目した分析においては、とくに1990年前後において、明確な結論が得られていないと言える。しかし、その後の時期に関しては、銀行貸出の便益よりも費用の方が大きかったと結論付けることができよう。

2.2.4 その他の分析

上記の分析以外にも、様々な指標に注目することによって銀行のガバナンス機能を明らかにしようとする分析が行われている。まず Yafeh and Yosha(2002) は、日本の化学産業に属する約180社の1990年のサンプルを用いて、中間モニタリングを検証する分析を行っている。彼らは、企

¹⁶なお、関連する分析として、負債比率（＝負債／総資産）の決定に対して銀行またはメインバンクが与える影響を明らかにしようとするものがある。これは、通常の資本構成に関する実証分析を拡張したものと言える。池尾・広田(1992)、Fukuda and Hirota(1996)、Hirota(1999)を参照のこと。

業価値の最大化に役立つ支出と経営者に私的便益をもたらしやすい支出を区別し、銀行のモニタリングが後者を減少させているかどうかを調べている。これは、Jensen(1986)のフリーキャッシュフロー仮説の検証に他ならないが、彼らは負債比率と銀行の重要性を示す変数とを区別することにより、このモニタリングが負債一般の効果として得られている場合と銀行固有の機能として得られている場合を区別できる形で検証を行っている。得られた結果によると、負債一般が無駄な支出を減少させていると言う結果は得られたものの、銀行固有の機能は得られなかった。したがって、このタイプの間モニタリングについては日本の銀行の機能は示されていないと言える。

細野(1997)は金利スプレッド(プレミアム)に注目することによって銀行モニタリングの便益を検証している。ここでは、負債発行において金利スプレッドが発生する可能性を考慮した上で動学的企業価値最大化問題を解き、得られたオイラー方程式を推定することによってメインバンクの存在がスプレッドがどのような影響を与えているのかを調べている。サンプルは1982年から1995年までの電気機器業に属する東証上場企業であり、得られた結果においては、規模の小さい企業についてはメインバンク融資比率はスプレッドを減少させており、銀行モニタリングの便益が存在する可能性が示されているのに対し、規模の大きな企業についてはそうした効果が示されていない。

Peek and Rosengren(2002)では、銀行貸出がどのような場合に増加しているのかを明らかにしている。1993年から1999年までの日本企業のパネルデータを用いた結果によると、メインバンクや系列関係は業績が悪化した企業に対する融資を増加させることが示されている。著者たちはこの結果を、整理されるべき企業が温存されている事実を示しているものと解釈している。

最後にHanazaki and Horiuchi(2001)では、ガバナンスの指標として各企業の全要素生産性の伸び率を取り、それがどのような要因によって決まっているのかを明らかにしている。ここでは上場または店頭登録企業に関して、1971年から1980年までと1981年から1990年までの2つのサンプルを用い、それぞれに関して分析を行っている。結果によると、いずれのサンプルにおいてもメインバンクを変更しなかった企業のダミー変数は生産性の伸び率に有意な影響を与えていなかったのに対し、負債比率は有意に正の影響を与えていた。これは、メインバンクではなく負債一般のガバナンス機能の存在を示していると言えよう。

2.3 日本における銀行モニタリングの評価

日本における銀行モニタリングのガバナンス機能に関しては、その意義が以前から指摘されてきてはいたものの、厳密な分析に基づいた整理は必ずしも十分ではなかった。ここまでは、既存の実証分析を整理することによって銀行モニタリングのガバナンス機能が実際には必ずしも有効であったとはいえないことを明らかにしてきた。もちろん銀行モニタリングの便益を示す分析もあるが、その有効性が指摘できるのは1990年前後やバブル期までのものが多く、また中小企業など一部の企業に限られていることも多かった。したがって、とくに近年においては銀行モニタリングの費用の方が大きくなっている可能性が高いことが示されているのである。

理論分析に基づいて解釈すると、このような変化は銀行モニタリングの相対的な費用が1990年代に増加したことを意味している。では、何が原因でこのような変化が起こったのであろうか。この点を明らかにすることは、日本における銀行の将来や今後の企業金融のあり方を考える上で非常に重要である。しかし、この疑問に答えることは容易ではない。既に述べたように、実証分析において銀行モニタリングの様々な便益と費用を識別することが非常に難しい。もちろん一部の实証分析においては、2.1.2節で示した「情報独占による過小努力」の存在が重視されている。しかし、その検証方法は間接的なものであり、またこの費用が90年代に突然増加したと考えにくい。このため、すべての実証結果を一般的に説明できるような原因は必ずしも明らかではないと言える。つまり、既存の実証分析においてはガバナンス機能が発揮されなくなった「事実」は示されているものの、その「原因」を特定できていないのである。

以下本稿では、不良債権の蓄積に伴って銀行行動が変化し、そのことによって日本における銀行モニタリングの相対的費用が増大していることを明らかにする。以下では、Diamond and Rajan(2000)に基づいて、「不良債権が蓄積される状況においては銀行の貸出行動が近視眼化する」という仮説を示し、Hori and Osano(2002)において示されている実証結果がこの仮説を支持していることを明らかにする。このような銀行の近視眼的行動は、2.1.2節で示した「銀行のモラルハザード」の一種に他ならない。次節では、日本における銀行モニタリングの相対的費用が増大した原因は銀行行動自体が非効率化している点にあることを示し、銀行モニタリングの機能不全の原因を特定することになる。

3 不良債権滞留後の銀行の貸出行動

本節では、バブル期以降、不良債券が累積していく状況下における銀行の貸出行動を理論的・実証的に分析する。そのために、以下では、Diamond and Rajan(2000)のモデルを紹介し、そのモデルを使って銀行が過小資本に陥った場合におこりうる貸出行動の特徴を明らかにする。次に、その特徴が日本の銀行貸出行動に関する実証文献で得られた推定結果と整合的であるかどうかを検証する。その結果、現時点における日本のメインバンク制度の機能不全の状態が明らかにされる。

3.1 Diamond and Rajanの基本モデル

3.1.1 企業家との負債契約

Diamond and Rajanの基本モデルは3時点から成り立っている。第0時点で企業家が投資家から資金調達をした後、第1時点で投資を行い、第2時点でプロジェクト収益が生まれるというものである。ただし、第2時点のプロジェクト収益には不確実性が入り、また、不確実性が実現した後に企業家の人的資本がプロジェクトに関与しないと収益は生まれないものとする。企業家の人的資本をプロジェクトに関与させない場合でも収益を生ませることはでき、そのもっとも良い代替的な可能性から生み出される価値を流動性価値とよび、この価値にも不確実性があるものとする。流動性価値は、どのような場合にも、企業家の人的資本をからませたプロジェクト収益よりも小さいものと仮定する。

第0時点において企業家は投資家から資金調達をする必要がある。そのため、投資家に第2時点における支払い額を明記した金融契約を提示することになる。もし企業家があらかじめ決められた支払額を払うことができなければ、投資家は企業の資産を差し押さえて自由に処分することができる。ところで、プロジェクトにおいて実現する収益と流動性価値は立証可能ではなく、それゆえ、契約可能でないものとする。そのため、金融契約は企業家に各期に一定の額を支払い、企業家が倒産すれば企業家が保有する資産を差し押さえる負債契約の形をとる。

企業家が倒産すれば企業家が保有する資産を債権者は受け取るが、その資産をどれだけ有効に利用できるかは債権者により異なる。ダイヤモンドとラジャンは、最初からの貸手は関係特殊的融資 (relationship financing) を行うことができるので、その企業資産をもっとも良い代替的な可能性

のもとで利用することを可能にする関係特殊的技術を持つものと仮定している。そのため、企業資産の流動性価値を完全に実現することができる。これに対して、それ以外の貸手は、もっとも良い代替的な可能性で利用することができないので、企業資産の流動性価値を完全に実現することはできない。最初の貸手以外の債権者により実現される企業資産の価値を、債権の市場価値と呼ぶことにする。債権の市場価値は、今の議論から理解されるように、銀行が貸出を行っている企業の資産の流動性価値よりも明らかに小さくなる。

このような想定の下で、企業家と投資家の間で直接的に金融契約が結ばれる場合には、企業家は最初の契約でプロジェクトに人的資本を関与させる約束をしてもそれを守らない誘引を持つ。そのため、第0時点で合意したはずの契約に不満があれば、第2時点で契約が最終的に履行される前に、プロジェクトに人的資本を関与させないという脅しをかけることにより、投資家に対して契約の再交渉を試みる可能性がある。その時には、投資家の対抗手段は企業を流動化して企業資産の流動性価値を実現するというだけであるので、企業家が企業資産の流動性価値を超える部分をすべて自分の物にすることとなる。

3.1.2 金融仲介機関と要求払い預金

ところで、1人の投資家の資金では企業の必要とする資金を満たすには不十分で、かつ、債権者が差し押さえた企業資産を効率的に利用するために必要な関係特殊的な技術がせいぜい1人の貸手のみしか獲得できないような場合には、投資家は第0時点で金融仲介機関に関係特殊的な技術の獲得をゆだねるしかない。この時には、企業家と金融機関の間および金融機関と投資家の間のそれぞれにおいて、金融契約が結ばれる。企業家が人的資本を利用して金融仲介機関と再交渉するのみならず、金融仲介機関も企業資産利用のための関係特殊的な技術を独占していることを利用して、やはり第2時点で契約が最終的に履行される前に、投資家と契約の再交渉を試みる。その結果として、金融仲介機関と投資家は、企業資産の流動性価値とその企業に対する債権の市場価値の差額に相当するレントを分け合うことになる。

このような機会主義的な行動に陥ることを防ぐために、金融機関は要求払い預金を使うことができる。以下では、要求払い預金契約を提示する金融仲介機関を銀行とよぶことにする。要求払い預金の特徴は、投資

家（預金者）に対していつでも好きな時に預金契約の解約を認めているという点である。そのため、銀行が破綻しない限り、預金者は銀行の窓口（あるいは、ATMやパソコンの端末）に並んで、早いもの順にその時点までに約束された支払いを受け取ることができる。その一方で、銀行が破綻すれば、それ以降に預金契約の解約を求める預金者は預金保険などにより保障されている部分を除けば、何も得ることができない。したがって、預金者は銀行が預金契約の再交渉を求めてきたとしても、そのような再交渉には応ぜず預金契約の解約に走るといふ、いわゆる取り付け行動を引き起こすことになる。その結果、銀行は預金契約の再交渉を試みようとするれば取り付け行動を誘発することになるので、預金契約を再交渉しないという銀行側の約束は事後的にも履行可能になる。¹⁷ 要求払い預金により、企業資産の流動性価値とその企業に対する債権の市場価値の差額に相当するレントの分配を銀行は得ることはできないが、その代わりに、貸出を行っている企業の資産の流動性価値に見合うだけの預金を集めることが可能になるのである。

3.1.3 均衡における銀行の資金調達構成

さて、ここで、銀行は預金によって資金を調達できるのみならず、預金以外の証券を発行することによっても資金調達することができるものとしよう。預金以外の証券も、第2時点における銀行から証券保有者への支払額を明記したものである。ただし、預金以外の証券の所有者は、再交渉の際に銀行が彼らの要求を受け入れなかったり、あるいは、彼らへの支払いを滞らせたりすれば銀行の資産を差し押さえることができるが、その場合にも預金者への支払いが優先されるものとする。預金以外の証券は、外部者が持つ株式（outside equity）、あるいは、銀行が常に支払不能に陥るような規模で発行される劣後債（subordinated bond）とも解釈できるので、このような預金以外の証券のことを資本とよぶことにする。

預金と資本を組み合わせる銀行が資金調達をする場合には、銀行は第2時点での企業貸付の回収に関与しないという脅しを使って資本の所有者に対して契約の再交渉を求められることができる。その結果、次のような

¹⁷ 銀行取り付けにより銀行が解散した場合には、預金者と企業家が直接交渉することになる。その時には、もとの銀行家を預金者が雇うことにより、差し押さえた企業資産を有効に利用することができるなら、企業資産の流動性価値を完全に実現できる。そのため、企業家は預金者に対して企業資産の流動性価値に相当する部分を支払うことになる。その結果、銀行の取り分はゼロとなり、この場合でも、銀行に対するレントの分配は発生しない。

トレード・オフが存在することになる。もし預金量を非常に高い水準に設定すれば銀行に対するレントの分配分は非常に小さくなる。その一方で、銀行は取り付けに会いやすくなり、預金者に対して最初に約束した額を返済できる可能性が減少するので、銀行から預金者が得る支払い期待額も減少する。これに対して、預金量を低い水準に設定すれば、銀行が資本所有者との契約の再交渉によりレントを分割することができる一方で¹⁸、取り付けにあう可能性は減少する。

以上のトレード・オフを考慮することにより、銀行が調達できる最大の資金調達額（預金総額と資本総額の合計）を決定できる。一般に企業が直面する経営環境が良好な場合には銀行によるレントの収奪を防ぎたいのに対し、企業が直面する経営環境が良くない場合には預金取り付けが生じる可能性を低くするのが望ましい。そのため、銀行貸出市場が競争的であれば、企業が直面する経営環境に関して良好なものが予想される時には、より多くの預金とより少ない資本の組み合わせで銀行は資金調達することになる。逆に、企業が直面する経営環境に関して良くない状況が予想される時には、より少ない預金とより多くの資本の組み合わせで銀行は資金調達するのが最適となる。

3.2 Diamond and Rajanの多期間プロジェクト・モデル

Diamond and Rajanの基本モデルは、企業のプロジェクト収益が1回しか生じないという意味で1期間モデルであった。これに対して、銀行貸出の期間構成を分析するためには、企業のプロジェクト収益が複数回発生してくるような多期間に渡るプロジェクトが存在するケースをモデル化する必要がある。

3.2.1 期間の流れ

簡単のために、プロジェクトが2期間続くようなモデルを想定する。この2期間プロジェクト・モデルにおける期間の流れは以下ようになる。第0時点で企業家が銀行に対して各時点での支払額を明記した資金調達契約を提示する。それを前提として、銀行が預金と預金以外の証券（ここでも、それを資本と呼ぶことにする）を使って、投資家から資金調達

¹⁸ダイヤモンドとラジャンのモデルでは、どちらも2分の1の確率で相手に契約の提示ができるので、レントは2分の1の割合で資本の所有者と銀行の間で分割されることになる。

を行う。預金者には、ここでも、いつでも好きな時に預金契約の解約が認められ、銀行が債務不履行に陥らない限り一定額の支払いを受ける。これに対して、資本所有者は、各時点における銀行からの支払額を約束されているとはいえ、その支払いは預金に劣後する。もし銀行が資本所有者への支払いを行うことができなければ、資本所有者は銀行の企業に対する貸出債権を差し押さえて、企業と直接交渉することになる。銀行が調達した資金が企業家に流れることにより、投資が行われる。

第1時点で、最初のプロジェクト収益と企業資産の流動性価値が実現する。これに対して、企業家は銀行に対して再交渉契約を提示する。その提示された再交渉契約を結ぶ前に、銀行は資本所有者と再交渉を行う。1期間モデルのときと同様に、銀行が預金者に再交渉契約を求めると取り付け行動が生じるので、銀行は預金者とは再交渉を行わない。各主体間の再交渉契約の状況と第1時点における預金者への支払い必要額の大きさにより、銀行は企業の提案する再交渉契約をそのまま受け入れるか、あるいは、企業を清算してしまうか、もしくは、預金者による銀行取り付け行動が生じるということになる。第1時点で、銀行は新たな預金と資本を受け入れるので、第1時点でも、銀行の資金調達構成の問題が発生する。

第2時点で、2期目のプロジェクト収益と企業資産の流動性価値が実現する。この時点でも、企業家は銀行に対して再交渉契約を提示する。提示された再交渉契約を結ぶ前に、銀行は資本の所有者とレントを分配する契約に関する再交渉を行う。ただし、この第2時点における再交渉ゲームは、先の基本モデルにおける再交渉ゲームと本質的に同一のものである。したがって、基本モデルに関する分析がそのまま当てはまるので、第1時点における銀行の資金調達構成の問題は基本モデルと同じになる。その結果、第0時点における銀行の資金調達構成の問題に焦点を絞ることができる。

3.2.2 銀行の資金調達構成問題における制約条件

第0時点における銀行の資金調達構成の問題を考えるにあたっては、資本の所有者と銀行との間の再交渉問題から、銀行が資本の所有者に対して提示する支払い分が決まってくることに注意すべきである。その提示額と第0時点で受け入れた預金総額を合わせれば、第1時点で外部の請求権者に対して銀行が支払う必要がある総額が決まってくる。それを考

慮した上で、銀行は企業家と交渉に入る。その際に、銀行が企業家の提示する再交渉契約を受け入れるために満たさねばならない重要な条件は、第1時点と第2時点の各時点で企業家が約束する支払いを担保にして第1時点で銀行が調達する額が、第1時点において外部の請求権者に対して銀行が支払う必要がある総額を超えているか、あるいは、等しいという条件である。この条件が満たされなければ、銀行は企業を清算することになる。

第1時点で銀行が外部の請求権者に支払いを行わなければならないという必要性は、銀行の企業に対する融資態度を近視眼的にする。その結果、第2時点まで企業を存続させた方が良い場合でも、第1時点での企業清算の可能性が高まることになる。これを避けるために、第1時点で払えるすべてのものを企業家は銀行に支払う必要が生じるかもしれない。というのは、企業家による将来の支払い約束によって銀行が調達できる資金は、将来支払額と同額の現時点における資金よりも小さくなるからである。また、企業家による将来支払い分の一部しか銀行が現在調達できる資金にならないので、清算を避けるために、企業家は銀行に対する総支払額を長期的な視野を持つ投資家に支払う額よりも過大にせざるを得ない。

とりわけ、第0時点での銀行の預金量が大きく、かつ、第1時点であまり企業がキャッシュ・フローを生み出せない時には、上述した銀行の融資態度の近視眼化により、第1時点での企業の銀行に対する支払い額を小さくすると、第2時点での企業の銀行に対する支払い額が企業の流動性価値よりも大きくなり、企業は、第2時点で銀行に対して企業の流動性価値を超えるレントを支払うことになる。もっとも、第2時点で、銀行にレント分が移転するというだけでは企業家が銀行に過大に支払いすぎているということにはならない。つまり、第1時点での外部の請求権者への銀行の支払いが第1時点における企業資産の流動性価値よりも小さい場合には、第2時点で銀行が集めることのできるレントの増加と相殺されることになるからである。ところが、銀行の預金量が大きく資本に対する債務比率が高い時には、銀行は第1時点で外部の請求権者に持っているものをほとんど支払う必要に迫られるので、企業がそのような相殺行動をとることが困難になる。その結果、第0時点における銀行に対する預金量が大きいほど、第1時点で企業が余りキャッシュ・フローを生み出せない場合には、第1時点で銀行に支払うレント分の減少効果よりも、第2時点での銀行のレント分の増大効果の方が大きくなる。もちろ

ん、第1時点で企業が潤沢なキャッシュ・フローを生み出すことができる場合には、資金調達構成で預金の割合が大きな銀行のレント収奪能力は減少し、企業は銀行に対して余り支払いをしなくても済むことになる。

結局、銀行の資金調達構成において預金の割合が高まれば、銀行による企業清算の脅しの有効性が高まる。その時、現在および将来の企業の支払い額が小さければ企業清算につながる可能性が大きくなる。また、第1時点で企業が生み出すキャッシュ・フローがより小さければ、将来の企業の支払い額が大きくなり、企業がその流動性価値を超えて過大に銀行に対して支払いを行う、いわゆる、銀行によるレント収奪の可能性が大きくなる。

3.2.3 第0時点における銀行の資金調達構成問題

第0時点において、銀行は第1時点における諸効果を考慮して、2期間に渡って得られるレントの総量を最大化するような水準でその資金調達構成を選択することになる。もし銀行貸出市場が競争的であれば、均衡状態では、その収益を担保にして外部資金を十分に銀行が調達できるプロジェクトはすべて実行される。この場合の均衡の特徴は、銀行が十分な内部資本を持っていないケースといるケースで、分かれてくることになる。

銀行が十分な内部資本を持っていないケースでは、均衡においては、銀行に流れるレントが最小化するような水準で、第0時点での資金調達構成が決まってくることになる。もしその収益に対して外部資金を十分に銀行が調達できるプロジェクトが必要とする資金量は預金量を多くすることでしか達成できない場合には、均衡での銀行の資金調達構成は預金量の割合が大きなものとなり、銀行はレントを得ることができない。これに対して、預金量を多くしても企業が必要とする資金量は調達できえないが、預金量を減らせば調達できる場合には、均衡での銀行の資金調達構成は預金量の割合が小さなものとなり、競争状態であるにもかかわらず、銀行に流入するレントが発生することになる。

銀行が十分な内部資本を持っているケースでは、銀行が企業家から引き出すレント分に対する対価を前払いすることができる。銀行が企業家から引き出すレント分と銀行取り付けの可能性とのトレード・オフにより、第0時点の資金調達構成が決定されることになる。均衡では、第1時点で適度な量しかキャッシュ・フローを生み出すことを期待できない企

業に対して、預金額の割合の大きな銀行がより多くのレントを引き出せる結果、前もってより多くの資金を貸すことができるという比較優位性を持つ。他方、第1時点において将来期待できるキャッシュ・フローが大きな企業は、第1時点での企業清算を避けたいので、より大きな資本割合を持つ銀行から借入を行うということになる。

3.3 銀行自己資本比率規制の強化と銀行過小資本の影響

3.3.1 銀行自己資本比率規制の強化と銀行過小資本の影響

銀行に対する自己資本比率規制の意味合いは、銀行に対して資本が資金調達構成に占める最小限の割合を要求するものと解釈できる。この影響により、銀行の資金調達構成が最適なものと異なるものになる場合には、取り付け騒ぎから銀行をより安全にする代わりに、銀行が得るレント分を増大させ、企業にとっての銀行借入金の実効的な資本コストを増大させることになる。

Diamond and Rajan のモデルにおいて、自己資本比率規制が強化されることにより第1時点以降により多くの資本が要求される場合には、資金調達構成における預金割合が最適水準からより低下する結果、銀行が外部投資家に担保できる総額は貸出額の市場価値まで下がってしまう可能性がある。その一方で、銀行は借手企業を清算して資金を回収することができ、それにより得られる資金は自己資本比率規制の影響を受けない。そのため、銀行の貸出態度がより近視眼的になって、銀行は企業清算の脅しをより多く使用する可能性が高まる。

3.3.2 日本の銀行貸出市場における実証結果

Hori and Osano(2002) では、企業とメインバンクとの関係を単一の資金調達手段における関係に限定しないで、銀行借入れだけでなく社債発行主幹事引き受けや株式持合など様々な資金調達手段に渡る総合的な関係を分析している。そして、メインバンクを特定化する際には、会社四季報（東洋経済新報社）において各企業の取引銀行として最初に記載されている銀行をメインバンクと見なしている。そのため、メインバンクを持つ企業でも銀行から借入を行っていなかったり、あるいは、銀行から借入を行っていたとしても、メインバンクからは借入を行っていなかったりする企業が存在する。この状況から生じるサンプル・セレクション・

バイアス (sample selection bias) を取り抜くために、サンプル・セレクション・モデル (sample selection model) とダブル・ハードル・モデル (double hurdle model) という統計的手法を使った実証研究を行っている。データとしては、東証 1 部および 2 部に上場されている企業、具体的には日経ニーズ (NEEDS) 財務データと日本政策投資銀行財務データという 2 つのデータベースに記載されている企業 855 社の 1998 年度のデータを用いている。

ここでの議論との関連では、とくに、伝統的銀行借入に関する推計式の推定結果が重要で、短期メインバンク借入と長期メインバンク借入の双方に関して推計を行っている。その推計式は、各企業のメインバンク借入比率、すなわち (メインバンク融資額) / (銀行借入額) という比率を、各企業の成長可能性を示す指標としての Tobin's q、各企業の財務の健全性を示す指標である利払い能力 (interest coverage ratio)、各企業の負債・資産比率、各企業が借入を行っているメインバンクの資本健全性比率などの諸変数に回帰させたような形式のものとなる。

その推定結果は、ダブル・ハードル・モデルによるものに限定すれば次のようになる。

(短期メインバンク融資比率)

$$\begin{aligned}
 &= \frac{0.8594}{(0.0761^{***})} - \frac{0.0755}{(0.0249^{***})} * (\text{Tobin's } q) - \frac{0.1021}{(0.0342^{***})} * (\text{利払い能力}) \\
 &\quad - \frac{0.0794}{(0.0142^{***})} * (\text{販売額の自然対数}) - \frac{0.1214}{(0.0427^{***})} * (\text{負債・資産比率}) \\
 &\quad - \frac{0.0131}{(0.0076^*)} * (\text{メインバンクの資本健全性比率}) \\
 &\quad - \frac{0.0007}{(0.0228)} * (\text{メインバンクに関する非商業銀行ダミー})
 \end{aligned}$$

(長期メインバンク融資比率)

$$\begin{aligned}
 &= \frac{0.7748}{(0.1276^{***})} - \frac{0.0083}{(0.0583)} * (\text{Tobin's } q) + \frac{0.0250}{(0.1080)} * (\text{利払い能力}) \\
 &\quad - \frac{0.1449}{(0.0212^{***})} * (\text{販売額の自然対数}) + \frac{0.1216}{(0.0542^{**})} * (\text{負債・資産比率}) \\
 &\quad + \frac{0.0211}{(0.0106^{**})} * (\text{メインバンクの資本健全性比率}) \\
 &\quad + \frac{0.0462}{(0.0339)} * (\text{メインバンクに関する非商業銀行ダミー})
 \end{aligned}$$

ここで、*** は 1%水準で有意、** は 5%水準で有意、* は 10%水準で有意であることを示す。

上記の推計結果によれば、短期のメインバンク借入比率は、借入企業の負債資産比率の上昇とともに減少する一方、長期のメインバンク借入比率は借入企業の負債資産比率の上昇とともに増加していることがわかる。すなわち、負債資産比率が高い企業へのメインバンク貸出は長期化している。Diamond(1991b, 1993)は、短期の銀行貸出の方が長期の銀行貸出よりも銀行が借入企業の規律付けを行う上で銀行にとってより有用な手段になることを示しているので、この事実はより高い負債資産比率を持つ企業に対する規律付け手段をメインバンクが放棄せざるを得なくなっていることを示している。さらに、メインバンク短期借入比率は、各企業の利払い能力および各企業が借入を行っているメインバンクの資本健全性比率の上昇とともに減少する一方、メインバンク長期借入比率は、各企業が借入を行っているメインバンクの資本健全性比率の上昇とともに増加している。この結果は、とくに利払い能力が小さい企業において資本健全度の低いメインバンクの貸出が短期化していることを示している。上述したダイヤモンドとラジャンの議論と整合的である。すなわち、借入企業の利払い能力が小さく、また、借入先のメインバンクの資本健全性に対する改善要求が大きいほどその銀行の貸出態度が近視眼的になり、銀行はより企業清算という脅しに訴えやすくなるのである。結局、借入企業の負債資産比率に関する結果とメインバンクの資本健全性比率に関する結果を組み合わせれば、より資本健全性が劣るメインバンクは、利払い能力が小さい企業に企業清算という脅しをより使用しやすい状態にある。さらに、その上、負債資本比率が高い企業よりも負債資本比率が低い企業に対して企業清算という脅しをより使いやすい状態にもあり、ある種のソフト・バジェット問題が生じていることになる。その結果、負債資産比率が低い企業は、資本健全性が劣るメインバンクに対して、過大な支払いを行っている可能性が強いといえる。

4 おわりに

本稿では、コーポレートガバナンスにおいて重要な役割を果たすと考えられる銀行モニタリングに関して、その便益と費用として理論的に考えられるものを整理し、実証分析においてこうした便益と費用がどのように検出されているかを明らかにした。その結果、全体としてバブル期前には銀行モニタリングのガバナンス効果は見られるものの、その後は機能しなくなっている可能性が高いことが分かった。そこで本稿では、こ

うした変化の原因として、銀行が不良債権を蓄積してきたことが挙げられることを、Diamond and Rajan(2000)の理論に基づいて説明した。

参考文献

Anderson, C.W. and A.K. Makhija (1999), "Deregulation, disintermediation, and agency costs of debt: evidence from Japan," *Journal of Financial Economics* 51:309–339.

Aoki, M. (1994a), "The contingent governance of teams: Analysis of institutional complementarity," *International Economic Review* 35:657–676.

Aoki, M. (1994b), "Monitoring characteristics of the main bank system: An analytical and developmental view," in M. Aoki and H. Patrick editors, *The Japanese Main Bank System* Oxford University Press, New York.

Aoki, M., H. Patrick, and P. Sheard (1994), "The Japanese main bank system: An overview," in M. Aoki and H. Patrick editors, *Japanese Main Bank System* Oxford University Press.

Besanko, D. and G. Kanatas (1993), "Credit market equilibrium with bank monitoring and moral hazard," *Review of Financial Studies* 6:213–232.

Boot, A.W.A. and A.V. Thakor (1997), "Financial system architecture," *Review of Financial Studies* 10:69–109.

Boyd, J.H. and E.C. Prescott (1986), "Financial intermediary coalitions," *Journal of Economic Theory* 38:211–232.

Broecker, T. (1990), "Credit-worthiness tests and interbank competition," *Econometrica* 58:429–452.

Dewatripont, M. and E. Maskin (1995), "Credit and efficiency in centralized and decentralized economies," *Review of Economic Studies* 62:541–555.

- Diamond, D.W. (1984), "Financial intermediation and delegated monitoring," *Review of Economic Studies* 51:393–414.
- Diamond, D.W. (1991a), "Monitoring and reputation: The choice between bank loan and directly placed debt," *Journal of Political Economy* 99:687–721.
- Diamond, D.W. (1991b), "Debt maturity structure and liquidity risk," *Quarterly Journal of Economics* 106:709–737.
- Diamond, D.W. (1993), "Seniority and maturity of debt contracts," *Journal of Financial Economics* 33:341–368.
- Diamond, D.W. and R.G. Rajan (2000), "A theory of bank capital," *Journal of Finance* 55:2431–2465.
- Fukuda, A. and S. Hirota (1996), "Main bank relationships and capital structure in Japan," *Journal of the Japanese and International Economies* 10, pp. 250–261.
- Hanazaki, M. and A. Horiuchi (2001), "Can the financial restraint hypothesis explain Japan's postwar experience?" paper presented at the IMF/CIE Conference 'Designing Financial Systems in East Asia and Japan: Toward a Twenty-First Century Paradigm,' held in Tokyo on September 24-25.
- Hatakeda, T. (2002), "How do we account for the relationship between investment and uncertainty," Working Paper 02-03, Nihon University.
- Hayashi, F. (2000), "The main bank system and corporate investment: An empirical reassessment," in M. Aoki and G.R. Saxonhouse editors, *Finance, Governance, and Competitiveness in Japan* Oxford University Press.
- Hirota, S. (1999), "Are corporate financing decisions different in Japan?: An empirical study on capital structure," *Journal of the Japanese and International Economies* 13, pp. 201–229.
- Holmström, B. and J. Tirole (1997), "Financial intermediation, loanable funds, and the real sector," *Journal of Political Economy* CXII:663–691.

Hori, K. and H. Osano (2002), "Financial relations between banks and firms: new evidence from Japanese data," Discussion Paper No. 546, Institute of Economic Research, Kyoto University.

Hoshi, T. (2000), "The main bank system and corporate investment: further robustness tests," in M. Aoki and G.R. Saxonhouse editors, *Finance, Governance, and Competitiveness in Japan*. Oxford University Press.

Hoshi, T., A. Kashyap, and D. Scharfstein (1990), "Bank monitoring and investment: Evidence from the changing structure of Japanese corporate banking relationships," in R.G. Hubbard editor, *Asymmetric information, corporate finance, and investment*, University of Chicago Press.

Hoshi, T., A. Kashyap, and D. Scharfstein (1990), "The role of banks in reducing the costs of financial distress in Japan," *Journal of Financial Economics* 27:67–88.

Hoshi, T., A. Kashyap, and D. Scharfstein (1991), "Corporate structure, liquidity, and investment: Evidence from Japanese industrial groups," *Quarterly Journal of Economics* 106:33–60.

Hoshi, T., A. Kashyap, and D. Scharfstein (1993), "The choice between public and private debt: An analysis of post-deregulation corporate financing in Japan," NBER working paper series no.4421.

Jensen, M.C. (1986), "Agency costs of free cash flow, corporate finance and takeovers," *American Economic Review* 76:323–339.

Kang, J. and A. Shivdasani (1997), "Corporate restructuring during performance declines in Japan," *Journal of Financial Economics* 46:29–65.

Kang, J.K. and A. Shivdasani (1995), "Firm performance, corporate governance, and top executive turnover in Japan," *Journal of Financial Economics* 38:29–58.

Kaplan, S. and B. Minton (1994), "Appointments of outsiders to Japanese boards: Determinants and implications for managers," *Journal of Financial Economics* 36:225–257.

- Kaplan, S.N. and L. Zingales (1997), "Do investment-cash flow sensitivities provide useful measures of financing constraints?" *Quarterly Journal of Economics* 112:169–215.
- Morck, R. and M. Nakamura (1999), "Banks and corporate control in Japan," *Journal of Finance* 54:319–339.
- Peek, J. and E.S. Rosengren (2002), "Corporate affiliations and the (mis)allocation of credit," mimeo. University of Kentucky and Federal Reserve Bank of Boston.
- Rajan, R. (1992), "Insiders and outsiders: The choice between informed and arm's-length debt," *Journal of Finance* 47:1367–1400.
- Shirasu, Y. and P. Xu (2000), "The choice of financing with public debt versus private debt: new evidence from Japan after critical binding regulations were removed," mimeo.
- Tirole, J. (2001), "Corporate governance," *Econometrica* 69:1–35.
- Von Thadden, E.L. (1995), "Long-term contracts, short-term investment and monitoring," *Review of Economic Studies* 62:557–575.
- Yafeh, Y. and O. Yosha (2002), "Large shareholders and banks: Who monitors and how?" forthcoming in *Economic Journal*.
- 青木昌彦 (1995), 『経済システムの進化と多元性：比較制度分析序説』東洋経済新報社.
- 池尾和人・広田真一 (1992), 「企業の資本構成とメインバンク」『現代日本の金融分析』東京大学出版会.
- 内田浩史 (2000), 「金融機関の機能」筒井義郎 (編)『金融分析の最先端』東洋経済新報社.
- 岡崎竜子・堀内昭義 (1992), 「設備投資とメインバンク」『現代日本の金融分析』東京大学出版会.
- 小佐野広 (2001), 『コーポレートガバナンスの経済学』日本経済新聞社.

広田真一・宮島英昭 (2001), 「銀行介入型ガバナンスの機能は変化したのか:石油ショック時から90年代までの比較」『現代ファイナンス』10:35-61.

細野薫 (1997), 「メインバンクの情報生産機能の再検討 - 電機産業パネルデータによる分析 - 」『経済研究』48:305-318.

宮島英昭 (1998), 「戦後日本企業における状態依存的ガバナンスの進化と変容:logit モデルによる経営者交代分析からのアプローチ」『経済研究』49:97-112.

宮島英昭・青木英孝 (2002), 「日本企業における自律的ガバナンスの可能性 - 経営者選任の分析」伊藤秀史 (編)『日本企業変革期の選択』東洋経済新報社.

宮島英昭・蟻川靖浩 (1999), 「金融自由化と企業の負債選択:バブル期における顧客プールの劣化」『フィナンシャル・レビュー』49:133-166.

宮島英昭・蟻川靖浩・齊藤直 (2001), 「日本型企业統治と「過剰」投資:石油ショック前後とバブル経済期の比較分析」『フィナンシャル・レビュー』60:139-168.

宮島英昭・近藤康之・山本克也 (2001), 「企業統治・外部役員・企業パフォーマンス:日本企業システムの形成と変容」『日本経済研究』43:18-45.

森昭彦 (1994), 「企業の設備投資とメインバンクの役割 情報理論に基づく実証的考察」『フィナンシャル・レビュー』33:45-65.