

銀行との取引関係と企業の収益性 —メインバンクを持つことは本当に良いのか?—

岡村 秀夫

1 はじめに

銀行の貸し渋り問題が深刻化しているが、金融システムを今後どのように再構築すれば良いのだろうか。公的資金を導入して自己資本を増強し、従来のような銀行中心の金融システムを回復させればよいのだろうか。新たな金融システムのあり方を検討する際に、少なくとも一九八〇年代以前には機能していた(あるいは機能していると評価されていた)メインバンク・システムについて、注意深い分析と再評価が必要であろう。本稿では、メインバンク関係に代表される企業と銀行との密接な取引関係について、従来からよく論じられてきたベネフィットの面だけではなく、企業が負担する直接・間接のコストの面について、関連する文献を紹介しながら検討する。

銀行との取引関係の緊密度は企業の負債構成にも関連している。⁽¹⁾ 企業の負債は、大きく分けて、銀行借入に代表される私的(あるいは相対(あいたい)的)な負債(private debt)と、社債に代表される公開された市場で取引される負債(public debt)から構成されている。従って、資本市場にアクセスできない企業については負債の大半が銀行借入になるのはもつともではあるが、資本市場から資金調達が可能で大企業のなかにも社債に

よる調達をほとんど行わず銀行借入が大半の企業もある。一方で、銀行からの借入をほとんど行わず、社債やCPで負債の大部分を調達している企業もある。このような事実から、企業の負債調達方法（あるいは負債構成）が何らかの要因によって左右されている可能性を考察することができる。言い換えると、企業の負債構成を検討することによって、銀行借入のベネフィットとコストを明らかにする手がかりが得られることになる。

第二節では、負債構成に関して銀行借入と社債の特徴を整理した後で、銀行と緊密な取引関係を結ぶことのベネフィットとコストの両面を検討する。第三節では、銀行との結びつきを強めることによって企業が被るコストに関して、一九七〇年代から八〇年代の日本についての実証研究を紹介する。第四節は本稿のまとめである。

2 銀行との取引関係 ―ベネフィットとコスト―

銀行と社債権者では、貸し手による借り手に対するモニタリング（およびそのインセンティブ）の強さ、そして貸し手による借り手のコントロールの強さに違いがある。銀行借入には、長所として銀行によるモニタリングによって借り手の非効率的・機会主義的行動を抑制する機能があるが、短所として銀行の情報独占によって借り手の努力水準が低下する可能性がある。一方、社債による資金調達ではモニタリングが事実上行われないうえに借り手の非効率的・機会主義的行動を引き起こす可能性が高くなるが、社債権者は企業の内部情報をほとんど持ち得ないため、情報独占によって努力水準が低下する可能性は低くなるだろう。

負債構成に関する理論的研究としては、銀行借入のベネフィットを取り上げたと言えるDiamond（一九九一）⁽²⁾、そして銀行借入のコストを扱ったRajan（一九九二）⁽³⁾などを代表的なものとして挙げる事ができる。

Diamond（一九九一）は、借り手のモラルハザードを抑制するものとして貸し手によるモニタリングと借り手自身が獲得する評判（reputation）に注目した。銀行は貸し手の中でも負債の大きな割合を保有するので、コストをかけてモニタリングを行うインセンティブが強いと考えられる。一方、社債権者は負債の小さな割合しか保有していないため、モニタリングを行うインセンティブは弱い。そのため、銀行借入による資金調達では、モニタリングによって借り手のモラルハザードが抑制されたり、あるいは事前のスクリーニングによって望ましくない借り手が選別されるといふベネフィットが存在し得る。社債による資金調達では、貸し手によるモニタリングが行われないうえに、貸し手は借り手のモラルハザードの可能性を織り込んだ水準の収益率を要求し、また高い評判を獲得している借り手ほど要求される収益率は低くなると考えられる。従って、資金調達手段の選択は銀行借入と社債の相対的なコストから決定され、それらのコストは貸し手のモニタリングと借り手の評判に大きく影響を受ける。

Rajan（一九九二）は、銀行借入のコストに関して分析を行った。そして、銀行が単独の貸し手として借り手と継続的な関係を結ぶ場合、銀行は借り手の私的情報を独占することによって借り手に対して強い交渉力を持ち、その結果として借り手の努力水準が低下する非効率の生じる可能性を示した。さらに、社債発行や複数銀行からの借入によって資金調達手段を多様化すれば情報独占の問題が解消され、借り手の努力水準が向上して効率性が改善されることを指摘した。

つまり、銀行と借り手企業の取引関係に関して、Diamond（一九九一）はモニタリングによるモラルハザードの抑制と効率性の改善という正の側面に注目したが、Rajan（一九九二）は銀行の情報独占を背景とした強い交渉力から生じる非効率性という負の側面に注目したということが出来る。

以下では、Diamond（一九九一）とRajan（一九九二）をふまえて、銀行との取引関係についてベネフィット

とコストの両面について整理する。

(1) 銀行との取引関係 — ベネフィット —

企業はなぜ銀行と取引関係を結ぶのか。そこには何らかのベネフィットが存在していると考えられる。一点目としては、銀行が情報生産活動の専門組織として金融仲介を行うことにより情報生産コストが節約され、結果的に企業が低コストで資金を調達できる点をまず取り上げる。二点目に、企業の業績やキャッシュフローの不確実性に対して銀行が保険機能を提供する点について取り上げる。

一点目に関しては、金融取引の特徴の一つとして借り手と貸し手の間で資金の返済可能性について情報の非対称性が存在することが挙げられる。そのため、貸し手が借り手の返済可能性を知ろうと思えばコストをかける必要があるし、あるいはコストをかけても全く知ることができないかもしれない。そして、資金返済を確実にしようと思えば、継続的に借り手の状態を監視する必要があるだろう。また、個々の金融取引に係わるリスクはプールすることによって、つまり分散投資を行うことによって、ポートフォリオ全体としては小さくすることが可能である。すなわち、銀行は金融取引に関する上記のような活動に特化し、預金者が個別に行う場合に比べて、低コストで情報生産とリスクのプールを行っていると考えられる。

このように金融機関の存在理由を情報生産活動に求める理論としては、Diamond (一九八四)⁽⁴⁾ がよく知られている。Diamond (一九八四) によれば、銀行は個々の預金者から集めた資金を分散投資し、その投資先(貸付先)の監視(モニター)を預金者から「委任されて」行っていると考えられる。個々の預金者が銀行に預金する代わりに、おのおの分散投資を行えば、監視のためのコストが重複し社会的に非効率となる。つまり、銀行の

存在意義は「委任された監視者」としてモニタリング・コスト(監視費用)を節約することにある、というのがDiamond (一九八四)の主張である。ただし、ここで重要な点は清水(一九九七)⁽⁵⁾も指摘しているように、預金者の代わりに委任された銀行が分散投資によりリスクのプールを行うことにある。そして、その結果として預金者が個々に分散投資をしてモニタリングを行うよりもコストが節約されることになる。

二点目の企業の業績やキャッシュフローの不確実性に対する保険機能については、企業の(回復の見込みのある)一時的な業績不振やキャッシュフローの予期できない大幅な減少に対して、再建支援や資金の供給を行うというものである。メインバンクのような企業と長期安定的関係を結んでいる銀行は、他の債権者は保有していないような内部情報に基づいて業績の回復見込みを判断することが可能かもしれない。一時的な支援のコストが、倒産させてしまった場合の貸し倒れ損失やその銀行の名声などを含めた有形・無形のコストを下回ると判断すれば、銀行は企業を支援するだろう。例えば、Hoshi & Kashyap & Scharfstein (一九九一)⁽⁶⁾では、メインバンクを持つ企業に比べて、銀行との強い結びつきを持たない企業の方が厳しい流動性制約に直面していることを明らかにしている。

銀行との取引関係に関するベネフィットとして挙げたものうち、一点目は銀行が存在しなければ資金を調達できないような企業(資本市場にアクセスできない企業)が資金を調達できるというベネフィットとして考えることができる。二点目は、資本市場にアクセスできる企業であっても(もちろん、資本市場にアクセスできない企業も)一時的な業績不振やキャッシュフローの落ち込みに対する保険という意味でのベネフィットとして考えることができる。

次項では、銀行との(密接な)取引関係を結ぶことによって、企業が負担するコスト面について検討する。

(2) 銀行との取引関係 — コスト —

前項では、金融取引において借り手と貸し手の間に情報の非対称性が存在し、それを解決する専門組織として金融機関が存在することを述べた。銀行は、株式保有、役員派遣、その他の形態で借り手企業と密接な関係を築き、メインバンク関係を結ぶことがある。メインバンクは借り手企業の経営状態を常時モニターし、そのことによつて企業の内部情報を蓄積する。メインバンクが企業の内部情報を保有することによつて、企業の業績不振やキャッシュフローの落ち込みなどの経営危機に際して、回復の見込みをより適切に判断することが可能になる。そして業績不振が一時的であると判断すれば、適切な支援によつて不必要な倒産を防いで、他の債権者やメインバンク自らの損失を最小限に抑え、また社会的な損失も減少させることができると考えられる。つまり、メインバンクが経営危機時の保険提供機能を果たすには企業の内部情報を保有することが必要なのである。

だが、メインバンクが企業の内部情報を独占的に保有していることによつて（独占的に保有しているからこそ内部情報であるのだが）弊害が生じ得ることも注目する必要がある。メインバンクが借り手企業の内部情報を独占的に保有している場合、他の銀行や投資家に対して情報優位な立場にある。また、初めから借り手企業に関する情報を集めて審査を行うには多大な時間と費用がかかる。そのため、一旦ある銀行とメインバンク関係を結んでしまうと、借り手企業は他の銀行（または投資家）から資金を借り入れることが困難になる。そして、メインバンクは借り手企業の情報を独占することによつて、融資の継続・打ち切り・増減などの決定権を持つことになり、借り手企業はメインバンクのコントロール下に入ることになる。このような、銀行が融資の打ち切りを脅しに使つて企業の利益の一部をレントとして獲得する「ホールド・アップ問題」は、メインバンク関係を結ぶこととの一種のコストと考えることができる。

銀行と借り手企業が緊密な関係を結ぶことによるホールド・アップ問題などの情報独占のコストを分析した研究としては、先に触れた Rajan（一九九二）を挙げる事ができる。Rajan（一九九二）は、銀行が単独の貸し手として借り手と継続的な関係を結ぶ場合、銀行は借り手の私的情報を独占することによつて借り手に対して強い交渉力を持ち、その結果として借り手の努力水準が低下する非効率の生じる可能性を示した。すなわち、「ホールド・アップ」されて銀行に努力の成果を奪われることを予想する借り手はあらかじめ低い水準の努力しかせず、そのために非効率が発生し得るのである。その解決策として、社債発行や複数銀行からの借り入れを行つて資金調達手段を多様化すれば、貸し手の交渉力低下によつて借り手の努力水準が向上し、効率性が改善されることを指摘した。

次節では、Rajan（一九九二）の理論研究に基づいた、日本のメインバンク関係についての実証分析を紹介する。

3 メインバンク関係のコスト

本節では、前節で述べたメインバンクによるホールド・アップ問題を分析した Weinstein = Yafeh（一九九八）の概要を紹介する。

Weinstein = Yafeh（一九九八）は、日本企業に関して、メインバンクのある企業と特定の銀行と密接な関係を結んでいない企業を比較することによつて、銀行による情報独占の問題を実証分析した。分析の内容は、費用関数の特定化および資本集約度の推定、収益性の決定要因の推定、支払利息の決定要因の推定、そして売上高成

長率の決定要因の推定などである。サンプル企業数は六八六社、そのうちメインバンクを持つ企業（以下、メインバンク企業）が二七九社、メインバンクを持たない企業（以下、独立企業）が四〇七社となっている。サンプル期間は一九七七年から一九八六年であり、金融自由化によって資金調達手段が多様化した影響を検討するために、金融自由化以前（一九七七年～一九七九年）、中間期（一九八〇～一九八三年）、自由化後（一九八四年～一九八六年）の三つのサブサンプルに分けられている。一〇年のサンプル期間内に、日本の国内社債市場の規制緩和によって、社債発行が発行件数で三倍に、発行額で約七倍に急増した。

費用関数の特定化に基づいた資本集約度の推定では、全サンプル期間（一九七七年～一九八六年）についてはメインバンク企業が独立企業よりも約四％ほど資本集約的な生産を行っているとの結果が示されている。さらに、金融自由化以前（一九七七年～一九七九年）についてはメインバンク企業は独立企業よりも約一〇％も資本集約的な生産を行っていることと示されている。一方、中間期および自由化後については、メインバンク企業と独立企業間の資本集約度について統計的に有意な差は存在していない。これらの結果から、少なくとも金融自由化以前については、メインバンク企業は独立企業よりも資本集約的な生産を行っており、メインバンクは顧客企業の資金調達に寄与していたことが示唆される。

次に、全サンプル期間（一九七七年～一九八六年）について行った収益性の決定要因の推定結果から、メインバンク企業の収益性が独立企業に比べて統計的に有意に低かったことが示された。さらに、支払利子の決定要因の推定結果から、全サンプルおよび三つのサブサンプルすべてについて、メインバンク企業は独立企業よりも統計的に有意に多くの利子を支払っていることが明らかになった。ただし、メインバンク企業と独立企業との支払利子の差は金融自由化が進むにつれて減少していることも示されている。このことは、企業が代替的な資金調達手段を獲得するに従って、メインバンクの独占力が低下して獲得できるレントが減少したことを示唆している。

また、売上高成長率の決定要因の推定結果からは、メインバンク企業と独立企業の間には成長率に統計的に有意な差はみられなかったことが明らかになった。つまり、メインバンクは顧客企業に積極的に資金を供給していたにもかかわらず、独立企業を上回る成長を実現させることができなかったのである。

以上の実証結果は、銀行の情報独占による顧客企業の効率性低下の可能性や資金調達手段の多様化による銀行の交渉力低下（と獲得するレントの減少）の可能性を示したPablo（一九九二年）の理論的含意をおおむね支持するものである。また、これらの実証結果から、日本のメインバンクがモニターとして顧客企業の経営を改善する役割を果たしていたというよりは、情報独占や資金調達手段の独占によって顧客企業の利益の一部をレントとして獲得していた可能性が示された。

4. 結論

第三節で紹介したWeinstein = Yafeh（一九九八年）の実証結果から、メインバンクは顧客企業の経営効率化に寄与していたというよりは、利益の一部をレントとして獲得していた可能性が明らかになった。もちろん、この結果から直ちに高度成長期におけるメインバンク・システムがすべて否定されるわけではないが、少なくとも銀行と借手企業が密接な取引関係を結ぶことによる一種のコストの存在が実証的に示された意義は大きいと考えられる。同時に、金融自由化の進展に従って社債市場が整備され、企業の資金調達手段が多様化することにより、メインバンクの獲得するレントが減少したことも興味深い。

今後の金融システムのあり方を考えると、各種の資金調達手段が競争的に存在し、またそれらが大企業だけで

はなく中堅企業まで利用可能となることが望ましい。だが、金融取引においては不可避な情報問題を低コストで解決し、スムーズな資金の流れを作る銀行の役割が小さくなるものではない。銀行融資と資本市場を通じた資金が競争的に存在し、資金調達者だけではなく資金運用者にとっても効率的な金融市場が形作られることを期待したい。

注(一) 岡村(一九九八)「銀行借入と社債発行の選択」『証研レポート』九八年七月号、「社債発行の決定要因」同九月号、「社債比率の決定要因」同一〇月号、参照。

(二) Diamond(1991) "Monitoring and Reputation: The Choice between Bank Loans and Directly Placed Debt", *Journal of Political Economy*, vol.99, no.4, pp689-721.

(三) Rajan, R. (1992) "Insiders and Outsiders: The Choice between Informed and Arm's-Length Debt", *Journal of Finance*, vol.47, no.4, pp1367-1400.

(53)

(四) Diamond(1984) "Financial Intermediation and Delegated Monitoring", *Review of Economic Studies*, 51, pp393-414.

(五) 清水啓典(一九九七)『日本の金融と市場メカニズム』(東洋経済新報社) 一三二―一四ページ。

(六) Hoshi, Takeo, Kashyap, Anil and David Scharfstein (1991) "Corporate Structure, Liquidity and Investment: Evidence from Japanese Industrial Groups.", *The Quarterly Journal of Economics*, 106, pp33-60.

(七) Weinstein, David and Yishay Yafeh (1998), "On the Costs of a Bank-Centered Financial System: Evidence from the Main Bank Relations in Japan.", *Journal of Finance*, Vol.53, No.2, April, pp635-672.

また、同論文をサーベイした、鯉湖賢(一九九八)「メインバンク関係のコストと日本企業のパフォーマンス」『経済セミナー』

一九九八年一一月号(日本評論社)、一一五―一二九ページも有用である。