

日本のメインバンクはどのような役割をはたしたか？*

堀 内 昭 義**
福 田 慎 一***

1. はじめに
 2. メインバンクの定義
 3. メインバンクの固定性
 4. メインバンク関係とリスク・シェアリング
 5. 企業の経營業績とメインバンク借入の因果関係
 6. 結 び
- 補論

1. はじめに

金融仲介機関の役割、とりわけ銀行の機能についての理論的、実証的分析が近年盛んである。それらの分析の多くは、Gurley-Shaw (1960) によって基礎づけられた間接金融の理論的分析を忠実に踏襲している。そこでは、金融取引にかかわる取引費用に関する規模の経済性が強調され、専門業者としての金融仲介機関の役割が浮彫りにされる。¹⁾しかし、同時に、いくつか

の新しい要素も導入されている。それは、まず第一に情報生産者としての金融仲介機関を重視する側面を挙げることができる。

もちろん、金融市場における情報の生産の重要性は古くから強調されてきたのであるが、情報という特殊な財の生産と金融仲介機関の存在——つまり、情報の生産とその情報生産を利用する仲介技術（又は変成機能 transmutation）の結合生産——とを結びつける考え方は新しいものである。²⁾金融機関を情報生産者として位

* 本論文は堀内が客員研究員として、また福田が客員研究生として日本銀行金融研究所に在籍していた期間に準備、執筆されたものである。鈴木淑夫所長をはじめ当研究所スタッフの方々から寄せられた御批判、御助言に深く感謝したい。もちろん、言うまでもなく、本論文の内容はすべて我々のみが負うべきものであり、日本銀行金融研究所とは一切無関係である。また、本論文で取り上げられている研究の一部は日本開発銀行設備投資研究所、東京経済研究センター、東京大学大学院等のセミナーで報告された。その際、セミナー参加者から賜ったコメントは本論文の内容を改善する上で大いに役立った。とりわけ貝塚啓明、国則守生、黒田昌裕、館龍一郎、藤原正寛、宮川努、柳沼寿の諸氏に対して深謝したい。

** 東京大学教授

*** 東京大学大学院生（現在イエール大学留学中）

1) この種の研究の典型として Benston-Smith (1976) を挙げることができる。

2) とくにアメリカでは、10数年以前から不完全情報下の市場機構に関する理論的分析がひとつの流行となっており、その一環として金融市場における信用割当や金融仲介の理論的分析が進められた。この点についての展望は Stiglitz (1985)、および池尾 (1985) などを参照。とくに、本論文の分析との関連ではシェーンホルツ・武田 (1985) が重要である。彼らは、銀行と顧客との取引を情報の経済学の視点から詳細に展望している。

置づけるという視点により、特定の銀行・金融機関と特定の顧客との間の長期的な取引関係を説明することもできる。

金融市場における取引当事者にとって、もっとも重要な課題のひとつは、情報の不完全性をいかに克服するかということである。金融取引が効率的に進められるためには、資金供給者が特定の資金調達者の返済能力に対し、どの程度の信頼を置くことができるかを知らねばならない。そのためのひとつの有効な方法は、特定の資金供給者が特定の借手と長期的な取引関係を結ぶことによって、相互の取引に必要となる情報を蓄積することである。特定の借手に関する情報は、当該の借手に固有なものであるために、その情報の信頼性を維持するために、貸手自身が情報を収集することは合理的である。また、特定の借手が比較的多額の資金を調達する場合、長期的な取引関係を通じて情報を蓄積してきた貸手だけが資金需要に応じることは、その貸手にとって危険が集中しすぎるであろう。その貸手は、貸出に伴う危険を分散するために、自らの貸出行動をシグナルとして情報を伝達することによって、他の資金供給者に対し、資金を供給する誘因を与える。このようなシナリオは、以下2.で説明する日本の有力企業とそのメインバンクの関係と、少なくとも見かけの上では整合的である。

ところで、銀行・金融機関と非金融企業との密接な結合関係を強調し、その結合関係を金融仲介の分析の延長として理論的に説明しようとする試みのもっとも極端な形のもの、銀行が企業間のリスク・シェアリングの組織の中核となるという主張であろう。たとえば Fried-

Howitt (1980) は、銀行と借手企業とが「暗黙の契約」を通じてリスク・シェアリングを行っているという仮説を提起している。³⁾ 借入債務に関する有限責任制度の下では、(借手の債務不履行を通じて) 借手企業から貸手へ危険負担が移転されること、そしてその可能性が貸出市場の資金配分機能を制約することはよく知られている。⁴⁾ しかし、「暗黙の契約」の仮説では、銀行と個々の借手企業が一種の条件付き契約を(事前的に)締結し、危険の分担を約束するというわけである。

貸手と借手との間の、このリスク・シェアリング仮説は、日本の専門家の間ではなかなか人気のある仮説である。標準的な教科書では、金融市場における危険負担の配分は、主として株式市場を通じて行なわれる。危険を伴う投資プロジェクトに対する資金は、積極的に危険を負担しようとする株式市場の投資家たちによって供給されるはずである。しかし、第二次大戦後の日本においては、株式市場の役割はきわめて小さかった。銀行部門が、日本の金融システムにおいて圧倒的に重要な位置を占めていたことは衆知の事実であり、急速な経済成長の過程で企業部門の旺盛な資金需要に応じたのは銀行貸出であったと言うのは、それほど誇張ではない。

したがって、日本の金融システムにおいては、株式市場を中心とする資本市場に代って銀行貸出市場が危険負担の配分メカニズムの中核となってきた、と多くの日本の経済学者が考えたとしても、それほど不思議ではない。とりわけ、有力な銀行と大企業との間に見られる長期的な取引関係(以下で「メインバンク」と呼ぶもの)がリスク・シェアリングのための機構として注

3) さらに Baltensperger (1978) を参照。

4) たとえば、Stiglitz-Weiss (1981) を参照。

目される。例えば、脇田（1983）は、Fried-Howitt の仮説に即して、日本の金融市場においては、リスク・シェアリングが、貸手銀行と借手企業との間の「暗黙の契約」を通じて実行されていると主張している。⁵⁾

また、中谷（1984）は日本の「企業集団」に着目し、この企業集団を構成する企業の間で危険負担の配分がなされてきたことを主張している。彼の主張の中では、「企業集団」内におけるリスク・シェアリングが具体的にどのように行われているかについては、あまり明確ではない。しかし「企業集団」の中核を形成しているといわれる銀行が、保険の供給者として行動することが示唆されている。⁶⁾つまり、中谷の企業集団の理論は、メインバンク関係に立脚したリスク・シェアリング仮説の一形態とみることができるのである。

この論文の目的は、多くの専門家の関心を集めてきたメインバンクを取り上げ、それが如何なる役割を演じてきたかを実証的に分析することである。具体的には、銀行とその顧客である有力企業が、「メインバンク関係」を通じて実際に危険を分担しあったか否かを考察する。以下では、この問題に対して3つの視点から接近する。第一の視点は、メインバンク関係の変化を規定する要因の中で、危険分担という契機がどの程度重要かということである。以下で説明するように、日本におけるメインバンク関係は、少なくとも見かけの上では、通説が示唆しているほどには固定的なものではない。⁷⁾いくつかの企業は、10年ないし20年というタイム・スパンの内で一度ならずメインバンクを変更している。また、銀行とのメインバンク関係を完全に

解消してしまう企業も存在する。そこで、もし銀行と企業との間のメインバンク関係の機能が危険負担ということにあるのであれば、このようなメインバンク関係の変化は、銀行および企業が当面している危険の状況の変化と関連していると考えるべきであろう。それが以下でテストする第一の仮説である。

第二の視点は借手企業の金融費用と経營業績、そしてメインバンク関係に、より直接的に着目するものである。メインバンク関係を通じて、個々の企業は危険負担を軽減できているのであれば、企業の借入費用などの金融費用は、その営業収益の変動を相殺するように調整されているとみるべきであろう。個別企業の金融費用と営業収益との相関関係と、当該企業がメインバンクに依存する程度とを比較することによって、危険負担という側面でのメインバンクの重要性を評価できるであろう。

第三の視点は、第二のものと関連しているが、企業がメインバンクから借入れる資金額の変動に焦点を合わせる。企業の業績が悪化した場合、メインバンクからの資金の供給が、企業の業績の一層の悪化を防ぐということは、よく言われていることである。もしメインバンク関係を通じる危険分担がこのような形でなされるのだとすれば、個別企業の営業収益とそのメインバンクからの借入残高との間には、前者が減少（増加）すれば、後者が増加（減少）する、という統計的な因果関係が観察されるはずである。第三のテストとして、この因果関係の仮説が検討される。

本論文の構成は次の通りである。次の2.において、メインバンクの定義を説明し、そのメイ

5) 「暗黙の契約」が貸出利子率の変動に及ぼす影響については、Osano-Tsutsui（1985）を参照。

6) 中谷（1983）を参照。

7) メインバンク関係をきわめて固定的とみる通説は奥村（1985）に典型的に示されている。

ンバンクが時とともにどのように変化しているか等について、概観を与える。3.は、上に述べた第一の仮説を検討する。つまりメインバンク関係の変化パターンを取り上げ、それがどのような要因によって説明できるか、とりわけリスク・シェアリング仮説と密接に関連すると考えられる要因が、期待通りの説明力をもつか否かを分析する。4.は、化学工業に属する有力企業に関してその営業収益と金融費用との統計的関係を分析する。これは、上に述べた第二の仮説のテストを意味している。また5.では、三番目の仮説が考察の対象となる。つまり、個別企業のメインバンクからの借入とその営業収益との統計的因果関係をテストする。最後の6.では、5.までの実証分析の結果が要約されると同時に、本論文の結論として、経営危機に陥った企業とメインバンクとの関係について考察されている。また、補論では、本文において示唆されているリスク・シェアリング仮説の問題点をやや形式的に論じている。これは本論文の主張を理論的に補完しようとする目的で追加された分析である。

2. メインバンクの定義

以下では、日本のメインバンク関係の変動とその機能について考察する。そのために、あらかじめメインバンクを定義しておく必要がある。本論文では、基礎的な統計を経済調査協会『主要金融機関別投・融資分析』(後に『金融機関の投融资』と改称)に依拠する。したがって、メインバンクの定義も、当該資料の中で用

いられている「融資系列」という概念をそのまま借用している。この「融資系列」は、原則として銀行が特定の借手企業へ供給する融資額の大きさに着目するものであり、ある企業に対し、特定の銀行が最近の3年間(又はそれ以上)連続して最大の融資額を供給している場合、その企業は当該銀行の「融資系列」に属すとみなされるのである。本論文ではその銀行をメインバンクと呼ぶことにする。⁸⁾

上記の経済調査協会の資料で、例えば東証一部上場企業について調べると、そのほとんどがメインバンクをもっている。しかし、よく知られているように、それらの企業はメインバンクのみならず他の数多くの銀行・金融機関からも資金を借入れているのである。例えば、第1表に主要な銀行をメインバンクとする(一部上場)企業が、都市銀行(長期信用銀行を含む)から借入れている資金額のうちメインバンクからの借入れに依存している割合を示してある。この表から明らかなように一般に日本の有力企業は、大手の銀行である都市銀行からの借入額の30%ないし40%程度をメインバンクの借入に依存している。つまり、企業にとってメインバンクは重要な貸手ではあるが、そこからの借入額を優に上回る借入れをメインバンクの競争相手である他の有力銀行から仰いでいる。有力企業に対するこのような「協調的」な融資のあり方は、国際金融市場でよく見られるシンジケート貸付けと一脈通じるものがある。つまり、世界的に名の知られた有力な銀行も、その主要取引先企業、あるいは発展途上国への資金供給に際

8) 特定の企業がどの銀行をメインバンクとして選んでいるかは、時にはかなり曖昧である。経済調査協会は有力都市銀行を中心とする「企業系列」については、単に融資額だけではなく、派遣役員、持株などの要因も考慮に入れてメインバンクを特定している。しかし、それでも曖昧さは残るかも知れない。ただし、本論文では、東証一部上場の有力企業のみを分析の対象としており、それゆえにメインバンク(あるいは融資系列)を間違えるという危険は小さいであろう。

日本のメインバンクはどのような役割をはたしたか？

して他の銀行とシンジケートを形成し、資金供給を分担しているのである。貸手銀行の側から

みれば、他のメインバンクに属する企業への資金供給にわずかずつ参加することによって、情

第1表 「融資系列」の推移、1962 - 83年度 (%)

銀行名		1962	1967	1972	1977	1983
第一勧銀	(A)	36.5	44.7	29.9	27.1	26.1
	(B)	38.6	29.7	26.5	36.8	33.6
三 井	(A)	28.4	25.6	24.2	21.9	19.7
	(B)	60.4	64.8	66.9	63.8	59.2
三 菱	(A)	41.4	32.0	31.0	29.4	28.0
	(B)	54.2	52.2	60.2	57.0	51.0
三 和	(A)	40.0	31.7	32.0	31.9	28.1
	(B)	41.3	46.6	39.4	42.3	41.2
住 友	(A)	40.8	35.1	30.3	28.3	26.5
	(B)	63.9	59.6	58.4	48.3	45.3
富 士	(A)	36.8	34.8	32.9	27.4	24.5
	(B)	35.3	43.5	41.0	43.1	38.3
興 銀	(A)	39.7	42.9	38.2	40.3	37.5
	(B)	56.4	41.2	34.1	24.8	27.6
東 海	(A)	41.5	40.7	37.4	40.5	31.8
	(B)	16.5	12.7	10.1	16.4	13.4
大 和	(A)	55.5	56.9	40.4	40.2	34.4
	(B)	28.0	18.4	15.3	14.6	13.5
協 和	(A)	39.4	55.7	62.3	49.6	33.6
	(B)	4.3	2.6	6.5	1.6	2.2
拓 銀	(A)	47.4	53.7	40.2	18.3	22.6
	(B)	2.6	2.9	3.1	1.6	3.4

注：(A)は各系列企業（東証一部上場企業）の借入総額に占めるメインバンクからの借入比率、また(B)は各銀行の一部上場企業向け貸出総額のうち系列企業向けの貸出の比率。

出所：日本経済調査協会『金融機関の投・融資—都市銀行・長期信用銀行篇』。

報生産費用を節約すると同時に、特定の借手へのコミットメントが過度に上昇することを防止しているものと理解できよう。

さらに日本のメインバンク関係に関して第1表から窺える注目すべき点は、主要企業が借入資金のうちメインバンクからの融資に依存する割合が時間とともに低下してきていることである。1962年度と83年度における各銀行の「融資系列」に属する企業のメインバンク依存度(メインバンクからの借入残高を都市銀行(および長期信用銀行)からの借入総残高で除した比率)を比較すると、多くの「金融系列」において83年度のその比率が大幅に低下している。もちろん、この比率の低下は有力企業の総借入額自体の減少では説明できないことがらである。

第1表には、主要銀行の側からみたメインバンク関係の重要性の推移も示されている。それは各銀行の(B)の数字であり、それは各銀行が一部上場企業へ供給した貸出総額のうち「融資系列」下にある企業へ向けられたものの比率を示している。この比率は、大手の都市銀行(及び興業銀行)とそれ以外の都市銀行(興銀以外の長信銀を含む)とで非常に異なっている点に注目すべきであろう。大手の都市銀行(具体的には第一勧銀、三井、三菱、三和、住友、富士)と興銀とは、それらが一部上場企業へ貸出した額の少なくとも4分の1強(多い場合には6~7割)を自己の系列下の企業に供給しており、しかもその割合は最近に至るまでそれほど低下していない。他方、これ以外の都市銀行にとって自己の系列企業向けの貸出シェアの比率は非常に低い。この比率の比較的高い東海銀行ですら、20%を大きく下回っており、協和銀行や北海道拓殖銀行については、系列企業向け貸出シェアはほんの数パーセントにすぎないのである。つまり、それらの銀行は系列下にある一部上場企業をわずかししか持たず、有力企業への貸

出は主として他の銀行の系列下にある企業へ資金を供給している。このことは、大手都市銀行とそれ以外の銀行について、メインバンク関係を全く同列に論じられないかも知れないことを暗に示唆していると言えよう。以下では上記の都市銀行(および興銀)を「主要銀行」と呼び他の銀行、金融機関と区別することにしよう。

3. メインバンクの固定性

この節では、前節で定義されたメインバンク関係の変化が、どのような要因によって規定されているかを考察する。とくに、企業のメインバンク変更は、何らかの形で、「暗黙の契約」仮説の示唆する危険分担メカニズムの変化と関連しているか否かに注意が払われる。しかし統計的分析に入る前に、メインバンクの異動にかんする統計を調べ、メインバンク関係の安定性について予備的に考察することにしよう。

(1) メインバンク関係は固定的であったか

そもそも、日本のメインバンクが固定的なものなのか否か、つまり、主要銀行と主要企業との長期的な融資関係は、ほとんど変更されないものなのか否かについて研究者の間に、見解の一致がみられない。しかし、どちらかと言えば、メインバンク関係は非常に固定的でそれが変更されることはめったにないのだというのが一般的な通念ではないかと思われる。この通念に即した判断は奥村(1985)などによって強調されている。他方、三輪(1986)は1973年度と83年度の2時点における主要企業のメインバンクを比較して、メインバンク関係が一般に信じられているほど固定的でない結論している。

そこで、日本におけるメインバンク関係がどの程度固定的であったかを、可能なかぎり古くまで統計をさか上って次のような方法で考察しよう。まず、1967年度の一部上場企業のメイン

日本のメインバンクはどのような役割をはたしたか？

バンクを経済調査協会『主要金融機関別投・融資分析』によって調べ、メインバンクの特定できる企業を選び出す。さらに、それらの企業の62年度におけるメインバンクを調べる。もちろん、それらの企業のうちには62年度の時点でメインバンクが不明であったり、企業自体が存在していなかったものもあるが、ここではそれらの企業を除外する。このようにして選び出された479社の62、67、そして72年度におけるメインバンクの異動を調べる。その結果が第2表で

ある。ただし、67年度の時点で、そのメインバンクが上記の「主要銀行」である企業と、それ以外の銀行・金融機関をメインバンクとする企業に二分している。前者は403社、後者は76社である。全く同様に78年度の一部上場企業についてもメインバンクを調べ、さらにそれらの73、83年度のメインバンクを調べる。この場合には668社が調査の対象となる。これらの結果が次の第3表である。

この2つの表によれば、1962-67年度間にメ

第2表 メインバンクの変動、1967-72年度
「主要銀行」の顧客の場合

	1967-72年間にメインバンク を変更しなかった企業 (a)	1967-72年間にメインバンク を変更した企業 (b)	
1962-67年間に メインバンクを変更 しなかった企業	317 (91.6)	29 (8.4)	346 (100.0)
1962-67年間に メインバンクを変更 した企業	39 (68.4)	18 (31.6)	57 (100.0)
合計	356	47	403

「主要銀行」以外の金融機関の顧客の場合

	1967-72年間にメインバンク を変更しなかった企業 (a)	1967-72年間にメインバンク を変更した企業 (b)	
1962-67年間に メインバンクを変更 しなかった企業	38 (77.6)	11 (22.4)	49 (100.0)
1962-67年間に メインバンクを変更 した企業	11 (40.7)	16 (59.3)	27 (100.0)
合計	49	27	76

出所：日本経済調査協会『金融機関の投・融資—都市銀行・長期信用銀行篇』。

日本のメインバンクはどのような役割をはたしたか？

第3表 メインバンクの変動、1973 - 83年度

「主要銀行」の顧客の場合

	1978-83年間にメインバンク を変更しなかった企業 (a)	1978-83年間にメインバンク を変更した企業 (b)	
1973-78年間に メインバンクを変更 しなかった企業	480 (93.4)	34 (6.6)	514 (100.0)
1973-78年間に メインバンクを変更 した企業	46 (70.8)	19 (29.2)	65 (100.0)
合計	526	53	579

「主要銀行」以外の金融機関の顧客の場合

	1978-83年間にメインバンク を変更しなかった企業 (a)	1978-83年間にメインバンク を変更した企業 (b)	
1973-78年間に メインバンクを変更 しなかった企業	46 (82.1)	10 (17.9)	56 (100.0)
1973-78年間に メインバンクを変更 しなかった企業	25 (75.8)	8 (24.2)	33 (100.0)
合計	71	18	89

出所：日本経済調査協会『金融機関の投・融資—都市銀行・長期信用銀行篇』。

インバンクを変更した（一部上場）企業の割合は17%（479社中84社）、67-72年度間にメインバンクを変更した企業の割合は15%（479社中74社）、また73-78年度間にメインバンクを変更した企業の割合は15%（668社中98社）、そして78-83年度間にメインバンクを変更した企業の割合は11%（668社中71社）である。

ここでは、たとえば1962年の時点で特定のメインバンクをもっていた企業で、次の67年度に

メインバンク関係そのものから離脱したものを考慮に入れていない。したがって、メインバンクの固定性をいささか過大に評価していることは明らかである。実際、62年度の時点でメインバンクの特定できる一部上場企業数は547社であり、そのうち67年度のメインバンクが他の銀行・金融機関に変わっているもの、あるいはメインバンク関係から離脱するなどしてメインバンクが不明となったものなどの企業は151社、

つまり全体の28%に上る。

このように示されるメインバンク関係の推移を、一部の専門家が従来から主張するように極めて固定的とみるか、それとも、たとえば三輪が主張するように「意外に」流動的とみるかは、いささか微妙と言わねばならない。しかし、筆者の印象も三輪のそれに近いものであり、メインバンク関係を極端に固定的とみるのは誇張と言うべきであるように思われる。さらに、この点について、次の2つのことがらを指摘しておこう。

第一に、Hayes et al. (1983)によるアメリカ投資銀行の“client relationship”の研究では、Fortune 調べのアメリカ上位500社の中で、1970年から78年までの間に特定の投資銀行との取引関係を変更した企業は約半数に上る。つまり、アメリカで、ある程度固定的とされている投資銀行とその有力な顧客との取引関係(client relationship)に比較すると、日本の有力な銀行と有力企業とのメインバンク関係はかなり固定的であるかに見える。⁹⁾

第二に、少なくとも経済調査協会の資料によると、1976年代から70年代そして80年代初頭に至るまで、時がたつにつれてメインバンク関係の固定性はむしろ高まっている。三輪は本論文とは異なる資料に基づいて73-83年度のメインバンク関係の変動性を示しているが、このような変動性は本論文の分析では60年代から70年代初頭にかけての高度成長期における方がむしろ大きかったのである。

(2) メインバンク変更はどのような要因で説明できるか

次に、メインバンク関係の変動を説明する上で有力と考えられる要因を予備的に考察しよう。これらの要因のひとつは、既に2.で説明した「主要銀行」の要因である。しかし以下ではさらに、メインバンク変更の経験という要因、借入企業の成長という要因、そして企業の業績にかかわる不確実性という要因を取上げる。それらの要因に関して予備的に考察した上で、それらの説明力を‘probit model’で分析する。

主要銀行： 既に簡単に説明したように、日本のメインバンク関係（又は融資系列）の中核は上位都市銀行と興業銀行の数行——以下これらの銀行を「主要銀行」と呼ぼう——によって形成されている。本論文が依拠している資料によれば、この主要銀行が関連するメインバンク関係は、その他の銀行・金融機関のメインバンク関係よりも有意に固定的である。したがって、従来の通説が強調するメインバンク関係の固定性は、恐らく主要銀行の融資系列を念頭においたものと思われる。とりわけ、企業がこれら主要銀行以外の銀行・金融機関から主要銀行へメインバンクを変更するケースがかなり多い。このようなメインバンク変更は主要銀行以外の銀行をメインバンクとしている企業がメインバンクを変更するケースの半分強を占めているのである。

メインバンクのこのような変更は、借手企業の側の事業拡大と結びついているように思われる。企業が成長し、それに伴って多様な金融サービスを需要するようになるにつれて、貸手の

9) もちろん、日本の銀行とアメリカの投資銀行を直接比較することは、いささか乱暴である。しかし、一部の専門家が指摘するように、企業の資金調達に対する情報サービスの提供、その他の点で両者は非常に似かよった活動を行なっている。本論文では、情報生産者としての銀行の機能を強調するので、両者の比較は決して無意味ではない。Sakakibara et al. (1982)、黒田・折谷 (1979) を参照。

側の銀行がその需要に十分対応し得ない状況が生まれる。そこで、企業はより大規模な銀行へメインバンクを変更しようとし、従来のメインバンクもそのような変更を承認せざるを得ない。すなわち、主要銀行の融資系列が相対的に固定的であることは、主要銀行が海外における金融サービスなどを含む各種金融サービスを幅広く供給し得る能力を持っているという事実と深く結びついているように思われる。¹⁰⁾

例えば、日本の企業が外債を発行する際の保証業務において、主要銀行は非常に重要な地位を占めている。1984年度、および85年度の2年間を例にとってみると、日本の非金融事業法人が発行した銀行保証付き外債は延べ170件に上る。これらのうち、ほぼ7割の118件について、本論文で定義した「主要銀行」が保証を与えているのである。¹¹⁾ この事実は、「主要銀行」が顧客の外債発行にかかわる分野において比較優位をもっていることを示しているとみてよいであろう。

メインバンク変更の経歴：メインバンク変動の要因として、もうひとつ強調されるべき点は、比較的最近の時点でメインバンクの変更があったかどうかの経歴が、メインバンク変更の可能性に有意な影響を及ぼしているということである。再び第2表と第3表にもどってみると、1962-67年度間にメインバンクを変更しなかった（一部上場）企業の中で、67-72年度間にメインバンクを変更した企業はわずか10%である。ところが62-67年度間にメインバンクを変

更した企業の中で、次の67-72年度間にメインバンクを変更した企業の割合は40%に上るのである。同様に73-78年度間にメインバンクを変更しなかった企業の中で、次の78-83年度間にメインバンクを変更したものは8%にすぎないが、しかし73-78年度間にメインバンクを変更した企業で次の78-80年度間にメインバンクを変更したものはほぼ27%なのである。

以上の統計的關係は、メインバンクの固定性・慣性力の性質を如実に示している。つまりメインバンク関係を通じて、借手企業と銀行との間で取り交わされる特殊な情報の多くは、それらの取引者間に固有の価値を持つものである。したがって、長年にわたって続いたメインバンク関係によって蓄積された固有の資本は貴重であり、メインバンクの解消でこれを失うことは銀行にとっても、借手企業にとっても痛手と言うべきである。取引関係を通じて蓄積される固有の情報は、メインバンクが経営危機に陥った系列企業に「救済融資」を供給する誘因をもっていることを説明できる。¹²⁾ しかし、比較的最近形成されたメインバンクの場合には、そこで蓄積された取引者に固有の資本はまだ十分大きくない。そこで、他の条件が一定であれば、比較的最近形成されたメインバンクは変更され易いと予想できる。上述の統計的關係は、このような予想を裏づけているのである。

企業の成長：メインバンク関係が企業金融にかかわる情報を節約するための方法であるな

10) 本文で言及されているメインバンク変更の具体例としては、次のようなケースをあげることができよう。農林中金は農業協同組合の上部組織であるが、農業部門との関連で、食料品、繊維、化学などの分野にいくつかの融資系列の企業をもっている。しかし、これらの企業の一部は、その事業の拡大とともに、主要銀行へメインバンクを変更している。たとえば、日清製油、プリマハム、宝酒造、神栄、ラサ工業、日本曹達などがそれである。

11) 野村総合研究所『公社債要覧』1985年版および1986年版参照。

12) この点は6.で議論される。

らば、貸手および借手にとってのこの取引関係の必要性は借手の「名声」(reputation)に依存するであろう。日本の一部の大企業のように、安定した成長の結果、信頼の置ける資金調達者として金融市場で名声を確立しているような借手については、貸手が多くの費用をかけてその信頼性にかんする情報を収集する必要は大きくない。これらの優良な借手は、オープンな資本市場で比較的容易に資金を調達できる。したがって、他の条件にして一定であれば、特定の企業が過去に高い成長を実現した場合ほど、当該企業の借手の名声が高まり、その企業に対する資金供給に伴って必要とされる情報費用が低くなると仮定できるであろう。メインバンク関係が情報費用の節約を主たる機能としているのだとすれば、特定の企業の成長実績が高いほど、貸手にとっても借手にとってもメインバンク関係の必要は低くなる。ここから、メインバンク関係の変更と借手の平均的な成長率との間に正の相関関係が存在するという仮説が導き出される。

企業の営業実績の不確実性： 次にメインバンク関係が、企業から銀行への危険分担を主たる機能としているのだと考えてみよう。この仮定の下では、特定の企業が直面する経営上の不確実性が高まると、借手企業は従来から維持してきたメインバンク関係のリスク・シェアリング機能に一層期待し、その関係を変更したり解消したりする誘因が弱まるものと考えられる。

銀行の観点からみても、顧客企業の直面する不確実性の高まりは、一種の保険の供給者としての利潤機会が上昇することを意味している。このことは、Fried-Howitt (1980) などの理論家が仮定しているように、銀行が危険中立的である場合には、さらにもっともらしいものとなる。そして、この仮定は決して非現実的とは思われない。したがって、メインバンク関係にか

んするリスク・シェアリング仮説から、次のようなテスト可能な命題を演繹できるであろう。すなわち、企業の経営上の不確実性が高まれば、メインバンク関係の異動の頻度は低下する、ということである。

(3) 実証分析

この節では、メインバンク関係の変更を規定すると考えられるいくつかの要因を考察した。以下では、その考察をまとめて、比較的単純な方法によってそれらの要因の有意性をテストする。その際もっとも重要な点は、メインバンク関係に関するリスク・シェアリング仮説から導き出される要因、つまり企業の直面する不確実性の変動が、現実のメインバンク関係の変化を有意に説明するかどうかということである。

経済調査協会の資料を用いると第一部上場企業を水産業以下20以上の業種分野に分類できる。そして各業種毎に、その業種に属する企業の中で1967-72年度にメインバンクを変更した企業の割合 P_i を計算する。全く同様に、78-83年度についても各業種毎に、メインバンクを変更した企業の割合 P_i を計算する (第4表)。事後的なメインバンク変更率 P_i は、貸手銀行の意思決定と借手企業の意思決定が結合された結果である。以下では、これまでの考察に即して、貸手、借手のそれぞれにとってメインバンク関係を持続する (あるいは解消する) ことが望ましいか否かを規定する外生的要因を説明変数とする一種の誘導型 (Reduced form) として、業種ごとのメインバンク変更比率 P_i を説明する式を定式化する。

前節までの予備的な考察から、ある期間におけるメインバンク変更の確率 P_i は、それ以前の時期におけるメインバンク変更の比率 P_i (-1)、および「主要銀行」をメインバンクとして選んでいる企業の割合 M_i によって規定さ

日本のメインバンクはどのような役割をはたしたか？

第4表 メインバンク関係の変化および「主要銀行」

業 種	1967-72年度				1978-85年度			
	企業数	Mi	Pi	Pi(-1)	企業数	Mi	Pi	Pi(-1)
1. 水産業	5	0.800	0.000	0.000	5	0.600	0.200	0.200
2. 鉱業	14	0.929	0.214	0.286	4	0.750	0.000	0.000
3. 建設業	11	1.000	0.091	0.182	46	0.848	0.043	0.196
4. 食料品	29	0.724	0.172	0.138	41	0.829	0.098	0.268
5. 繊維業	40	0.825	0.100	0.175	35	0.886	0.086	0.171
6. パルプ・紙	14	0.786	0.214	0.286	16	0.938	0.125	0.063
7. 化学工業	49	0.918	0.102	0.184	62	0.968	0.032	0.097
8. 医薬品	15	0.800	0.133	0.267	18	0.889	0.222	0.167
9. 石油業	6	0.833	0.333	0.167	9	0.889	0.111	0.222
10. ゴム製品	6	0.833	0.167	0.167	6	0.833	0.000	0.000
11. 硝子・土石	22	1.000	0.091	0.045	27	1.000	0.037	0.037
12. 鉄鋼業	29	0.793	0.172	0.103	27	0.889	0.037	0.111
13. 非鉄金属	11	1.000	0.182	0.091	12	1.000	0.083	0.000
14. 金属製品	9	0.778	0.333	0.444	8	0.750	0.375	0.000
15. 機械業	36	0.833	0.083	0.222	13	0.692	0.231	0.231
16. 電線・電纜	8	0.750	0.000	0.000	57	0.789	0.127	0.113
17. 電機機器	35	0.914	0.114	0.143	71	0.901	0.127	0.113
18. 造船	8	0.875	0.125	0.125	6	1.000	0.167	0.167
19. 鉄道車輛	3	0.333	0.000	0.000	4	0.500	0.000	0.000
20. 自動車等	13	0.846	0.385	0.308	27	0.889	0.111	0.259
21. 精密機械	17	0.647	0.176	0.000	15	0.600	0.267	0.133
22. 商業	16	0.875	0.125	0.250	41	0.854	0.049	0.098
23. 小売業	12	0.667	0.167	0.250	17	0.882	0.118	0.176
24. 不動産業	4	0.750	0.250	0.250	10	0.600	0.200	0.200
25. 陸運業	16	0.750	0.188	0.313	17	0.882	0.059	0.118
26. 海運業	14	0.929	0.143	0.214	14	0.929	0.071	0.143
27. 倉庫業	7	1.000	0.000	0.000	9	0.778	0.111	0.222
28. 電力・ガス	14	0.857	0.214	0.000	13	0.846	0.077	0.154
29. 通信・サービス	9	0.778	0.778	0.222	14	0.929	0.071	0.429

注：Mi=「主要銀行」をメインバンクとする企業（第一部上場企業）の割合

Pi=期間中にメインバンクを変更した企業（第一部上場企業）の割合

Pi(-1)=前期（5年間）にメインバンクを変更した企業の割合

出所：日本経済調査協会『金融機関の投融资—都市銀行・長期信用銀行篇』。

れるものと予想される。つまり、特定の業種においてそれ以前の時期にメインバンクを変更した企業ほど次の期にメインバンクを変更する可能性は高いであろうから、 P_i は $P_i(-1)$ と正の相関をもつことが期待される。また、「主要銀行」をメインバンクとしていない銀行は、「主要銀行」が持つ総合的な金融サービスの供給能力を求めてメインバンクを変更する傾向が強いであろう。つまり P_i は M_i と負の相関を持つことが期待される。

各業種におけるメインバンク変更の割合 P_i を説明する他の要因として、各業種における企業の成長率 G_i （産業に属する企業の有形固定資産の増加率の期間平均値で表わされる）と各業種がそれぞれ直面している不確実性の程度 σ_i を取上げる。既に説明したようにメインバンク変更の割合 P_i は各業種の平均的な企業成長率 G_i と正の相関を示すことが期待される。¹³⁾

分析を進める上で、企業が直面する経営業績の不確実性 σ_i を実際にどう定義すべきかは難しい問題である。ここでは、各業種の総資本事業利益率を基準として、3つの代替的な指標を考えてみる。第一のものは、過去10年間に亘る総資本事業利益率の変動係数 $\sigma_i(1)$ である。しかし、この変動係数の業種間の差異そのものは、業種間に元来存在している危険の差異を示すにすぎず、それがメインバンク変更の可能性と有意に結びつく保証はないかも知れない。そこで、第二の選択肢として、前期5年間から今期にかけて総資本事業利益率の変動係数が変化した率をとる方法を試みる ($\sigma_i(2)$)。つまり、リスク・

シェアリングを強調する立場から言うと、前期から今期にかけてこの変動係数が上昇する業種では、企業の直面する不確実性が増し、メインバンク関係がより固定的になるものと考えられるのである。そして、最後の選択肢は、前期から今期にかけての総資本事業利益率の平均値がどのように変化したかをみる方法である。この場合には、総資本事業利益率平均値の変化率 $\sigma_i(3)$ が高くなっている業種ほど企業経営の不確実性が低下していると考えられる。したがって、リスク・シェアリング仮説の立場からは、この $\sigma_i(3)$ がメインバンク変更の割合 P_i と正の相関をもつことが期待される。

以上説明したように、本論文ではある期間（具体的には1967-72年度と78-83年度）における各業種企業のメインバンク変更の割合 P_i を、それ以前の期間におけるメインバンク変更の割合 $P_i(-1)$ 、「主要銀行」の系列下にある企業の割合 M_i と当該業種企業の平均成長率 G_i 、当該業種企業の経営業績の不確実性を示す変数 σ_i によって説明する。想定される基本的な関係式は probit モデルと呼ばれるものであり、 i 番目の業種に属する企業が、ある期間にメインバンクを変更する確率 P_i が上記の説明変数の一次関数 $\alpha + \beta \cdot x_i$ によって規定されるというものである。

$$P_i = \Phi(\alpha + \beta \cdot x_i)$$

ただし、 x_i は説明変数のベクトルである。 P_i が0と1との間の値を取る変数であることを考慮すると、関数 $\Phi(\quad)$ を次のように Logistic 関数で表現するのが便利である。すなわち、

$$P_i = \exp(\alpha + \beta \cdot x_i) / [1 + \exp(\alpha + \beta \cdot x_i)]$$

13) 各業種における企業成長率、および総資本事業利益率は日本開発銀行設備投資研究所「主要産業経営指標便覧」および同『経営指標ハンドブック』に依拠している。この統計では、通信・サービス、不動産、陸運業、倉庫業などについて1966年以前のデータを入手できなかった。したがって、第5表に示している推計で、67-72年度の期間のサンプルサイズは25、また78-83年度の期間のそれは29である。

これは次式と同値である。

$$\log [P_i / (1 - P_i)] = \alpha + \beta' x_i$$

各業種における企業がメインバンクを変更する確率 P_i は次のようにして推定される。

$$P_i^* = \sum Z_{ik} / n_i$$

ただし、 z_{ik} は第 i 業種に属する第 k 企業が特定の期間中にメインバンクを変更した場合 1、変更しなかった場合 0 となる変数であり、 n_i は第 i 業種に属する企業数である。メインバンク変更の確率 P_i^* と P_i^* との期待値 $E(P_i^*)$ 、分散 $V(P_i)$ との間には次のような関係がある。

$$E(P_i^*) = P_i$$

$$V(P_i^*) = P_i(1 - P_i) / n_i$$

ところで

$$\log(P_i^* / (1 - P_i^*))$$

$$= \log(P_i / (1 - P_i)) + (P_i^* - P_i) / (1 - P_i) P_i$$

$$= \alpha + \beta' x_i + \varepsilon_i$$

ただし $\varepsilon_i = (P_i^* - P_i) / (1 - P_i) P_i$ 。 ε_i の期待値はゼロであるが、その分散は $1 / n_i P_i (1 - P_i)$ になる。したがって、 $\log(P_i / (1 - P_i)) = \alpha + \beta' x_i + \varepsilon_i$ という形の OLS は分散不均一の難点を伴う。そこでこの式を、

$$A \cdot \log(P_i^* / (1 - P_i^*))$$

$$= \alpha \cdot A + \beta \cdot A x_i + A \cdot \varepsilon_i$$

$$(\text{ただし、} A = \sqrt{n_i P_i^* (1 - P_i^*)})$$

という形式に変換して、OLS を実行すればよ

第5表 メインバンク変更の要因(推計結果)

		P(-1)	M	G	$\sigma(1)$	$\sigma(2)$	$\sigma(3)$	R ²
1967	(A)	2.32	-1.31	0.07	1.85			0.602
		(2.24)	(-1.06)	(1.88)	(1.64)			
	(B)	2.50	-1.11	0.05		0.07		0.556
1972		(2.23)	(-0.87)	(1.39)		(0.28)		
	(C)	1.65	-1.19	0.06			-1.27	0.647
		(1.56)	(-1.11)	(1.76)			(-2.24)	
1978	(A)	1.02	-3.23	0.07	0.46			0.553
		(0.60)	(-2.65)	(1.50)	(0.35)			
	(B)	1.00	-3.20	0.07		-0.02		0.550
1983		(0.58)	(-2.62)	(1.48)		(-0.10)		
	(C)	0.89	-3.25	0.07			-0.24	0.551
		(0.51)	(-2.62)	(1.37)			(-0.24)	

注：1. 各変数の定義は以下の通り。

P(-1)：前期にメインバンクを変更した企業の割合(%)

M：「主要銀行」をメインバンクとしている企業の割合(%)

G：各企業の有形固定資産増加率の平均値（前半は1962-72年度平均、後半は1972-83年度平均）

$\sigma(1)$ ：総資本事業利益率の変動係数

$\sigma(2)$ ： $\sigma(1)$ の前期からの変化率(%)

$\sigma(3)$ ：総資本事業利益率の期間平均の変化率(%)

2. ()内の数字はt値。また定数項は省略されている。

い。この推計結果が第5表にまとめられている。¹⁴⁾

推計の結果によると、1967-72年度と78-83年度とで各説明変数の有意性に若干の変化がある。前者の時期には過去のメインバンク変更の割合 $P_i(-1)$ が有意な説明力をもっていたのに対し、後者の時期には $P_i(-1)$ よりも主要銀行の系列下にある企業の割合 M_i が高い有意性をもっている。このことは高度成長期が終了した後には、総合的な金融サービスを供給できる主要銀行の融資系列がメインバンク関係の固定性に寄与していることを示している。

企業の成長率 G_i の係数はいずれの時期にも正で一応の有意性(10%水準での有意性)をもっている。つまり、企業の成長はその企業の市場における「名声」を高め金融取引における情報の非対称性という障害を取り除く効果をもっていること、それゆえにメインバンク関係の重要性・固定性も低下することが示唆されている。

他方、企業の経営業績の不安定性 σ_i の増大が、リスク・シェアリング機能をもつメインバンク関係の重要性を高めるという仮説は第5表の結果からは支持されない。この仮説が妥当であるとすれば、 $\sigma_i(1)$ ないし $\sigma_i(2)$ の係数はマイナスで有意でなければならないし、 $\sigma_i(3)$ は正の有意な係数値をとらねばならない。しかし、第5表から明らかなように1967-72年度の時期についても、また78-83年度の時期についてもそのような結果は得られていないのである。

要するに、高度成長期の1967-72年度においてもまたその後の時期の78-83年度において

も、企業の成長はメインバンク関係の固定性を減少させる有意な効果をもった。これに対し、企業の経営業績の不安定性は、リスク・シェアリングの仮説が示唆するようにはメインバンク関係の固定性を高める方向に作用しているように見えない。

4. メインバンク関係とリスク・シェアリング

以下では、さらに直接的な方法で、日本におけるメインバンク関係とリスク・シェアリングとの関係を検討してみよう。Fried-Howitt (1980)、脇田 (1983) などのリスク・シェアリング・モデルでは、銀行とその融資系列下にある借手企業との間で、貸出金利を市場利子率が上昇した場合には相対的に低下させ、市場利子率が低下した場合には、相対的に上昇させるような一種の条件付債権 (contingency claims) が暗黙的な契約を通じて創設される。そのような契約のために借手は市場利子率の変動の危険をある程度回避できるというわけである。¹⁵⁾

しかし、利子費用の変動を平準化することは、必ずしも個々の借手企業の経営実績を安定化することに直結するわけではない。とくにリスク・シェアリング仮説では、個々の資金調達者と銀行との間の取引契約が重要なのであり、その関係を、集計化された約定金利や貸出 (又は借入) 額の統計から直接観察することは困難なはずである。

次のような会計上の2つの関係式に即して考えてみよう。

14) 以上の統計処理にかんしては佐和 (1983: 第7章) を参照。

15) また経済企画庁 (1984) は、新規貸出金利の系列を推計し、この推計された貸出金利の変動幅が市場金利 (コール・レートに代表される) に比較してかなり狭いことを指摘している。経済企画庁によれば、この事実は「銀行が企業との長期の顧客関係の中で、表面上の貸出の期間よりやや長い目でみた取引を行っている」こと、さらに「銀行による貸出しは結果的に企業の収益の安定化に寄与しているとみることができる」というのである。

$(\text{営業利益}) + (\text{営業外収益}) - (\text{営業外費用}) =$
 (経常利益)

$(\text{経常利益}) + (\text{特別損益} \cdot \text{特定引当繰戻等}) -$
 $(\text{法人税}) = (\text{当期純利益})$

ここで、営業外費用の8割強は金融費用で占められており、さらに金融費用のほとんど全てが支払利息、割引料で占められている。そこで企業の目的が経常利益、または当期純利益を安定的に維持することにあるのであれば、営業収益の変動が経常利益、あるいは当期純利益の変動に結びつかないように、利子費用などの金融費用が相殺的に変動する必要がある。つまり、営業収益が比較的大きく変動する場合には、利子費用を安定化させることは、かえって純利益の変動を大きくしてしまう可能性すらある。

したがって、もしメインバンク関係によって支えられたリスク・シェアリング機能が実在するとすれば、個別企業の営業利益の変動を相殺する方向に金融費用が調整されていなければならないであろう。つまり、企業の営業利益が相対的に低下する期間においては、暗黙の契約を通じて金融費用が有効に引き下げられることによって、企業の獲得する純利益の大幅な低下が回避されるというわけである。¹⁶⁾

もちろん、貸出に際しては、拘束預金 (compensating balance) が銀行から借手企業へ要求される。企業にとって実効的な借入れ金利は、表面的な貸出の約定金利ではなく、拘束預金の利子率を考慮した「実効」貸出金利である。そうだとすれば、暗黙の契約による金融費用の調整に際しては、預金保有を強制されることによって借手企業が蒙る機会費用と、預金保有に伴う利子収入をも明示的に考慮しなけれ

ばならないであろう。この利子収入は営業外収益の項目に含まれている。しかし、営業外収益の中には借手企業が保有していた証券を売却して実現された、キャピタル・ゲインが含まれる。営業利益の急落に直面した企業が、その保有している証券を売却してキャピタル・ゲインを実現させ、経常利益の低落を抑えるという手段はしばしば用いられる手段である。キャピタル・ゲインの実現は営業外収益の増加として計上されるからである。そして、言うまでもなくこの方法はメインバンク関係を通じるリスク・シェアリングの有無と無関係である。そこでメインバンク関係のリスク・シェアリング機能を検証する目的に即してみると営業外収益を考慮に入れることは、そこに上に述べたようなノイズが含まれているために適当ではない。

以下では、高度成長期の日本において、いわゆる基幹産業として重要な位置を占めた化学工業部門に属する有力企業63社を標本とし、次のような定式化に従ってリスク・シェアリング機能の有無を実証的に検討する。もし、リスク・シェアリングが金融費用の調整によって、経常利益又は当期純利益の変動を小さくするという形で働いているのだとすれば、ある期 (年度) の金融費用はその期の営業利益と有意に正の相関を示すであろう。ただし、個別企業にとっての各期の金融費用は、メインバンク関係を通じるリスク・シェアリングの有無にかかわらず、借入額やその期の利子率の状況に依存するはずである。実証的分析では、このような金融市場の一般的な状況が個々の企業の金融費用に及ぼす効果を除去する必要がある。

具体的には、各企業の時系列データについて、

16) リスク・シェアリング仮説の理論的な問題点については本論文の補論を参照されたい。

次のような回帰式を適用する。¹⁷⁾ただし、 $FC_i(t)$ 、 $OR_i(t)$ 、 $Z_i(t)$ 、 $TA_i(t)$ はそれぞれ、第 t 年度の金融費用、営業利益、 t 年度の全国銀行約定平均金利と当該企業の期末借入残高との積、および t 年度末の総資産残高である。

$$\begin{aligned} FC_i(t)/TA_i(t-1) \\ = a_0 + a_1 (OR_i(t)/TA_i(t-1)) \\ + a_2 (FC_i(t-1)/TA_i(t-1)) \\ + a_3 (Z_i(t)/TA_i(t-1)) + u_i \end{aligned}$$

$Z_i(t)$ は金融費用の変動のうち、単に借入残高の変動や金融市場における金利の一般的な変動の効果を考慮したものである、その係数 a_3 は正で有意であることが期待される。さらに、リスク・シェアリング仮説からは、この回帰式において、正の a_1 が期待される。また、金融費用の調整に遅れがある可能性も考慮するため一期前の変数 $FC_i(t-1)$ を説明変数に加えてある。説明変数、被説明変数を $TA_i(t-1)$ で除しているのは、それらの変数もっているタイムトレンドを除去するためである。

実際に標本として選んだ企業63社の中には、借入残高に占めるメインバンクからの借入残高の比率でみて、メインバンクに非常に大きく依存している企業（神島化学、関西ペイントなど）もあれば、メインバンクはあるものの、そこからの借入にほとんど依存しない企業（日本合成化学、大日本インキ、東洋酸素など）、そしてメインバンクをもたない企業（花王石鹼、ライオン油脂、資生堂など）も存在する。以下では、各企業のメインバンクからの借入残高を、その

企業が都市銀行、長期信用銀行からの借入総額で除した比率を「メインバンクの依存度」と定義する。¹⁸⁾ここでの実証分析の狙いは、個々の企業のメインバンク依存度と、上の形式に基づく計測の結果との間に何らかの規則的關係を見出すことができるかどうかを調べることである。

標本となる化学工業63社の時系列データについて上の式を計測した結果によると、一般的に、 a_3 の係数は正で高い有意性をもっている。 a_3 が10%水準以上の有意性をもつ企業は63社の中で47社（75%）に上る。この結果は当然予測されたものである。他方、係数 a_1 が正で、10%水準以上の有意性をもつ企業は23社（37%）、また5%水準以上の有意性をもつ企業は17社（27%）にすぎない。つまり、金融費用が営業利益の変動に応じて、経常収益ないし純利益を安定化されるように調整されるという現象は、一般的ではない。

この係数 a_1 の有意性と、各企業のメインバンク依存度との関係をもとめたものが第6表である。標本企業をメインバンク依存度が40%以上のグループ、20%以上40%未満のグループ、20%未満のグループに区分して、グループ毎に a_1 の係数の有意性の程度に応じて企業を分類してある。ただし、メインバンクをもたないか、あるいは不明である企業（63社の中で大阪酸素、日鉄化学、花王石鹼、ライオン油脂、資生堂、小西六写真、ライオン歯磨の7社）は20%未満のグループに分類されている。

17) 化学工業に属する標本企業は三菱総合研究所『企業経営分析』から、1965年以降84年まで一貫して統計がとれる企業を選び出した。ただし、三井東圧（1970-84）、三菱ガス化学（1973-84年）、三井石油化学（1970-84）、三菱油化（1970-84）、ライオン油脂（1966-79年）、ライオン歯磨（1966-79年）は企業合併等の理由で、標本期間が短い。

18) 標本企業の中で、メインバンクを持っている企業については、そのメインバンクは、全て都市銀行ないし長期信用銀行である。

日本のメインバンクはどのような役割をはたしたか？

第6表 ORの有効性とメインバンク依存度

メイン バンク 依存度	ORの有意水準			
	1%水準以上	1～5%	5～10%	10%水準以下
40%以上	三菱瓦斯化学* 日本カーリット	石原産業 帝国化工* 旭電化* 神東塗料*	富士フィルム*	チッソ 保土ヶ谷化学 日産化学 日本化薬* 徳山曹達* 日本油脂* 東洋曹達* オリエンタル写真 日本曹達 第一工業製薬* 日本カーバイド* 関西ペイント* 神島化学 大日本塗料* 協和発酵 東亜ペイント* 三菱樹脂*
20%～40%	三菱化成* 信越化学* 積水化学 住友ベークライト* 東洋リノリウム	日本触媒化学*	住友化学* 宇部興産*	昭和電工* 大阪曹達* 三井東圧* ダイセル* 東亜合成化学* 日本ゼオン* 呉羽化学* 三井石油化学* 製鉄化学* 三菱油化* 日本酸素* 日本ペイント イビデン* 東洋インキ製造
20%以下	東洋酸素* 大同酸素* 大阪酸素 日鉄化学 鐘ヶ淵化学*		電気化学 堺化学* 大日本インキ	日東化学 ライオン油脂 日本化学* 資生堂 日本合成化学 小西六写真 田岡化学 ライオン 花王石鹼
合計 63	12	5	6	40

注：*印は標本期間中にメインバンクを変更しなかった企業を指している。

日本のメインバンクはどのような役割をはたしたか？

この表から明らかなように、メインバンク依存率と係数 a_1 の有意性との間に体系的な関係は見られない。メインバンク依存率が非常に低い企業、あるいはメインバンクをもたない企業の中にも係数 a_1 が正で有意なものが存在する

し、反対にきわめて高いメインバンク依存率の企業の多くについて、 a_1 は有意でない。この計測結果はメインバンク関係がリスク・シェアリングの機能をもっており、そのために借手企業の経営業績が安定的になっているという主張

第7表 企業集団とORの有意性

企業集団名	ORの有意水準			
	1%水準以上	1～5%	5～10%	10%水準以下
三井	鐘ヶ淵化学		富士フィルム	東亜合成化学 イビデン 三井石油化学 ダイセル
三菱	大阪酸素 東洋酸素		堺化学	日東化学 日本カーバイド 日本化学 三菱油化学 三菱樹脂 日本火薬 大日本塗料
住友	大同酸素 住友ベークライト			製鉄化学 日本ペイント
富士	日本カーリット			日本酸素 第一工業製薬
第一勧銀		旭電化		日本ゼオン 東亜ペイント
三和			宇部興産	徳山曹達 東洋インキ製造
企業集団外の 企業				日産化学 保土ヶ谷化学 花王石鹼 資生堂

注：企業集団の分類は中谷（1984）による。

が一般的には成立しないことを示唆している。

さらに、中谷（1984）の実証分析と対応させるために、ここで標本として選択された化学工業の企業63社の中で、中谷氏の分析でも取上げられた企業（33社）、その属する「企業集団」、さらに各「企業集団」グループ毎の係数 a_1 の有意性によって分類した結果が第7表にまとめられている。この表によると、中谷氏によって非系列企業に分類されている企業（4社）については、全て係数 a_1 は有意でない。他方、各「企業集団」については、 a_1 が（10%水準以上で）正の有意性を示す企業が少なくとも1つは存在する。しかし一般的に言うと、「企業集団」のグループについても、 a_1 が有意でない企業が大半を占めている。この結果も、中谷論文が暗に示唆している（と思われる）メインバンク関係のリスク・シェアリング機能の存在に否定的である。

5. 企業の経營業績とメインバンク借入の因果関係

日本の企業は経營業績が悪化したときにメインバンクからの借入に依存する程度を高めることによって、たとえ経常的な利益の安定化は実現できないとしても経営の長期的な安定化を実現できるかも知れない。つまり、経營業績の悪化がもたらす厳しい信用割当の制約を、メインバンクからの借入が緩和する可能性がある。メインバンクが顧客企業に対しこのような形での安定化機能のサービスを提供しているとすれば、個別企業の経營業績の変動がその企業のメインバンク借入の変化を生起させるという因果関係が見出されるであろう。この節では、前節と同様に化学工業に属する有力企業を標本として、それらの企業の経營業績とメインバンクからの借入額との間の因果関係を統計的に調べることによって、上に述べたようなメインバンク

の機能が存在するかどうかをテストする。

以上の因果関係のテストはいわゆる Granger テストである。具体的には、個別企業のメインバンクからの借入残高（年度末） $MB(t)$ を被説明変数とし、それ自身の過去の系列 $MB(t-1)$ 、 $MB(t-2)$ 、……、および当該企業の経營業績の過去の系列 $OR(t-1)$ 、 $OR(t-2)$ 、……、を説明変数としてOLSによって回帰した場合の残差平方和と、経營業績過去の系列は全く説明力をもたないという制約条件をつけ、 $MB(t)$ 自身の過去の系列だけで回帰した場合の残差平方和とをFテストによって比較する。もし、このFテストによって過去の経營業績が有意な説明力をもつ場合、経營業績の変化がメインバンクからの借入依存度の変化を引き起こすと判断される。ただし、この節の冒頭に述べたような形で、メインバンクがリスク・シェアリング機能を果たしているならば、経營業績の係数は負でなければならない。

また、よく知られているように、回帰式が適用される全ての変数について、トレンドが除去され、定常化されていなければならない。定常化のためにどのような方法を採用すべきかは非常に微妙な問題である。ここでは、もっとも手取り早い方法として、メインバンクからの借入残高、および経營業績を示す変数——以下では営業収益を用いる——を各期の資産総額で除去するという方法を選択した。

標本としては、前節と同様に化学工業の主要企業が選ばれるが、前節で標本とされた63企業の中で、ここで標本期間とされる1965年度から84年度までの期間、そのメインバンクが特定でき、かつそのメインバンクが同一であり続けた企業数は36である。その他の企業については、そもそもメインバンクが特定できないか、あるいは標本期間に一度以上メインバンクを変更している。ここでは、一貫したメインバンクから

日本のメインバンクはどのような役割をはたしたか？

第8表 営業収益(O R)とメインバンク借入(MB)との因果関係

企 業 名	2 年 ラ グ		3 年 ラ グ	
	O R係数和	F 値	O R係数和	F 値
住友化学	-0.31	3.56 *	-0.31	2.62
昭和電工	-0.14	2.43	-0.22	0.98
三菱化成	-0.05	0.19	-0.03	0.15
三井東圧	-0.03	0.94	0.03	0.48
信越化学	-0.07	9.06 * * *	-0.02	4.45 * *
東亜合成化学	-0.20	2.31	-0.24	0.77
徳山曹達	-0.09	4.63 * *	-0.17	3.24 *
東洋曹達	-0.04	0.16	0.07	0.06
日本カーバイド	-0.10	0.27	0.01	0.00
製鉄化学	-0.10	1.95	0.00	1.53
日本酸素	0.12	0.64	0.01	0.36
日本化学	-0.00	0.06	0.00	0.10
イビデン	-0.18	1.69	0.56	1.64
堺化学	-0.00	0.05	0.01	1.06
大阪曹達	-0.22	1.81	-0.39	0.96
東洋酸素	0.01	2.49	0.01	1.52
大同酸素	-0.01	0.37	-0.03	0.62
帝国化工	0.16	0.29	0.22	0.19
宇部興産	0.02	0.02	-0.25	0.27
ダイセル	-0.13	1.16	-0.17	1.62
日本ゼオン	-0.22	7.30 * * *	-0.13	3.82 * *
三菱樹脂	-0.08	1.92	-0.12	1.93
住友ベークライト	0.03	12.25	-0.10	8.60 * * *
日本化薬	-0.04	0.74	-0.07	0.29
日本カーリット	-0.20	6.68 * *	-0.24	4.00 * *
鐘ヶ淵化学	-0.01	0.71	0.02	1.08
日本油脂	-0.14	0.51	-0.21	1.02
旭電化	-0.16	1.81	-0.08	2.37
第一工業製薬	-0.08	1.58	-0.06	0.76
関西ペイント	0.03	0.29	0.02	0.30
大日本塗料	-0.22	2.17	-0.05	1.11
東亜ペイント	-0.11	4.40 * *	-0.20	2.86 *
神東塗料	-0.01	0.34	0.06	2.51
富士フイルム	0.02	0.76	0.04	0.68
三菱油化	0.09	1.25	0.09	1.46
三井石油化学	-0.15	4.58 * *	-0.15	0.75

注：*、**、***は、営業収益O Rの変化がメインバンク借入額MBの変動を引き起こしているという仮説が、それぞれ10%、5%、1%の有意水準で受容されることを示している。ここでは、標本期間の制約のため三菱ガス化学についての計測を省略してある。

出所：三菱総合研究所『企業経営の分析』、および日本経済調査協会『金融機関の投融資—都市銀行・長期信用銀行篇』。

の借入残高の時系列が分析の対象となるので、ここではメインバンクを変更しなかった36の企業だけを分析の対象として選ぶ。また、説明変数のタイムラグとしては、2期(年)と3期(年)を選ぶ。標本期間が比較的限られているので、これ以上長いタイムラグをとることは統計的にあまり意味をなさないであろう。

計測の結果は第8表にまとめられている。この表によると、営業収益の過去の系列 $OR(t-1)$, $OR(t-2)$, …… , に対する係数の合計は、多くの企業について負となっている。しかし、その有意性は一般にあまり高くない。Fテストの有意水準を10%とやや甘い基準にしても、 OR の過去の系列にかんする係数の合計が負で有意となるのは、2期ラグの場合、テストされた36企業のうち7企業にすぎない。説明変数のラグを3期(3年間)に延ばしても、この結果はほとんど同じである。つまり、われわれのテストは企業の営業収益の減少が当該企業のメインバンクからの借入に対する依存度を高め、反対に営業収益の増加がメインバンクからの借入依存度を低下させるという因果関係が、一般的には見られないことを示している。¹⁹⁾

6. 結 び

本論文の実証的分析の主題は、日本におけるメインバンク関係が、個々の企業と銀行との間のリスク・シェアリングを実現してきたか否か

をテストすることであった。分析の結果は否定的なものである。つまり、一般的に言って銀行と借手企業とがメインバンク関係を通じてリスク・シェアリングを実行していることを示すような体系的な関係は観察されない。この結果は、銀行と借手企業との間の「暗黙の契約」に基づくリスク・シェアリングによって、貸出金利の変動幅が縮小されているという主張(Osano-Tsutsui (1985)、および経済企画庁(1984))、および日本の企業集団はメインバンク関係を通じて、それを構成している企業の経営業績を安定化することに寄与したという主張(中谷(1984))などに対して疑問を投げかけている。

しかし、保険提供者としてのメインバンクの機能は、借手企業が経営危機に直面するような、例外的な状況において発揮され则认为すべきかも知れない。実際、経営危機に見舞われた企業に対し、メインバンクが役員を派遣したり、金融上の支援を与えるというエピソードはごくありふれたものである。経営危機に陥った企業に対するメインバンクの融資比率は、金融的支援の結果としてかなり急速に高まるのが通例だと言われる。²⁰⁾

しかしながら、これらの現象はリスク・シェアリング仮説の示唆するように、銀行による「保険金」の支払を意味しているかどうか、必ずしも明らかではない。言うまでもなく、銀行が役

19) 個別企業の経営業績を示す指標として、営業収益の代りに付加価値総額を用いた計測をも試みた。ただし、統計の出所である三菱総合研究所『企業経営分析』では付加価値総額の統計は1970年度以降しか得られないため、標本期間が短くなる。計測の結果は以下で説明するものと本質的に変わらない。

20) 詳細なケース・スタディーとして Sheard (1986) を参照。Sheard の研究は中谷巖の研究に触発されたものである。しかし、Sheard が扱っている企業の経営危機におけるメインバンク機能と、中谷が分析した企業経営の業績安定化に対するメインバンクの貢献とは、いささか次元を異にする問題である。本論文では、後者の問題について否定的な結果が得られた。

員を派遣したり、金融上の支援を行なっても、企業が倒産してしまう例も少なくない。²¹⁾メインバンクが多額の負担をしても企業を救済する場合もあるし、結局は、倒産、あるいは実質的に倒産と同様の事態に追込まれる企業もある。企業の経営者、あるいは従業員にとってさえ、メインバンクと取引関係を維持していても、それがいざというときの「保険金」支払を保証するものではない。

危機に瀕した企業に対するメインバンクのコミットメントは、「委任された監視者」の仮説によって説明できる。つまり、メインバンクは他の資金供給者に代って、借手企業の信用度、経営業績その他の情報を収集する。メインバンク以外の銀行はメインバンクの貸出行動をシグナルとして資金の供給額を決定する。メインバンクにとって、系列企業が倒産し、他の銀行・金融機関にすくなからぬ損失が及ぶことは、「委任された監視者」としての自らの信用を毀損するであろう。メインバンクとして、有力企業との長期的取引を通じて獲得できる利潤の見返りとして、彼らは、危機的な状況の下では多くの損失を負担することによって、他の銀行・金融機関の負担を軽減させなければならない。そのようなメインバンクの行動が、第1表との関連で説明した協調融資的なシステムを、インプリシットに支えていると考えられる。²²⁾危機に陥った企業が、メインバンクによって救済されるか否かは、当該企業の生産能力や、将来の経済環境の推移に関する、関係者、とりわけメ

インバンクの評価にかかっているであろう。将来に見込みありとメインバンクが判断する企業に対しては、救済措置が講じられるが、それはメインバンクにとって、将来の取引関係からの収益を見越した一種の投資なのである。

メインバンクが「委任された監視者」として、特定の企業に関する情報を蓄積しているということは、それらの経営危機に際してメインバンクが他の銀行・金融機関、その他の貸手に比較してより積極的に資金を供給するもうひとつの理由となる。系列下の企業が消滅してしまえば、銀行にとっては、長期的取引関係を通じて蓄積してきた情報の価値を失うことになる。危機に瀕している企業に追加的な融資を供給することは、そのような情報の価値を保存する役割を果たすことができるであろう。したがって、メインバンクにとっては、経営危機にある系列企業に対し、比較的緩やかな条件で追加的な融資を行なうことが合理的なのである。これと対照的に、メインバンクほど深くコミットしてこなかった銀行にとっては、危機に陥っている企業に追加的な融資を実行する誘因は存在しないのである。

「委任された監視者」としてメインバンクを位置づけるという仮説は明らかに情報生産者としての銀行の重要性を強調する分析枠組に立脚している。しかし、言うまでもなく、この仮説を本格的に分析することは将来の課題として残されている。ただ、3.に得られた計測結果はこの仮説の現実性 (relevancy) を示唆しているように見える。なぜなら、そこでは借入企業に

21) メインバンクは、たいていの場合、経営破綻に陥った企業に役員を送り込む。この点では、倒産した安宅産業、永代産業その他も例外ではない。たとえば、安宅産業には、役員19名中社長を含む4名が、永代産業には役員15名中社長を含む7名が銀行から派遣されている。証券団体協議会 (1986) 参照。

22) メインバンクがインプリシットな形で伝達する借手にかんする情報の質 (信頼性) 自体を、他の銀行・金融機関が的確に判断することは難しいかも知れない。その場合には、情報の提供者自身が借手にコミットメントして、他のものにシグナルを送ることが必要である。たとえば、Leland and Pyle (1977) を参照。

関するメインバンク変更の経歴、あるいは借入企業の成長率など、金融取引における情報生産の必要性ないし費用の条件を直接反映すると思われる変数が、統計的にみて有意な説明力をもっているからである。

補論：リスク・シェアリング仮説の問題点

金融における標準的な解説では、実物的な生産・投資活動に伴う危険は、金融市場において主として株式（equity capital）の所有者によって負担される。株式に対する投資家は、企業の営業活動に伴う危険が存在することを十分に承知した上で、危険を分担する代償として、相対的に高い収益を獲得する機会を追求している主体なのである。

他方、企業の債権者は、少なくとも事前的な意味では危険を積極的に分担しようとする主体ではない。一般に彼らは、あらかじめ定められた一定の条件で資金を企業へ供給し、一定期間後に定められた元利合計を受取ろうとしているのである。しかし、よく知られているように、企業の株式にみとめられた有限責任ルールの下では、結果的に企業の営業活動の危険が部分的に債権者の負担となる可能性が存在する。このような状況の下で生じる困難と、債権者が過度な危険分担を回避し得るための市場取引のあり方に関する分析が、近年の企業金融の分野における重要なトピックスのひとつであった。

以下で考慮する「暗黙的な契約（implicit contracts）」の下でのリスク・シェアリング仮説は、以上のような説明からほとんど180度方向を転換したものである。この仮説の下では、債権者、すなわち資金の貸手は、金融仲介専門業者としての銀行を想定しており、その銀行はむしろ積極的な危険分担者である。銀行は借手企業との「暗黙的な契約」を通じて、貸出について条件付きの債権・債務（contingency claim）

をとりかわしているものと仮定される。より具体的には、銀行と借手企業は暗黙的な契約によって、企業が直面する状況に応じて借手から銀行へ危険が転換されるような貸出条件を設定するというのである。

このような仮説が正しいとすれば、株式市場においてばかりでなく、貸出市場でも銀行と借手企業との取引関係を通じて危険負担の再配分がおこなわれていることになる。このことは、株式市場を中心とする資本市場が未発達で、銀行部門を通じる貸出の市場が金融システムにおいて圧倒的な重要性を占める、多くの発展途上国における危険分担のあり方を理解する上で、興味ある仮説になっている。さらに興味深いのは、この危険分担の仮説が貸出利子率に見られる（と言われている）硬直性（非伸縮性）を説明する手がかりを与えるものと考えられている点である。

この補論では、単純な形で定式化された「暗黙の契約」に基づくリスク・シェアリング仮説を説明するとともに、この仮説がもっている問題点を指摘することにしたい。その問題点とは、(1) 銀行と企業との「暗黙の契約」が、借手の営業収益の変動リスクを貸手の側へ転嫁するためのものであるとすれば（そう考えることは、ごく自然であろう）、事後的に観察される貸出利子率は必ずしも硬直的とはならない（したがって、貸出利子率の硬直性を有効に説明する仮説たりえない）こと、そして (2) リスク・シェアリング仮説を主張する多くの論者が前提とするように、借手企業が回避しようとするリスクがオープン・マネー・マーケットにおける利子率の変動に伴うリスクだとすれば、そのリスクは個々の企業に固有のリスクではないので、貸手と借手が長期的な取引関係を結ぶ必要性がないこと（したがって、本論文で詳しく考察したような、借手と貸手との長期的取引関係

の存在を説明できないこと)である。

(1) 暗黙の契約に関する単純なモデル

1 単位の資金を調達して営業活動が続ける企業が次のような選択肢に直面しているものと仮定する。第一の選択肢は特定の銀行と取引関係(暗黙の契約)を結んで、必要な資金を調達する。その際の貸出利子率は資金貸借を実行する時点で生起する状態 s ($s=1, \dots, s$) において成立するオープン・マネー・マーケット金利 i_s を考慮して、借手と銀行との事前的な交渉によって決定できるものとし、将来の各状態 s に対応して契約される貸出利子率を r_s とする。状態 s の生起する予想確率を π_s とすれば次の式が成立する。

$$\sum_s \pi_s = 1$$

もちろん、確率分布 (π_s) は外生的に与えられている。企業の営業純利益に関する効用関数を u_B とすると、銀行との取引契約を締結することから期待される当該企業の効用 $EU_B(1)$ は

$$EU_B(1) = \sum_s \pi_s u_B(x - r_s)$$

ただし、 x は企業の営業収益である。

企業にとって第2の選択肢はあらかじめ銀行と取引関係を結ばず、必要な時点で資金をその時点で成立するマネーマーケット金利 i_s で調達することである。この場合の企業の獲得する期待効用 $EU_B(2)$ は

$$EU_B(2) = \sum_s \pi_s u_B(x - i_s)$$

と表現される。

一方銀行にとっては、企業との取引関係に依るかまたは全く取引関係を締結しないかという選択が可能である。銀行にとっては、貸出資金の機会費用は i_s であるから、銀行の利潤 Y にかかわる効用関数を $u_c(Y)$ と表現すると、企業との取引関係を締結する場合の期待効用 $EU_c(1)$ は、

$$EU_c(1) = \sum_s \pi_s u_c(r_s - i_s)$$

また、取引関係を結ばない場合の期待効用 $EU_c(2)$ は、

$$EU_c(2) = u_c(0)$$

となる。

銀行と企業間で、暗黙の契約が結ばれるための必要条件是、両者ともにこの契約によって非負の純便益を得るということである。この条件は、

$$\begin{aligned} EU_B(1) - EU_B(2) \\ = \sum_s \pi_s (u_B(x - r_s) - u_B(x - i_s)) \geq 0 \quad (1) \end{aligned}$$

$$\begin{aligned} EU_c(1) - EU_c(2) \\ = \sum_s \pi_s u_c(r_s - i_s) - u_c(0) \geq 0 \quad (2) \end{aligned}$$

と表現される。いわゆる Taylor 展開によって近似すると、(1)、(2) はそれぞれ次のように表現される。

$$\begin{aligned} EU_B(1) - EU_B(2) \\ = [-(r - i) + (\theta_B/2)(\sigma_i^2 - \sigma_r^2 - r^2 + i^2)] u_B'(x) \geq 0 \quad (1a) \end{aligned}$$

$$\begin{aligned} EU_c(1) - EU_c(2) \\ = [(r - i) - (\theta_c/2)(\sigma_r^2 + \sigma_i^2 - 2\rho_{ri}\sigma_r\sigma_i + (r - i)^2)] u_c'(x) \geq 0 \quad (2a) \end{aligned}$$

ただし、 r , i , σ_r^2 , σ_i^2 はそれぞれ貸出利子率 r_s 、マネーマーケット金利 i_s の平均及び分散であり、 ρ_{ri} は貸出利子率とマネーマーケット金利との相関係数である。さらに θ_B 、 θ_c は企業および銀行の(絶対的)危険回避度を示している。(1a)、(2a) が成立するための必要条件是、

$$r \geq i \quad (3)$$

$$\sigma_i^2 \geq \sigma_r^2 \quad (4)$$

である。つまり、暗黙の契約が銀行と企業との間で締結されるためには、貸出利子率の平均値 r はマネーマーケット利子率の平均値に等しいか、それを上回るものでなければならない。また、暗黙の契約で決定される貸出利子率 r の変動幅は、マネーマーケットの利子率のそれに比較してそれに等しいか、またはそれよりも小さ

くなければならない。この結果は、銀行、借手企業の危険回避度の如何にかかわらず成立する。

次に、借手企業は危険回避的であるが、銀行は危険中立的であると仮定してみよう。銀行は多数の借手先に分散した貸出を実行していると考えれば、特定の借手との取引関係において、ほぼ危険中立的なスタンスをとり得ると仮定しても不自然ではない。もしこのような仮定を導入すれば、

$$\theta_B > 0, \theta_c = 0$$

となるので、(2a) より

$$r - i \geq 0 \quad (2b)$$

これは、銀行にとって暗黙の契約から期待できる純利益が非負でなければならない、という条件である。

さらに、銀行部門においては完全競争が成立しており、銀行は個々の借手企業と取引関係を結ぶことによって正の期待純利益を得ることができないと仮定しよう。この場合には明らかに $r = i$ が成立し、暗黙の契約からの企業の期待純利益は、

$$EU_B(1) - EU_B(2) = (\theta_B/2) (\sigma_i^2 - \sigma_r^2) u_B'(x) \quad (5)$$

となる。もし、銀行と企業との間の取引関係が借手企業の期待純利益を可能なかぎり大きなものとする条件を設定するものだとすると、(5)式より、 σ_r^2 を最小にすればよい。つまり、貸出利子率 r_s は状態の如何にかかわらず一定の水準に保つことが暗黙の契約として選択される。この場合、マネーマケット利子率の変動に伴う危険は全て、銀行によって負担されるのである。

(2) 営業収益の変動と「暗黙の契約」

これまでの説明では企業の営業収益 x については何らリスクが存在しないと仮定していた。

したがって、危険回避的な企業にとっての問題は、マネーマケット利子率の変動に伴う危険に如何に対処するかということである。しかし、実際問題として企業にとって重要なのは営業収益 x の変動がもたらす危険であろう。そこで以下では、営業収益 x の不確実性が無視しえない場合のリスク・シェアリングを考察する。

状態 s における企業の営業収益を x_s とすると、上記の分析から、借手企業の暗黙の契約からの期待純利益は、ここでも $r = i$ が成立しているのだとすれば、

$$\begin{aligned} EU_B(1) - EU_B(2) &= (\theta_B/2) (\sigma_i^2 - \sigma_r^2 + 2\rho_{xr}\sigma_x\sigma_r \\ &\quad - 2\rho_{xi}\sigma_x\sigma_i) u_B'(x) \end{aligned}$$

となる。 σ_x^2 は営業収益 x の分散、また ρ_{xi} は営業収益 x とマネーマケット利子率 i との相関係数であり、 ρ_{xr} は取引関係を通じて銀行、企業間で約束される営業収益 x と貸出利子率 r との相関係数である。

ここでも、暗黙の契約によって借手企業にとって、もっとも便益の大きい契約が決定されるものだとすると、問題は結局のところ関数 $\sigma_i^2 - \sigma_r^2 + 2\rho_{xr}\sigma_x\sigma_r - 2\rho_{xi}\sigma_x\sigma_i$ を最大にするように σ_r および ρ_{xr} (ただし $\sigma_r \geq 0$ かつ $-1 \leq \rho_{xr} \leq 1$) を決定することである。上記の関数は ρ_{xr} の増加関数であるから、明らかに ρ_{xr} の最適値は 1 である。つまり、貸出利子率 r は企業の営業収益と完全に相関するように調整されるべきなのである。同時に σ_r の最適値は σ_x 、つまり営業収益の標準偏差に等しくなる。結局、もし暗黙の契約が最大限借手企業の利益になるべきであるとすれば、貸出利子率は企業の営業収益の変動を相殺するように変動しなければならないのである。

(3) 「暗黙の契約」モデルの問題点

貸出取引に関する「暗黙の契約」理論は、主

として貸出利子率の硬直性が借手と銀行との間における危険負担の合理的な配分として説明できることを強調する狙いをもっている。しかし、貸出利子率がマネーマケットの利子率に比較して硬直的であることは、必ずしも借手企業の利潤の変動を安定化するとは限らない。上記の例で言えば、企業の営業収益に不確実性があるため、危険分担のためにはむしろ貸出利子率を営業収益の変動にあわせて変動させることが必要である。したがって、銀行と借手企業との危険分担が貸出利子率の硬直性を説明できるという主張は多分に overstatement である。

ここで紹介したようなタイプの「暗黙の契約」理論のもうひとつの問題点は、それが銀行と借手企業との間の長期的取引関係を説明しえない点であるように思われる。マネーマケット利子率の変動に対応して貸出利子率を調整するという手続きは、特定の借手にかんする固有の情報を全く必要としない。個々の銀行と借手企業は、

将来のマネーマケット利子率の変動に伴う危険を分担するために、いつでも「暗黙の契約」を結ぶことができるであろう。危険の源泉は、ほとんど全ての関係者に容易に知ることができるマネーマケット利子率の変化にあるので、たとえば借手の信用度などを貸手の側が調べたり、借手の営業内容をモニターする必要はないのである。

上記の例に示したように、個々の企業の営業収益が程度の差こそあれ、企業の直面する危険であり、それを銀行と企業の取引関係を通じて分担しようとする場合に、銀行にとって借手の営業に関して詳しい情報の収集が必要となる。このような状況の下ではじめて、銀行と借手企業との長期的取引関係が重要となる。しかし、もしそうだとすると、既にみたように一般的に言って銀行と借手企業との危険分担は貸出利子率の硬直性に必ずしも結びつかないのである。

以上

【参考文献】

- 池尾和人、『日本の金融市場と組織—金融のミクロ経済学』、東洋経済新報社、1985年
- 奥村宏、「銀行の企業および証券に対する経営戦略」、『金融経済』212、1985年
- 黒田巖・折谷吉治、「わが国の「金融構造の特徴」の再検討」、『金融研究資料』2、日本銀行、1979年4月
- 経済企画庁、『昭和59年度年次経済報告—新たな国際化に対応する日本政府』、1984年8月
- 佐和隆光、『回帰分析』、朝倉書房、1983年
- 証券団体協議会、「銀行の証券業務参入の主張をめぐって—引受業務を中心に」、1986年8月
- 武田真彦・カーミット＝シェーンホルツ、「情報活動とメインバンク制」、『金融研究』第4巻第4号、1985年12月
- 中谷巖、「企業集団の経済的意味と銀行の役割」、『金融経済』202、1983年
- 三輪芳郎、「メインバンクとその機能」、香西泰・西川俊作編『日本の経済システム』、東京大学出版会、1986年
- 脇田安大、「わが国の貸出市場と契約取引—貸出金利の硬直性に関する一解釈—」、『金融研究』第2巻第1号、1983年3月
- Baltensperger, E., "Credit Rationing—Issues and Questions", *Journal of Money, Credit and Banking*, May 1978.
- Benston, G. J. and Smith, C. W., "A Transaction Cost Approach to the Theory of Financial Intermediation", *Journal of Finance*, 31, 1976.
- Fried, J. and Howitt, P., "Credit Rationing and Implicit Contract Theory", *Journal of Money, Credit and Banking*, August 1980.
- Gurley, J.G. and Shaw, E.S., *Money in a Theory of Finance*, The Brookings Institution, 1960.
- Hayes, S. L., Spence A. M. and Marks, D.V.P., *Competition in the Investment Banking Industry*, Harvard University Press, 1983.
- Leland, H. and Pyle, D., "Informational Asymmetries, Financial Structure, and Financial Intermediation", *Journal of Finance*, May 1977.
- Nakatani, I., "The Economic Role of Financial Corporate Grouping", in M. Aoki, ed., *The Economic Analysis of the Japanese Firm*, Elsevier Science Publishers B. V., 1984.
- Osano, H. and Tsutsui, Y., "Implicit Contract in the Japanese Bank Loan Market", *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 20(2), 1985.
- Sakakibara, E., Feldman, R. and Harada, Y., *The Japanese Financial System in Comparative Perspectives*, U.S. Government Printing Office, 1982.
- Sheard, P., "Main Banks and Internal Capital Markets in Japan", 『証券経済』、157号、1986年9月
- Stiglitz, J., "Information and Economic Analysis: A Perspective", *Economic Journal*, 95, 1985.
- and Weiss, A., "Credit Rationing in Markets with Imperfect Information", *American Economic Review*, June 1981.