



日本銀行ワーキングペーパーシリーズ

銀行融資中心の金融システムと企業統治 - 金融自由化によって銀行の機能は脆弱化したか -

花崎正晴*

mahanaz@dbj.go.jp

堀内昭義**

ahori@fps.chuo-u.ac.jp

No.06-J-07
2006年3月

日本銀行
〒103-8660 日本橋郵便局私書箱 30号

* 日本政策投資銀行設備投資研究所 ** 中央大学総合政策学部

日本銀行ワーキングペーパーシリーズは、日本銀行員および外部研究者の研究成果をとりまとめたもので、内外の研究機関、研究者等の有識者から幅広くコメントを頂戴することを意図しています。ただし、論文の中で示された内容や意見は、日本銀行の公式見解を示すものではありません。

なお、ワーキングペーパーシリーズに対するご意見・ご質問や、掲載ファイルに関するお問い合わせは、執筆者までお寄せ下さい。

商用目的で転載・複製を行う場合は、予め日本銀行情報サービス局までご相談ください。転載・複製を行う場合は、出所を明記してください。

銀行融資中心の金融システムと企業統治*
- 金融自由化によって銀行の機能は脆弱化したか -

花崎正晴**・堀内昭義***

2006年3月

要 旨

第二次大戦後の日本の金融システム、とりわけその企業金融の側面は、銀行融資を中心に機能してきた。広く専門家たちの中で流布している通説は、銀行が融資取引を基盤として取引先企業の経営に深い影響を及ぼし、経営に規律を与え、急速な経済発展を支える役割を担ったと論じてきた。しかし1980年代末のいわゆる「バブル」を契機に、銀行融資に基盤をおく日本の企業統治の深刻な欠陥が露呈した。通説は、この失敗の原因を80年代初頭から推進された金融自由化、とくに社債市場の自由化が、融資取引関係を弱体化させたことに求める。この論文は、銀行中心の企業統治メカニズムに関するこれらの定説を批判的に展望し、その批判を支持する実証分析を示すことを目的としている。まず論文の前半は通説に対する批判的な議論を整理する。そこでは80年代以降の金融自由化が銀行と企業の融資取引関係に及ぼした影響を巡る議論に焦点を合わせ、金融自由化が企業統治における銀行の機能を弱体化させたとする通説の問題点を指摘する。論文の後半は多数の製造業に属する上場企業（店頭登録企業を含む）を標本として、80年代以降の企業の社債発行が、企業統治における融資取引関係に及ぼした影響を実証的に分析する。実証分析の結果によれば、金融自由化の結果、80年代から90年代にかけて企業統治における銀行の機能が低下したという仮説は棄却される。むしろこの論文の実証分析は、1970年代にも、80年代以降と同様に、銀行との融資取引関係の有無が企業統治の有効性に影響を及ぼすことはなかったという仮説を支持している。

* この論文は2005年11月24～25日に開催された東京大学金融教育研究センター・日本銀行調査統計局共催研究会「1990年代以降の日本の経済変動」において報告された論文を改訂したものである。研究会において池尾和人、福田慎一、宮川努、その他の方々から貴重なコメントを頂いた。また日本銀行調査統計局のスタッフの方々から研究会における私たちのプレゼンテーションの準備を支援して下さった他、川口早苗、八牧佳菜子、西川弘晃の三名は、著者たちの統計処理、資料整理を精力的に手助けしてくれた。記してこれらの方々に感謝する。

** 日本政策投資銀行設備投資研究所、副所長

*** 中央大学総合政策学部、教授

銀行融資中心の金融システムと企業統治
- 金融自由化によって銀行の機能は脆弱化したか -

花崎正晴・堀内昭義

2006年3月

はじめに

第二次大戦後の日本の金融システム、とりわけその企業金融の側面は、銀行融資を中心に機能してきた。多くの専門家たちは、銀行が融資取引を基盤として取引先企業の経営に深い影響を及ぼし、経営に規律を与え、急速な経済発展を支える役割を担ったと論じてきた。このような議論は、1980年代半ばから90年代初頭にかけて、日本の金融に関する定説のひとつとして広く流布したのであった。この定説によれば、日本では銀行が中心となって企業統治（corporate governance）のメカニズムを支えてきたということになる。

しかし、1980年代後半に生じた金融的膨張（いわゆる「バブル」）は、その崩壊後に日本経済を長期にわたって深刻な不況へ引きずり込んだのであったが、その膨張は、銀行による無定見な融資が、多くの企業の非効率的な投資を誘発した結果であったかに思われる。このことは、「効率的な企業統治の担い手としての銀行」という定説の妥当性に疑問を投げかける挑戦である。当然、この挑戦に対しては、定説を支持する立場からの反応がみられている。その反応の有力なものは、日本で1980年代初頭以降に推進された金融自由化の評価と深くかかわっている。それによれば、日本の金融システムに市場メカニズムを本格的に導入することになった金融自由化、とくに債券市場の自由化が、それまで有効に機能してきた融資取引中心の企業統治を機能不全に陥らせたのである。

この論文は、銀行中心の企業統治メカニズムに関するこれらの定説を批判的に展望し、その批判を（間接的にではあれ）支持する実証分析を示すことを目的としている。この論文が以下に展開する主要な主張は、第一に、第二次大戦後の銀行と企業との融資取引関係が企業統治に及ぼした影響に関する定説は、そのポジティブな側面を誇張しすぎているということである。第二に、定説は、金融自由化が日本の企業統治に与えた衝撃を過大評価していることである。以下の分析が示唆するところによれば、融資取引関係は、金融自由化の以前も、それ以降と変わらずに、企業経営の効率化に目に見える効果を発揮しなかった可能性がある。第三に、金融システムにおける競争を制限する保護的な規制（しばしば「護送船団行政」と揶揄された）は、銀行経営に弛緩を与えることによって、融資取引関係を中心とする企業統治の機能を低下させた可能性があるということである。1970年代ま

での日本における企業経営が効率的に進められていたとすれば、それは外形的な（必ずしも内実を伴わない）企業統治メカニズムにではなく、むしろ個々の企業がおかれていた競争状態（とくに海外企業との競争）に起因するのである。

この論文の以下の構成は、次のようになっている。次の第1節は、第二次大戦後の高度成長期から、バブル崩壊後の長期にわたる不況期までの、銀行融資関係を中心とする日本の企業統治メカニズムの展望である。そこでは、銀行の役割と金融自由化後の変貌に関する議論を説明すると同時に、その議論の問題点を指摘する。第2節は、第1節の理論的な展望を受けた実証分析である。まず、金融自由化、とくに債券市場の自由化が融資取引関係に及ぼした衝撃について、いわゆるメインバンク関係の異動、および異動が企業経営の効率性（ここでは TFP によって、その効率性を評価する）に及ぼした影響を定量的にとらえようとする試みである。第2節の後半では、1970年代から1990年代までの日本の企業の経営効率性の変化と融資取引関係の強度との関係を計測する。この計測の目的は、金融自由化以前には、融資取引関係が企業統治の効率化に貢献したという定説の妥当性を確かめることにある。最後の第3節は、第2節までの議論を要約すると同時に、1990年代の末に生じた銀行危機が日本の企業統治にどのような影響を及ぼしてきたかを考察している。

第1節．企業統治と金融の機能 - 展望

この節では第二次大戦後の日本の経験といくつかの理論的な先行研究を踏まえつつ、企業統治（コーポレート・ガバナンス）と金融システムの機能の関係を展望する。

1.1 企業統治とは何か

株主と経営者の利害対立： 企業統治に関する古典である Berle and Means (1932)が指摘するように、近代的な企業においては、所有と経営とが分離されているのが一般的である。すなわち、投資家としての株主（あるいは出資者）は、自己の出資金に対するリターンを受けとる権利としての私的所有の法的地位を確保しつつ、企業経営の専門家である経営者に日常的な経営を一任している。しかし一般的には、株主の利害と経営者の利害は一致しない。すなわち、株主は経営者に企業価値の最大化を求め、あるいは投資した資本から得られる収益性に最大の関心を払うのに対し、経営者は、株主の利益ではなく、むしろ自分自身や従業員の利益を重視する。たとえば彼らは、自分たちが企業組織を事実上コントロールできる立場にあるということから固有の便益を得る可能性がある。そのような経営者にとっての固有な便益の追求は、株主の利益を犠牲にするかもしれない。Jensen and Meckling (1976)が論じるように、豪華な社屋の建設や華々しい多角化経営の促進などは、株

主にとってはネットの利益につながらないが、経営者たちには自己の欲求を満たすことができる活動であるかもしれない。

一般的に、依頼人（プリンシプル）が代理人（エージェント）に仕事を依頼し、そこから得られる成果を両者の間で何らかの形で配分するような関係をエージェンシーの関係というが、株主と経営者との間の関係は前者が後者に企業経営という仕事を依頼する典型的なエージェンシー関係にあると理解できる。そして、Jensen and Meckling (1976)が指摘するように、企業統治は株主と経営者を依頼人と代理人とする両者の間の利害対立の問題（エージェンシー問題）とみなすことができる。実際、企業経営統治に関する展望論文を著した Shleifer and Vishny (1997)は、その冒頭において以下のように述べている。¹

コーポレート・ガバナンスは、企業（コーポレーション）への資金供給者がその投資に対するリターンを確保する方法を論じる。資金提供者はどうすれば企業の経営者に利潤の一部を支払わせることができるか。また、どうすれば投資した資本を経営者が盗んだり、あるいは劣悪なプロジェクトに投下したりすることを防止できるだろうか。資金の供給者はどうすれば経営者をコントロールできるだろうか。

このように企業統治に関する分析の一つのアプローチは、株主と経営者との利害を調整し、企業組織を効率的に稼働させるためにはどのような仕組みが必要かという問題を取り扱うものである。換言すれば、それは株主から経営を委託された経営者が、自らを利するのではなく自社の利益を高めることを目標に経営を続けることを保証する仕組みを検討することであると言える。

企業組織に固有な投資の存在： しかし、企業組織を効率的に稼働させるという観点に立つと、株主の利益のためにいかにして経営者を規律づけるかという問題は、企業統治にかかわる問題の一つに過ぎない。実際、企業はさまざまな利害関係者（ステーク・ホルダー）の相互関連に依存しており、その効率的稼働を問題にする場合には、彼らステーク・ホルダーが受け取る付加価値の総額に関心を払うべきである。

とくに企業組織の効率性が経営者や従業員による固有の努力、あるいは人的資源に対する投資（specific investment）に依存する場合には、彼らの固有の投資に対するインセンティブと整合的な統治構造の確立が必要である。つまり株主利益の最大化を実現するための仕組みよりも、経営者や従業員の自分たちの属している企業に向けた固有の努力を引き出す

¹ Allen and Gale (2000: 79 頁)は「(企業経営統治の)研究の主な焦点が、株主はいかに自分たちの利益を経営者に確実に追求させることができるかということにあった」として、そのようなアプローチの視野が狭すぎると批判している。本稿の考え方は、基本的には Allen and Gale のこの考え方に沿うものである。

ための仕組みが重要である。²

一般的に固有の投資の存在は「所有権」の存立の源泉であるとする理解が、今日では経済学の標準的な理解になっている（たとえば Hart (1995)）。その考え方を企業統治の議論に適用すれば、企業組織の効率的な稼働を実現するための必要条件は、企業経営にかかわる情報の非対称性（経営者、従業員に比較して部外の投資家などが情報の上で劣位に立つという問題）を十分に払拭できない限り、部外者が企業経営に関与する可能性を制限するということであろう。確かに Shleifer and Vishny (1989) が指摘するように、経営者が意図的に固有な投資を過大に行うことによって、自分たちの地位を保全しようとする可能性がある。そのような資源の浪費を抑止するためにも、経営者が部外の投資家からの干渉を有効に排除できる統治構造が望ましい。実際、第二次大戦後の日本の企業部門で見られた統治構造は、少なくとも外形的にみる限り、それに近いものであった。³

第一に有力企業（銀行を含む）の間で株式の相互持合いのネットワークが形成されたことである。第二に、相対的に株式市場を中心とする資本市場の機能に比較して、銀行と企業の長期取引関係を基盤とした金融構造が重要な位置を占めたことである。この第二の仕組みの系として、敵対的買収が実質的に抑止されたことがあげられる。金融システムに見られるこれらの構造を、企業統治の観点から見れば、上に述べたように、既存の企業経営者（さらには従業員）が自分たちを資本市場の圧力から防護する（あるいは「囲い込む」(entrenchment)）仕組みと理解できるであろう。⁴

われわれは、このような経営者や内部者を囲い込むという経営組織の形態を、第二次大戦以前の伝統的な財閥企業（いわゆる新興財閥に比較して古い歴史をもつ）組織からの継続としてとらえている。財閥企業は、持株会社の傘下に莫大な利益を生むプロフィット・セ

² 小宮 (1993) は、日本の大企業には市場賃金で労働力を利用し稼得した利潤を資本家の間で分配するという古典的な企業像よりはむしろ、資本、労働など各生産要素に対する義務的支出ののちの残余利潤を終身雇用システムにおけるコアの社員間で分配し、その1人当たりの分配利潤を最大化することを目的としている「労働者管理企業」というモデルがより良く妥当すると述べているが、こうした見方を企業経営統治に結びつけば、本文で説明されている固有投資の議論につながる。

³ ただし、企業の活動に固有の投資と整合的な統治構造が外形的に存在すること自体は、その構造が効率的経営をもたらしたことを必ずしも意味するものではない。この点は、後で詳しく検討する。

⁴ 一部の研究者は投資家（とくに少数株主 (minority shareholders)）の利益を経営者の収奪から保護する法制度が整備されているか否かが、株式保有構造を決定する重要な要因であると主張する（たとえば Bebchuk and Roe (1999)）。アメリカやイギリスでは投資家保護法制が整備されているので企業の保有構造は分散化されている。しかしドイツや日本では投資家保護法制が未整備であるために、分散化された保有構造は見られない。むしろ集中された保有構造が一般的になる。集中保有する投資家には対象企業を厳格にモニターし、経営者による投資家搾取を抑止することが可能になるからというのである。つまり有力な投資家による集中保有は、経営者を監視し規律づける仕組みと理解される。しかし経営者（や従業員）による固有な投資を重視する視点からは、投資家による集中保有は経営者を「囲い込む」手段と理解できるのである。

ンターを核として企業組織を構成し、少なくとも 1920 年代初めまで、金融的には自足した経営を営んでいた (Morck and Nakamura (2003))。たとえば岡崎 (1997: 148-152 頁)は、このような形態の企業統治構造を、20 世紀初頭の日本における資本市場の不完全な機能を代替する仕組みとみなしている。1930 年代以降の大蔵省主導による銀行統合の推進、戦時体制における銀行融資中心の資金配分統制の強化 (Teranishi (1994))、さらには第二次大戦直後の財閥解体、そして銀行が「過度経済力集中排除法 (1947 年)」の適用除外となったことなどが、有力銀行を第二次大戦後の企業統治のメイン・プレイヤーに押し上げた (Hoshi et al. (1994: 605-607 頁))。

敵対的買収の意味： Shleifer and Summers (1988) は企業組織の周辺で不可避免的に形成される長期的な (しばしば「暗黙的な」) 契約の存在が、企業組織の効率的稼働にとって重要であることを強調する。この論点はここまで指摘してきた経営者の固有な投資の機能と共通の要因である。そして、これらの契約は、長期取引関係の中で生産過程に参与するステーク・ホルダーに対するレント支払いを伴う。たとえば長期雇用関係の下で、年配の従業員に対してその生産性を上回る賃金を支払うことによって、従業員に特定企業に固有の人的資本蓄積のインセンティブを付与する (たとえば Mincer and Higuchi (1988)、Aoki (1994)、Garvey and Swan (1992)を参照) のである。このような状態で企業が敵対的な投資家によって買収され、暗黙的な契約を破棄する行動に出れば、一時的には、関係するステーク・ホルダーへのレント支払いを停止し、企業の収益を高めることができる。これは部外者の目には、企業経営の有効なリストラクチャリングに映るかもしれない。しかしこうした暗黙的な契約の破棄によって、企業の生産性を維持してきた取引関係も失われる。したがってこの企業にとっても、あるいは経済全体にとっても、敵対的買収は非効率的な結果をもたらすだろう。

もし企業組織の効率性が、しばしば暗黙的な契約に支えられる長期的取引関係に依存していることがよく知られており、ステーク・ホルダーへのレント支払いが無駄なものではないことを、経営者ばかりではなく投資家たちもよく理解しているのであれば、非効率的な敵対的買収は生じないはずである。しかし、個別企業の経営に関する情報は必ずしも完全ではない。不完全情報の下では、非効率的な買収も起こる可能性があるのである。それを抑止する方法として、経営者を囲い込む手段を金融システムの中に準備することには意味がある。ある企業が何らかの意味で密接な関係にある他の企業 (つまり相互に経営の実態を理解しあっている企業) と株式を相互に持合うこと、あるいはその企業の実態を正確に把握している既存の株主の了解の下に、非効率的な敵対的買収を抑止するための装置 (たとえばポイズン・ピル) を約款に挿入することによって部外者からの脅威を排除することは合理的でありうる。⁵

⁵ 企業経営の効率性が上に述べたような取引関係や固有の投資によって本質的に支えられていることを、経営者側の情報開示によって投資家に理解させることができれば、非効率

ここで強調している固有な投資は Rajan and Zingales (2001) が「不可欠な資源 (critical resource)」と呼んだものに対応している。この文脈で重要な点は、固有な投資と金融システムの特徴、とくにその統治機能にかかわる特性が相互に関連し、場合によっては相互に依存しあっている可能性があることである。本稿では、固有な投資の重要性が、囲い込まれた経営者という金融システムの特徴をもたらしたと論じている。しかし、銀行の融資取引を基盤とする統治構造のもつ硬直性（この点は、後に考察する）が、特定の統治構造と固有な投資を結びつけている可能性もある。融資取引関係に依存しない金融取引が拡大し、企業組織の効率的な運営と固有な投資との関係が透明になれば（つまり、資本市場の投資家たちが個々の企業における固有の投資の重要性を明確に理解できれば）、囲い込まれた経営者という統治構造の特性は重要ではなくなるし、Rajan and Zingales (2001) が示唆するように、固有な投資を企業組織内で促すようなインセンティブの仕組み（たとえば、年功序列的な雇用体系）の重要性も消滅する可能性が高い。

融資取引関係と固有な投資： 企業の生産性が経営者や従業員の固有な投資に（部分的にせよ）依存する場合には、彼らに事実上のコントロール権を与えることは不合理ではない。同様に、特定の企業との長期取引関係を基盤として、その企業の経営をモニターし、規律づける役割を担う銀行の経営者、従業員にとって、長期取引関係の構築、維持の努力は固有の投資である。特定の借手との固定的な取引関係がレントをもたらし、そのレントが銀行の側に融資取引関係を構築し、維持するインセンティブとなる（Sharpe (1990)、Rajan (1992) を参照）。したがって、銀行融資を中心とする企業経営統治構造の下では、銀行自体も経営者を囲い込むインセンティブが存在する。以下では、囲い込まれた経営者の問題点を議論するが、それは銀行経営にもあてはまるのである。

囲い込まれた経営者の課題： 以上のように考えると、日本の有力企業間で幅広く見られたといわれる株式相互持合いは、経営者、従業員の固有な投資に対するインセンティブを生み出すための合理的な仕組みでありうる。しかし囲い込まれた経営者が、部外者を恣に収奪できるような状況であれば、そのような企業にとっては、資本市場から幅広く資金を調達することは困難であろう。たとえば、固有の投資が極端に重要である企業は、徹底した情報開示によって外部の資金供給者の的確な理解を獲得すべきであろう。もし、それが不可能であれば、外部からの資金調達を断念しなければならない。

Aoki and Patrick (1994) に集大成されている日本のメインバンク関係に関する通説的理解によれば、日本の金融システムでは、資本市場に代わって、有力な銀行がそのような企業へ資金を供給すると同時に、囲い込まれた企業の経営をモニターし、規律を与えるという

的な買収劇は発生しないであろう。（別の言い方をすれば、敵対的買収という装置は非効率的な経営を排除するために有効に働くであろう。）その意味では、経営者による情報開示の努力は重要である。しかし、既に述べたように、不完全情報の困難は存在する。

役割を担うことになる。メインバンクは企業経営をいくつかのレベルでモニターする(Aoki (1994)) が、もっとも特徴的なのは企業経営が悪化して、債務の弁済が困難になった状況 (contingency) において、銀行による企業経営への介入がなされるという仕組み (contingent monitoring) である (Black and Gilson (1998))。たとえば Kaplan and Minton (1994) は、銀行が株価の低迷した取引先企業へ役員を派遣することによって、企業の取締役会の構成を変化させ、その結果として企業経営の業績を改善し、それによって資本市場を基盤とするアメリカの企業統治と同等の役割を演じていると主張している。

日本の企業統治構造に関する以上のような理解が正しいとすれば、そのような構造の効率性は、企業統治構造の中心である銀行自身の経営の効率性にかかっていることになる。そこでは、銀行経営を規律付ける仕組みはどのようなものかという問題が重要になる。

1.2 銀行経営の統治：Who monitors the monitor?

銀行経営の統治構造を銀行と企業との取引関係を基盤とするもの、つまりメインバンク関係を核とするモニタリングの仕組みとして理解する仮説の重要な課題は、企業経営のモニターである銀行の経営は誰がどのようにモニターするのかということである。もちろん通説的な理解の枠組みを提示してきた多くの論者もこの問題の重要性は認識していた。たとえば Aoki, Patrick, and Sheard (1994: 27 頁) は、この点について、「メインバンク制度 [彼らの議論では、メインバンク制度と呼ばれる主要銀行と企業の密接な関係が企業統治の核になっている] が持続可能であるためには、委託されたモニタリングの機能を適切に果たす銀行に対してレントを保証すると同時に、エージェント、とりわけメインバンクとその他の金融機関の行動を制約して、それをメインバンク関係の暗黙的ルールと整合的にするための規制の枠組みが必要である」と述べている。彼らは金融システムにおける保護的な規制の体系、すなわち「護送船団行政」がその規制の枠組みであったと論じる。この点は後で詳しく検討しなければならない。しかし、その前に、銀行の経営統治をより広い視野から展望しておこう。

銀行経営の統治構造： アングロ・アメリカン的な統治構造、すなわち資本市場の価格機能を基盤とするモニタリング・メカニズムから銀行経営を見る場合には、銀行株式の保有構造、とりわけ有力な保有者が存在するか否かという点に着目することが多い。1998 年以降、政府が有力銀行に「公的資金」を注入し、有力な保有者として登場する以前の日本の銀行株の保有構造は、たとえば平均的な製造業の企業に比較するとかなり分散された保有構造の下にあることが知られている。⁶ しかし銀行の保有構造がその経営統治にどの程度重要

⁶ 花崎・小黒 (2003 : 表 8.2) によれば、1995 年度の時点で、銀行 (117 行) の上位 10 大株主の保有比率は平均 29.7 パーセントであった。同じ時期の製造業企業 (1,309 社) の上位

な意味をもっていたか疑問の余地はある。なぜならば、既にみたように、銀行は日本の法人企業の間で幅広く蔓延していたと言われる株式相互保有の中心に位置していたと考えられるからである。

銀行の資金調達構造から一目瞭然であるように、銀行の資金調達において圧倒的に重要なのは預金債務であり、しかも政府が永らく預金者に事実上の完全な保証を与えてきた。このことは預金者に個々の銀行の経営の健全性をモニターするコストを負担させない仕組みがとられてきたということである。預金者には銀行経営の統治に関与するインセンティブがほとんどなかったのである。⁷

銀行は取引先の企業へ役員など人材を派遣し、その企業の経営に影響を及ぼしてきたといわれる（たとえば Kaplan and Minton (1994)）。同じようなことは銀行の経営についても言えるだろうか。この文脈では、金融当局から銀行への「天下り」を無視できない。大蔵省は経営危機に陥った銀行、金融機関に経営をてこ入れするという名目で人材を送り込んできたが、それと並んでかなり固定的な人事政策として、地方銀行、協同組織金融機関へ「天下り」役員を送り込んできた（Yamori (1998)、清水・堀内 (2000: 99-103 頁)）。銀行、金融機関と監督官庁とのこの人的なつながりは、非常に微妙である。直感的な判断としては、監督される側の企業と監督する側の政府との関係は、政府の監督制度が本来持っている目的（この場合には、銀行の経営健全性を、主に預金者、あるいは預金者保護という社会的目的の実現に投入される公的資金の負担者（すなわち納税者）の代理人として政府がモニターするという目的）から逸脱した企業と政府（官僚）との結託をもたらし、銀行の経営健全性をかえって毀損する懸念がある。

しかし Aoki, Patrick, and Sheard (1994)は、このような直感的な判断を否定し、民間銀行、金融機関への大蔵省役人の天下りの仕組みが、監督者に納税者の代理人として厳格に銀行、金融機関を監視するインセンティブを与えてきたと主張している。

大蔵省は退官するまでの昇進競争における最後の報酬として、官僚に対して、名声や収入で区分されたさまざまな退官後のポストを提供している。官僚はよりよい報酬をえるために競争する。

10 大株主の株式保有比率は平均 49.1 パーセントであった。

⁷ 預金者の一部に銀行破綻に伴うコストの一部を負担させることによって、預金者の行動が銀行経営に規律を与える仕組みを整えるべきであるという主張が一部の研究者から聞かれる。確かに預金者の選択行動が銀行経営に影響を及ぼす可能性はある。19 世紀末から第二次大戦前の時期には、個々の銀行の健全性の評価をベースに預金者の取り付けが生じたという指摘はある（たとえば、Yabushita and Inoue (1993)）。しかし、銀行の経営者の側から見れば非常に慎重な、保守的な経営を強いられたことも明らかなようである。たとえば 1920 年代までの日本の銀行は平均してみると、今日の基準から見れば、非常に高い自己資本比率を保持することを強いられていた（花崎・堀内 (2005)）。これは、預金者の行動を中心として銀行経営をモニターする統治構造は効率的とはいえないことを示唆している。ただし 20 世紀初頭の日本で、預金者を安心させるほど十分に分散された貸出ポートフォリオを保有できるような大規模銀行を設立することには多大なコストを要したかもしれない。

在任中における大蔵省への貢献度に応じて与えられる報酬をめくり官僚間の競争が展開される。さらに、この報酬の大きさは金融システムの成長に対する大蔵省そのものの貢献度によって決定される。なぜなら、この報酬は大蔵省が規制する金融業界により提供されるものであるからである。このようにして、大蔵省と金融業界をつないだ循環が完成されるのである。大蔵官僚は全体として、「護送船団システム」が生み出すレントにより支えられたシステムの成長性と安全性に関心をよせることになる。

つまり大蔵省から民間銀行への天下りが、銀行経営に関する統治機構の一環として有効であったというわけである。この仮説の理論的可能性を否定することはできないが、しかし銀行と監督当局の間の天下りという人的関係が、両者の「私的利益」を増進するために結託の手段として利用される可能性があることは無視されている。したがって注意深い実証的な検討が必要である。Horiuchi and Shimizu (2001) の比較的単純な統計的計測によれば、天下り役人をより多く受け入れてきた銀行ほど、自己資本比率や不良債権比率で評価された(1990年代の)経営健全性の評価が有意に低くなった。この結果は天下りの仕組みを有効な経営統治の手段とみなす Aoki (1994)の仮説を否定している。

1.3 金融自由化と銀行経営の統治構造

日本に限らず、銀行経営の統治との関連において、その意味に関心が寄せられてきたのは、銀行システムや金融システムにおける価格競争あるいは自由参入を規制する制度である。新古典派的なアプローチからの議論は、金融における競争制限的規制が、金融における効率的な資源配分の実現を妨げ、消費者利益を損なうと論じてきた(たとえば Phillips (1975)、Edwards(1977)などを参照)。これらのいわば「新古典派的」分析は、アメリカなどにおける金融自由化の過程に一定の影響力を発揮した。しかしこの分析は、銀行が携わる情報生産活動にまつわる不透明性などに十分配慮しないという特徴があった。一方、理論的分析の領域においては、不完全情報の状態が市場の効率的な機能を妨げる可能性があるという議論(Akerlof(1970)、Stiglitz and Weiss (1981)など)が、この分野における政策論議にも影響を發揮するようになった。

一般的に言って、不完全情報の状況において、経営統治の鍵となる企業(ここでは銀行)に健全な経営を進めるインセンティブを与えることはそれほど単純なことではない。とくに金融システムにおける自由化政策(競争制限規制の撤廃)が銀行の経営健全性に及ぼす影響を評価することは、重要だが、同時に複雑である。しかし、たとえば Lindgren et al. (1996)や Kaminsky and Reinhart (1999)などで典型的に主張されているように、金融自由化が何らかの形で銀行経営を不健全化させ、その結果、銀行危機を招来する傾向があったという主

張は、今日、比較的広く流布している。⁸ これと対となるのは、銀行システムの安定性を維持し、金融仲介の効率性を維持するためには、金融における競争を制限する規制、典型的には預金金利などの金利に上限を設定する規制がむしろ必要であるという主張である。たとえば Hellmann et al. (2000) は、金融における競争制限規制が効果的であった実例として第二次大戦後の日本の経験をあげ、日本の規制当局は臨時金利調整法（1947 年施行）による預金金利規制が、銀行システムの安定性を促進する効果を直感的に理解していたのであろう（148-149 頁）と述べている。

以下では、金融における競争制限規制の撤廃が銀行経営に及ぼす可能性のある（相互に関連しあっている）二つの影響を分別することによって、日本における金融自由化が銀行経営に及ぼした影響を考察する。金融自由化の第一の影響は、規制撤廃がリスク選択に関する銀行のインセンティブに及ぼす影響であり、「フランチャイズ・バリュー効果」とでも呼ぶべきものである。また第二の影響は、規制撤廃が銀行の顧客であった借手企業の資金調達の可能性を上げることから生じるものであり、「動学的不整合（dynamic inconsistency）効果」と呼ぶことができるものである。

フランチャイズ・バリュー効果とその重要性： 銀行の主要な資金調達手段である預金が政府の（事実上の）保証によってカバーされている場合、銀行（の株主）にとって、過度にリスクを選択して、そのつけを納税者に回すというモラル・ハザード的経営に走るインセンティブがあると考えられる。Aoki (1994) など一部の経済学者は、この状況において銀行に健全な経営を維持し、市場にとどまることが有利である条件を作り出すことが重要であるし、また意味があると主張する。この主張を理論的に裏付けたひとつの分析例としては、Hellmann et al. (1996, 2000) をあげることができる。彼らは、預金が完全に保証されているシステムの下で、銀行が完全に安全な貸出ポートフォリオと、リスクのある（それゆえに銀行自体を破綻させる可能性がある）貸出ポートフォリオを選択するケースを考える。ただし、銀行経営が一期だけの視野に立っている場合、リスクのあるポートフォリオの方が好ましいという状況を前提とする。銀行経営がゴーイング・コンサーンとして長期的な収益を考慮する場合、銀行が安全な貸出ポートフォリオを選択するか、それともリスクのあるポートフォリオを選択するかは、リスクのあるポートフォリオを選択して獲得できる短期的な利益と、リスクのあるポートフォリオを選択した場合に、自ら経営破綻をきたし、その結果、将来の収益機会を失うことのコストとの比較に依存することは直観的にも明らかであろう。将来獲得できる期待収益機会の現在価値は「フランチャイズ・バリュー」と呼ばれる。⁹

⁸ Kaminsky and Reinhart (1999) は、1980 年以降に生じた 26 の銀行危機を調べ、そのうちの 18 のケースにおいて、危機直前の 5 年間に金融自由化政策が採用されたと指摘している。

⁹ 銀行経営の健全性との関連でフランチャイズ・バリューの重要性を強調した分析としては Keeley (1990) を参照。

銀行の時間選好率を一定とすると（より厳密に言えば、銀行の時間選好率がかなり高いならば）、銀行が預金獲得を巡って自由に預金金利による競争を展開できる場合、均衡の預金金利は高くなり、上に説明したフランチャイズ・バリューは減少し、銀行にとってリスクをとまなう貸出ポートフォリオを選択するインセンティブが生まれる。政府が銀行に対して自己資本が一定水準以下に低下してはならないとする自己資本規制を課すことによって、（その規制が実効的であるならば）自己破滅的な預金獲得競争を抑止できる。しかし Hellmann et al. (2000) は預金金利の上限を適切な水準に規制すれば、預金金利が自由な場合よりも低い自己資本比率規制で自己破滅的な均衡の発生を防止できることを明らかにしている。反対に預金金利に対する規制を撤廃すれば、完全な預金保険制度の下では、銀行にモラル・ハザード的行動へのインセンティブを与えることになる。¹⁰

困り込まれた銀行経営における規制と競争： 1980年から90年代にかけては、世界各地で金融自由化が積極的に進められる一方、銀行セクターがさまざまなレベルで不安定性を示した時代である。多くの専門家が、金融自由化の進展と銀行システムの不安定化とを結びつけて考えるようになってきているのは、そのような経験に基づいている（たとえば Lindgren et al. (1996)を参照）。そして1980年代末の金融膨張（バブル）とその後の不良債権問題の表面化、銀行危機の深刻化という日本の経験もこのようなグローバルな現象の一例として説明する議論も少なくない（たとえば Aoki (1994)、および Hellmann et al. (2000)）。¹¹ そこでここでは、日本における銀行の経営統治構造という文脈で、金融自由化と銀行システムの不安定性の関係について議論する。

まず Hellmann et al. (2000) のモデルでも、銀行（の株主）の時間選好率が十分に低く、それゆえに銀行経営が十分に長いパースペクティブに立って計画される場合、金融自由化が導入され、銀行が自由に預金獲得競争を展開できるとしても、自己破滅的な貸出ポートフォリオの選択は起こらないという結論が導き出せることを述べておこう。つまり銀行の経営が株主によってコントロールされており、その結果として短期的にはモラル・ハザード的選択が有利であるとしても、銀行経営を支配する株主の視野が十分に長ければ、銀行は進んでリスクの大きな貸出ポートフォリオを選択しないだろう。

¹⁰ Hellmann et al. (2000) は、金融自由化が銀行行動に及ぼす影響を、預金獲得競争という側面だけに絞って分析している。しかし、自由化は貸出の面での銀行間の競争を激化させるであろう。Boyd and Nicoló (2005) は、貸出に関する銀行競争は貸出金利を低下させ、その結果、債務者企業のリスクの高い投資先を選択するというモラル・ハザードのインセンティブが弱められる面を強調している。彼らの理論分析では、金融自由化による銀行間の貸出競争の激化は、銀行の貸出ポートフォリオの安全性を高めるという理論的結果が得られる。

¹¹ Aoki (1994: 135 頁) は次のように述べている。「……1970年代半ば以降、金利規制と起債制限という高度成長期のレジームを支えた二つの柱が徐々に撤廃された。その結果、企業は次第に国内、海外の両面で債券発行による資金調達への依存度を高め、銀行の非競争的レントは減少してきた。……このように、メインバンク制度の絶頂期にはあれほどに有効であった規制体系の一貫性、統一性が損なわれることになった。」（下線、本稿筆者）

既に述べたように、固有な投資の重要性は非効率な敵対的な買収を惹起する可能性があるが、同時に、たとえば Hellmann et al. (2000) が強調したような自己破滅的な貸出ポートフォリオを積極的に選択するインセンティブを弱める。さらに銀行の経営者が（融資取引関係にかかわる固有な投資の必要性のために）囲い込みの方策に力を注ぎ、株式市場から経営に加えられる圧力を最小限に低下させることができていると仮定してみよう。この場合、銀行経営の目標は自己破滅的な貸出ポートフォリオを極力回避することになるだろう。しかも固有な投資が重要な場合には、このような経営目標の設定は、株主の利益と必ずしも矛盾しない。Hellmann et al. (2000) が展開した理論モデルは、銀行経営の囲い込みと、融資取引関係を支える固有な投資の必要性を全く考慮していないという意味で、日本の銀行行動を分析する枠組みとしては不適切であると考えられる。

このように、固有な投資を基盤とする銀行経営を強調した場合、その統治に関して通説的な理解とは異なる結果が演繹される。すなわち、自由競争が支配的な金融市場、金融システムの下で、たとえ完全な預金者保護の仕組みが働いていたとしても、銀行は自己破滅的な（すなわち短期の利益を重視した）資産を選択するインセンティブをもたないのである。

金融自由化はフランチャイズ・バリューを低下させたか： フランチャイズ・バリュー効果を強調する議論の妥当性を検証するためには、まず銀行のフランチャイズ・バリューが、金融自由化によって顕著に低下したか否かを確かめる必要がある。フランチャイズ・バリューは銀行（の株主たち）が期待する将来の収益性を表現するものであるから、これを統計的に正確にとらえるのは容易ではない。しかし銀行が実際に経験する収益率の変化が、フランチャイズ・バリューに関する銀行自身の評価に直接的な影響を及ぼすと想定することは不自然ではない。銀行の収益率（ここでは OECD の銀行の収益に関する統計にあわせて、全国銀行から信託銀行と長期信用銀行を除いた「普通銀行」が獲得した Net income/Assets の比率で定義する）を高度成長期末から 2003 年度までプロットしたものが図 1 である。

図 1 によると、銀行の収益率そのものの低下は、金融自由化が開始された 1980 年代初頭よりもずっと早く、70 年代初めから始まっている。1980 年代初頭から 80 年代末にかけては、むしろ銀行の収益率は緩やかにではあるが上昇する傾向がうかがえる。ここからは、収益性の低下を見込んで銀行自身がフランチャイズ・バリューの評価を引き下げ、そして慎重な経営からより大胆なリスク選択への誘引を与えられたのだとするならば、それは金融自由化開始以前の時期であったはずではないのかという疑問が導き出される。

1970 年代の銀行業の目だった特徴は、急速な規模拡大である。たとえば普通銀行の資産規模は 68 年から 78 年までの 10 年間で 4.3 倍（年率 15.7% の成長）に拡大した。これに対してネット・インカム（OECD の統計にそろえるために、税引前当期利益に貸倒引当金繰入を加えた額）は、同じ 10 年間に、2.2 倍に拡大しただけである。この事実は、銀行が収益

性よりも、規模拡大に関心をもっていたことを示唆している。この銀行経営の傾向は、困り込まれた経営という本稿の仮説と整合的である。¹²

金融システムにおける競争条件が、銀行のビジネス・モデル選択に及ぼす影響を包括的に分析した Boot and Thakor (2000) によれば、金融自由化による競争の激化が、主として銀行間で生じるのか、それとも資本市場と銀行業との間で生じるのかによって、その影響は異なっている。彼らの理論的分析によれば、銀行間競争が激化する場合には、銀行は、価格競争の打撃を蒙りにくい融資取引関係を重視するビジネス・モデルに傾斜するが、資本市場からの競争が高まる場合には、銀行業への新規参入が減少し、銀行間競争が緩められるために、銀行は融資取引関係に依存しない（アームス・レングス）ビジネス・モデルを重視する。Boot and Thakor (2000) のこの分析結果を銀行経営の統治問題に（多少強引に）当てはめてみると、資本市場からの競争圧力の高まりは銀行業における融資取引関係の重要性を低下させ、企業統治構造における銀行の重要性をも低下させるという推論につながる。

この推論は、日本の金融システムの変化を考える上でも注目に値する。なぜならば、Hoshi and Kashyap (2001: 227-231 頁) が指摘しているように、1980 年代の初頭から日本で進められた金融自由化のもっとも目覚ましい側面は、企業金融における社債発行に関する自由化であったからである。この自由化の結果、企業の資金調達における社債発行（転換社債や新株引受権付社債などのいわゆるエクイティものを含む）は、とくに 80 年代半ばから末にかけて急速にその重要性を高めた。

図 2 は日本企業が国内、および海外で発行した各種の社債発行額の推移を示している。債券発行は 80 年代半ばから末にかけて急増したが、とくに海外における発行額の増加が目につく。「バブル崩壊」後の 2001 年度以降、債券発行額は頭打ちではあるが、銀行借入が減少し続けたのとは対照的に、発行額は 10 兆円弱の水準を維持し続けている。

それでは、このような形の金融自由化は銀行のビジネス・モデルの選択や、企業統治における銀行の機能に大きな影響を及ぼしたのだろうか。たとえば 1970 年代末から 80 年代半ばにかけて有力銀行が（近い将来の金融自由化を見越して？）次々に経営構造を変化させ（事業部制の採用）その過程で審査部門を格下げする動きをみせたことは、このような資本市場からの競争圧力の高まりを反映しているのだろうか。¹³

¹² ちなみに、1967 年 12 月に相互銀行（普通銀行への転換前）の最大手だった太陽銀行が普通銀行に転換したが、この影響は本文の規模拡大の統計には影響を及ぼしていない。

¹³ より現実的に考えると、金融自由化が資本市場の発展を促すとしても、直ちに銀行機能（とくにその情報生産機能）に対する需要を低下させるとは限らない。たとえば 1986 年は日本の企業が海外市場で活発に債券を発行した年であり、そのなかでも普通社債とワラント債を保証付で合計 373 件発行した。そのうち発行企業自身のメインバンク、あるいはメインバンクの金融子会社の保証を受けた件数は 230 件にのぼった（Horiuchi (1989: 275 頁)）。1977 年から 93 年までの企業買収統計に基づく Kang et al. (2000) の研究によれば、日本では企業と銀行の密接な取引関係が（株主利益を増進するという意味で）有効な企業買収の実現を助けている。債券市場の自由化が直ちに「完全な」社債市場を実現できるわけではないから、社債市場での資金調達をふやそうと計画する企業も、銀行との融資取引関係を直

金融自由化の動学的不整合効果： Sharpe (1990) や Rajan (1992) の理論的分析によれば、銀行と企業との融資取引関係は、銀行が取引先企業の経営について、他の（潜在的な）資金供給者よりも的確に知ることができ、その情報上の優位性が銀行にレントをもたらすことによって成り立つ。銀行が創業間もない企業に比較的低い金利で融資ができるのは、銀行が信用リスクを無視して貸出を供給しているわけではなく、企業との長期取引が、将来、レントをもたらすものと期待しているからである。¹⁴

しかし Mayer (1988) は、金融自由化によって企業の資金調達の可能性が銀行借入から、他の手段に広がるにつれて、この融資取引関係のメカニズムを維持することが困難になるだろうと主張している。その理由は、銀行融資によって資金を調達する企業にとって、将来、業績をあげて資金調達者としての信用を確立した後でも、当初の取引先の銀行から融資（あるいはその他の金融サービス）の供給を仰ぎ続けることにコミットできないからである。自由に競争が展開されている金融システムにおいては、比較的「若い」企業は銀行からの融資取引に依存する必要があるが、実績をあげた後には、競争的に資金を供給しようとするさまざまな資金供給者の中から有利な条件を選択できる。「若い」企業へ融資する銀行は、その企業への独占的な資金供給者としての地位を利用してレントを獲得することが困難になるのである。そのために「若い」企業は、金融システムにおける競争が制限されている場合に比較して、厳しい借入条件に直面することになるというわけである。

経済学においてさまざまな形で論じられてきた「動学的不整合」の現象が自由化された金融システムにおいても生じるという理論的な可能性を否定することはできない。それでは実際に、日本で 1980 年代に進められた金融自由化が、動学的不整合を通じて、それ以前には有効に機能していた伝統的な融資取引関係を破壊し、銀行の企業経営監視機能を弱体化させたと判断できるだろうか。これは答えることが難しい問題である。¹⁵ しかし Mayer

ちに断ち切るとは限らないだろう。

¹⁴ 日本に限らず、銀行は融資に当たって担保や保証を重視する。言うまでもなく、これらの仕組みは銀行のリスク負担を制約するとともに、不完全情報の下で債務者のモラル・ハザードを抑止することを目的としている。しかし、担保や保証が万全であるほど、銀行にとっては、債務者をモニターするインセンティブが弱まる。このような場合には、ここで論じられている融資取引関係モデルの適用可能性は狭められるだろう。この点を強調する論者は、日本の銀行経営が担保・保証に強く依存してきたことをあげて、融資取引関係の理論モデルの妥当性を疑問視するかもしれない。しかし、担保が重要な位置を占めているとしても、銀行のモニタリングが全く不要になるわけではない。何よりも、銀行と債務者企業の間には無視し得ない取引継続性が存在する（Horiuchi et. al (1988)）。モニタリングが不要であったとすれば、この取引の継続性を説明するのは難しい。担保物件などの資産をバックにした貸出債権の転売（流動化）あるいは証券化は、そういう背景がない場合に比較して、それほど困難ではないと考えられるが、これもモニタリングの必要性、重要性と関連している。

¹⁵ 金融自由化が動学的不整合を通じて融資取引関係のメリットを破壊する場合、（銀行の経営が合理的である限り）長期取引関係を基盤とする銀行経営モデル（relationship banking）から、長期取引を前提としない融資モデル（transactional banking）への移行の動きが一般的

(1988) のこの主張は、企業が特定の銀行との融資取引関係を通じて固有の資本を形成することはない（あるいは、形成するとしても、その重要性が小さい）という前提に依存している。つまり、融資取引関係のなかったほかの銀行や一般の投資家も、当該企業の成長とともに、内部情報を容易に知ることができると仮定しているのである。もし融資取引関係が銀行と企業の双方に固有の価値をもつ資本を形成するのであれば、この資本は借手企業にとって一種のサック・コストとして作用するだろう。そうだとすれば、銀行との密接な取引関係を維持してきた企業ほど、社債発行の自由化が進んでも、そのような固有の資本を毀損する恐れのある社債発行を躊躇うだろう。実際にそのような現象が社債市場の自由化の過程で生じたかどうかは、以下の実証分析の課題のひとつである。

第2節．企業統治における融資取引関係の機能に関する実証分析

前節で説明したように、80年代初頭に始められた金融自由化が、それ以前に有効に機能していた日本の企業統治に影響を及ぼしたという趣旨の議論はかなり広く流布している。とくに社債市場の自由化は、企業にとって銀行融資に依存しない資金調達の可能性を拡大し、企業統治の基盤となってきた融資取引関係の機能を弱体化させたとされる。ひとつの可能性は、Aoki (1994) や Hellmann et al. (2000) が主張するように、そのような金融自由化が銀行の収益性の見通し（フランチャイズ・バリュー）を減少させ、取引先企業を慎重にモニターする誘因を弱め、その結果、融資取引関係の下で銀行によって「統治」されていた企業の経営効率を低下させたというものである。別の可能性としては、Mayer (1988) が論じたように、金融自由化によって銀行借入に代替する資金調達手段が利用できるようになったため、借手企業が特定の銀行との取引関係を継続することにコミットできなくなることがある。この主張が正しいとすれば、金融自由化の進展によって融資取引関係から、取引関係に依存しない金融取引へのシフトが生じ、融資取引関係を基盤とした企業統治の仕組みも機能しなくなるであろう。以下では、金融自由化が日本の企業経営統治メカニズムに及ぼした影響に関する以上のような議論を、企業の債券発行に関する統計に即して検証する。

にみられてしかるべきであった。しかし実際には、金融自由化とともに、銀行は（大企業などへの融資と比較して）融資取引関係の重要性が高いと考えられる中小・零細企業への融資を積極的に拡大した。たとえば、企業向け貸出の中で中小企業（資本金1億円以下、または常用従業員300人以下（卸売業は資本金3千万円以下または常用従業員100人以下、小売業、サービス業は資本金1千万円以下または常用従業員50人以下）の法人、及び個人）向け貸出の占める割合は、77年には42.9%であったが、85年には55.8%、93年には62.9%と着実に上昇していった。融資取引関係が中小企業向けの融資に関してとくに重要であることに関しては、Petersen and Rajan (1994) を参照。

2.1 強固な融資取引関係は債券発行を抑制したか

金融自由化の結果、融資取引関係の下にある企業にとって債券発行の機会が広がった場合、理論的には、二通りの反応が予想される。どちらの反応が観察されるかは、企業にとって融資取引関係がもっている意味に依存するであろう。

まず、前節で説明したように、融資取引関係が実質的な意味をもっていたとすれば、企業が特定の銀行との融資関係の継続を通じて、固有な資本を蓄積してきたはずである。メインバンク関係に関する通説によれば、その資本が資金調達コストを引き下げ、経営者や従業員を企業破綻のリスクからある程度守ってきた。この場合、企業が債券を発行して銀行の影響力を減じることは、その資本の価値をも減少させることになる。したがって、強固な融資取引関係の下にある企業は、取引関係から独立している企業に比較して、社債発行に消極的になるはずである。

他方、銀行との取引関係は、成長を遂げてきた企業にとっては銀行へのレント支払いという負担を強いるものである（Sharpe (1990)、Rajan (1992)、Weinstein and Yafeh (1998)、さらには Anderson and Makhija (1999)）。とりわけ融資取引関係が企業にとって大きな意味をもたないならば、社債発行の機会に恵まれる企業は積極的に社債を発行し、融資取引関係から離脱しようとするだろう。そこで次のような仮説をテストできる：

仮説 1：強固な融資取引関係の下にある企業は、融資取引関係から独立している企業に比べて、社債発行の可能性が広がった状況の下で、社債発行に消極的である。

標本企業について： 以下の実証分析で用いられる標本について説明しよう。標本は、1956年度から1996年度まで連続した製造業企業1,661社の財務データを基礎とする。¹⁶ 標本企業の全てが上場または店頭上場企業であり、様々な理由で財務諸表に異常値を含むと思われる企業は標本から除外した。¹⁷ ただし各企業のデータ期間は、上場を開始した時期または店頭公開を開始した時期の違いにより各々異なる（最長の期間は56年度から96年度である）。

さらにこれらの企業群から、融資取引関係（いわゆるメインバンク関係）にとくに強く依存してきたと考えられる企業と、融資取引関係からの独立性が高いとみなされる企業を選び出す。元来、長期間にわたる企業と銀行の取引関係の多くは、暗黙の契約に基づいている。したがって、個別の企業のメインバンクを特定するのが簡単ではない場合もある。日本でのこの関係は、銀行が大株主であり債権者であるだけでなく、人的資源の交流も深

¹⁶ データは基本的に日本政策投資銀行の財務データバンクに依拠している。

¹⁷ たとえば、各観察値の絶対値が標本企業全体の観察値の分布の3標本偏差値を超えるものは標本から排除した。

いという意味で多次元的であるから、一層定義が難しいと言われる。ここではメインバンクを特定するため、経済調査協会の『系列の研究』を参考にした。

プロビット・モデルによる計測： 以下の実証分析の前半では、『系列の研究』に依拠して、少なくとも 1975 年の調査時点から 80 年の調査時点までの間に、銀行・金融機関との系列が一度も変らなかった企業を「強固な融資取引関係の下にある企業」と定義し、それらの企業を特定化するダミー変数 MAIN80 を説明変数として用いる。¹⁸ 一方、これらの企業とパフォーマンスを比較される「融資取引関係から独立している企業」としては、『系列の研究』に金融系列に関する情報が掲示されはじめて以降 1996 年までの期間で、銀行・金融機関との系列関係が 3 回以上変化したか、あるいは系列関係の相手側の過半が非金融会社である企業を選んだ（ただし、MAIN80 該当企業を除く）。

これらの標本企业が 1980 年度以降、各年度に債券を発行したか否かを被説明変数とし、説明変数としては、前年度の純資産（株主資本）額（ $EQU(t-1)$ ）、前年度の純資産倍率（ $BVR(t-1)$ ）、前年度の自己資本比率（ $EQR(t-1)$ ）、前年度の使用総資本事業利益率（ $BPA(t-1)$ ）、前年度のインタレスト・カバレッジ・レシオ（ $ICR(t-1)$ ）を選んだ。これらは、80 年代に（自由化が進んだとはいえ）依然として存在していた適債基準の主要な項目だった。さらに、前年度末の借入金残高（ $LOA(t-1)$ ）、前年度に社債を発行した実績のある企業に 1、その実績のない企業に 0 を与えるダミー変数（ $BOND(t-1)$ ）、最後に 1980 年時点まで「強固な融資取引関係の下にある企業」のグループに属していた企業に 1、「融資取引関係から独立していた企業」に 0 を与えるダミー変数（MAIN80）を説明変数に加える。

1980 年度から 89 年度まで、各年度についてクロスセクションで計測したプロビット・モデルの結果を表 1 に示している。それによると、84 年度を除く全ての年について、説明変数 MAIN80 の係数はプラスであり、そのうちの 5 年については 5% ないし 10% 水準で有意である。つまり、強固な融資取引関係の下にある企業のほうが、そのような取引関係から独立している企業に比較して、積極的に社債を発行する傾向が見られたのである。また前年度末の借入金残高 $LOA(t-1)$ も、87 年度を除いて、プラスで有意である。一般に借入金残高の大きい企業ほど債券発行に積極的であったわけである。これらの結果は、企業の債券発行の可能性の拡大は、融資取引関係を重視する銀行ばかりではなく、銀行業全般に多かれ少なかれ有意な（マイナスの）影響を与えたことを示唆している。同時に、この結果は仮説 1 を否定しており、それまで融資取引関係の下にあった企業にとって、その取引関係自体の実質的な意味が大きくなかったことを示唆している。

¹⁸ MAIN80 には、最長で 1960 年調査時点から 80 年調査時点まで金融系列が変わらなかった企業が含まれている。なお、個別企業のメインバンク関係に関する詳細は、日本政策投資銀行の内部資料「製造業公開企業の金融系列について」（2000 年 9 月）に整理されている。

2.2 債券発行は企業の経営効率性にどのような影響を及ぼしたか

次に、「強固な融資取引関係の下にある安定企業」(上の実証分析で MAIN80 = 1 を割り当てられた企業)だけを取り出し、社債発行を契機にそれらの企業の経営効率が悪化したかどうかを調べてみよう。融資取引関係を基盤とする企業統治の下にあっては、強固な融資取引関係の下で企業は銀行から有効にモニターされていたが、社債発行の可能性の拡大がそのような企業統治の機能を劣化させ、その結果、社債発行をきっかけに、経営効率性が低下したというシナリオは、ありうるものであるし、90年代以降の日本経済の低迷を金融自由化の副産物とみなす論者の考え方にも沿うものなのである。以下に検証される仮説は次の通りである。

仮説 2 : 強固な融資取引関係の下にある企業は、社債発行を契機に、その経営効率性を低下させた。

経営効率性の尺度としての総要素生産性 : ここでは Lichtenberg and Pushner (1994)を参考に、企業経営の効率性の尺度として総要素生産性 (TFP) の成長率 (厳密には、労働者一人当たりの付加価値生産性上昇率) をとることにし、その成長率を説明する変数として、企業統治にかかわると考えられてきたいくつかの要素 (企業の保有構造を示すいくつかの変数と、市場競争条件を示すいくつかの変数) と並んで、社債発行の履歴をダミー変数として入れることによって、とくに社債発行をきっかけとして経営効率の低下が見られたか否かをパネル分析で検証する。¹⁹

分析対象の中心となる TFP の成長率については、次の方法で推計する。個々の企業の t 期の実質付加価値 $V_i(t)$ は次の (1) 式のような Cobb-Douglas 型の一次同次関数にしたがって生産されると仮定する。

$$V_i(t) = T_i(t) K_i(t)^{a_i} L_i(t)^{(1-a_i)} \quad (1)$$

$K_i(t)$ 、 $L_i(t)$ と $T_i(t)$ はそれぞれ t 期の実物資本、労働投入、TFP である。²⁰ 生産関数の

¹⁹ 企業経営の効率性の尺度として、総要素生産性 (TFP) を用いる理由を説明しておこう。これまで多くの研究が、銀行と企業の取引関係が企業の設備投資や株主利益にどのような影響を及ぼしたかに焦点をあててきた (たとえば Hoshi, et. al (1991))。しかし、われわれの考えでは、これらの分析は視野が狭すぎる。たとえば強固な融資取引関係は企業の内部資金制約を緩和し、その設備投資を促したとしても、そのことは必ずしも企業経営の効率性にプラスであったとは言えない。むしろ、それは融資取引関係が「過大な」設備投資を促したことを示しているのかもしれない。経営者、従業員による固有な投資を重視する観点からは、経営の効率性を評価する基準として、付加価値生産性に着目すべきである。

²⁰ 個々の企業の実物資本ストックを推定することは常に厄介な問題である。ここでは次の方法で推計している。(1) 各企業の設備投資の時系列データに基づき、国民経済計算の民間企業設備デフレーターを用いて、実質設備投資の系列 (I_t) を作成。(2) 内閣府『民間

パラメータ a_i は、業種によって異なるが、同じ業種に属する企業には共通していると仮定する。生産関数 (1) から、労働者一人当たりの実質付加価値 $PR (= V_i(t)/L_i(t))$ の変化率は、資本労働比率 $(K_i(t)/L_i(t))$ の変化率と TFP $(T_i(t))$ の変化率の和に相当する。以下の分析では、TFP の変化率は企業経営の効率性を表していると想定する。

資本市場の要素： 企業統治の理論では、企業経営を監視する動機をもつ大株主の存在が重要視される（たとえば Shleifer and Vishny (1997)）。企業が多数の小株主によって分散して所有されている場合、株主の経営監視インセンティブは十分に機能せず、資本市場の規律づけ効果が減殺されると論じられる。²¹ ここでは企業の上位 10 大株主の保有割合を OWNER とし、この保有割合が経営効率にどのような影響を及ぼすかを調べる。上に紹介したコーポレート・ガバナンスの標準的な理論が正しければ、OWNER は企業経営の効率性を高めるものと期待される。また銀行を含む金融機関は企業経営に関する情報やデータを分析する専門知識を備えた重要な企業経営モニターであるとも考えられている。そこで金融機関の株式保有比率を FINST とし、同様に企業の経営効率性を有意に高めるか否かを調べる。さらに、外国人投資家の持株比率 FOREIGN にも注目する。彼らは、日本企業の統治メカニズムに融資取引関係とは実質的に異なる影響を発揮する可能性があると考えられるからである。

企業相互の株式持合いと経営効率性の関係に関する従来の理論的分析は、かなり錯綜した結果を導き出している。一方で、Berglöf and Perotti (1994) のように、株式持合いが企業間の取引にかかわる問題を緩和し、結果として個々の企業の経営効率を高めると主張するものもある。しかし他方では、株式持合いが企業経営に対する資本市場からの圧力を弱め、その結果、非効率的な経営をもたらすと論じるものもある（たとえば Lichtenberg and Pushner (1994)）。以下では非金融企業の株式保有比率を CORP として説明変数に加え、これら対立する主張のどちらが実証的に支持されるかを検証する。さらに個人その他の投資家による株式保有比率 PERSON の TFP に及ぼす影響もテストする。²²

Jensen (1986、1989) によれば、企業の負債は経営者に定期的に利子の支払、元本の返済

企業資本ストック年報』に記載されている産業別の純除却額（資産の廃棄、および売却額から中古品取得額を差引いたもの）を用いて、各産業の t 期末の純除却率 δ_t を、 t 期の純除却額を前期末の資本ストックで除した値として推計する。(3) 出発期における各企業の資本ストック K_0 は、有形固定資産の簿価に一致すると仮定し、さらに t 期の実物資本 K_t が次の式で決まるものと仮定して、実物資本の系列を推計する：

$$K_t = (1 - \delta_t) K_{t-1} + I_t$$

²¹ Kaplan and Minton (1994) および Kang and Shivdasani (1995) による日本企業に関する研究によれば、大株主が存在する企業ほど、業績が悪化した場合、その経営者は更迭されやすいという結果が得られている。

²² 企業の保有構造に関する統計は相互に関連しているので、それらを同時に説明変数として用いると、多重共線性の困難を引き起こす可能性がある。そこで以下の計測では、保有構造の変数を分けて計測する。

を迫ることになる。経営者が負債を弁済できなければ、かれは企業を経営する権利を奪われる可能性が高まる。したがって負債の存在は、企業経営に対して継続的な規律づけ効果を発揮する。もし返済負担から自由であれば、経営者は自己利益を増進する余裕をもつことになり、経営効率性を低下させる危険が高まるというのである。Jensen (1989) は、高度成長期の日本の企業は総じて高い負債をかかえていたために、資本市場からの規律づけを強く受けていたとも主張している。彼は、80年代に入って日本の企業が負債比率を急速に低下させてきたことに注目し、そのことが企業に対する規律づけを弱め、経営効率低下の危険を生み出すであろうとさえ予測していた。以下では、負債からのこの規律付けの影響力を調べるために負債比率 DEBT を説明変数として加える。²³

少なくとも理論的に考えると、融資取引関係が企業経営に及ぼす影響と、負債残高が企業経営におよぼす影響とは区別されるべきである。ここでは銀行との強固な融資取引関係の下にあるか否かに関係なく、負債残高の大小が借手企業の経営効率に影響をおよぼすという仮説を検証する。当面の標本企業は、強固な融資取引関係の下にある企業であるから、負債残高自体の影響を融資取引関係の影響から切り離せるのである。

市場競争の条件： 以下の実証分析では、企業の直面する市場競争にも注意をむける。Nickell et al. (1997) や Allen and Gale (2000: 108-110 頁) が示唆するように、金融資本市場を通じる企業統治のメカニズムがどうあれ、市場競争は企業経営者に生き残りをかけて効率的経営を追求する誘因を与える可能性がある。とくにわれわれの推測では、囲い込まれた経営者たちにとっては市場競争の圧力は重要である。²⁴

以下では市場競争の程度を測るために二つの指標を用いる。第一の指標はそれぞれの業種における上位 5 社の売上高占有比率 (SALE) である。SALE の値が低いことは市場競争度が高いことを示す。しかし「コンテストブル市場の理論」(Baumol et al. (1982)) は製品の

²³ 2005年11月に日本銀行で開催されたコンファレンスで、この論文の討論者であった池尾和人氏は、高度成長期の日本企業の銀行借入依存が非常に高かったと指摘し、そのような状況の下では企業は借入金の着実な返済を優先する経営に専心せざるを得なかったので経営の「ガバナンス」は重要ではなかったという趣旨の主張を展開された。この主張は経営統治が重要ではなかったというのではなく、Jensen タイプの仮説（「フリー・キャッシュ・フロー仮説」）が説明力をもっていると解釈すべきである。また、この解釈が妥当か否かは実証分析によって確認されるべきであろう。さらに、Ross (1977) のシグナル仮説によれば、自社の収益性に自信のある経営者は、あえて高い債務を負うことによって市場へそのことを伝達しようとする。この仮説の下でも、経営効率と負債比率がプラスの相関を示す可能性があるが、因果関係は経営効率が負債比率を決定するという方向である。したがって、それらの間のプラスの相関をもって、経営者が負債によって規律づけられている証拠であると断言することはできない。

²⁴ 少なくとも理論的には、企業統治に市場競争が果たす役割には定説はない。Leibenstein (1966) は、市場競争の欠如が非効率な経営をもたらす可能性を強調した。その後の、この分野の理論的展開は、Hart (1983)、Scharfstein (1988)、Schmidt (1997)、Aghion et al. (1999) などを参照。

売上高集中度が高いほど、その市場が独占的であることを必ずしも意味しないと主張している。この主張は、市場への参入や、そこからの退出が低いコストで可能な産業に関しては、十分に説得力がある。その意味で SALE という変数は、それぞれの業種の独占度合いを示す信頼できる尺度とは言い切れないのである。

もう一つ市場競争状態を表現する変数として、企業が国際競争にどの程度さらされているかを示す変数を取り上げる。その変数は、それぞれの業種における輸入比率[輸入/(国内生産物+輸入品-輸出品)]と輸出比率[輸出/(国内生産物+輸入品)]の和と定義し、EXIMと表記する。²⁵ ある種の業種では、国内企業は数多く存在し、それぞれの市場シェアは小さいかもしれないが、さまざまな方法を通じて企業間で結託し、事実上、独占的市場を形成する可能性もある。しかし海外を拠点とする企業は、そうした国内の独占に対する重大な牽制力になりうる。また自社製品の市場が主として海外市場である場合には、海外の企業との厳しい競争を通じて生き残りをかけなければならない。そこで以下では、EXIMの値が高いほど、その業種に属する企業は強い競争圧力にさらされていると想定する。²⁶

標本企業の基本統計について： 表2は標本期間を1970年代(1971~80年度)、80年代前半(1981~86年度)、いわゆる「バブル期」(1987~90年度)、「バブル崩壊」以降(1991~96年度)の四期間に分けて、強固な融資取引関係の下にある企業の基本統計をまとめたものである。1970年代を基準にすると、労働者一人当たり付加価値生産額成長率PRは、「バブル期」にはかなり高い水準を維持したが、90年代に入ると大幅に落ち込んでいる。しかも、資本労働比率の上昇率KLは80年代後半と90年代でほとんど変わらないから、労働の資本装備率の低下が90年代の生産性低下の原因であったとは言えない。労働者一人当たりの付加価値生産額成長率PRのこの落ち込みが、融資取引関係を中心とする企業統治の構造変化と関係しているかどうかは以下の実証分析の重要な課題となる。

株式所有構造を表す変数については、外国人投資家の持株比率FOREIGNが80年代以降、大幅に上昇した以外には、あまり顕著な変化はなかった。一方、負債・資産比率DEBTは着実に低下し、バブル崩壊以降には、70年代よりも15%程度低下した。競争条件を表す変数に関しては、売上高上位5社占有率SALEがかなり顕著に上昇する一方、海外からの競争

²⁵ 原データはOECD STAN Databaseであり、データ期間は1970年~96年である。このデータベースにしたがって、製造業を32部門に分けて輸出入比率EXIMを計算している。

²⁶ 市場競争の程度を示す変数として超過利潤率を考えることもできよう。たとえばNickell et al. (1997)は、企業が高い超過利潤率を享受している業種は競争的でない主張し、平均的な超過利潤率の高い業種ほど非競争的であるとみなした。しかし、総資産利益率はあくまでも帳簿上の数値であり、必ずしも経営実態を正確に反映していないという実務家の指摘に注意しなければならない。経営者は節税するために、表面的に経費の水増しを報告する場合もあると言われる。当然、利益の水増しもある程度は可能であろう。このような可能性のために、超過利潤率が各業種における競争の程度の低さを示す変数としての信頼性はあまり高くないであろう。この理由から、以下ではこの変数を説明変数に加えることを諦める。

圧力を示す EXIM も、80 年代以降大幅に上昇した。

ベースラインの分析： これらの変数を用いて、四つの標本期間における「強固な取引関係の下にある企業」の労働者一人当たり付加価値生産額成長率 PR を被説明変数とするパネル分析を行なう。この計測の目的は、標準的な企業統治理論によって重視されている諸要因が、実際に、強固な融資取引関係の下にある企業の経営効率（労働者一人当たり付加価値生産額成長率で定義される）のバラツキをどの程度説明できるのかを確認し、これ以降の分析のベースラインを設定することにある。説明変数としては、表 2 に示されている基本的な変数に加えて、景気変動の影響をコントロールするための景気動向指数 DI を加えている。景気動向に対して企業の付加価値生産額は速やかに反応するのに対し、生産要素投入の調整には遅れを伴うから、景気の上昇局面では生産性の上昇、そして景気の下降局面では生産性の低下が観察されるだろう。また資本・労働比率変化率 KL にかかわる係数（生産関数（1）のパラメータ a_i ）には、製造業種を識別するダミー変数と KL の交差項を説明変数に加えている。その計測結果は表 3 にまとめられている。²⁷

計測結果について、まず決定係数がかなり低いことを指摘しておこう。標準的な企業統治理論は日本企業の経営効率の良し悪しを十分には説明できていないことを示唆する結果である。にもかかわらず、いくつかの説明変数、たとえば負債・総資産比率 DEBT や輸出・輸入比率 EXIM、景気動向指数 DI は、一貫して、かなり高い説明力をもっていることに注目すべきだろう。²⁸ それらの変数に着目して、1970 年代に比較して、なぜ 90 年代の製造業の労働者一人当たり付加価値生産額成長率で定義された経営効率性が 8 パーセント・ポイントも低下したのかを探ってみよう。

企業の効率性の変化は、各説明変数そのものの変化と、それらの説明変数にかかる係数の変化との積である。たとえば T 標本期間におけるある説明変数の平均値を $X(T)$ 、その説明変数にかかる推定された係数を $a(T)$ とおくと、標本期間 T から T + 1 へかけての被説明変数（ここでは PR）の変化に対するこの変数の貢献度は、

$$a(T+1) \cdot X(T+1) - a(T) \cdot X(T)$$

である。この式は次のように変形できる。

$$a(T) \cdot [X(T+1) - X(T)] + [a(T+1) - a(T)] \cdot X(T+1)$$

²⁷ ただしスペース節約のため、表 3 においては、KL と製造業種ダミー変数との交差項についての計測結果の部分を割愛してある。

²⁸ Lichtenberg and Pushner (1994) の実証分析によれば、金融機関の持株比率は企業の経営効率にプラスの影響を及ぼしている。一方、表 3 においては、90 年代（91～96 年度）の標本期間に関して彼らと同じ結果（FINST の係数がプラスで有意）が得られている。しかし他の標本期間については、FINST は有意な説明力をもっていない。

この式の第 1 項は、二つの標本期間の間で企業の生産性を規定する構造（パラメータ）変化がなかったと仮定した場合に説明変数の量的変化によってもたらされた生産性の変化部分である。これに対して、第 2 項は生産性を規定する構造変化自体がもたらした生産性の変化部分である。ここでは表 3 の計測結果に基づいて、企業の生産性を規定する主要な説明変数（計測の結果、コンシステントに有意であったもの）の、第 1 期（1970 年代）から第 4 期（1990 年代）への生産性 PR の低下に対する貢献度を推定する。その結果が表 4 にまとめられている。

表 4 によれば、第 1 期（70 年代）に比較して低下している第 4 期（90 年代）の経営効率性のほぼ 7 割が、主要な説明変数自身と、それらに関連する構造変化によって説明できる。そのうち労働者一人当たり資本装備率の上昇 KL は、70 年代が年率 7.7%であったのに対し 90 年代には年率 4.1%へ大幅に低下しており、そのために 90 年代の効率性低下の 2 割強を説明している。しかし、KL の低下によっては説明できない効率性の低下がかなり大きい。

企業統治との関連では、EXIM と DEBT が非常に高いわけではないものの、効率性低下をある程度説明している点が注目される。EXIM は海外からの競争圧力を示しているが、90 年代に入って製造業の多くが海外に生産拠点を移すことなどによって、国内生産におけるその重要性が低下したことが示唆されていると考えられる。また DEBT は、（池尾和人氏が強調するように）企業の負債依存度の低下が経営効率性の低下に結びついていると解釈されるわけであるが、しかしこの要因が説明する経営効率性の低下部分は説明されるべき 8%ポイントの低下の 2 割程度にとどまっている。

DI は、実体経済の景気変動が企業経営の効率性に及ぼす影響をキャッチする変数である。DI は 70 年代の平均 62.3 から 90 年代の 45.4 へとかなり大幅に低下しているが、意外なことに、経営効率性の上昇に寄与したという結果が得られている。たしかに、90 年代の景気低迷を反映した DI 自身の低下は、経営効率性を低下させる方向に寄与している（表 4 のコラム A）。しかし 90 年代には、70 年代に比較して、説明変数 DI の係数の値が大きく上昇している。このために DI の要因が、むしろ経営効率性を高める方向に寄与したという結果になったのである。長期にわたる不況局面が経営効率性の低下にもつながったとする議論は比較的説得力をもつかに思われるが、われわれの分析の結果は、その妥当性に疑問を投げかけている。少なくともここで分析の対象としている製造業部門においては、リストラクチャリングを実施することなどによって、不況期においてむしろ企業経営の効率性を高めようとする努力が払われたと解釈できるであろう。しかもそれは、標準的な企業統治の理論的枠組みでは説明できないものである。

また、表 4 によれば、もっとも高い説明力をもつのは定数項である。定数項によって 3.71%ポイントの効率性低下分が説明されている。これをどのように解釈するかはなかなか難しい問題だが、ここでは製造業が 70 年代に比較して企業統治の理論とは直接的には関連しな

い技術開発や新製品開発などの分野で、活力を失った結果が示されているという解釈を示すに留めよう。

社債発行が経営効率に及ぼす影響の分析： それでは、強固な融資取引関係の下にあった企業が 1980 年代以降、社債発行を契機として、その企業統治の構造に有意な変化を経験することになったのだろうか。より具体的に言うと、社債発行は経営効率の低下をもたらすことになったのだろうか。この問題を検討するために、標本企業を社債発行の履歴がない企業と履歴がある企業とに分けて、その経営効率を比較する。たとえば、A 社が 1986 年にはじめて社債を発行した場合、A 社は 85 年度までは前者の（社債発行履歴のない）グループに、また 86 年度以降は後者の（社債発行履歴のある）グループに分類されるといった具合である。標本期間はここでも 81~86 年度、87~90 年度、91~96 年度の 3 期間である。それぞれの標本期間における基本統計は表 5 にまとめてある。この表によると、次のような事実を読み取れる。

(1) 1980 年代前半に強固な融資取引関係の下にある企業の半分以上が社債発行の履歴をもっており、そのような企業の数も 80 年代後半（いわゆる「バブル期」）、そして 90 年代と時間とともに（当然のことながら）増加している。

(2) 労働者一人当たりの付加価値生産額成長率 PR の平均値は、80 年代には社債発行履歴のある企業グループの方が若干低いが、90 年代にはむしろ若干高い。また、バブル期の 80 年代末からバブル崩壊以降の 90 年代にかけて、社債発行履歴のない企業の方が大幅に経営効率性 PR を低下させている。

(3) 社債発行履歴のない企業の負債総資産比率 DEBT は 80 年代から 90 年代にかけて大きくは変化していないのに対して、社債発行履歴のある企業の DEBT は、三つの標本期間全てで履歴のない企業よりも低くなっているばかりではなく、80 年代から 90 年代にかけてかなり大きく低下している。

次にベースラインの分析と全く同じ形式で、個別企業の経営効率性 PR を被説明変数とする推計式を計測することによって、先に説明した仮説 2 をテストする。ただし、企業統治に関連する説明変数と定数項には、社債発行履歴ダミー変数 BOND（ただし、社債発行の履歴がある企業に 1、履歴のない企業に 0 を与える）との交差項を説明変数に加える。この交差項が含まれているのは、仮に社債発行の結果として、企業の経営効率性が有意に変化したとすると、その変化がどのような要因を通じたものなのかを特定するためである。仮説 2 が棄却されないためには、いずれかの説明変数と BOND との交差項の係数が有意にマイナスであることが必要である。

計測結果は表 6 にまとめられている。²⁹ この結果は、社債発行が契機となって企業の経営効率性が顕著に低下したとは言えないことを示している。まず 80 年代前半(81~86 年度)には、社債発行が CORP という要因を通じて、社債発行履歴のある企業の経営効率性を引き下げた可能性があることが示唆されているが、それ以外の要因では社債発行履歴からのマイナスの影響を見いだすことはできない。また 80 年代後半(87~90 年度)には一部の計測について、定数項と BOND の交差項が有意にマイナスであるが、これは計測結果の一部について成り立っているに過ぎない。最後の 90 年代(91~96 年度)については、SALE を通じて、社債発行履歴が企業経営にマイナスの影響を及ぼしているという一貫した結果が得られている。しかしこの標本期間には、社債発行履歴のある企業の方が経営効率性は高かった(表 5)ことを忘れてはならないし、また SALE という説明変数が企業の直面している市場競争を表現しているのであれば、その係数はマイナスであるべきであることを考えると、この結果が仮説 2 を支持していると解釈するのは単純に過ぎる。総じて、表 6 の計測結果から、強固な融資取引関係の下にあった企業に関する企業統治が、社債発行を契機に弱体化したと結論づけることはできない。³⁰

2.3 融資取引関係の解消は経営効率性に影響したか

1980 年度まで強固な融資取引関係の下にあった企業のうち、金融自由化が始められた 1980 年代以降、いくつかの企業はそれまで継続してきた特定の銀行との融資取引関係を解消した。そこで以下では、融資取引関係を解消した企業の経営効率性が、融資取引関係を維持し続けた企業に比較して低下したかどうかを考察しよう。銀行中心の金融システムにおける企業統治の有効性を強調する視点からは、融資取引関係の解消は企業統治に空白を生じさせ、企業経営の効率性を低下させる可能性がある。ここで検証すべき仮説は、次のようになる。

²⁹ 社債発行履歴のある企業のグループと履歴のない企業のグループで分散不均一の問題がありうるので、この問題に対処するために、ここでは二段階の PANEL 推定を行なっている。そのためもあって、社債発行履歴のある企業だけを標本とし、計測期間を 1990 年代(第 3 期)にした場合、EXIM は有意な説明力をもつにもかかわらず、表 6 では 90 年代の計測結果における EXIM は有意ではないという結果が得られている。

³⁰ さらにわれわれは、80 年度に「メインバンク安定企業」に属していた企業が、債券発行をきっかけに、メインバンク関係を 90 年度までに解消する傾向が有意であったか否かを、プロビット・モデルによって検証した。80 年度にメインバンク安定企業に属していた企業数は 477 社で、そのうち、90 年度にも同じメインバンクを維持した企業は 444 社に上る。このことから推測できるように、80 年度の債券発行はメインバンク関係の解消の有意なきっかけとはならなかったという結果が得られた。Anderson and Makhija (1999) は、日本の銀行は融資取引関係を通じて、借手企業に強い圧力を加えることがなかった(彼らは「過度にホールド・アップ・コストを課すことがなかった(311 頁)」と主張している)ことを発見したが、われわれが得た結果は、彼らの主張と整合的である。

仮説 3 : 強固な融資取引関係を解消した企業の経営効率性は、取引関係を維持し続けた企業に比較して低下した。

1980 年度まで強固な融資取引関係の下にあった企業のうち、その多くは 1980 年代以降もそれぞれ特定の銀行との融資取引関係（メインバンク関係）を維持し続けた。しかし、一部の企業（80 年代前半でおよそ 1 割、90 年代で 2 割弱）はメインバンク関係を変更したり、あるいはメインバンク関係から完全に独立したりした。³¹ そこで、標本期間を通じて特定の銀行とのメインバンク関係を維持し続けた標本企業、あるいは途中でメインバンク関係を変更させた企業については、その変化が生じる以前の標本にゼロを、そしてメインバンク関係に変化が生じた年度以降の標本に 1 を与えるダミー変数 NMAIN を定義する。計測の形式はベースライン・モデルと全く同じだが、ベースライン・モデルの各説明変数とダミー変数 NMAIN の交差項を説明変数に加える。基本的な考え方は、もしメインバンク関係の変更によって、企業統治の効率性に変化があるとすれば、それらの交差項のいずれかが有意な値をとることによって顕現するだろうというものである。

まずメインバンク関係を、標本期間を通じて維持した企業、あるいは途中で変更したとしても、変更する以前の企業（NMAIN=0 の企業）と、メインバンク関係を変更した企業の変更後の標本期間（NMAIN=1 の企業）の基本統計を比較したものが表 7 にまとめられている。それぞれのグループの間に顕著な差異は見られないが、メインバンク関係を変更した場合の標本のほうが、負債残高比率 DEBT がいずれの標本期間においても低くなっている点に言及しておこう。

次に、NMAIN と他の説明変数（定数項を含む）との交差項を入れた計測式による推計結果、表 8 を見てみよう。³² 計測した 15 本の推計式の中で、NMAIN と他の説明変数との交差項が有意な説明力をもつケースは 4 つしかない。しかも、それらは三つの標本期間に関して一貫して見られる結果ではない。したがって、メインバンク変更の有無が、標本企業の経営効率性に有意な影響を及ぼしたという仮説（仮説 3）は棄却されたと判断できるだろう。

2.4 1980 年以前には、融資取引関係は企業統治の有効な手段であったか

ここまでの実証分析によれば、1980 年代に始まった金融自由化、とくに社債発行の自由化が、強固な融資取引関係の下にあった企業の経営効率に有意な影響を及ぼしたという仮説は支持されない。この結果は、1980 年代の金融自由化を契機に日本の銀行融資中心の金

³¹ 脚注 34 を参照。

³² ここでも、二つの標本グループの分散不均一を考慮して二段階の回帰を行なっている。

融システムが脆弱化したという主張と矛盾する。それでは、強固な融資取引関係の下にあった企業は、融資取引関係から独立していた企業と比較して、高い効率性を達成できたのだろうか。また、それら企業の経営効率の差異は、金融自由化の前後で変化したのだろうか。実証分析の最後に、この問題を検討してみよう。³³

ここでは融資取引関係に強く依存している企業と、そのような関係から独立しているとみられる企業の間でのパフォーマンス（労働者一人当たり付加価値生産額成長率）を比較するので、それら企業の分類は非常に重要である。この分類法については、既にこの節の前半（2.1 節）で説明した方法、つまり経済調査協会発行の『系列の研究』から得られる情報を用いる。すなわち『系列の研究』の 1960 年版から 1996 年版（一部の標本企業については、75 年版から 96 年版）の間で、銀行・金融機関との系列関係が一度も変わらなかった企業を「メインバンク安定企業」と定義し、それらの企業に関するダミー変数 MAIN を用いる。³⁴ これらの企業とパフォーマンスを比較する企業として、1960 年版から 96 年版において、銀行・金融機関との系列関係を 3 回以上変えたか、あるいは系列関係の相手の過半が非金融事業会社である企業を選び出す。それらの企業グループを「メインバンク不安定企業」と呼ぶ。このようにして分類され選び出された「メインバンク安定企業」と「メインバンク不安定企業」のパフォーマンスに有意な差異があったかどうかを、基本的には既に説明したベースライン・モデルと同じ方法に基づいて統計的に調べる。二つの標本企業グループの大きな比較が表 9 に示されている。

メインバンク関係が安定している企業と、不安定な企業の特徴の違いは、先に表 7 で見たものとはほぼ同じである。すなわち、いずれのグループも、90 年代（91～96 年度）には労働者一人当たり付加価値生産額成長率 PR が大幅に低下していること、いずれのグループについても、負債総資産比率 DEBT は 70 年代以降、低下し続けているが、メインバンク関係が不安定な企業の方が DEBT の水準そのものが低いこと、などである。

以下で検証されるのは、次のような仮説である。

³³ 以下の分析は、Hanazaki and Horiuchi (2001) の分析を若干改訂したものである。

³⁴ こうした実証分析の問題点のひとつは、次のようなセレクション・バイアスが生じる可能性を排除できない点である。すなわち、経営効率の良好な企業は、銀行との密接な取引関係を維持する必要性を感じないために、メインバンクを変更したり、メインバンク関係から離脱したりする傾向がある。他方、経営効率の比較的劣悪な企業は、銀行との安定的な取引関係を重要と考え、メインバンク関係を長期にわたって維持しようとするという可能性である。メインバンク関係にこのような、いわば「内生的」な決定過程があるとすれば、安定したメインバンク関係を維持してきた企業は、そうでない企業と比較して経営効率が悪いのか、あるいはたとえメインバンク関係が経営効率の向上に寄与するとしても、両者の経営効率に有意な差が見られないという結果が生じるであろう。このような問題点は、これまでメインバンク関係の企業経営に及ぼす影響を考察してきたほとんどの研究においてみられると思われる。この問題に対処するためには、メインバンク関係の内生性に統計的に対応する必要がある。これは今後の課題である。

仮説 4: メインバンク安定企業は不安定企業に比較して、労働者一人当たり付加価値生産成長率で定義された経営効率性が高い。

理論的には、安定したメインバンク関係（すなわち強固な融資取引関係）の影響は、これまでに説明したような企業統治のメカニズムを変えることによって発揮される可能性がある。たとえば、既にみたように、負債比率 DEBT は企業の経営効率を高める傾向があるが、強固な融資取引関係は、そうした負債の規律づけ機能を代替するかもしれない。その場合には、メインバンク安定企業の方が、負債比率が経営効率に及ぼす影響は高くなる（メインバンク不安定企業に比較して、わずかな負債比率でも同じ程度の経営効率性を達成できる）だろう。このような効果を取り出すために、計測では、メインバンク安定企業と不安定企業をプールした標本について、企業統治に影響を及ぼす可能性がある説明変数（定数項を含む）とメインバンクダミー MAIN との交差項を説明変数に加えて、既に説明したベースライン・モデルを計測した。標本期間は、1970年代（1971～80年度）、80年代前半（1981～86年度）、80年代後半（1987～90年度）、90年代（1991～96年度）の4期間である。その計測結果は、表10にまとめてある。

表10によれば、MAIN とその他の説明変数との交差項で、全ての標本期間を通じて一貫して有意であるものは見当たらない。多少とも例外的なのは、1980年代後半に、MAIN と EXIM、DEBT、そして FOREIGN との交差項がそれぞれ有意である。ただし、DEBT との交差項がプラスであるのに対して、EXIM との交差項、および FOREIGN との交差項はともにマイナスである。つまり、メインバンク関係が安定しているということは、それらの三つの変数を通じて、相互に相殺しあう形で、経営効率性に影響する傾向があったということである。したがって、総じて、実証分析の結果は、強固な融資取引関係が企業の経営効率を高めたという仮説を支持していない。しかも、そのことは1980年代以降ばかりではなく、1970年代についても妥当する。かくして、上に示した仮説4は棄却される。

しかしこの結果は、強固な融資取引関係が借手企業の経営効率に負の影響を及ぼしたことを示しているわけではない。1990年代の不良債権問題の深刻化とともに、融資取引関係（あるいはメインバンク関係）に対する否定的な評価が関係者の間で流布しているようにも思われるが、少なくとも1996年度までの期間に限れば、われわれの分析はそのような証拠を見出すこともできなかった。融資取引関係が企業統治に及ぼす影響を否定的にみる立場からは、われわれの分析がサンプル・セレクションによるゆがみを反映していると思われるかもしれない。すなわち、ここで扱われている標本企業は、1970年代から90年代半ばまで、証券取引所に上場されるか、あるいは店頭市場に登録されるかし続けた企業、あるいは市場から消滅したとしても、上場、ないし登録されていた時期だけを取り出している。たとえば、強固な融資取引関係が（ソフト・バジェット問題などのために）借手企業に経営不振を惹起する傾向があり、その結果、比較的多くの取引先企業が経営不振の結果として

市場から排除されるとしても、市場から排除された後の劣悪なパフォーマンスは分析の対象とはならない。このために、われわれの分析は、融資取引関係の影響を肯定する方向にゆがめている可能性がある。

このような分析のゆがみの程度を、現段階で評価することは難しい。しかし、いずれにせよ、「1980年代よりも前の日本では、融資取引関係を通じる企業統治のメカニズムが有効に機能していたが、1980年代以降の金融自由化の進展とともに、その有効性が失われた」というような主張は、これまでのわれわれの実証分析では支持されないのである。

第3節. 結び

この論文は、第二次大戦後の日本における企業統治のメカニズムを、理論的、及び実証的に展望した。とくに注意を払った点は、1980年代に進められた金融自由化と融資取引関係を基盤とする企業統治メカニズムの有効性との関係であった。通説によれば、金融自由化は融資取引関係の安定性に打撃を与え、企業統治を弛緩させた。そのために、1980年代初頭まで円滑に機能していた金融システムは機能不全に陥り、80年代末の金融的膨張と、その崩壊後の銀行危機を惹起したというのである。

しかし本稿では、銀行が中心となる企業統治の構造の分析から、そのような通説が必ずしも現実に対応していないのではないかという疑問を提起した。企業も、銀行も、囲い込まれた経営の状態にあり、かつ銀行自身が保護的な競争制限的規制の下にある時期には、企業経営に対するモニターとして、銀行が必ずしも信頼できる存在ではないことを強調した。この論文の後半の実証分析において、以上のようなわれわれの主張は否定されなかった。その実証分析によれば、金融自由化が進められる以前の日本においても、金融自由化以降の時期と同じように、銀行との密接な取引関係が企業の経営効率性（労働者一人当たりの付加価値生産額成長率で評価される効率性）を高めたという証拠は見られないのである。むしろ、外部からの資金借入に依存する程度が高いほど、かつ海外からの競争圧力にさらされる程度が高いほど、企業の経営効率性は改善する傾向がみられた。

金融における競争の重要性： 銀行融資が高い比重を占める金融システムにおいては、企業統治のメカニズムにおいて銀行が中心的な役割を担うことは何ら不可思議ではない。しかし、日本の銀行は事実上の手厚い預金保険のもとで営業してきた。そのために、最も重要な資金調達手段である預金債務を通じて銀行に対する規律づけが働くことはなかった。

³⁵ 銀行経営者たちは取引先企業との株式持ち合いによって自らを「囲い込む」ことに成功

³⁵ 第二次大戦後の「民主化された」金融資本市場の下で、経済復興を急速に推進するためには、零細な貯蓄を幅広く動員することが望まれた。その観点からは、リスクがなく、かつ流動性の高い価値貯蔵手段を金融システムから提供する政策は一定の合理性をもってい

した。この囲い込みは、少なくとも表面的には、融資取引関係を基盤とするビジネス・モデルの下で必要となる固有の投資に対するインセンティブと統合的な統治構造である。しかし同時に、この統治構造は銀行経営者や企業経営者（さらには経営者予備軍としての従業員）に対して、大きな経営上の裁量権を与える仕組みになっている。彼らが幅広い裁量権を、もっぱら自分たちの利益拡大のために悪用する危険が潜在している。したがって、このような統治構造においては、銀行経営者に有効に規律を課す仕組みをどのように準備するかが重要な問題である。

銀行経営を監視し、規律を課す役割は監督当局（現在の金融庁、かつての大蔵省）によって担われるべきであろう。しかし監督当局と銀行との関係は微妙であり、両者が結託して、競争制限的な規制が金融システムにもたらすレントを自分たちの利益のために分けあうという状況が生み出される可能性がある。このような状況においては、融資取引中心の企業統治において銀行が効率的な機能を発揮することは保証されない。とくに金融システムにおける競争制限規制が、（いわゆる「護送船団行政」が示唆するように）既存の金融機関、とりわけ銀行を保護する方向で機能する場合、慎重にリスクを選択する銀行の誘因は失われるであろう。したがって、強固な融資取引関係は、金融自由化の進められた1980年代以降ばかりではなく、それ以前の時期においても企業統治の有効性を高める上で有効ではなかったという本稿の実証分析の結論は、決して牽強附会ではない。

このような状況の下では、銀行経営に対する規律づけのメカニズムの方法として、銀行業における厳しい競争に期待が寄せられる。なぜならば厳しい競争の下では、杜撰なリスク選択、あるいはモラル・ハザード的なリスク選択は経営者の地位を脅かす経営破綻に陥る可能性が高まるからである。経営者（さらには従業員）は固有の投資の価値を保存することを重視するインセンティブをもっており、競争の下では、借手企業に対するモニタリングを基盤とする慎重な経営を選択することになるであろう。したがって、大蔵省が実際に採用してきた保護的な競争制限的規制の運用（「護送船団行政」）は、むしろ日本の銀行に対する規律づけのメカニズムを弱体化させた可能性がある。

この点を銀行の収益性の角度から考察してみよう。一般に囲い込まれた経営の下では、利潤の追求よりも支出規模の拡大に力点が置かれる傾向がある（Edwards (1977)）。しかし囲い込まれた経営者は、利潤の低下が銀行資本の基盤を弱体化させ、銀行の存続を危うくさせてしまうことを回避しなければならない。もし政府が銀行の健全性を厳しく評価する政策をとり、その評価基準として自己資本を重視するならば、囲い込まれた経営の下であっても銀行は収益性を軽んじることはできない。これは、1990年代末の銀行危機がもたらした状況であり、融資取引関係を基盤とする銀行ビジネス・モデルの下で、銀行がこぞって「収益の改善」に悪戦苦闘することになった。

しかし、少なくとも1980年代までは、金融当局の健全経営規制は、保護的な行政の下で

た。しかし、金融システムを通じる企業統治の効率性という観点からは、少なからぬコストを伴っていたと考えられる。

非常に緩やかであった。形式的には大蔵省による指導基準として、「広義の自己資本が期末預金残高の 10%以上」という項目が存在したものの、健全経営規制として実効的であったとは判断できない。むしろ 80 年代には、銀行は自己資本対預金比率をかなり大幅に引き下げたことを許されたのであった。³⁶

以上のように考えると、1980 年代初頭以来の金融自由化は銀行業における競争を高めることによって、銀行経営の統治構造を改善するという意味で歓迎すべきことであったはずである。もっとも債券市場の自由化をはじめ、預金金利の自由化、業際間競争の自由化など、いずれも既存の銀行、金融機関の利益を擁護する激変緩和を主眼として、漸進的に進められたことに注意しなければならない(堀内(1994))。このため、この当時の金融自由化は銀行経営に限定された影響しか及ぼさなかった可能性が高いのである。

この論文の分析が融資取引関係の機能そのものを否定することを必ずしも意味しないことを最後に付言しておこう。情報の不完全性により強く支配されている産業や企業、たとえば中小企業にとって、融資取引関係を基盤とする金融は依然として重要であろう。福田他(2005)や小川(2005)の多数の中小企業を標本とする実証研究は、中小企業にとって銀行との安定した融資取引関係が重要な意味をもっていることを明らかにしている。³⁷ そのことは同時に、それら企業の経営統治の枠組みにおいて、銀行が重要な役割を演じることができることを意味している。しかし、融資取引関係を基盤とする企業統治が有効であるためには、銀行の経営をいかに統治するかという問題を解決する必要がある。

³⁶ たとえば 1970 年度末時点で普通銀行の資本の部合計額対預金残高の比率は 4.89%で、10%をはるかに下回っていた。その後、この比率は 75 年度に 4.16%、80 年度末に 3.48%、85 年度末には 3.23%と低下していく。出所は全国銀行協会『全国銀行財務諸表分析』。

³⁷ これらの実証研究と本稿の実証分析では、銀行と企業の融資取引関係がもたらした実際の効果に関して対照的と思われる結果を導き出している。この違いを詳細に分析することはここでは不可能だが、違いが生じている主な理由は次の二つであろう。第一に、融資取引関係の効果を判断する評価基準の違いである。この論文では付加価値生産額の成長率を評価基準としているが、福田他(2005)は主に設備投資額を、また小川(2005)は有形固定資産や従業員など企業の経営規模の増加率を評価基準として選んでいる。第二に、標本企業の範囲の違いである。上に挙げた二つの論文は、いずれも膨大な中小企業の財務データを用いているのに対して、この論文では店頭登録企業も含まれているとはいえ、主たる標本企業は有力大企業である。前者の研究で、融資取引関係がプラスの効果を発揮したという結果が得られるのも当然というべきかも知れない。

参考文献

- 岡崎哲二 (1997)、『工業化の軌跡：経済大国前史』読売新聞社
- 小川一夫 (2005)、「メインバンクの財務状況と企業行動：中小企業の個票データに基づく実証分析」RIETI Discussion Paper Series 05-J-031
- 小宮隆太郎 (1993)、「日本企業の構造的・行動的特徴」伊丹敬之・加護野忠男・伊藤元重(編)『日本の企業システム - 第1巻企業とは何か』第10章 有斐閣
- 清水克俊・堀内昭義 (2000)、「金融システムの脆弱性と天下り」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 - 』第2章 東京大学出版会
- 花崎正晴・小黒曜子 (2003)、「銀行の所有構造とパフォーマンス - エントレンチメント仮説の検証」林敏彦・松浦克巳・米澤康博(編著)『日本の金融問題 - 検証から解決へ』第8章 日本評論社
- 花崎正晴・堀内昭義 (2005)、「「機関銀行」と日本の工業化」未定稿
- 福田慎一・粕谷宗久・中島上智 (2005)、「非上場企業の設備投資の決定要因：金融機関の健全性および過剰債務問題の影響」日本銀行ワーキングペーパーシリーズ、No.05-J-2。
- 堀内昭義 (1994)、「日本経済と金融規制：変遷と課題」堀内昭義(編)『公的規制と産業：金融』第1章 NTT出版
- Aghion, Philippe, Mathias Dewatripont and Patrick Rey (1999), "Competition, Financial Discipline and Growth," *Review of Economic Studies*, Vol.66, Issue 4, 825-852.
- Akerlof, G.A. (1970), "The market for "lemons": quality uncertainty and the market mechanism," *Quarterly Journal of Economics*, 84, 488-500.
- Allen, F. and D. Gale (2000), *Comparing Financial Systems*, MIT Press.
- 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. (1994), "The contingent governance of teams: analysis of institutional complementarity," *International Economic Review*, 35(3), 657-676.
- Aoki, M. and H. Patrick (eds.) (1994), *The Japanese Main Bank System: Its Relevance for Developing and Transforming Economies*, Oxford University Press.
- Aoki, M., H. Patrick and P. Sheard (1994), "The Japanese main bank system: an introductory overview," in Masahiko Aoki and Hugh Patrick (eds.), *The Japanese Main Bank System: Its Relevance for Developing and Transforming Economies*, Oxford University Press, 3-50.
- Baumol, William J., John C. Panzar and Robert D. Willing (1982), *Contestable Markets and the Theory of Industry Structure*, Harcourt Brace Jovanovich, Inc.
- Bebchuk, L.A. and M. Roe (1999), "A theory of path dependence in corporate ownership and governance," *Stanford Law Review*, 44, 829-843.

Berglöf, E. and E. Perotti (1994), "The governance structure of the Japanese financial keiretsu," *Journal of Financial Economics*, 36, 259-284.

Berle, A.A. and G.C. Means (1932), *The Modern Corporation and Private Property*, Transaction Publishers.

Black, B.S. and R.J. Gilson (1998), "Venture capital and the structure of capital markets: banks versus stock markets," *Journal of Financial Economics*, 47(3), 243-277.

Boot, A.W.A., and A.V. Thakor (2000), "Can relationship banking survive competition?" *Journal of Finance*, 55 (2), 679-711.

Boyd, J.H. and Gianni De Nicoló (2005), "The theory of bank risk-taking and competition revisited," *Journal of Finance*, 60(3), 1329-1343.

Edwards, F.R. (1977), "Managerial objectives in regulated industries: expense-preference behavior in banking," *Journal of Political Economy*, 85, 147-162.

Garvey, G.T. and Swan P.L. (1992), "Managerial objectives, capital structure and the provision of worker incentives," *Journal of Labor Economics*, 10(4), 357-379.

Hanazaki, M., and A. Horiuchi (2001), "A vacuum of governance in the Japanese bank management," in H. Osano and T. Tachibanaki (eds.), *Banking, Capital Markets and Corporate Governance*, Palgrave, Chapter 6, 133-180.

Hart, Oliver D. (1983), "The Market Mechanism as an Incentive Scheme," *Bell Journal of Economics*, Vol. 14, Issue 2, 366-382.

Hart, Oliver D. (1995), *Firms, Contracts, and Financial Structure*, Oxford University Press.

Hellmann, T.F., K.C. Murdock and J.E. Stiglitz (1996), "Financial restraint: toward a new paradigm," in M. Aoki, H.K. Kim and M. Okuno-Fujiwara (eds.), *The Role of Government in East Asian Economic Development: Comparative Institutional Analysis*, Oxford University Press, 163-207.

Hellmann, T.F., K.C. Murdock and J.E. Stiglitz (2000), "Liberalization, moral hazard in banking, and prudential regulation: are capital requirements enough?" *American Economic Review*, 90(1), 147-165.

Horiuchi, A. (1989), "Informational properties of the Japanese financial system," *Japan and the World Economy* 1, 255-278.

Horiuchi, A., F. Packer and S. Fukuda (1988), "What role has the "main bank" played in Japan?" *Journal of the Japanese and International Economies*, 2, 159-180.

Horiuchi, A., and K. Shimizu (2001), "Did *amakudari* undermine the effectiveness of the regulator monitoring in Japan?" *Journal of Banking and Finance* 25 (3), 573-596.

Hoshi, T. and A. Kashyap (2001), *Corporate Financing and Governance in Japan*, MIT Press.

Hoshi, T., A. Kashyap and G. Loveman (1994), "Financial system reform in Poland: lessons from Japan's main bank system," in M. Aoki and H. Patrick (eds.), *The Japanese Main Bank System*, Oxford University Press, 592-633.

Hoshi, Takeo, Anil Kashyap and David Scharfstein (1991), "Corporate Structure, Liquidity, and Investment: Evidence from Japanese Industrial Groups," *Quarterly Journal of Economics*, 106, February, 33-60.

Jensen, M.C. (1986), "Agency costs of free cash flow, corporate finance, and takeovers," *American Economic Review*, 76, 323-329.

Jensen, M.C. (1989), "Eclipse of the public corporation," *Harvard Business Review*, Sept.-Oct., 61-74.

Jensen, M.C. and W.H. Meckling (1976), "Theory of the firm: managerial behavior, agency costs and ownership structure," *Journal of Financial Economics*, 3, 305-360.

Kaminsky, G., and C. Reinhart (1999), "The twin crises: The causes of banking and balance of payments problems," *American Economic Review*, 89, 473-500.

Kang, Jun-Koo and Anil Shivdasani (1995), "Firm Performance, Corporate Governance, and Top Executive Turnover in Japan," *Journal of Financial Economics*, 38, 29-58.

Kang, J.K., A. Shivdasani, and T. Yamada (2000), "The effect of bank relations on investment decisions: an investigation of Japanese takeover bids," *Journal of Finance* 55 (5), 2197-2218.

Kaplan, S.N. and B.A. Minton (1994), "Appointments of outsiders to Japanese boards: determinants and implications for managers," *Journal of Financial Economics*, 36, 225-258.

Keeley, Michael C. (1990), "Deposit Insurance, Risk, and Market Power in Banking," *American Economic Review*, 80, 1183-1200.

Leibenstein, Harvey (1966), "Allocative Efficiency vs. "X-Efficiency"," *American Economic Review*, 56(3), 392-415.

Lichtenberg, Frank R. and George M. Pushner (1994), "Ownership Structure and Corporate Performance in Japan," *Japan and the World Economy*, 6, 239-261.

Lindgren, C.J., G. Garcia and M.I. Saal (1996), *Bank Soundness and Macroeconomic Policy*, International Monetary Fund.

Mayer, C. (1988), "New issues in corporate finance," *European Economic Review* 32, 1167-1189.

Mincer, J., and Y. Higuchi (1988), "Wage structures and labor turnover in the United States and Japan," *Journal of Japanese and International Economics*, 2, 97-133.

Morck, R. and M. Nakamura (2003), "Been there, done that: the history of corporate ownership in Japan," a chapter for forthcoming NBER Book.

Nickell, Stephen, Daphne Nicolitsas and Neil Dryden (1997), "What Makes Firms Perform Well?" *European Economic Review*, 41, 783-796.

Petersen, M.A., and R.G. Rajan (1994), "The benefits of lending relationships: evidence from small business data," *Journal of Finance* 49 (1), 3-37.

Phillips, A. (1975), "Competitive policy for depository financial institutions," in A. Phillips (ed.), *Promoting Competition in Regulated Markets*, Brookings Institution: Washington, D.C., 329-366.

- Rajan, R.G. (1992), "Insiders and outsiders: the choice between informed and arm's-length debt," *Journal of Finance*, 47(4), 1367-1400.
- Rajan, R.G., and L. Zingales (2001), "The influence of the financial revolution on the nature of firms," *American Economic Review* 91 (2), 206-211.
- Ross, S.A. (1977), "The determination of financial structure: the incentive signaling approach," *Bell Journal of Economics and Management Science*, 373-390.
- Scharfstein, David (1988), "Product-market Competition and Managerial Slack," *RAND Journal of Economics*, 19(1), 147-155.
- Schmidt, Klaus M. (1997), "Managerial Incentives and Product Market Competition," *Review of Economic Studies*, Vol.64, Issue 2, 191-213.
- Sharpe, S.A. (1990), "Asymmetric information, bank lending, and implicit contracts: a stylized model of customer relationships," *Journal of Finance*, 45, 1069-1087.
- Shleifer, A. and L.H. Summers (1988), "Breach of trust in hostile takeovers," in Alan J. (ed), *Corporate Takeovers: Causes and Consequences*, University of Chicago Press, National Bureau of Economic Research Project Report series, Chicago and London.
- Shleifer, A., and R.W. Vishny (1989), "Management entrenchment: the case of manager-specific investment," *Journal of Financial Economics* 25, 123-139.
- Shleifer, A., and R.W. Vishny (1997), "A survey of corporate governance," *Journal of Finance*, 52, 737-783.
- Stiglitz, J.E., and A. Weiss (1981), "Credit rationing in markets with imperfect information," *American Economic Review*, 71(3), 393-410.
- Teranishi, J. (1994), "Loan syndication in war-time Japan and the origins of the main bank system," in M. Aoki and H. Patrick (eds.), *The Japanese Main Bank System: Its Relevance for Developing and Transforming Economies*, Clarendon Press Oxford, Chapter 2, 51-88.
- Weinstein, D.E., and Y. Yafeh (1998), "On the costs of a bank-centered financial system: evidence from the changing main bank relations in Japan," *Journal of Finance*, 53, 635-672.
- Yabushita, S. and A. Inoue (1993), "The stability of Japanese banking system: a historical perspective," *Journal of the Japanese and International Economies*, 7, 387-407.
- Yamori, N. (1998), "Bureaucrats and corporate governance: expense-preference behaviors in Japanese financial institutions," *Economic Letters* 61, 385-389.

表1 メインバンク関係が社債発行に及ぼした影響(プロビット・モデルによる計測)

	1980年	1981年	1982年	1983年	1984年	1985年	1986年	1987年	1988年	1989年
EQU(t-1)	1.12E-09 (0.897)	7.44E-10 (0.791)	1.26E-09 (1.271)	1.62E-09 ** (2.371)	2.49E-10 (0.443)	5.72E-10 (1.192)	1.72E-10 (0.362)	2.03E-09 ** (2.952)	1.05E-09 ** (2.144)	2.51E-09 ** (3.789)
BVR(t-1)	0.0225 (0.661)	0.0717 ** (2.619)	0.0634 ** (2.186)	0.0165 (0.662)	-0.0113 (-0.514)	0.0093 (0.541)	0.0295 (1.508)	0.0268 (1.361)	-0.0200 (-1.084)	-0.0646 ** (-3.217)
EQR(t-1)	0.0010 (0.157)	0.0068 (1.235)	0.0074 (1.242)	0.0159 ** (3.307)	0.0195 ** (4.357)	0.0119 ** (3.071)	0.0078 ** (1.982)	0.0053 (1.369)	0.0071 ** (2.075)	0.0101 ** (2.855)
BPA(t-1)	0.0107 (0.617)	0.0033 (0.216)	0.0423 ** (2.463)	0.0663 ** (4.034)	0.0778 ** (4.633)	0.0078 (0.536)	0.0593 ** (3.841)	0.0931 ** (6.111)	0.0747 ** (5.124)	0.0588 ** (4.308)
ICR(t-1)	-0.0158 (-1.125)	-0.0045 (-1.199)	-0.0607 ** (-3.195)	-0.0300 ** (-3.433)	-0.0206 ** (-2.948)	-0.0010 (-0.946)	-0.0180 ** (-2.997)	-0.0207 ** (-3.108)	-0.0039 * (-1.753)	-0.0020 (-1.471)
LOA(t-1)	1.50E-09 ** (1.990)	4.98E-09 ** (4.621)	4.87E-09 ** (4.580)	1.30E-09 ** (2.019)	4.84E-09 ** (4.690)	3.95E-09 ** (4.021)	1.95E-09 ** (3.149)	1.48E-10 (0.248)	2.63E-09 ** (3.483)	3.35E-09 ** (3.220)
BOND(t-1)	1.2326 ** (7.837)	0.9986 ** (6.327)	0.6523 ** (4.662)	0.7762 ** (5.613)	0.7324 ** (6.001)	0.7058 ** (6.202)	0.7015 ** (6.324)	0.5258 ** (4.976)	0.3185 ** (3.048)	0.2292 ** (2.262)
MAIN80	0.1488 (0.846)	0.4272 ** (2.606)	0.3048 * (1.846)	0.2546 * (1.781)	-0.0355 (-0.275)	0.3744 ** (2.783)	0.1762 (1.439)	0.1909 (1.541)	0.1240 (1.073)	0.2265 * (1.938)
定数項	-1.8713 ** (-7.839)	-2.2052 ** (-9.876)	-2.2530 ** (-9.701)	-2.3281 ** (-11.579)	-2.1080 ** (-10.941)	-1.9179 ** (-10.231)	-1.7301 ** (-9.671)	-1.7823 ** (-9.847)	-1.4565 ** (-8.738)	-1.4463 ** (-8.156)
\bar{R}^2	0.1621	0.1742	0.1707	0.1591	0.1804	0.1365	0.1239	0.1375	0.0976	0.1257
社数 (社債を発行 した社数)	907(86)	914(134)	913(126)	910(160)	906(193)	909(189)	909(231)	907(229)	917(262)	924(280)

	1990年	1991年	1992年	1993年	1994年	1995年	1996年	1997年	1998年
EQU(t-1)	-6.82E-10 (-1.383)	2.58E-10 (0.965)	9.78E-10 ** (2.770)	2.23E-09 ** (4.931)	2.34E-10 (0.889)	3.16E-10 (1.338)	-5.25E-11 (-0.186)	6.26E-10 ** (2.277)	8.20E-10 ** (2.665)
BVR(t-1)	-0.0524 ** (-1.990)	-0.0364 (-1.633)	-0.0608 ** (-2.254)	-0.0448 (-1.597)	-0.0399 (-1.373)	0.0161 (0.683)	-0.0053 (-0.255)	-0.0248 (-0.983)	-0.0525 ** (-2.119)
EQR(t-1)	0.0044 (1.200)	0.0059 * (1.786)	0.0017 (0.479)	-0.0084 ** (-2.032)	0.0019 (0.464)	0.0002 (0.056)	0.0031 (0.821)	0.0044 (1.094)	0.0007 (0.200)
BPA(t-1)	0.0533 ** (3.407)	0.0247 * (1.800)	0.0364 ** (2.339)	0.1010 ** (5.091)	0.0613 ** (3.037)	0.0600 ** (2.775)	0.0717 ** (3.825)	0.0526 ** (2.434)	0.0595 ** (3.289)
ICR(t-1)	-0.0064 * (-1.950)	-0.0021 (-1.260)	0.0000 (-0.011)	-0.0112 (-1.389)	-0.0048 (-1.144)	-0.0115 ** (-2.264)	-0.0088 ** (-2.190)	-0.0059 ** (-2.677)	-0.0018 ** (-2.051)
LOA(t-1)	3.62E-09 ** (3.482)	5.61E-09 ** (4.896)	1.86E-09 ** (2.004)	-8.34E-10 (-0.913)	1.54E-09 ** (2.045)	4.24E-09 ** (4.923)	5.01E-09 ** (4.670)	5.55E-09 ** (4.700)	4.02E-09 ** (3.271)
BOND(t-1)	0.2461 ** (2.373)	0.5232 ** (5.009)	0.4993 ** (4.716)	0.5531 ** (4.461)	0.5296 ** (3.884)	0.5219 ** (3.393)	0.6108 ** (4.273)	0.7712 ** (6.116)	1.0709 ** (8.224)
MAIN80	0.4305 ** (3.345)	0.1206 (1.066)	0.1307 (1.011)	0.2812 ** (1.963)	0.0569 (0.389)	0.2669 * (1.656)	0.0706 (0.545)	0.3457 ** (2.203)	0.3721 ** (2.613)
定数項	-1.4647 ** (-7.487)	-1.0812 ** (-6.028)	-1.3680 ** (-6.722)	-1.3526 ** (-6.426)	-1.5178 ** (-7.086)	-1.8567 ** (-8.181)	-1.4315 ** (-7.388)	-1.9127 ** (-8.396)	-1.4681 ** (-7.459)
\bar{R}^2	0.0697	0.1012	0.0939	0.1354	0.0520	0.1301	0.1237	0.2038	0.2346
社数 (社債を発行 した社数)	924(213)	923(287)	920(167)	915(155)	913(105)	911(110)	906(172)	896(144)	890(197)

(注) ** 5%水準で有意

* 10%水準で有意

()内はt値

被説明変数はt年度に社債を発行した企業を1としたダミー
変数名は右の通り

EQU(t-1): t-1期の純資産(株主資本)

BVR(t-1): t-1期の純資産倍率(%)

EQR(t-1): t-1期の自己資本比率(%)

BPA(t-1): t-1期の使用総資本事業利益率(%)

ICR(t-1): t-1期のインタレスト・カバレッジ・レシオ

LOA(t-1): t-1期の借入金計

BOND(t-1): ダミー変数(t-1期に債券発行をした企業)

MAIN80: ダミー変数(強固な融資取引関係の下にある企業)

表2 強固な融資取引関係の下にある企業の基本統計（平均値と標準偏差〈括弧内〉）

	71～80年度	81～86年度	87～90年度	91～96年度
標本企業数	677	694	712	710
PR	10.3(22.5)	4.2(15.2)	8.2(15.1)	2.3(14.9)
KL	7.7(10.2)	3.0(6.9)	4.1(8.2)	4.1(6.9)
SALE	55.2(18.8)	57.1(20.1)	62.2(21.2)	63.4(21.2)
EXIM	16.3(9.6)	19.9(12.0)	19.3(11.7)	21.6(14.6)
DEBT	75.0(13.8)	68.8(17.3)	64.1(16.3)	60.3(17.3)
OWNER	46.6(14.5)	45.8(13.3)	46.7(12.7)	45.3(12.4)
FOREIGN	2.7(7.2)	5.7(8.9)	4.1(7.0)	5.8(8.3)
FINST	n.a.	32.9(14.9)	37.1(16.2)	37.7(15.2)
CORP	n.a.	26.8(17.6)	29.0(17.3)	27.9(16.8)
PERSON	n.a.	32.2(14.6)	26.9(12.2)	26.8(11.8)

PR: 労働者一人当たり付加価値生産額成長率

KL: 資本労働比率上昇率

SALE: 売上高上位5社集中度

EXIM: 輸出入比率（所属業種）

DEBT: 負債総資産比率

OWNER: 上位10株主持株比率

FOREIGN: 海外法人等持株比率

FINST: 金融機関持株比率

CORP: 非金融法人持株比率

PERSON: 個人等持株比率

表3 ベースライン・モデルの推計結果

	第1期(1971-1980)		第2期(1981-1986)					第3期(1987-1990)					第4期(1991-1996)				
SALE	0.0254 (1.163)	0.0264 (1.209)	-0.0132 (-1.014)	-0.0063 (-0.466)	-0.0121 (-0.936)	-0.0123 (-0.951)	-0.0098 (-0.731)	-0.0027 (-0.193)	-0.0002 (-0.014)	-0.0023 (-0.165)	-0.0023 (-0.165)	-0.0026 (-0.182)	-0.0020 (-0.171)	-0.0015 (-0.126)	-0.0018 (-0.149)	-0.0025 (-0.214)	-0.0008 (-0.067)
EXIM	0.1971 ** (4.575)	0.1982 ** (4.602)	0.1147 ** (4.841)	0.1060 ** (4.309)	0.1147 ** (4.851)	0.1152 ** (4.868)	0.1155 ** (4.736)	0.0564 ** (1.999)	0.0522 * (1.853)	0.0571 ** (2.024)	0.0547 * (1.933)	0.0556 ** (1.965)	0.0460 ** (2.400)	0.0427 ** (2.196)	0.0452 ** (2.347)	0.0416 ** (2.162)	0.0488 ** (2.524)
DEBT	0.0664 ** (2.356)	0.0760 ** (2.699)	0.0632 ** (4.173)	0.0859 ** (5.431)	0.0693 ** (4.584)	0.0658 ** (4.271)	0.0662 ** (4.299)	0.0877 ** (4.747)	0.0969 ** (5.274)	0.0857 ** (4.590)	0.0940 ** (4.966)	0.0909 ** (4.984)	0.0517 ** (3.634)	0.0664 ** (4.497)	0.0557 ** (3.825)	0.0573 ** (3.972)	0.0557 ** (3.837)
OWNER	0.0518 * (1.907)		0.0224 (1.160)					0.0188 (0.802)					-0.0503 ** (-2.537)				
FOREIGN		0.0886 * (1.656)		0.1407 ** (4.579)					0.1043 ** (2.303)					0.1563 ** (4.975)			
FINST					0.0205 (1.195)					-0.0195 (-1.054)					0.0350 ** (2.107)		
CORP						0.0006 (0.043)					-0.0128 (-0.724)					-0.0482 ** (-3.213)	
PERSON							-0.0757 ** (-4.235)					0.0182 (0.756)					-0.0564 ** (-2.655)
DI	0.0726 ** (6.810)	0.0733 ** (6.873)	0.1613 ** (12.633)	0.1562 ** (12.347)	0.1613 ** (12.627)	0.1612 ** (12.615)	0.1602 ** (12.688)	0.0997 ** (3.047)	0.0990 ** (3.025)	0.0976 ** (2.978)	0.0985 ** (3.008)	0.0971 ** (2.956)	0.1688 ** (19.629)	0.1650 ** (19.230)	0.1704 ** (19.820)	0.1687 ** (19.631)	0.1704 ** (19.862)
KL	0.3257 ** (3.227)	0.3226 ** (3.195)	0.4057 ** (2.996)	0.4449 ** (3.240)	0.4001 ** (2.960)	0.3976 ** (2.941)	0.4552 ** (3.315)	0.0586 (0.443)	0.0616 (0.467)	0.0541 (0.409)	0.0586 (0.444)	0.0558 (0.422)	0.1650 (1.320)	0.1911 (1.518)	0.1695 (1.351)	0.1834 (1.465)	0.1601 (1.274)
定数項	-6.9979 ** (-2.392)	-5.6567 ** (-2.042)	-12.1154 ** (-7.175)	-13.4413 ** (-8.172)	-12.2509 ** (-7.077)	-11.3425 ** (-7.274)	-9.0478 ** (-5.307)	-7.7607 ** (-2.524)	-7.8862 ** (-2.664)	-5.9015 * (-1.884)	-6.8108 ** (-2.303)	-7.3678 ** (-2.480)	-8.0144 ** (-5.258)	-11.8660 ** (-9.231)	-11.9290 ** (-8.179)	-9.1673 ** (-7.139)	-9.2113 ** (-6.972)
\bar{R}^2	0.2701	0.0268	0.0807	0.0846	0.0808	0.0804	0.0845	0.0468	0.0485	0.0470	0.0467	0.0468	0.1120	0.1154	0.1117	0.1130	0.1118
社数(データ数)	677(5413)	677(5413)	694(3689)	694(3689)	694(3689)	694(3689)	694(3689)	712(2675)	712(2675)	712(2675)	712(2675)	712(2675)	710(4053)	710(4053)	710(4053)	710(4053)	710(4053)

(注) ** 5%水準で有意
 * 10%水準で有意
 ()内はt値
 被説明変数は労働者一人当たり付加価値生産額成長率
 説明変数名は右の通り

SALE: 売上高上位5社集中度
 EXIM: 輸出入比率(所属業種)
 DEBT: 負債総資産比率
 OWNER: 上位10株主持株比率
 FOREIGN: 海外法人等持株比率

FINST: 金融機関持株比率
 CORP: 非金融法人持株比率
 PERSON: 個人等持株比率
 DI: 景気動向指数一致系列
 KL: 資本労働比率変化率

表4 1970年代に比較して90年代の経営効率を低下させた諸要因

(被説明変数PRの平均値は70年代の年率10.3%から90年代の2.3%へ、8%ポイントも低下した)

主要な説明変数	A	B	A + B
EXIM	1.06	- 3.46	- 2.40 (- 30.0%)
DEBT	- 1.03	- 0.60	- 1.63 (- 20.4%)
FOREIGN	0.28	0.41	0.69 (8.6%)
DI	- 1.18	4.54	3.36 (42.0%)
KL	- 1.15	- 0.62	- 1.77 (- 22.1%)
定数項		- 3.71	- 3.71 (- 46.4%)
合計	- 2.02	- 3.44	- 5.46 (- 68.3%)

(注) 主要な説明変数としては、表3の計測の結果、有意な説明力をもつ説明変数を取り上げている。説明変数OWNERは第1期にはプラスで有意な説明力をもっているが、第4期にはマイナスで有意になっている。そのためコンシステントな有意性をもっていないとしてこの表から外した。Aは経営効率性を規定する諸要因の構造が不変であると仮定した場合の各説明変数の貢献度。Bは第1期から第4期にかけて生じた構造変化によって生じた変化。括弧内は、被説明変数の8%ポイント低下に対する各変数の寄与率を示す。

表5 社債発行履歴のある企業とない企業の基本統計（平均値と標準偏差〈括弧内〉）

	社債発行履歴のある企業			社債発行履歴のない企業		
	81～86年度	87～90年度	91～96年度	81～86年度	87～90年度	91～96年度
標本企業数	447	556	596	360	236	132
PR	3.9(14.5)	7.7(13.6)	2.4(14.5)	4.7(16.2)	9.6(18.8)	1.4(16.9)
KL	3.3(6.6)	4.3(7.4)	4.0(6.5)	2.6(7.2)	3.4(10.1)	4.2(8.8)
SALE	57.1(19.1)	61.8(21.3)	63.1(21.3)	61.9(21.1)	63.5(20.6)	64.9(20.7)
EXIM	19.5(12.0)	19.2(11.6)	21.3(14.1)	20.5(12.0)	19.8(12.2)	23.3(16.8)
DEBT	67.2(16.7)	61.7(14.9)	58.6(16.2)	70.9(17.9)	71.1(17.9)	69.1(7.4)
OWNER	42.4(11.9)	44.1(11.2)	43.7(11.5)	50.7(13.5)	54.4(13.6)	53.7(13.6)
FOREIGN	6.8(9.5)	4.4(7.0)	6.1(8.0)	4.0(7.7)	3.1(6.9)	4.4(10.0)
FINST	38.4(13.5)	41.6(14.7)	40.5(13.9)	25.2(13.1)	24.1(13.1)	23.2(12.7)
CORP	23.1(14.9)	25.8(15.1)	25.9(15.5)	32.1(19.7)	38.5(19.8)	38.4(19.4)
PERSON	29.3(12.6)	25.4(10.8)	25.8(10.9)	36.4(16.0)	31.2(14.9)	32.2(14.4)

（注）各変数の定義については、表2の注を参照されたい。

表6 社債発行が経営効率に及ぼした影響

	第1期(1981-1986)					第2期(1987-1990)					第3期(1991-1996)				
SALE	0.0010 (0.051)	0.0064 (0.303)	0.0001 (0.005)	0.0011 (0.055)	0.0023 (0.111)	-0.0277 (-0.781)	-0.0340 (-0.953)	-0.0239 (-0.674)	-0.0264 (-0.746)	-0.0297 (-0.830)	0.0657 * (1.875)	0.0684 ** (1.963)	0.0642 * (1.859)	0.0649 * (1.871)	0.0749 ** (2.125)
SALE × BOND	-0.0288 (-1.116)	-0.0310 (-1.156)	-0.0293 (-1.140)	-0.0291 (-1.133)	-0.0304 (-1.145)	0.0298 (0.780)	0.0393 (1.025)	0.0279 (0.730)	0.0292 (0.765)	0.0315 (0.819)	-0.0785 ** (-2.127)	-0.0824 ** (-2.242)	-0.0779 ** (-2.136)	-0.0786 ** (-2.150)	-0.0883 ** (-2.380)
EXIM	0.0981 ** (2.712)	0.0880 ** (2.324)	0.0963 ** (2.673)	0.1000 ** (2.759)	0.1048 ** (2.798)	0.0332 (0.544)	0.0483 (0.794)	0.0350 (0.574)	0.0274 (0.446)	0.0325 (0.529)	0.0228 (0.514)	0.0137 (0.305)	0.0229 (0.514)	0.0248 (0.557)	0.0261 (0.584)
EXIM × BOND	0.0345 (0.790)	0.0343 (0.754)	0.0318 (0.729)	0.0317 (0.727)	0.0165 (0.365)	0.0263 (0.400)	0.0056 (0.085)	0.0259 (0.394)	0.0305 (0.460)	0.0262 (0.396)	0.0292 (0.629)	0.0370 (0.785)	0.0285 (0.612)	0.0211 (0.451)	0.0290 (0.620)
DEBT	0.0502 ** (2.086)	0.0709 ** (2.830)	0.0576 ** (2.401)	0.0489 ** (2.008)	0.0526 ** (2.159)	0.0981 ** (2.369)	0.0776 * (1.860)	0.0961 ** (2.333)	0.1053 ** (2.481)	0.0982 ** (2.362)	0.0589 * (1.691)	0.0809 ** (2.245)	0.0560 (1.575)	0.0577 (1.644)	0.0681 * (1.932)
DEBT × BOND	0.0203 (0.665)	0.0216 (0.683)	0.0176 (0.578)	0.0289 (0.935)	0.0159 (0.513)	-0.0198 (-0.428)	0.0080 (0.174)	-0.0192 (-0.417)	-0.0234 (-0.495)	-0.0182 (-0.393)	-0.0016 (-0.042)	-0.0079 (-0.200)	0.0053 (0.137)	0.0057 (0.149)	-0.0061 (-0.159)
OWNER	0.0330 (1.036)					-0.0593 (-1.093)					0.0190 (0.363)				
OWNER × BOND	-0.0310 (-0.755)					0.0985 (1.622)					-0.0735 (-1.288)				
FOREIGN		0.1206 ** (1.994)						-0.1469 (-1.260)					0.1774 ** (2.389)		
FOREIGN × BOND		0.0436 (0.634)						0.3218 ** (2.645)					-0.0278 (-0.346)		
FINST			0.0156 (0.477)					0.0556 (0.990)						-0.0323 (-0.571)	
FINST × BOND			0.0352 (0.886)					-0.0823 (-1.371)						0.0685 (1.152)	
CORP				0.0207 (0.931)					-0.0491 (-1.276)					0.0132 (0.352)	
CORP × BOND				-0.0569 * (-1.855)					0.0408 (0.937)					-0.0715 * (-1.747)	
PERSON					-0.0728 ** (-2.663)					0.0514 (1.021)					-0.0899 * (-1.785)
PERSON × BOND					-0.031524 (-0.853)					-0.0633 (-1.095)					0.0449 (0.808)
BOND	-0.0846 (-0.383)	-0.2494 (-1.197)	-0.2880 (-1.325)	-0.1204 (-0.617)	-0.0804 (-0.365)	-0.5884 * (-1.945)	-0.4866 * (-1.872)	-0.1167 (-0.418)	-0.3544 (-1.378)	-0.1794 (-0.647)	0.4819 (1.546)	0.2577 (1.066)	0.0569 (0.220)	0.3666 (1.460)	0.2095 (0.865)
DI	0.1651 ** (13.054)	0.1591 ** (12.711)	0.1654 ** (13.075)	0.1650 ** (13.038)	0.1635 ** (13.101)	0.1101 ** (3.486)	0.1066 ** (3.380)	0.1091 ** (3.454)	0.1076 ** (3.402)	0.1090 ** (3.448)	0.1705 ** (19.999)	0.1667 ** (19.570)	0.1720 ** (20.155)	0.1706 ** (20.018)	0.1721 ** (20.218)
KL	0.3936 ** (2.945)	0.4475 ** (3.302)	0.3972 ** (2.980)	0.3847 ** (2.888)	0.4659 ** (3.430)	0.0785 (0.617)	0.0819 (0.648)	0.0676 (0.532)	0.0711 (0.559)	0.0729 (0.572)	0.1686 (1.330)	0.2055 (1.612)	0.1694 (1.332)	0.1794 (1.415)	0.1714 (1.346)
定数項	-0.7751 ** (-4.496)	-0.7809 ** (-4.846)	-0.7229 ** (-4.386)	-0.7067 ** (-4.678)	-0.5224 ** (-3.107)	-0.1299 (-0.443)	-0.1828 (-0.696)	-0.3835 (-1.404)	-0.2191 (-0.847)	-0.3837 (-1.425)	-1.0444 ** (-3.607)	-1.1129 ** (-4.944)	-0.9214 ** (-3.852)	-1.0081 ** (-4.308)	-0.8887 ** (-3.987)
R ²	0.0846	0.0898	0.1012	0.0854	0.0897	0.0456	0.0510	0.0454	0.0450	0.0448	0.1173	0.1207	0.1171	0.1188	0.1171
F値	4.2141 ++	6.2840 ++	5.3015 ++	5.1276 ++	4.8012 ++	2.7651 +	4.0941 ++	1.7026	2.3626 +	2.3794 +	1.2612	1.3186	1.8153	1.7894	1.3085
社数(データ数)	694(3689)	694(3689)	694(3689)	694(3689)	694(3689)	712(2675)	712(2675)	712(2675)	712(2675)	712(2675)	710(4053)	710(4053)	710(4053)	710(4053)	710(4053)

(注) ** 5%水準で有意 ++ 1%水準で有意

* 10%水準で有意 + 5%水準で有意

()内はt値

被説明変数は労働者一人当たり付加価値生産額成長率

説明変数名は右の通り

SALE: 売上高上位5社集中度

EXIM: 輸出入比率(所属業種)

DEBT: 負債総資産比率

OWNER: 上位10株主持株比率

FOREIGN: 海外法人等持株比率

FINST: 金融機関持株比率

CORP: 非金融法人持株比率

PERSON: 個人等持株比率

BOND: ダミー変数(社債発行経歴)

DI: 景気動向指数一致系列

KL: 資本労働比率変化率

表7 メインバンク関係を維持し続けた企業と変更した企業の基本統計

(平均値と標準偏差 < 括弧内 >)

	メインバンク関係を維持した企業			メインバンク関係を変更した企業		
	81～86年度	87～90年度	91～96年度	81～86年度	87～90年度	91～96年度
標本企業数	687	633	580	69	128	130
PR	4.1(15.1)	8.2(15.1)	2.5(14.8)	5.5(16.7)	8.2(14.8)	1.3(15.4)
KL	3.0(6.9)	3.9(8.1)	4.0(6.7)	3.6(6.5)	4.8(8.6)	4.2(7.8)
SALE	59.1(20.1)	62.4(21.0)	64.1(21.1)	59.2(20.7)	61.4(22.1)	59.9(21.4)
EXIM	19.9(12.2)	19.4(12.0)	21.7(14.9)	19.2(9.9)	19.1(10.5)	21.3(13.1)
DEBT	69.5(16.9)	65.2(15.5)	61.5(16.3)	58.6(19.3)	58.3(18.9)	55.1(20.6)
OWNER	46.0(13.4)	46.7(12.7)	45.3(12.4)	43.4(11.4)	46.8(12.5)	45.6(12.6)
FOREIGN	5.6(9.0)	4.1(7.1)	5.8(8.3)	6.3(8.2)	3.9(6.2)	6.1(8.6)
FINST	32.8(15.0)	37.3(16.3)	38.1(15.3)	34.2(13.3)	36.1(15.5)	35.9(14.2)
CORP	27.2(17.7)	29.2(17.2)	28.0(16.7)	21.9(15.0)	28.1(17.8)	27.6(17.6)
PERSON	32.0(14.4)	26.4(12.0)	26.4(11.6)	35.1(15.8)	29.4(13.2)	28.8(12.5)

(注) 各変数の定義については、表2を参照されたい。

表 8 メインバンク関係の変更が経営効率に及ぼした影響

	第 1 期 (1981-1986)					第 2 期 (1987-1990)					第 3 期 (1991-1996)				
SALE	-0.0151 (-1.129)	-0.0080 (-0.574)	-0.0142 (-1.071)	-0.0143 (-1.077)	-0.0113 (-0.816)	0.0004 (0.024)	0.0018 (0.114)	0.0008 (0.053)	0.0004 (0.027)	-0.0001 (-0.005)	-0.0027 (-0.206)	-0.0018 (-0.136)	-0.0017 (-0.130)	-0.0031 (-0.237)	0.0000 (-0.000)
SALE × NMAIN	0.0332 (0.659)	0.0327 (0.632)	0.0394 (0.782)	0.0333 (0.664)	0.0289 (0.565)	-0.0197 (-0.539)	-0.0079 (-0.221)	-0.0191 (-0.531)	-0.0069 (-0.190)	-0.0174 (-0.478)	-0.0085 (-0.273)	-0.0078 (-0.249)	-0.0122 (-0.392)	-0.0064 (-0.206)	-0.0162 (-0.522)
EXIM	0.1152 ** (4.807)	0.1052 ** (4.219)	0.1147 ** (4.800)	0.1147 ** (4.797)	0.1150 ** (4.655)	0.0660 ** (2.182)	0.0634 ** (2.100)	0.0678 ** (2.241)	0.0670 ** (2.212)	0.0653 ** (2.153)	0.0436 ** (2.126)	0.0404 * (1.940)	0.0426 ** (2.065)	0.0398 * (1.934)	0.0460 ** (2.221)
EXIM × NMAIN	0.0091 (0.087)	0.0352 (0.328)	0.0114 (0.109)	0.0284 (0.271)	0.0363 (0.340)	-0.0761 (-1.026)	-0.0586 (-0.801)	-0.0788 (-1.066)	-0.0818 (-1.111)	-0.0764 (-1.028)	0.0179 (0.362)	0.0205 (0.409)	0.0191 (0.384)	0.0166 (0.334)	0.0175 (0.350)
DEBT	0.0684 ** (4.300)	0.0897 ** (5.401)	0.0748 ** (4.700)	0.0718 ** (4.447)	0.0710 ** (4.381)	0.0893 ** (4.191)	0.0947 ** (4.473)	0.0848 ** (3.928)	0.0903 ** (4.172)	0.0918 ** (4.341)	0.0609 ** (3.678)	0.0726 ** (4.262)	0.0661 ** (3.904)	0.0646 ** (3.880)	0.0689 ** (4.051)
DEBT × NMAIN	-0.0456 (-0.797)	-0.0099 (-0.158)	-0.0389 (-0.694)	-0.0727 (-1.199)	-0.0218 (-0.394)	0.0108 (0.235)	0.0447 (1.000)	0.0320 (0.699)	0.0635 (1.317)	0.0116 (0.264)	-0.0480 (-1.395)	-0.0297 (-0.814)	-0.0531 (-1.499)	-0.0372 (-1.032)	-0.0611 * (-1.798)
OWNER	0.0166 (0.844)					0.0210 (0.818)					-0.0474 ** (-2.170)				
OWNER × NMAIN	0.1373 (1.447)					-0.0149 (-0.222)					0.0010 (0.018)				
FOREIGN		0.1413 ** (4.502)					0.0626 (1.275)					0.1392 ** (4.038)			
FOREIGN × NMAIN		0.0003 (0.002)					0.3172 ** (2.453)					0.0760 (0.903)			
FINST			0.0271 (1.548)					-0.0297 (-1.470)					0.0327 * (1.821)		
FINST × NMAIN			-0.1241 (-1.554)					0.0842 (1.593)					-0.0017 (-0.036)		
CORP				-0.0054 (-0.355)					0.0039 (0.203)					-0.0422 ** (-2.561)	
CORP × NMAIN				0.1539 ** (2.023)					-0.1196 ** (-2.407)					-0.0207 (-0.504)	
PERSON					-0.0757 ** (-4.084)					0.0157 (0.578)					-0.0614 ** (-2.580)
PERSON × NMAIN					-0.0096 (-0.143)					0.0002 (0.003)					0.0243 (0.447)
NMAIN	-0.2223 (-0.599)	0.0113 (0.030)	0.3868 (0.989)	0.0163 (0.051)	0.0706 (0.193)	0.2345 (0.783)	-0.1196 (-0.415)	-0.1136 (-0.345)	0.1593 (0.594)	0.1719 (0.557)	0.1568 (0.643)	0.0632 (0.280)	0.2168 (0.827)	0.1551 (0.753)	0.2105 (0.931)
DI	0.1599 ** (12.481)	0.1547 ** (12.181)	0.1594 ** (12.431)	0.1599 ** (12.472)	0.1586 ** (12.507)	0.1019 ** (3.107)	0.1012 ** (3.086)	0.0987 ** (3.003)	0.0987 ** (3.006)	0.0998 ** (3.028)	0.1691 ** (19.685)	0.1653 ** (19.269)	0.1706 ** (19.867)	0.1690 ** (19.681)	0.1708 ** (19.919)
KL	0.4159 ** (3.076)	0.4572 ** (3.332)	0.4162 ** (3.084)	0.4092 ** (3.033)	0.4671 ** (3.405)	0.0552 (0.416)	0.0613 (0.463)	0.0425 (0.320)	0.0440 (0.332)	0.0530 (0.400)	0.1597 (1.280)	0.1858 (1.479)	0.1647 (1.315)	0.1755 (1.405)	0.1565 (1.248)
定数項	-0.8386 ** (-6.924)	-0.9431 ** (-7.980)	-0.8791 ** (-7.104)	-0.7941 ** (-7.098)	-0.6442 ** (-5.258)	-0.5884 ** (-2.675)	-0.5604 ** (-2.666)	-0.4136 * (-1.845)	-0.5176 ** (-2.459)	-0.5468 ** (-2.589)	-0.6112 ** (-4.887)	-0.8628 ** (-8.350)	-0.8871 ** (-7.615)	-0.6906 ** (-6.573)	-0.7046 ** (-6.703)
R ²	0.0805	0.0838	0.0807	0.0807	0.0838	0.0459	0.0500	0.0469	0.0480	0.0458	0.1130	0.1163	0.1127	0.1139	0.1129
F値	1.2930	0.9095	1.3781	1.6395	0.6774	0.4278	1.6058	0.9005	1.5730	0.3943	0.6898	0.6976	0.6424	0.6326	0.9239
社数(データ数)	694(3689)	694(3689)	694(3689)	694(3689)	694(3689)	712(2675)	712(2675)	712(2675)	712(2675)	712(2675)	710(4053)	710(4053)	710(4053)	710(4053)	710(4053)

(注) ** 5%水準で有意 + 1%水準で有意
 * 10%水準で有意 + 5%水準で有意
 ()内はt値
 被説明変数は労働者一人当りの付加価値生産額成長率
 説明変数名は右の通り

SALE: 売上高上位 5 社集中度 CORP: 非金融法人持株比率
 EXIM: 輸出入比率 (所属業種) PERSON: 個人等持株比率
 DEBT: 負債総資産比率 NMAIN: ダミー変数 (メインバンク関係に変更)
 OWNER: 上位10株持株比率 DI: 景気動向指数一致系列
 FOREIGN: 海外法人等持株比率 KL: 資本労働比率変化率
 FINST: 金融機関持株比率

表9 メインバンク安定企業と不安定企業の比較（平均値と標準偏差〈括弧内〉）

	メインバンク安定企業				メインバンク不安定企業			
	71～80年度	81～86年度	87～90年度	91～96年度	71～80年度	81～86年度	87～90年度	91～96年度
標本企業数	474	487	517	516	283	302	321	328
PR	10.2 (22.3)	4.0 (15.0)	8.2 (14.9)	2.6 (14.6)	10.1 (21.4)	4.0 (15.9)	7.3 (14.5)	1.7 (13.9)
KL	7.5 (9.8)	3.0 (6.6)	4.2 (8.2)	4.1 (6.9)	8.5 (12.1)	4.2 (9.9)	4.5 (8.9)	4.2 (7.9)
SALE	55.3 (18.2)	59.2 (19.4)	62.5 (20.8)	64.1 (21.2)	54.5 (19.4)	58.8 (20.3)	60.2 (20.7)	60.2 (20.5)
EXIM	16.6 (10.1)	20.3 (12.8)	19.6 (12.3)	22.0 (15.3)	15.0 (8.2)	18.9 (10.3)	18.3 (9.7)	19.9 (11.3)
DEBT	75.7 (13.3)	69.9 (16.6)	65.3 (15.5)	61.8 (16.3)	68.4 (16.9)	60.1 (19.3)	58.1 (18.9)	54.0 (20.3)
OWNER	46.5 (15.0)	45.7 (13.6)	46.4 (12.7)	45.2 (12.5)	51.1 (14.7)	49.4 (13.8)	51.0 (13.9)	49.7 (13.8)
FOREIGN	2.7 (7.1)	5.8 (8.8)	4.1 (6.7)	5.7 (7.7)	3.0 (8.6)	5.5 (9.5)	3.6 (7.1)	5.0 (8.5)
FINST	n.a.	34.1 (15.0)	38.3 (16.2)	38.6 (15.3)	n.a.	27.0 (14.1)	30.0 (16.0)	30.7 (15.4)
CORP	n.a.	27.0 (17.5)	28.8 (16.9)	27.7 (16.5)	n.a.	31.3 (20.1)	34.7 (19.9)	34.1 (19.3)
PERSON	n.a.	30.6 (13.8)	25.8 (11.9)	26.3 (11.8)	n.a.	34.5 (15.6)	29.2 (13.6)	28.8 (13.1)

（注） 各変数の定義は表2の注を参照されたい。

表 10 メインバンク安定企業と不安定企業の経営効率の比較

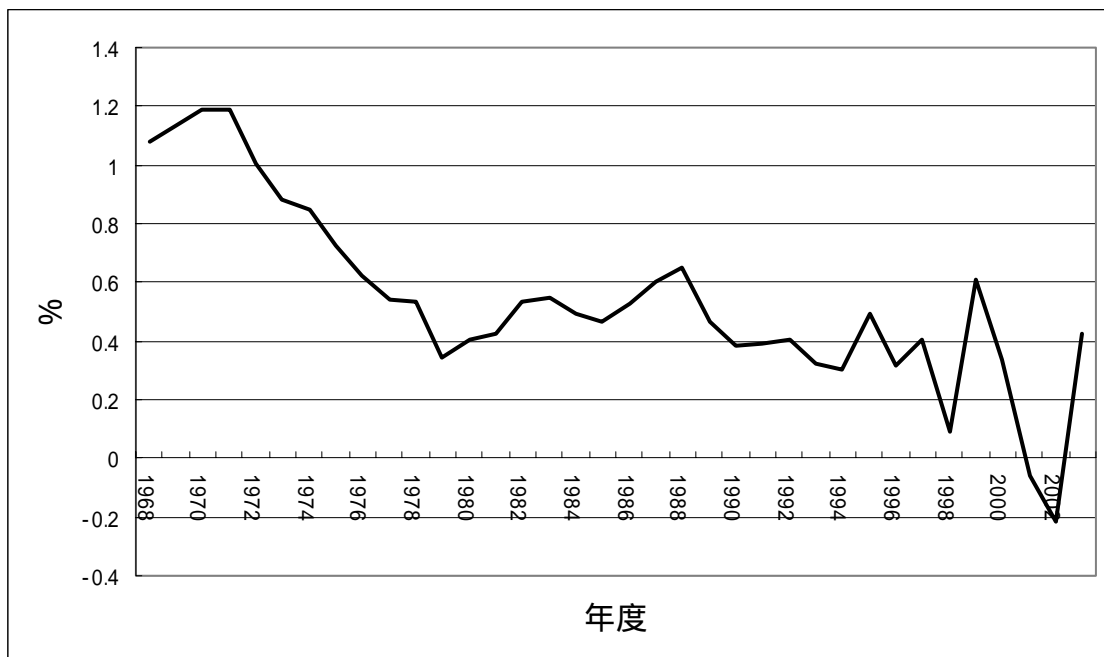
	第 1 期 (1971-1980)		第 2 期 (1981-1986)					第 3 期 (1987-1990)					第 4 期 (1991-1996)					
SALE	-0.0124 (-0.379)	-0.0160 (-0.490)	0.0084 (0.399)	0.0073 (0.336)	0.0074 (0.349)	0.0074 (0.352)	0.0055 (0.254)	-0.0198 (-0.953)	-0.0199 (-0.966)	-0.0203 (-0.977)	-0.0205 (-0.990)	-0.0204 (-0.979)	-0.0188 (-1.147)	-0.0240 (-1.431)	-0.0193 (-1.168)	-0.0188 (-1.148)	-0.0224 (-1.343)	
SALE × MAIN	0.0353 (0.840)	0.0402 (0.954)	-0.0367 (-1.406)	-0.0282 (-1.047)	-0.0335 (-1.281)	-0.0339 (-1.299)	-0.0287 (-1.075)	0.0153 (0.577)	0.0156 (0.593)	0.0165 (0.626)	0.0163 (0.618)	0.0159 (0.603)	0.0201 (0.962)	0.0273 (1.282)	0.0221 (1.050)	0.0207 (0.991)	0.0266 (1.257)	
EXIM	0.2412 ** (3.254)	0.2302 ** (3.097)	0.1230 ** (2.910)	0.1179 ** (2.688)	0.1241 ** (2.928)	0.1232 ** (2.911)	0.1290 ** (2.972)	0.1438 ** (3.161)	0.1319 ** (2.912)	0.1434 ** (3.160)	0.1403 ** (3.085)	0.1436 ** (3.157)	0.0261 (0.852)	0.0164 (0.526)	0.0254 (0.824)	0.0237 (0.771)	0.0290 (0.940)	
EXIM × MAIN	-0.0371 (-0.429)	-0.0224 (-0.258)	-0.0181 (-0.380)	-0.0244 (-0.492)	-0.0201 (-0.421)	-0.0186 (-0.391)	-0.0244 (-0.499)	-0.1016 * (-1.902)	-0.0898 * (-1.688)	-0.0997 * (-1.870)	-0.0957 * (-1.791)	-0.1011 * (-1.893)	0.0068 (0.194)	0.0149 (0.416)	0.0066 (0.188)	0.0052 (0.149)	0.0061 (0.172)	
DEBT	0.0536 (1.502)	0.0691 * (1.952)	0.0578 ** (2.534)	0.0783 ** (3.373)	0.0630 ** (2.796)	0.0664 ** (2.864)	0.0610 ** (2.721)	0.0342 (1.432)	0.0490 ** (2.173)	0.0404 * (1.684)	0.0499 ** (2.059)	0.0406 * (1.796)	0.0334 * (1.951)	0.0466 ** (2.688)	0.0349 ** (1.992)	0.0358 ** (2.049)	0.0332 ** (1.986)	
DEBT × MAIN	0.0129 (0.257)	0.0018 (0.035)	-0.0035 (-0.119)	-0.0012 (-0.040)	0.0006 (0.020)	-0.0066 (-0.224)	-0.0012 (-0.042)	0.0826 ** (2.528)	0.0710 ** (2.255)	0.0728 ** (2.211)	0.0642 * (1.941)	0.0786 ** (2.489)	0.0108 (0.450)	0.0067 (0.273)	0.0147 (0.596)	0.0121 (0.496)	0.0163 (0.678)	
OWNER	0.0072 (0.172)		0.0202 (0.631)					0.0260 (0.796)					-0.0142 (-0.562)					
OWNER × MAIN	0.0348 (0.662)		0.0055 (0.141)					-0.0002 (-0.005)					-0.0487 (-1.462)					
FOREIGN		0.2051 ** (2.927)		0.1188 ** (2.510)					0.1678 ** (3.771)					0.1414 ** (3.737)				
FOREIGN × MAIN		-0.2016 ** (-2.123)		0.0519 (0.881)					-0.1634 ** (-2.080)					-0.0346 (-0.629)				
FINST					0.0056 (0.179)						-0.0004 (-0.012)				0.0144 (0.624)			
FINST × MAIN					0.0274 (0.740)						-0.0252 (-0.707)				0.0175 (0.592)			
CORP						-0.0128 (-0.572)					-0.0243 (-1.049)					-0.0154 (-0.831)		
CORP × MAIN						0.0041 (0.145)					0.0451 (1.458)					-0.0262 (-1.047)		
PERSON							-0.0322 (-1.169)					0.0005 (0.016)					-0.0499 * (-1.931)	
PERSON × MAIN							-0.0588 * (-1.680)					-0.0023 (-0.054)					0.0109 (0.310)	
MAIN	-0.2141 (-0.897)	-0.1022 (-0.468)	0.0759 (0.372)	0.0086 (0.045)	-0.0114 (-0.055)	0.0805 (0.440)	0.1764 (0.866)	-0.2664 (-1.187)	-0.2043 (-1.051)	-0.1759 (-0.782)	-0.3136 (-1.605)	-0.2605 (-1.220)	0.0571 (0.311)	-0.1219 (-0.798)	-0.1824 (-1.042)	-0.0606 (-0.394)	-0.1855 (-1.141)	
DI	0.0621 ** (6.269)	0.0627 ** (6.342)	0.1687 ** (14.173)	0.1635 ** (13.866)	0.1690 ** (14.198)	0.1686 ** (14.162)	0.1679 ** (14.230)	0.0849 ** (2.864)	0.0833 ** (2.810)	0.0831 ** (2.801)	0.0839 ** (2.827)	0.0844 ** (2.833)	0.1647 ** (21.616)	0.1625 ** (21.368)	0.1660 ** (21.791)	0.1648 ** (21.632)	0.1662 ** (21.837)	
KL	0.3445 ** (3.962)	0.3481 ** (4.003)	0.3909 ** (2.962)	0.4227 ** (3.170)	0.3895 ** (2.951)	0.3824 ** (2.899)	0.4279 ** (3.215)	0.1128 (0.899)	0.1188 (0.950)	0.1051 (0.838)	0.1098 (0.876)	0.1122 (0.895)	0.0778 (0.702)	0.0897 (0.805)	0.0807 (0.725)	0.0880 (0.793)	0.0722 (0.649)	
定数項	-0.0834 (-0.468)	-0.1295 (-0.809)	-0.8701 ** (-5.340)	-0.9013 ** (-6.042)	-0.8335 ** (-5.264)	-0.8088 ** (-5.667)	-0.7386 ** (-4.583)	-0.3339 (-1.426)	-0.3206 (-1.481)	-0.2524 (-1.075)	-0.2330 (-1.070)	-0.2622 (-1.164)	-0.5227 ** (-3.791)	-0.6378 ** (-5.467)	-0.6163 ** (-4.584)	-0.5433 ** (-4.638)	-0.4591 ** (-3.587)	
R ²	0.0228	0.0227	0.0801	0.0848	0.0803	0.0797	0.0835	0.0505	0.0523	0.0504	0.0506	0.0500	0.1105	0.1118	0.1095	0.1102	0.1098	
F値	0.0952	0.2295	1.5359	2.1448	2.0976	1.6565	2.0875	2.1741	2.8730 +	2.1723	2.4483 +	2.0240	0.8961	0.9454	0.6844	0.7456	0.8524	
社数(データ数)	757(5950)	757(5950)	789(4201)	789(4201)	789(4201)	789(4201)	789(4201)	838(3134)	838(3134)	838(3134)	838(3134)	838(3134)	844(4833)	844(4833)	844(4833)	844(4833)	844(4833)	

(注) ** 5%水準で有意 + 1%水準で有意
 * 10%水準で有意 + 5%水準で有意
 ()内はt値
 被説明変数は一人当たり付加価値生産額成長率
 説明変数名は右の通り

SALE: 売上高上位5社集中度
 EXIM: 輸出入比率(所属業種)
 DEBT: 負債総資産比率
 OWNER: 上位10株主持株比率
 FOREIGN: 海外法人等持株比率
 FINST: 金融機関持株比率

CORP: 非金融法人持株比率
 PERSON: 個人等持株比率
 DUMI: ダミー変数(メインバンク関係が安定している企業)
 DI: 景気動向指数一致系列
 KL: 資本労働比率変化率

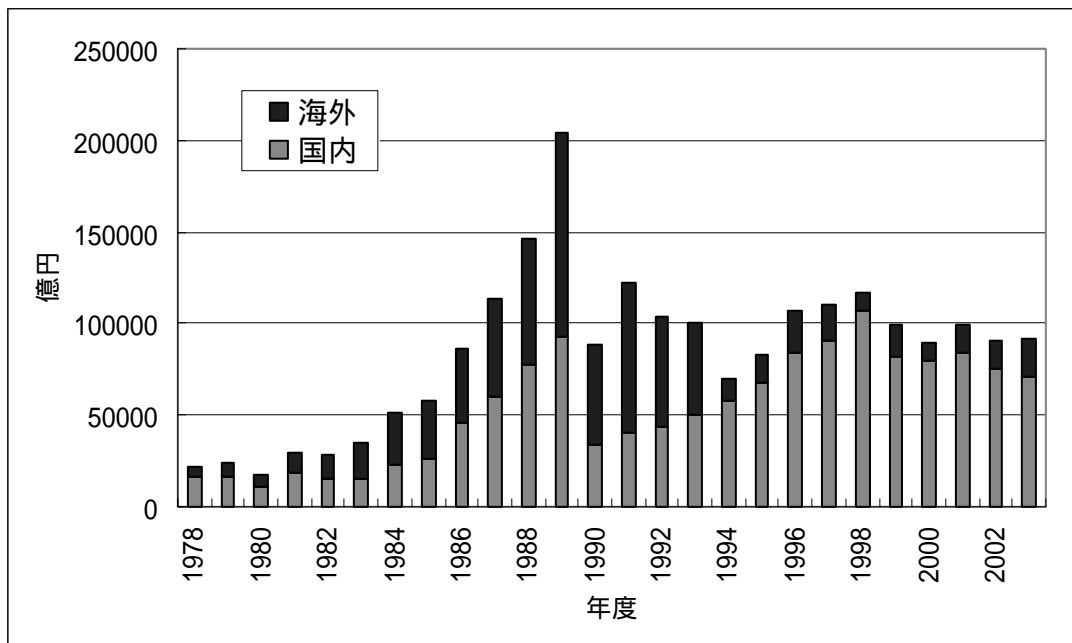
図1 普通銀行の収益率の推移：1968年～2003年



(注) 収益率は OECD の Bank Profitability における “ net income/assets ” に相当する。

(出所) 全国銀行協会 『全国銀行財務諸表分析』 各年度

図2 日本企業の国内、海外における各種社債発行額、1978年度～2003年度



(出所) 野村総合研究所『公社債要覧』
 (注) 転換社債、新株引受権付社債を含む