



ID	JJF00196
----	----------

論文名	メインバンク関係と日本企業の経営効率性 —バブル期前後における実証分析—
	Main bank relationships and the efficiency of Japanese firms: Comparison between pre- and post-bubble blues
著者名	内田交謹
	Konari Uchida
ページ	41-55

雑誌名	経営財務研究
	Japan Journal of Finance
発行巻号	第21巻第1号
	Vol.21 / No. 1
発行年月	2001年6月
	Jun. 2001
発行者	日本経営財務研究学会
	Japan Finance Association
ISSN	2186-3792

メインバンク関係と日本企業の経営効率性

—バブル期前後における実証分析—

内田 交謹
(北九州市立大学)

要 旨

投資家にとっての経営効率性の観点からみて、1980年代前半のメインバンクは状態依存的な経営規律づけ機能を果たしていた。しかしバブル期、バブル崩壊後にはメインバンクの経営規律づけ機能が有効な企業の割合が減少しており、その意味でメインバンクの機能は低下している。

キーワード：メインバンク、委託されたモニター、経営規律づけ機能

1 はじめに

一般に日本企業の財務的特徴として、多くの企業がメインバンクと呼ばれる特定の銀行と長期的取引関係を維持してきたことを指摘できる。このメインバンクの機能についての代表的な議論として、メインバンクを企業についての委託されたモニターとして捉える議論がある (Aoki, Patrick and Sheard (1994) 等)。そこでは、情報の非対称性のある金融市場において、メインバンクが企業の投資プロジェクトの収益性や資金の使途、経営者の努力水準などについて、他の投資家から委託された形でモニタリングを行うと考えられている。

メインバンクのモニタリング機能を支持する代表的な実証分析では、メインバンクと設備投資の関係が分析されている (Hoshi, Kashyap and Scherfstein (1991), 岡崎・堀内 (1992) 等)。そこでは、メインバンク関係の強い企業ほど投資の内部資金制約が緩和されていることが示されている。この結果は、メインバンクが委託されたモニターとして機能し、外部資金調達に伴うエージェンシー・コストを軽減するという仮説を支持するものと解釈されている。

他方、バブル崩壊後株価が低迷し、ROEが戦後最低水準に陥ったことから、日本においてコーポレート・ガバナンスの問題が盛んに議論されるようになった。その結果近年では、ROEやEVAを経営目標に掲げる企業が多くなってきている。これらを考慮すると、投資家にとっての経営効率性の観点からメインバンクのモニタリング機能を分析することは、メインバンクの機能をバブル崩壊後に重視されるようになった尺度から再検討し、日本のコーポレート・ガバナンスにおけるメインバンクの機能を考察する上で一定の意義があると考えられる。そこで本稿では、メインバンクが投資家にとっての経営効率性を改善させる機能 (以下、経営規律づけ機能とする) を果たしてきたかどうかを分析する。

また近年では、大株主あるいは機関投資家の存在、負債、経営者の株式保有などさまざまなモニタリング、経営規律づけ手段が企業価値あるいはパフォーマンス (firm performance) に与える影響が分析されている (Mork, Schleifer and Vishny (1988), McConnell and Servaes (1990, 1995) 等)。

このような観点からも、委託されたモニターとしてのメインバンクが経営規律づけ機能を果たすかという問題が提起される。

本稿の目的は上述の問題意識の下で、メインバンクと日本企業の経営効率性の関係を分析することである。本稿の実証分析の特徴は 3 点ある。第一に、本稿ではメインバンクが融資銀行団における委託されたモニターであり、メインバンクのモニタリングには状態依存的な性質があることを考慮して分析を行っている。

メインバンクと日本企業の経営効率性の関係を分析した先行研究においては、必ずしもメインバンク関係の強い企業ほど経営効率性が高いという結果が提示されているわけではない（中谷（1983）、広田（1996）等）。これに対して、メインバンクのモニタリングには状態依存的な性質があり、将来支払不能に陥る確率が相対的に高い、あるいは既に事実上の支払不能状態に陥っている企業については、メインバンクが経営規律づけ機能を果たすと考えられる一方で、支払不能に陥る確率が低く、債権者としてのモニタリングが必要でない企業については、メインバンクは経営規律づけ機能を果たさないと考えられる。そこで本稿では、支払能力が高い企業と低い企業とで、メインバンクの経営規律づけ機能に違いがあるかどうかを検証する。

本稿の第二の特徴は、メインバンクの経営規律づけ機能について、バブル期以前、バブル期、バブル崩壊後のそれぞれについて分析し、比較を行っている点である。一般にバブル期には、銀行が不動産担保融資を積極的に行ったと言われており、メインバンクのモニタリング機能が低下した可能性がある。また山中（1997）はバブル期のメインバンク関係について、①あらゆる業種、企業で高収益をあげることが可能であったために企業の経営力、経営体質の問題点が顕在化しなくなり、メインバンクの審査マインドが低下した、②資金需要の低下によるメインバンクと企業の力関係の変容により、メインバンクが企業から得る情報が質・量ともに大幅に減少したことから、メインバンクの審査能力が低下したと指摘している⁽¹⁾。

さらに「バブル崩壊後次々と表面化した不良債権の山は、銀行（メインバンク）のそうした審査・監視能力が幻想にすぎなかったことを明らかにした⁽²⁾」と言われるように、バブル崩壊後においては、メインバンクのモニタリング機能に疑問が提起されるようになってきている。

本稿ではこれらのことを考慮して、メインバンクが従来経営規律づけ機能を果たしていたのかどうか、またそのような機能がバブル期、バブル崩壊後において変化したかどうかを分析する。

最後に本稿では、メインバンクの経営規律づけ機能を投資家の立場から分析する。近年のコーポレート・ガバナンスについての実証分析においては、人件費などの従業員余剰を企業価値の構成要素として含める分析が行われている（Lichtenberg and Pushner（1994）、広田（1996）、米澤・宮崎（1996）等）。このような分析は、「労働管理企業」と言われる日本企業の特徴を考慮すると、非常に重要であると言われている。しかしながら先に指摘したように、日本でコーポレート・ガバナンスの議論が盛んになった背景に、ROE という株主にとっての収益性が低下したことを考慮すると、投資家の立場からメインバンクのモニタリング機能を分析、評価しておくことは、日本のコーポレート・ガバナンスのあり方を考察する上で一定の意義があると考えられる。

本稿の構成は以下の通りである。2 節ではメインバンクのモニタリング機能について説明し、これま

(1) 山中（1997）、21–22 頁。

(2) 伊藤（1998）、2 頁。

で行われた実証分析をレビューする。3節では実証分析が行われ、解釈が行われる。4節では、結論と要約が述べられる。

2 メインバンクの経営規律づけ機能

(1) 委託されたモニターとしてのメインバンク

近年のメインバンクについての議論では、メインバンクが企業についての委託されたモニターとして機能すると指摘されている (Aoki, Patrick and Sheard (1994) 等)。Aoki, Patrick and Sheard (1994) によれば、メインバンクが行うモニタリング活動は事前的モニタリング、中間的モニタリング、事後的モニタリングの3段階に分類される。

第一に、メインバンクは貸出を行う前の段階において、企業のプロジェクトが有望なものであるかどうかをモニターする (事前的モニタリング)。また貸出後において、メインバンクは経営者の投資行動や努力水準、財務状況などについてモニタリングを行うことになる (中間的モニタリング)。

さらに、メインバンクは企業が経営危機に陥った場合に、企業の将来の収益性等を判断した上で、必要であれば金融支援を行い、非効率な経営を行った経営者を更迭することで、企業の再建をはかると言われている (事後的モニタリング)。

メインバンクがこのように委託されたモニターとして機能するのであれば、メインバンクは企業の経営効率性を改善する機能を果たすであろう。例えばメインバンクは、経営者が借入資金を非効率な投資に利用することのないようモニタリングを行うことで、企業の経営効率性を改善すると考えられる。また企業の業績が低迷し、将来的に支払不能に陥る可能性がある場合には、メインバンクは経営者に人件費の削減や遊休資産の売却等を要求し、企業の経営効率性を改善させると考えられる。

さらに企業が経営危機に陥った場合には、メインバンクは金融支援を行うだけでなく、役員を派遣し、経営者を更迭するのが一般的である。このことは、メインバンクの事後的モニタリングが事実上メインバンクによるテイク・オーバーになっており、メインバンクがテイク・オーバーのかわりに非効率な行動をとる経営者を規律づける役割を果たしていることを意味している。

(2) メインバンクのモニタリングの状態依存的性質

前項で説明したように、メインバンクは企業についての委託されたモニターとして機能すると考えられる。他方で、メインバンクのモニタリングは状態依存的な性質を持つことが指摘されている。すなわち、企業が正常もしくは良好な財務状況にある場合には、メインバンクは積極的なモニタリング活動を行わないのに対し、支払能力の低い企業や財務危機に陥った企業については、メインバンクは積極的にモニタリング活動を行うと言われているのである⁽³⁾。

メインバンクのモニタリングが状態依存的な性質を有することについては、メインバンクが株主あるいは投資家全体における委託されたモニターというよりも、主に融資銀行団における委託されたモニターであると考えることによって説明することができる。ここでは簡単なモデルを用いて、メインバンクのモニタリングが状態依存的な性質を持つことについて説明する。

0, 1, 2の3時点からなるモデルを考える (図1参照)。企業は $t=0$ において既存資産を有しており、

(3) Aoki (1994), 訳書145頁。

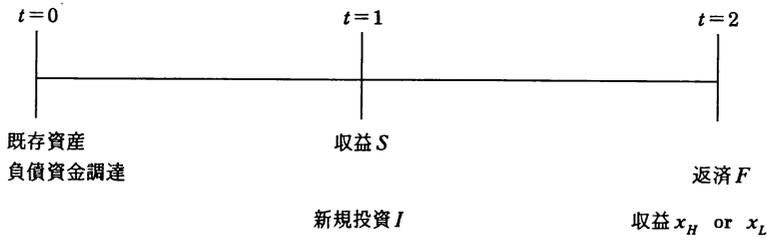


図 1 タイムライン

$t=1$ に確実に収益 S がもたらされるとする。また企業は $t=0$ において、メインバンクを含めた融資銀行団から借入を行っており、 $t=2$ に債権者全体に $F(<S)$ だけ返済することになっている。ここでメインバンクは、企業に対するモニタリングを融資銀行団から委託されているとする。

他方 $t=1$ において、企業に必要な資本 $I(<S)$ の新規投資プロジェクトが生起し、経営者が新規投資を実行するかどうかを決定する。 $t=1$ に新規プロジェクトを実行した場合、 $t=2$ に確率 p で x_H 、確率 $1-p$ で x_L の収益がもたらされる。ここで、 $0 < x_L < I < x_H$ 、 $px_H + (1-p)x_L < I$ であり、新規投資のNPVは負であると仮定する。ただし経営者にとってはプロジェクトを実行することによる私的便益が大きく、プロジェクトの実行を望んでいるとする。なお投資に必要な資金は内部資金で調達される。

外部の投資家は経営者の投資行動を観察することはできないが、メインバンクはモニタリングを行うことで、経営者の投資行動を観察できるとする。単純化のために、メインバンクのモニタリングに要するコストはゼロとする。また投資家はリスク中立的で、安全利子率をゼロとする。

以下二つのケースに分けて、メインバンクが $t=1$ において、経営者が新規投資を実行しないようにモニタリングを行うかどうかを考察する⁽⁴⁾。

① $F \geq S - I + x_L$ の場合

最初に、内部資金 S が乏しい、あるいは負債 F が多いために、新規投資が実行され、 $t=2$ に $x = x_L$ となった場合には、企業が融資銀行団に F を返済することができなくなるケースを考える。

$F < S$ より、経営者が新規投資を実行しなければ $t=2$ に融資銀行団に対して確実に F が返済されるので、このケースで経営者が $t=1$ に新規投資を実行すれば、融資銀行団あるいはメインバンクの債権価値は低下する。したがって、融資銀行団における委託されたモニターであるメインバンクは、 $t=1$ に債権者としてのモニタリングを行い、経営者が新規投資を実行しないようモニタリングを行うことになる。またそのようなモニタリングを行うことは、メインバンク自身にとっても有利な行動となる⁽⁵⁾。

このことは、内部資金 S が小さい、あるいは負債 F が大きいために支払能力が低くなっている企業については、メインバンクが非効率な新規投資が実行されることのないようモニタリングを行い、経営効率の低下を防止することを意味している。

(4) ここでは、メインバンクが経営者の新規投資行動に対するモニタリングを行うケースを想定しているが、例えば $t=1$ に経営者が従業員に支払う人件費の水準についてモニタリングを行うと想定することもできる。

(5) またこのようなメインバンクのモニタリング活動は、 $NPV < 0$ の新規投資の実行を防止することになるので、株主の利害とも一致する。

② $F < S - I + x_L$ の場合

次に内部資金 S が豊富である、あるいは負債 F が少ないために、経営者が $t=1$ に新規投資を実行しても、 $t=2$ に確実に融資銀行団へ F を返済できる場合を考える。この場合は明らかに、経営者が新規投資を実行しても債権価値は下落しない。したがって、融資銀行団あるいは債権者としてのメインバンクは、経営者の新規投資行動をモニターするインセンティブを持たないことになる。

しかしながら、経営者が新規投資を実行すれば、株式価値が $S - F$ から $S - F + px_H + (1-p)x_L - I$ に低下する。したがって株主にとっては、経営者が $t=1$ に新規投資を実行しないようにモニタリングを行う必要がある。

このケースにおいて、メインバンクが株主としてのモニタリングを行うかどうかは、議論の分かれる問題であろう⁽⁶⁾。

日本企業において、メインバンクが主要株主となっていること、企業が債権者のためのモニタリングを必要とする場合にはメインバンクが委託されたモニターとして機能することを考慮すると、メインバンクは株主としてのモニタリングを行い得る立場にあると考えられる。すなわちメインバンクは主要株主であり、経営者が非効率な投資決定を行えば、株主として損失を負担することになるので、経営者が $NPV < 0$ の投資を実行しないようモニタリングを行うインセンティブを持つと考えられる。メインバンクがこのような株主としてのモニタリングを行うとすれば、メインバンクは株主から委託された形でもモニタリングを行っているということになる⁽⁷⁾。

これに対して、メインバンクの株式保有が株式持合いを形成していることを考慮すると、メインバンクは株主としてのモニタリングを行わないと考えることもできる。すなわち一般に株式持合いにおいては、持合い関係にある企業の経営者同士が互いの経営を信認し合うため、経営者の自律性が非常に強くなると言われている。したがってメインバンクが企業の株式を保有している場合も、通常それが持合い関係にある株式であることを考慮すると、メインバンクは株主としてのモニタリングを行わないと考えることができる。

株式持合いの特徴を考慮し、メインバンクが株主としてのモニタリングを行わないと仮定すれば、ケース (2) においては、メインバンクは経営者の新規投資行動に対するモニタリングを行わないことになる。すなわち、内部資金 S が豊富である、あるいは負債 F が少ないために支払能力が高い企業に対しては、メインバンクはモニタリングを行わないことになる。このことは、メインバンクが融資銀行団における委託されたモニターとして機能する一方、株主としてのモニタリングは行わないと仮定した場合に、メインバンクのモニタリングには状態依存的な性質があることを意味している。

(3) 先行研究

2.1 で指摘したように、一般にメインバンクは企業についての委託されたモニターとして機能し、経営規律づけ機能を果たすと考えられる。しかしながら、メインバンク関係と企業の経営効率性の関係に

(6) この点については、広田 (1997)、153 頁で議論されている。

(7) メインバンクが株式市場における委託されたモニターとして機能すると指摘する議論としては、井手 (1994) がある。ただし井手 (1994) は、メインバンクの機能について、企業の大株主であり続ける中で「ダウンサイド・リスクをコントロールする立場で経営をコミットする」と指摘しており、必ずしもメインバンクが株価を最大化するようにモニタリングを行うと考えているわけではない。

ついてこれまで行われてきた実証分析では、必ずしもメインバンク関係の強い企業ほど経営効率性が高いという実証結果が提示されているわけではない。

中谷（1983）は、1972～1980年の期間において、六大企業集団に所属する企業と独立系企業の総資産事業利益率を比較し、六大企業集団に所属する企業の利益率が有意に低いことを示している。中谷（1983）はこの結果を、企業集団に所属する企業間あるいは企業とメインバンクの間でリスク・シェアリング契約が結ばれているためであると解釈している。

広田（1996）は、1982年度と1990年度について、各企業の分析年度以降3年間の平均総資産付加価値率を従属変数、メインバンク融資比率、メインバンク持株比率等を独立変数とするクロス・セクションでの回帰分析を行っている。結果は、両年度においてメインバンク融資比率、メインバンク持株比率と総資産付加価値率の改善の間には有意な関係が存在しないというものであった。

また広田（1996）は、各分析年度についてサンプル企業を低成長企業と高成長企業に分割して同様の分析を行っている。結果は、低成長企業においてメインバンク融資比率が総資産付加価値率の改善に有意に負の影響を与えるというものであった。広田（1996）はこの結果について、「メインバンクが投資機会がない企業に過剰な融資を行うことによってしばしば企業経営を非効率化している可能性を示唆している⁽⁸⁾」と指摘している。

これに対して、Kaplan and Minton（1994）は銀行による役員派遣がどのような企業に行われているか、また役員派遣前後で企業パフォーマンスの改善が見られるかどうかについて実証的に分析している。そこでは、会計上の利益率などの企業パフォーマンスが有意に低い業績低迷企業に対して役員が派遣されている一方、役員派遣後の異常パフォーマンス（abnormal performance）は少なくとも低下してはいないことが示されている。

以上のようにメインバンクと企業の経営効率性の関係についての先行研究では、必ずしもメインバンクの経営規律づけ機能が支持されているわけではない。ただし、メインバンク関係と企業の経営効率性について実証分析を行う際には、メインバンクのモニタリングに状態依存的な性質があることに注意する必要がある。すなわち支払能力が低く、将来支払不能になる確率が高い企業についてはメインバンクはモニタリングを行うと考えられる一方で、将来支払不能に陥る確率が低く、債権者としてのモニタリングが必要ない企業についてはメインバンクはモニタリングを行わないと考えられるのである。そこで本稿では、支払能力の高い企業と低い企業について、メインバンクと経営効率性の関係をそれぞれ分析し、比較を行うことにする。

3 実証分析

(1) 分析方法

本稿では1981～1983年度（1980年代前半）、1987～1989年度（バブル期）、1993～1996年度（バブル崩壊後）を分析期間とし、各年度ごとにサンプル企業を抽出する。サンプル企業は、経済調査協会『系列の研究』に掲載されており、三菱総合研究所『企業経営の分析』から必要なデータを入手できる企業とする。ただし『系列の研究』において特定の事業会社の系列企業とされている企業、所属する金融系列との関係が流動的とされている企業、第三次産業に所属する企業はサンプルから除外した。

(8) 広田（1996）、261頁。

また、年度中に決算期の変更があった企業もサンプルから除外した⁽⁹⁾。サンプル企業の記述統計が表1に示されている。

さらに本稿では、メインバンクの経営規律づけ機能が企業の将来支払不能に陥る確率に影響を受けることを考慮して、各分析年度においてインタレスト・カバレッジ・レシオ ($ICR = (\text{営業利益} + \text{投資収益}) / (\text{金融費用})$) を基準に、サンプル企業を安全企業 ($ICR \geq 2$ の企業)、通常企業 ($1 \leq ICR < 2$ の企業)、赤字企業 ($ICR < 1$ の企業) に分類し、それぞれについて分析を行う⁽¹⁰⁾。

このうち安全企業は支払能力が相対的に高く、将来支払不能に陥る確率が相対的に低いため、債権者としてのモニタリングの必要性が低い企業である。これに対して通常企業は支払能力が相対的に低く、将来支払不能に陥る確率が相対的に高いため、債権者としてのモニタリングの必要性が高い企業に対応する。最後に赤字企業は、当期の収益だけでは利息返済が困難な状況になっており、既に事実上の支払不能状態に陥っている企業である。

分析にあたっては、投資家全体にとっての収益性を表す ROA ($(\text{営業利益} + \text{投資収益}) \times 100 / \text{期首} \cdot \text{期末平均総資産}$) と本業の収益性を表す総資本営業利益率 ($OPAR = \text{営業利益} \times 100 / \text{期首} \cdot \text{期末平均総資産}$) を従属変数とするクロス・セクションでの回帰分析を行う⁽¹¹⁾。バブル崩壊後コーポレート・ガバナンスの議論が盛んになった背景には ROE の低下があるが、ROE は資本構成の影響を受けるため、メインバンクの経営規律づけ機能を検証する際の分析対象としては、ROA を用いた方が適切であろう。また ROA は益出しによる有価証券売却益の影響を受ける可能性があるため、ここでは総

表1 記述統計

	1980年代前半 (1981-1983年度)		
	安全企業	通常企業	赤字企業
ROA	10.210 (4.031)	6.448 (1.632)	2.828 (2.921)
OPAR	8.356 -3.983	4.819 -1.716	1.251 (2.871)
MLOAN	3.976 (3.746)	8.072 (4.323)	8.938 (4.957)
MSTOCK	4.564 (2.303)	4.973 (1.906)	5.094 (2.434)
SIZE	11.688 (1.213)	11.631 (1.213)	11.317 (1.270)
サンプル数	454	319	208
	バブル期 (1987-1989年度)		
	安全企業	通常企業	赤字企業
ROA	7.679 (3.276)	4.356 (1.498)	-0.033 (2.723)
OPAR	6.105 (3.195)	3.167 (1.560)	-1.224 (2.644)
MLOAN	4.044 (4.125)	9.151 (4.947)	11.275 (6.550)
MSTOCK	3.915 (1.656)	4.376 (1.326)	4.535 (1.722)
SIZE	11.982 (1.194)	11.886 (1.372)	11.127 (1.174)
サンプル数	793	131	80
	バブル崩壊後 (1993-1996年度)		
	安全企業	通常企業	赤字企業
ROA	4.975 (2.638)	2.532 (0.841)	-0.966 (2.945)
OPAR	4.134 (2.612)	1.858 (0.930)	-1.592 (2.907)
MLOAN	4.101 (4.955)	8.645 (5.625)	10.431 (14.338)
MSTOCK	3.923 (2.118)	4.400 (0.930)	4.264 (1.335)
SIZE	12.274 (1.226)	12.130 (1.199)	11.692 (1.178)
サンプル数	935	221	284

単位：% 上段：平均値 下段 () 内：標準偏差
安全企業： $ICR \geq 2$ 通常企業： $1 \leq ICR < 2$
赤字企業： $ICR < 1$

(9) 1995, 1996年度については、対応する年度の『系列の研究』が出版されていないため、『系列の研究』第37集に基づいてサンプル企業を抽出した。

(10) 本稿ではさらに、通常企業を $1 \leq ICR < 1.5$ 、安全企業を $ICR \geq 1.5$ の企業とした場合、通常企業を $1 \leq ICR < 2.5$ 、安全企業を $ICR \geq 2.5$ の企業とした場合についても分析を行ったが、結果は同様であった。

(11) 本稿ではさらに売上高営業利益率を従属変数とした実証分析も行ったが、結果はほぼ同様であった。

資本営業利益率についても分析を行うことにする。

独立変数は以下の通りである⁽¹²⁾。

- ① **MLOAN** (メインバンク融資比率=メインバンク融資/期末負債総額)：債権者としてのメインバンク関係の強さを表す変数として、**MLOAN** (メインバンク融資比率)を採用する。メインバンクが融資銀行団における委託されたモニターとして機能するのであれば、融資面でメインバンクとの関係が強い企業ほどメインバンクのモニタリングが強く機能し、経営が効率化されると考えられる。したがって特に通常企業、赤字企業において、**MLOAN**が経営効率性に対して正の影響を与えると予想される。なお本稿では、『系列の研究』から各企業の系列を特定し、系列信託銀行の融資額、持株比率がいずれも系列都市銀行の融資額、持株比率を上回っている場合には系列信託銀行をメインバンクとし、それ以外の場合には系列都市銀行をメインバンクとした。また『系列の研究』において系列が不明とされているサンプルについては、**MLOAN** = 0とした。
- ② **MSTOCK** (期末メインバンク持株比率)：メインバンクが株主としてのモニタリングを行っているかどうかを検証するために、**MSTOCK** (メインバンクの持株比率)を独立変数に加える。仮にメインバンクが株主としてのモニタリングを行っているのであれば、**MSTOCK**はROAに正の影響を与えると予想される。特にここでは、**MSTOCK**が安全企業の経営効率性に対して正の影響を与えているかどうかが目される。なお『系列の研究』において系列が不明とされているサンプルについては、**MSTOCK** = 0とした。
- ③ **YAKUIND** (役員派遣ダミー)：メインバンクが監査役以外の役員を派遣している場合には1、それ以外の場合にはゼロとなるダミー変数を独立変数に加える。メインバンクの役員派遣によって企業経営が効率化される場合には、**YAKUIND**は経営効率性に正の影響を与えることになる。
- ④ **SIZE** (企業規模：平均総資産額の自然対数)：企業規模が経営効率性に与える影響をコントロールするために、**SIZE**を独立変数に加える。
- ⑤ 年次ダミー、業種ダミー：年度、業種の違いによる収益性の差をコントロールするために、年次ダミー、業種ダミーを独立変数に加える。

(2) 実証結果

推定結果は表2～4に示されている。以下、分析期間ごとに推定結果の解釈を行う。

① 1980年代前半(1981～1983年度)の推定結果

最初に1980年代前半の推定結果(表2)をみると、安全企業では**MLOAN**の係数がいずれも有意に負であり、**MSTOCK**、**YAKUIND**の係数も負になっていた。したがって安全企業においては、メインバンクが経営規律づけ機能を果たすという仮説が支持されないことになる。この結果は、メインバンクの株式保有が株式持合いを形成しているため、メインバンクは支払能力の高い企業に対してはモニタリングを行わないという仮説と整合的である。

これに対して通常企業においては、**MLOAN**の係数がすべて有意に正となっていた。したがって

(12) 近年、経営者の持株比率など株式所有構造が企業価値に影響を与えることが指摘されているが、広田(1996)の分析では、株式所有構造が日本企業の経営効率性に影響を与えているという結果は得られなかった。

表2 推定結果：1980年代前半（1981-1983年度）

従属変数	安全企業 ROA (1)	安全企業 ROA (2)	安全企業 OPAR (3)	安全企業 OPAR (4)	通常企業 ROA (5)	通常企業 ROA (6)	通常企業 OPAR (7)	通常企業 OPAR (8)	赤字企業 ROA (9)	赤字企業 ROA (10)	赤字企業 OPAR (11)	赤字企業 OPAR (12)	
定数項	13.606** (5.317)	12.407** (27.153)	14.216** (5.675)	10.289** (22.064)	5.440** (3.477)	3.913** (3.630)	5.129** (2.994)	3.158** (2.894)	-2.822* (-1.861)	-3.490** (-2.340)	-3.381* (-2.182)	-5.768** (-4.173)	
MLOAN	-0.143** (-2.526)	-0.182** (-3.792)	-0.104* (-1.827)	-0.124** (-2.534)	0.063** (2.629)	0.068** (3.073)	0.059* (2.220)	0.071** (3.109)	0.014 (-0.491)			-0.018 (-0.608)	
MSTOCK	-0.132 (-1.215)		-0.129 (-1.213)		-0.020 (-0.419)		0.007 (0.135)	0.167* (1.894)	0.135 (1.644)	0.158* (2.110)	0.155* (1.965)	0.144* (1.985)	
YAKUIND	-0.156 (-0.358)		-0.224** (-5.117)		0.024 (0.134)		0.052 (0.267)		0.432 (1.434)			0.294 (0.998)	
SIZE	-0.065 (-0.363)		-0.279 (-1.601)		0.209** (2.247)	0.256** (3.011)	0.044 (0.435)		0.576** (4.949)	0.600** (5.021)	0.449** (3.863)	0.584** (5.298)	
年次ダミー 82	-1.061** (-2.344)	-1.121** (-2.503)	-1.015* (-2.283)	-1.059** (-2.395)	-0.802** (-4.108)	-0.836** (-4.408)	-0.744** (-3.617)		-0.398 (-0.836)			-0.231 (-0.492)	
年次ダミー 83	-1.699** (-4.129)	-1.720** (-4.133)	-1.609** (-3.949)	-1.637** (-3.926)	-0.921** (-4.463)	-0.927** (-4.519)	-0.704** (-3.258)		-0.241 (-0.602)			-0.002 (-0.004)	
鉱業ダミー	0.349 (0.107)		-0.368 (-0.131)		0.128 (0.138)		-1.238 (-1.234)					0.387 (0.680)	
建設ダミー	-1.013 (-1.014)	-4.446** (-6.251)	-3.535** (-3.344)	-3.971** (-5.758)	-2.177 (-3.009)	-1.275** (-7.172)	-2.203** (-2.815)	-1.590** (-8.929)	-1.078* (-1.996)	-0.888** (-2.919)			
食料品ダミー	-2.199* (-2.244)	-2.229** (-4.424)	-2.241** (-2.419)	-2.087** (-4.394)	-2.006* (-2.268)	-1.126* (-2.141)	-1.258 (-1.431)		-0.055 (-0.101)			-7.396** (-2.962)	-6.479** (-2.784)
繊維ダミー	0.031 (0.026)		-0.718 (-0.624)		-0.820 (-1.181)		-0.891 (-1.204)		-3.947** (-3.325)	-3.778** (-3.223)	-1.272* (-2.183)		
バルブ・紙ダミー					-0.358 (-0.473)		0.345 (0.412)		-5.020** (-2.452)	-4.744** (-2.482)	0.529 (0.971)		
化学工業ダミー	0.216 (0.185)		0.232 (0.203)		-1.140 (-1.612)		-0.632 (-0.840)					-0.663 (-1.273)	
医薬品ダミー	2.189* (2.090)	1.999** (3.283)	2.206* (2.228)	2.210** (3.776)					1.192* (2.017)	1.256** (4.172)			
石油石炭製品 ダミー	3.717* (1.849)	3.863** (2.311)	3.033 (1.437)		-0.328 (-0.185)		0.713 (0.455)		-3.373** (-5.923)	-2.984** (-12.645)	-2.915 (-0.423)		
ゴム製品ダミー	-2.257** (-2.413)	-2.353** (-5.369)	-2.243** (-2.512)	-2.163** (-5.120)	-1.636* (-1.986)	-0.752* (-1.842)	-1.174 (-1.427)		-1.096* (-1.780)	-1.031 (-1.571)	-2.698* (-2.113)		
ガラス・土石 ダミー	0.751 (0.668)		0.595 (0.552)		-1.069 (-1.481)		-0.791 (-1.051)		-7.315** (-2.914)	-7.181** (-2.976)	0.239 (0.446)		
鉄鋼ダミー	-0.087 (-0.048)		0.366 (0.210)		-0.854 (-1.250)		0.060 (0.082)		-2.318** (-3.805)	-2.420** (-6.592)	-0.914 (-1.450)		
電線・電気ダミー	-2.708** (-2.853)	-2.696** (-8.336)	-2.491** (-2.755)	-2.670** (-9.747)	-0.978 (-1.311)		-0.770 (-0.991)					-3.784** (-6.909)	
金属製品ダミー	-0.578 (-0.380)		-0.387 (-0.247)		-0.163 (-0.215)		-0.136 (-0.167)		-0.093 (-0.173)		-3.237** (-2.763)	-2.186* (-2.023)	
機械ダミー	-1.013 (-1.014)		-1.249 (-1.318)		-2.543** (-3.330)	-1.673** (-4.863)	-2.232** (-2.815)	-1.664** (-5.167)	-1.066* (-1.780)	-0.196* (-2.200)	-1.231* (-1.717)		
電気機器ダミー	0.613 (0.622)		0.434 (0.461)		-1.439* (-1.897)	-0.528* (-1.740)	-0.933 (-1.116)		-1.670** (-2.422)	-1.499** (-2.698)	-1.175* (-1.744)		
造船ダミー	3.405 (0.468)		2.983 (0.385)		-2.848** (-4.184)	-2.076** (-7.027)	-2.928** (-4.132)	-2.677** (-8.610)	-1.767** (-2.469)	-1.618** (-3.036)	-1.946** (-3.325)	-1.484** (-5.917)	
鉄道車輛ダミー					-1.884** (-2.401)	-1.036** (-2.981)	-1.431* (-1.700)	-0.863* (-2.034)	-0.162 (-0.235)		0.054 (0.078)		
自動車等ダミー	-1.996* (-2.052)	-2.073** (-4.268)	-2.529** (-2.762)	-2.628** (-5.756)	-2.263** (-2.988)	-1.400** (-4.170)	-1.955* (-2.159)	-1.437** (-2.615)	-3.227** (-2.476)	-2.846* (-2.314)	-1.459* (-1.964)		
精密機械ダミー	-0.142 (-0.140)		-0.845 (-0.896)		-1.912* (-2.356)	-1.033** (-2.968)	-1.761* (-1.961)	-1.054* (-2.068)	-1.452** (-2.331)	-1.393** (-2.927)			
その他製造ダミー	-1.411 (-1.369)		-0.899 (-0.880)		-1.101 (-1.484)		-0.567 (-0.689)		-1.393* (-1.955)	-1.276** (-2.325)	-4.244* (-2.144)		
adj.R2	0.150	0.149	0.144	0.136	0.250	0.251	0.247	0.227	0.368	0.383	0.359	0.350	
F値	4.340**	8.927**	4.190**	8.967**	5.239**	9.185**	5.169**	10.362**	6.230**	9.046**	6.035**	23.310**	
サンプル数	454	454	454	454	319	319	319	319	208	208	208	208	

注：下段（ ）内はt値（Whiteのheteroskedastic-consistent standard errorsを用いて計算している）

**：1%水準で有意 *：5%水準で有意

表 3 推定結果：バブル期（1987-1989年度）

従属変数	安全企業 ROA (1)	安全企業 ROA (2)	安全企業 OPAR (3)	安全企業 OPAR (4)	通常企業 ROA (5)	通常企業 ROA (6)	通常企業 OPAR (7)	通常企業 OPAR (8)	赤字企業 ROA (9)	赤字企業 ROA (10)	赤字企業 OPAR (11)	赤字企業 OPAR (12)
定数項	8.919** (5.101)	9.152** (36.617)	8.886** (5.583)	7.067** (31.401)	1.906 (1.210)	0.250 (0.205)	1.900 (1.193)	0.652 (0.559)	-7.309 (-1.458)	-8.439* (-2.286)	-6.085 (-1.249)	-6.657* (-1.963)
MLOAN	-0.123** (-3.903)	-0.139** (-4.500)	-0.086** (-2.944)	-0.064* (-2.214)	0.057* (2.028)	0.056** (2.238)	0.092** (3.106)	0.078** (3.238)	-0.066 (-1.075)	-0.016 (-0.246)	-0.073 (-1.262)	-0.010 (-0.167)
MSTOCK	0.014 (0.147)		0.049 (0.528)		-0.039 (-0.369)		-0.107 (-0.935)		-0.049 (-0.237)		0.021 (-0.105)	
YAKUIND	-0.310 (-1.282)		-0.280 (-1.196)		0.111 (0.406)		-0.129 (-0.436)		-0.736 (-1.082)		-0.838 (-1.227)	
SIZE	0.058 (0.570)		-0.104 (-1.066)		0.277** (2.542)	0.342** (3.745)	0.162 (1.470)	0.201* (2.295)	0.889** (2.466)	0.807** (2.657)	0.657* (1.850)	0.532* (1.919)
年次ダミー 88	-0.021 (-0.074)		0.029 (-0.104)		0.317 (1.012)		0.484 (1.607)		0.289 (0.286)		0.265 (0.268)	
年次ダミー 89	-0.243 (-0.715)		-0.384 (-1.174)		0.470 (1.141)		0.344 (0.747)		1.167 (0.995)		1.186 (1.153)	
鉱業ダミー	-0.491 (-0.500)		-0.265 (-0.321)		-2.194** (-3.193)	-0.892* (-2.134)	-1.676** (-2.780)	-0.928** (-3.188)	-2.286 (-0.989)		-1.362 (-0.614)	
建設ダミー	-2.236** (-2.355)	-2.000** (-5.106)	-2.054** (-2.662)		-1.669* (-2.239)		-1.025 (-1.363)		1.287 (0.571)		0.597 (0.271)	
食品ダミー	-2.431** (-2.610)	-1.986** (-5.076)	-2.615** (-3.411)	-1.960** (-5.273)	-1.466** (-2.438)		-1.855** (-2.723)	-1.209** (-2.607)	-1.589 (-0.726)		-0.105 (-0.052)	
繊維ダミー	-1.020 (-1.131)		-1.068 (-1.431)		-1.401** (-2.335)		-1.042 (-1.603)				1.063 (0.480)	
パルプ・紙ダミー	-0.985 (-1.096)		-0.531 (-0.678)		0.472 (0.530)		0.557 (0.723)		-1.542 (-0.629)		-3.987* (-1.837)	-2.230** (-6.714)
化学工業ダミー	-1.054 (-1.145)		-0.865 (-1.141)		-0.956* (-1.753)		-0.634 (-1.104)		0.728 (0.317)		1.103 (0.479)	
医薬品ダミー	1.548 (1.403)		1.396 (1.465)		-1.268* (-1.989)		-0.759 (-1.281)		-0.751 (-0.306)		-1.993 (-0.916)	
石油石炭製品 ダミー	-2.540** (-2.469)	-2.255** (-3.994)	-3.070** (-3.844)	-2.789** (-6.360)	-1.051 (-1.332)		-0.923 (-1.427)		-1.907 (-0.693)		-2.696 (-1.216)	
ゴム製品ダミー	-1.291 (-1.163)		-0.779 (-0.780)		-2.196** (-3.863)	-1.384** (-8.428)	-1.363** (-2.522)	-1.129** (-6.963)	-1.524 (-0.647)			
ガラス・土石 ダミー	-0.378 (-0.356)		-0.115 (-0.127)		-2.106** (-2.395)		-1.778* (-2.059)		-0.016 (-0.008)		-1.364 (-0.635)	
鉄鋼ダミー	0.692 (0.651)		1.183 (1.280)		-1.211* (-2.137)		-0.605 (-1.059)		-5.049* (-2.107)	-3.683** (-2.533)	0.798 (0.400)	
電線・電覧ダミー	-1.759* (-1.854)	-1.501** (-3.588)	-1.729* (-2.164)	-1.537** (-3.603)	-3.586** (-5.230)	-2.265** (-6.452)	-2.739** (-4.006)	-1.928** (-5.522)	-6.334** (-2.611)	-4.108** (-5.760)	-2.087 (-0.705)	
金属製品ダミー	0.400 (0.340)		0.479 (0.462)						-4.401* (-1.958)	-2.752** (-8.470)	0.597 (0.271)	
機械ダミー	-2.028** (-2.235)	-1.658** (-4.559)	-1.836** (-2.456)	-1.265** (-3.561)	-2.330** (-4.201)	-1.413** (-4.701)	-1.989** (-3.772)	-1.535** (-4.899)	1.125 (0.495)		-2.791 (-1.344)	
電気機器ダミー	-2.445** (-2.690)	-1.983** (-5.333)	-2.426** (-3.236)	-1.889** (-5.218)	-2.116** (-2.660)	-1.184* (-1.992)	-2.508** (-3.490)	-2.021** (-3.657)	-4.002* (-2.036)	-2.930** (-4.241)	-1.608 (-0.839)	
造船ダミー	-3.192* (-1.790)	-2.615* (-1.746)	-3.663** (-3.057)	-3.385** (-3.644)	-1.919** (-2.822)	-0.898* (-1.658)	-1.777** (-2.664)	-1.157* (-1.947)	-2.971 (-1.413)		-4.885* (-2.100)	-3.455** (-2.533)
鉄道車輛ダミー	-0.248 (-0.215)		0.267 (0.267)		-1.395* (-1.954)		-0.634 (-1.014)		-1.914 (-0.937)		-1.664 (-0.839)	
自動車等ダミー	-3.055** (-3.290)	-2.637** (-6.199)	-2.694** (-3.494)	-2.241** (-5.552)	-3.070** (-5.360)	-2.074** (-5.009)	-3.016** (-4.548)	-2.318** (-4.147)			-3.906* (-2.042)	-2.781** (-4.383)
精密機械ダミー	-2.403** (-2.526)	-2.045** (-4.477)	-2.227** (-2.803)	-1.837** (-4.116)	-2.555** (-4.690)	-1.404** (-5.952)	-2.186** (-4.291)	-1.543** (-5.835)	0.317 (0.151)		-6.944** (-3.045)	-4.563** (-6.947)
その他製造ダミー	-1.399 (-1.371)		-1.325 (-1.537)		-2.436** (-3.462)	-1.268** (-2.543)	-1.901** (-2.495)	-1.256* (-2.006)	-1.886 (-0.739)		-1.565 (-0.669)	
adj.R2	0.116	0.092	0.126	0.073	0.299	0.242	0.331	0.295	0.126	0.078	0.076	0.052
F 値	4.996**	9.061**	5.374**	7.962**	3.217**	4.673**	3.575**	5.532**	1.474	2.121	1.271	1.716
サンプル数	793	793	793	793	131	131	131	131	80	80	80	80

注：下段（ ）内は t 値（White の heteroskedastic-consistent standard errors を用いて計算している）

**：1% 水準で有意 *：5% 水準で有意

表4 推定結果：バブル崩壊後（1993-1996年度）

従属変数	安全企業 ROA (1)	安全企業 ROA (2)	安全企業 OPAR (3)	安全企業 OPAR (4)	通常企業 ROA (5)	通常企業 ROA (6)	通常企業 OPAR (7)	通常企業 OPAR (8)	赤字企業 ROA (9)	赤字企業 ROA (10)	赤字企業 OPAR (11)	赤字企業 OPAR (12)
定数項	2.796** (2.929)	3.355** (4.084)	2.568** (2.668)	3.800** (36.118)	0.818 (0.940)	-0.140 (-0.120)	0.370 (0.347)	-0.712 (-0.862)	-8.824** (-2.738)	-10.411** (-4.465)	-8.954** (-2.774)	-10.420 (-4.330)
MLOAN	-0.080** (-4.719)	-0.080** (-4.889)	-0.069** (-4.130)	-0.075** (-4.994)	0.024 (1.521)	0.040** (3.190)	0.020 (0.906)	0.033* (1.860)	0.017 (1.376)	0.016 (1.215)	0.007 (0.719)	0.008 (0.539)
MSTOCK	-0.074 (-1.617)	-0.070* (-1.729)	-0.066 (-1.578)		0.002 (0.029)		0.009 (0.128)		-0.164 (-1.132)		-0.111 (-0.771)	
YAKUIND	-0.009 (-0.052)		0.053 (0.301)		0.171 (1.349)		0.102 (0.735)		0.155 (0.429)		0.114 (0.315)	
SIZE	0.180** (2.672)	0.143* (2.296)	0.094 (1.390)		0.137* (2.231)	0.201** (3.718)	0.121* (1.647)	0.198* (3.214)	0.890** (3.799)	0.898** (4.468)	0.814** (3.470)	0.801** (3.915)
年次グミー 94	0.080 (0.343)		0.245 (-1.062)		-0.082 (-0.613)		0.007 (0.043)		-0.219 (-0.515)		-0.116 (-0.273)	
年次グミー 95	-0.139 (-0.638)		0.230 (1.055)		-0.329* (-1.978)	-0.266* (-2.010)	-0.129 (-0.712)		0.381 (0.899)		0.631 (1.509)	
年次グミー 96	0.038 (0.172)		0.480* (2.197)	0.335* (2.051)	-0.097 (-0.616)		0.199 (1.080)		0.568 (1.309)		0.919* (2.156)	0.662* (1.862)
鉱業グミー	1.384** (3.815)	1.229** (5.547)	0.912** (2.373)	0.640** (2.823)	0.336 (1.037)		-0.511* (-1.782)	-0.432* (-1.914)	-1.607* (-1.944)	-0.173 (-0.850)		
建設グミー	-1.204** (-2.593)	-1.267** (-3.489)	-0.607 (-1.266)		-1.537** (-5.489)	-1.483** (-10.699)	-1.452** (-4.794)	-1.192** (-7.901)	-1.13 (-1.529)			
食料品グミー	0.093 (0.262)		0.105 (0.284)		-0.188 (-0.463)		-0.372 (-0.894)		-1.125 (-1.560)		-2.543* (-2.305)	
繊維グミー	0.299 (0.780)		0.073 (0.182)		-0.354 (-1.468)		-0.336 (-1.316)		-3.174** (-2.782)	-2.037** (-3.024)	-0.854 (-1.020)	
パルプ・紙グミー	1.371** (3.209)	1.214** (3.423)	1.652** (3.626)	1.574** (4.334)	0.304 (1.107)		0.386 (1.238)		-1.100 (-1.151)		0.433 (0.472)	
化学工業グミー	0.196 (0.601)		0.317 (0.935)		-0.069 (-0.294)		-0.140 (-0.575)				-0.998 (-1.299)	
医薬品グミー	5.046** (8.467)	4.923** (9.425)	5.109** (8.527)	4.981** (9.328)	1.526** (5.091)		1.434** (4.346)				-1.356 (-1.622)	
石油石炭製品 グミー	0.083 (0.115)		0.271 (0.360)		0.493 (1.049)		0.434 (0.930)		-1.280 (-1.636)		-2.029* (-1.980)	
ゴム製品グミー	0.622 (1.288)		1.019* (2.031)	0.847* (2.083)	0.585 (1.387)		0.254 (0.679)		-2.384** (-2.501)	-0.776 (-1.088)	-1.578* (-1.215)	
ガラス・土石 グミー	0.663 (1.594)		0.644 (1.514)		-0.378 (-1.379)		-0.522* (-1.786)		-2.606* (-2.318)	-1.353* (-1.774)	-1.178 (-1.434)	
鉄鋼グミー	0.108 (0.255)		0.415 (0.980)		-0.349 (-1.427)		-0.253 (-1.005)		-1.349* (-1.801)	-0.470 (-1.357)	-2.369** (-2.876)	-1.106* (-1.823)
電線・電送グミー	-0.354 (-0.721)		-0.482 (-1.037)		-0.685** (-2.381)	-0.610** (-2.735)	-1.028** (-3.433)	-0.918** (-3.926)	-0.263 (-0.274)		-1.231 (-1.543)	
金属製品グミー	0.496 (0.742)		0.770 (1.115)		-0.548** (-2.376)	-0.369** (-2.844)	-0.523** (-2.342)	-0.374** (-3.746)	-0.028 (-0.032)		-2.783** (-2.407)	-1.359* (-2.183)
機械グミー	0.889* (2.268)	0.733** (2.769)	0.933** (2.325)	0.768** (2.945)	-0.183 (-0.739)		-0.410 (-1.444)		-1.013 (-1.237)		-3.624** (-3.930)	-2.330** (-4.561)
電気機器グミー	-0.119 (-0.332)		-0.202 (-0.549)		-0.369 (-1.410)		-0.923** (-2.958)	-0.764** (-3.128)	-3.137** (-3.442)	-2.043 (-3.043)	-2.896** (-3.430)	
造船グミー	0.160 (0.298)		0.387 (0.686)		-0.675** (-2.749)	-0.730** (-3.594)	-0.839** (-3.008)	-0.819** (-4.820)	-3.818** (-4.246)	-2.833** (-5.487)	-1.105 (-1.441)	
鉄道車輛グミー	0.595 (1.032)		0.784 (1.525)		-0.097 (-0.369)		0.084 (0.335)		0.363 (0.388)		0.652 (0.689)	
自動車等グミー	-0.324 (-0.820)		-0.154 (-0.388)		0.433 (1.365)		0.354 (1.072)		-1.411* (-2.006)	-0.600** (-2.858)	-2.973** (-3.146)	-1.557* (-2.276)
精密機械グミー	0.446 (0.862)		0.526 (0.979)		0.074 (0.107)		-0.338 (-0.787)		-2.715** (-3.386)	-1.791** (-2.903)	-0.604 (-0.573)	
その他製造グミー	1.943** (3.199)	1.818** (3.297)	2.119** (3.692)	2.053** (3.947)	-0.117 (-0.433)		-0.113 (-0.378)		-2.893** (-3.472)	-1.775** (-5.136)	-0.821 (-0.850)	
adj.R2	0.147	0.257	0.243	0.245	0.148	0.111	0.132	0.117	0.227	0.240	0.211	0.194
F値	12.589**	36.956**	12.097**	38.829**	2.415**	4.924**	2.235**	4.224**	2.324**	8.464**	4.020**	10.739**
サンプル数	935	935	935	935	221	221	221	221	284	284	284	284

注：下段（ ）内はt値（Whiteのheteroskedastic-consistent standard errorsを用いて計算している）

**：1%水準で有意 *：5%水準で有意

1980 年代前半の通常企業においては、メインバンクが債権者としてのモニタリングを行い、経営規律づけ機能を果たすという仮説が支持されることになる。

また赤字企業においても、MLOAN の係数はいずれも有意にゼロと異ならなかったものの、推定式 (10)～(12) において、MSTOCK の係数が有意に正になっていた。したがって、1980 年代前半の赤字企業において、メインバンクが経営規律づけ機能を果たすという仮説が支持されることになる⁽¹³⁾。

以上より 1980 年代前半においては、「支払能力の高い企業に対しては経営規律づけ機能を果たさないが、支払能力の低い企業に対しては経営規律づけ機能を果たす」というメインバンクの状態依存的な経営規律づけ機能が支持されることになる。この結果は ROA などの投資家にとっての経営効率性というバブル崩壊後に重視されるようになった尺度からみても、1980 年代前半のメインバンクが一定のモニタリング機能を果たしていたことを意味している。

②バブル期 (1987～1989 年度)

次に、バブル期の推定結果 (表 3) についてみることにする。まず安全企業では、MSTOCK、YAKUIND の係数は有意にゼロと異ならず、MLOAN の係数はいずれも有意に負になっている。したがってバブル期以前と同様に、安全企業ではメインバンクの経営規律づけ機能は支持されないことになる。

これに対して通常企業では、MSTOCK、YAKUIND の係数は有意にゼロと異ならなかったが、MLOAN の係数はいずれも有意に正になっている。したがってバブル期においても、メインバンクが通常企業に対して経営規律づけ機能を果たすという仮説が支持されることになる。

しかしながら赤字企業では、MLOAN、MSTOCK、YAKUIND のいずれの係数も有意にゼロと異ならず、メインバンクの経営規律づけ機能が支持されなかった。したがってバブル期には、赤字企業に対する経営規律づけ機能が支持されなくなったという意味で、メインバンクの状態依存的な経営規律づけ機能が低下したと言えよう。

またバブル期には、全サンプルに占める安全企業の割合が 78.98% となっており、1980 年代前半 (46.28%) に比べてかなり増大したことに注意すべきであろう。すなわちバブル期には企業の収益性の増大や負債比率の低下などによって、それ以前からメインバンクの経営規律づけ機能が有効でなかった安全企業が増大していたことになる。以上よりバブル期には、従来からメインバンクの経営規律づけ機能が有効でなかった安全企業が増大したうえに、赤字企業においてもメインバンクの経営規律づけ機能が有効でなくなった結果、メインバンクの経営規律づけ機能が有効な企業の割合がかなり減少したことになる。

③バブル崩壊後 (1993～1996 年度)

最後にバブル崩壊後の推定結果 (表 4) をみることにする。まず安全企業では、MSTOCK、YAKUIND の係数が有意にゼロと異ならない一方、MLOAN の係数はいずれも有意に負となっていた。

(13) 推定式 (10) において、MSTOCK の代わりに YAKUIND を独立変数として推定を行ったところ、YAKUIND の係数が有意に負になった。したがって 1980 年代前半の赤字企業においては、メインバンクが株主としての立場から役員派遣を行い、それによって経営効率性が改善されていたと解釈できる。

したがってバブル崩壊後においても、安全企業ではメインバンクの経営規律づけ機能は支持されないことになる。

これに対して通常企業では、推定式 (6), (8) で MLOAN の係数が有意に正となっており、メインバンクの経営規律づけ機能が支持される⁽¹⁴⁾。しかしながら赤字企業では MLOAN, MSTACK, YAKUIND のいずれの係数も有意にゼロと異ならず、メインバンクの経営規律づけ機能が支持されなかった。したがってバブル崩壊後においても、バブル期と同様に赤字企業に対する経営規律づけ機能が有効でなくなったという意味で、メインバンクの状態依存的な経営規律づけ機能は低下したと言える。

またバブル崩壊後においても、安全企業の割合が 64.9% と 1980 年代前半に比べれば高くなっており、赤字企業と合わせて、メインバンクの状態依存的な経営規律づけ機能が有効でない企業の割合が増大していることになる。

(3) インプリケーション

本稿の実証結果は、日本のコーポレート・ガバナンス構造とその変化について、一定のインプリケーションを有している。

1980 年代前半においては、日本企業の負債比率が高かったこともあって、本稿で採用したサンプルの 5 割以上が通常企業あるいは赤字企業に分類されていた。その上で支払能力が相対的に低い通常企業、赤字企業に対しては、メインバンクの経営規律づけ機能が有効であった。したがってバブル期以前の日本のコーポレート・ガバナンスにおいては、負債比率の高さから多くの企業は支払能力が低くなり、その結果メインバンクの経営規律づけ機能が有効になるという構造になっていた。

他方で 1980 年代前半においても、将来支払不能に陥る確率が相対的に低い安全企業については、メインバンクの経営規律づけ機能は有効に機能していなかった⁽¹⁵⁾。

これに対してバブル期、バブル崩壊後においては、負債比率の低下などを背景に、従来からメインバンクの経営規律づけ機能が有効でなかった安全企業が増大した上に⁽¹⁶⁾、既に利息支払いが困難になっている企業に対しても、メインバンクの経営規律づけ機能が有効に働いているとはいえなくなった。この結果バブル期以降は、メインバンクの経営規律づけ機能が有効である企業の割合がかなり減少したことになり、日本のコーポレート・ガバナンス構造に大きな欠陥が生じていると言える。

(14) また推定式 (6) において、MLOAN の代わりに YAKUIND を独立変数として推定を行ったところ、YAKUIND の係数が有意に正になった。

(15) 本稿の実証分析では分析年度を問わず、安全企業において MLOAN の係数が有意に負となっていた。この結果については、二つの解釈が可能であろう。一つはインバンクが支払能力の高い安全企業に対して過大投資を導くような過剰融資を行っているという解釈である。内田 (1999) において、1980 年代前半にメインバンク融資が低成長企業による過大投資問題を助長した可能性があることが指摘されていることを考慮すると、特に 1980 年代前半にはこの解釈が妥当している可能性がある。もう一つの解釈は ROA の高い企業ほど社債発行による資金調達を多く行っているため、MLOAN が低くなるという解釈である。このうちどちらの解釈が現実に妥当しているかという問題については、今後の課題としたい。

(16) この点は、バブル期には日本のコーポレート・ガバナンスに一種の空白状態が生まれたという池尾 (1993) の指摘に対応すると考えられる。

4 おわりに

本稿では、従来メインバンクが状態依存的な経営規律づけ機能を果たしていたかどうか、またそれがバブル期、バブル崩壊後において変化したかどうかを、投資家にとっての経営効率性の観点から実証的に分析した。バブル崩壊後にROEが戦後最低水準になり、コーポレート・ガバナンスの問題が盛んに議論されるようになったことを考慮すると、このような分析はメインバンクのモニタリング機能をバブル崩壊後に重視されるようになった尺度から再評価し、日本のコーポレート・ガバナンスのあり方を考察する上で一定の意義があると考えられる。

結果は1980年代前半においては、安全企業ではメインバンクの経営規律づけ機能が支持されなかった一方で、通常企業、赤字企業に対してはメインバンクの経営規律づけ機能が支持された。したがって1980年代前半においては、メインバンクの状態依存的な経営規律づけ機能が支持されることになる。このことはまた、ROAなどのバブル崩壊後重視されるようになった指標からみても、従来メインバンクがモニタリング機能を果たしていたことを意味している。

しかしながら、バブル期、バブル崩壊後においては、負債比率の低下等を背景に、バブル期以前からメインバンクの経営規律づけ機能が有効でなかった安全企業の割合が増大した。さらに、赤字企業においてメインバンクの経営規律づけ機能が支持されなくなった。したがってバブル期以降においては、メインバンクの経営規律づけ機能が有効な企業の割合がかなり減少しており、その意味で日本のコーポレート・ガバナンスに欠陥が生じていることになる。

なお本稿では、メインバンクが企業の経営効率性に影響を与えるという因果関係を想定して分析を行った。しかしながら、企業の経営効率性あるいは収益性がメインバンク融資比率や持株比率、役員派遣に影響を与えるという逆の因果関係が存在する可能性も否定できないであろう。この点を考慮した分析を行うことは、今後の課題である。

【付記】

本稿は、日本経営財務研究会第24回全国大会（2000年10月14日、岩手県立大学）での報告論文を大幅に加筆・修正したものである。報告の際、コメンテーターの白銀良三先生（国士舘大学）ならびに坂本恒夫先生（明治大学）、須田一幸先生（神戸大学）からたいへん貴重なコメントを頂きました。また九州財務論研究会、北九州大学現代経済学研究会のメンバーからも有益なコメントを頂きました。さらに本誌レフェリーによる丁寧かつ貴重なコメントによって、本稿は大幅に改善されました。記して感謝いたします。なお言うまでもなく、本稿の誤りは全て筆者の責任です。

■参考文献

- [1] Aghion, P. and P. Bolton (1992), "An Incomplete Contracts Approach to Financial Contracting," *Review of Economic Studies*, Vol.59, pp.657-676.
- [2] Aoki, M. (1994), "Monitoring Characteristic of the Main Bank System: An Analytical and Developmental View," Aoki, M. and H. Patrick (eds.), *The Japanese Main Bank System*, Oxford University Press, pp.3-50. (白鳥正喜監訳、東銀リサーチインターナショナル訳『日本のメインバンク・システム』東洋経済新報社、1996年)

- [3] Aoki, M. and H. Patrick and P. Sheard (1994), "The Japanese Main Bank System: An Introductory Overview," Aoki, M. and H. Patrick (eds.), *The Japanese Main Bank System*, Oxford University Press, pp.109-141. (白鳥正喜監訳, 東銀リサーチインターナショナル訳『日本のメインバンク・システム』東洋経済新報社, 1996年)
- [4] Hart, O. (1996), *Firms, Contracts and Financial Structure*, Oxford University Press.
- [5] Hart, O. and J. Moore (1995), "Debt and Seniority: An Analysis of the Role of Claims in Constraining Management," *American Economic Review*, Vol.85, No.3, pp.567-585.
- [6] 広田真一 (1996) 「日本の金融・証券市場とコーポレート・ガバナンス」橋木俊詔・筒井義郎編著『日本の資本市場』日本評論社, 247-267頁。
- [7] 広田真一 (1997) 「日本のメインバンク関係: 1964年~1972年」『経済学論叢』(同志社大学), 第48巻第3号, 131-156頁。
- [8] 広田真一・池尾和人 (1996) 「企業金融と経営の効率性」伊藤秀史編『日本の企業システム』東京大学出版会, 49-79頁。
- [9] Hoshi, T., A. Kashyap and D. Scharfstein (1991), "Corporate Structure, Liquidity, and Investment: Evidence from Japanese Industrial Groups," *Quarterly Journal of Economics*, Vol.106, pp.33-60.
- [10] 井手正介 (1994) 『日本の企業金融システムと国際競争』東洋経済新報社。
- [11] 池尾和人 (1993) 「メインバンク制の変容は企業への監視機能低下を招く」『エコノミスト』1993年6月8日号, 30-33頁。
- [12] 伊藤邦雄 (1998) 「解題」(特集 機関投資家によるコーポレート・ガバナンス), 『証券アナリストジャーナル』第36巻第8号, 1-3頁。
- [13] Jensen, M. (1986), "Agency Costs of Free Cash Flow, Corporate Finance, and Takeovers," *American Economic Review*, Vol.76, No.2, pp.323-329.
- [14] Jensen, M. and H. Meckling (1976), "Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure," *Journal of Financial Economics*, Vol.3, pp.305-360.
- [15] Kaplan, S. N. and B. A. Minton (1994), "Appointments of outsiders to Japanese boards: Determinants and Implications for Managers," *Journal of Financial Economics*, Vol. 36, pp.225-258.
- [16] Lichtenberg, F. R. and G. M. Pushner (1994), "Ownership Structure and Corporate Performance in Japan," *Japan and World Economy*, Vol.6, pp.239-261.
- [17] McConnell, J. J. and H. Servaes (1990), "Additional Evidence on Equity Ownership and Corporate Value," *Journal of Financial Economics*, Vol.27, pp.595-612.
- [18] McConnell, J. J. and H. Servaes (1995), "Equity Ownership and Two Faces of Debt," *Journal of Financial Economics*, Vol.39, No.1, pp.131-157.
- [19] Mork, R. A. Shleifer and R. W. Vishny (1988), "Management Ownership and Market Valuation: An Empirical Analysis," *Journal of Financial Economics*, Vol. 20, pp.293-315.
- [20] 中谷巖 (1983) 「企業集団の経済的意味と銀行の役割」『金融経済』第202号, 51-75頁。
- [21] 岡崎竜子・堀内昭義 (1992) 「設備投資とメインバンク」堀内昭義・吉野直行編『現代日本の金融分析』東京大学出版会, 97-122頁。
- [22] Schleifer, A. and R. Vishny (1997), "A Survey of Corporate Governance," *Journal of Finance*, Vol.52, No.2, pp.737-783.
- [23] Stultz, R. (1990), "Managerial Discretion and Optimal Financing Policies," *Journal of Financial Economics*, Vol.26, No.1, pp.3-27.
- [24] 内田文雄 (1999) 「経営者の設備投資行動とメインバンク融資」日本経営財務研究会編『経営財務情報の経済分析』中央経済社, 171-189頁。
- [25] 山中宏 (1997) 『メインバンクの審査機能』税務経理協会。
- [26] 米澤康博・宮崎政治 (1996) 「日本企業のコーポレート・ガバナンスと生産性」橋木俊詔・筒井義郎編著『日本の資本市場』日本評論社, 222-246頁。