

*DBJ Discussion Paper Series, No. 0802*

金融自由化とコーポレート・ガバナンス  
—社債発行によって銀行の機能は低下したか—

花崎正晴

(日本政策投資銀行 設備投資研究所)

深澤ますみ

(日本政策投資銀行 設備投資研究所)

堀内昭義

(中央大学 総合政策学部)

2008年9月

当 Discussion Paper は、執筆者個人の暫定的な研究であって、関心ある研究者との議論等の為に、当設備投資研究所に於いて作成されたものである。もとより、内容、意見については、執筆者個人に属するものであり、また、未定稿という性格から、引用、複製等については、執筆者の承諾を得られたい。

金融自由化とコーポレート・ガバナンス\*  
—社債発行によって銀行の機能は低下したか—

花崎正晴\*・深澤ますみ\*・堀内昭義†

2008年9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。広く専門家たちの間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年代末のバブルを契機に、いわゆるメインバンク関係に基づくコーポレート・ガバナンスの深刻な欠陥が露呈した。通説は、この問題の原因を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、メインバンク関係を弱体化させたことに求める。この論文は、銀行中心のコーポレート・ガバナンスのメカニズムに関するこれらの通説を展望し、その金融自由化の影響に関連する通説についての実証分析を示すことを主たる目的としている。

80年代に進展した社債発行制度の規制緩和により、社債を発行する上場企業は大幅に増え、80年代には製造業で774社、非製造業で426社に達した。さらに、90年代に入っても、製造業で936社、非製造業で767社の上場企業が社債を発行した。このような社債発行企業の特徴を分析すると、むしろ確固たるメインバンク関係を築いている企業ほど、社債発行に熱心であることがわかる。また、80年代以降の企業の社債発行が、コーポレート・ガバナンスにおけるメインバンク関係に及ぼした影響を実証的に分析すると、社債発行企業に限って80年代から90年代にかけてのメインバンクのガバナンス機能が低下したという仮説は支持されなかった。むしろ、本稿での実証分析によると、1980年代以降の期間で見ると、強固なメインバンク関係を構築しているということが、企業の生産性の向上に有意にプラスの効果を発揮しているわけではないという通説と異なる結果が得られている。

---

\* 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全面的に改訂したものである。同研究会において池尾和人、福田慎一、宮川努の各先生方から貴重なコメントをいただいた。また、その後の学会、セミナー等では、宮島英昭、櫻川昌哉、藤原賢哉の各先生方をはじめとして多くの先生方から有益なコメントを頂戴した。記して感謝申し上げたい。

\* 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

# 金融自由化とコーポレート・ガバナンス —社債発行によって銀行の機能は低下したか—

花崎正晴・深澤ますみ・堀内昭義

2008年9月

## 1. 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コーポレート・ガバナンス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、「効率的なコーポレート・ガバナンス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コーポレート・ガバナンスを機能不全に陥らせたのである。

この論文は、銀行中心のコーポレート・ガバナンスの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メインバンク関係がコーポレート・ガバナンス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コーポレート・ガバナンス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、メインバンク関係は、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、メインバンク関係を中心とするコーポレート・ガバナンス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）コーポレート・ガバナンスの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2節は、日本の高度成長期から近年に至るまでのメインバンク関係を中心とする日本のコーポレート・ガバナンスの展望である。そこでは、メインバンクの機能とその機能の背景そして金融自由化後の変貌に関する議論が紹介されている。第3節は、金融自由化の動向に関する整理である。まず、金融自由化とくに社債発行の制度的な変遷とりわけ自由化措置が考察され、そののち実際の社債発行や銀行収益の動向が分析され、最後に銀行融資と資本市場の関係に関する理論が紹介される。最後の第4節では、金融自由化の衝撃を把握する目的で、メインバンク関係の変更とその変更が企業経営の効率性に及ぼした影響を定量的にとらえる試みがなされる。この計測の目的は、金融自由化以前には、メインバンク関係がコーポレート・ガバナンス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。

## 2. 銀行中心のシステムにおけるコーポレート・ガバナンス

### 2.1 メインバンクのモニタリング機能

日本の戦後の経済発展プロセスにおいて、金融仲介機関としての銀行を中心とする金融システム（bank-centered financial system）が、重要な役割を果たしてきたことは、多くの識者が認めるところであろう。とりわけ、資金の借り手である企業とそのメインバンクとの間には、長期的かつ緊密な金融取引関係（メインバンク関係）が構築され、企業の各種の資金重要を充足してきたと理解されている。

このようなメインバンク関係の意義と役割を整理したのが、Aoki and Patrick (eds.)(1994)に所収されている諸論文であり、とりわけ Aoki(1994)は、メインバンクの本質的な機能は顧客企業に対するモニタリング活動であることを強調している。すなわち、Aoki(1994)は、メインバンクが事前、中間、事後の3段階のモニタリングを適切に実施し、それらが統合（integration）されることによって企業経営に影響を及ぼしてコーポレート・ガバナンスとしての機能を果たしていると述べている。

事前的モニタリング(ex ante monitoring)とは、企業が提案する投資プロジェクトを審査するとともに、融資可能なものとそうでないものを選別するプロセスである。これが有効になされるためには、当該企業の経営状態に関する情報はもとより、その属する業界や関連業界、およびマクロ経済動向や金融環境など、幅広い情報が必要とされる。高度成長期には、日本の銀行は、産業界や公的部門と緊密に情報交流を図ることによって、このような情報を有効に蓄積していったというのである。

また、中間的モニタリング(interim monitoring)とは、適格な投資プロジェクトに対する融資が実行されたのち、資金使途や企業活動を全般的にチェックするプロセスである。これ

は、企業経営者が資金を自己の利益に沿って流用する潜在的なインセンティブを有するため、そのようなモラル・ハザード問題を回避するための措置である。具体的には、プロジェクトの進捗度合いを現地実査するとともに、当座預金で資金繰りをチェックするなどである。

最後に、事後的モニタリング(ex post monitoring)とは、投資プロジェクトが実現した段階で企業の経営状態を確認し、財務危機 (financial distress) に陥っている場合には、業況の改善策を示したり現経営陣の経営責任を追求したりするものである。その具体的措置は、財務危機の程度や性格によって区々であるが、深刻度が高い場合には例えば、現経営責任者を解任するとともに新たな経営者を派遣し、再建計画を策定し、追加融資や債権カットなどの金融支援策を提示することなどである。ただし、言うまでもなく企業経営や投資プロジェクトが所期の見込み通り順調に進んでいれば、この段階のモニタリングにかかる具体的措置は必要ではない。その意味で、この種のモニタリングは、状態依存的な性格を有するといえる。

## 2.2 メインバンク・システムと金融規制

このようなメインバンク・システムの有効性を支えるメカニズムを、金融面での政策との関連から理論的に明らかにしたのが、Hellmann, Murdock and Stiglitz (1997, 2000)である。このうち、Hellmann, Murdock and Stiglitz (1997) は、金融セクターの発展を促す望ましい金融パラダイムの提唱を意図しているが、その有力なモデルはメインバンク・システムと政府の金融面での政策 (financial policies) とが相まって、高度成長を実現させた日本である。彼らは自分たちが主張する一連の政策を“financial restraint”と呼んでいる。その本質は、政策的に金融セクターおよび生産セクターにレント (超過利潤) を生み出す仕組みを整えることである。そのためには、日本の高度成長期に実際になされていたように、金融セクターに対して預金金利を市場の実勢よりも低位に固定することや、新規参入の規制、さらには場合によっては競争そのものの制限も課すべきであるとしている。また、預金金利規制は、貸出金利規制と重なり合うことによって、レントの一部を生産セクターに配分することもできる。このようなレントの存在は、競争の機能を阻害するような情報に関連する問題を緩和し、純粋に競争的な市場では過小供給となりがちな銀行による借り手のモニタリングを促進する効果を発揮する<sup>1</sup>。

同じ著者による Hellmann, Murdock and Stiglitz (2000)は、金融自由化が進展するなかで銀行危機が世界的に頻発する状況をふまえ、銀行に対するどのような健全経営規制が有効で

---

<sup>1</sup> 彼らは、financial restraint が有効に機能する前提条件として、インフレ率が低く予測可能であること、税率が過度に高くはないこと、そして実質金利がプラスであることをあげている。また、financial restraint に似た政策として financial repression があるが、前者では、政府は民間部門のなかでの資源配分を変えて、金融セクターと生産企業にレントを発生させるのみであるが、後者では政府は民間部門からレントを収奪してしまう点で、厳格に区別される。

あるのかを論じている。健全経営規制のなかでも代表的手段である預金金利規制と自己資本比率規制とを比較すると、自己資本比率規制は短期的には銀行のリスクな行動を抑制する効果があるものの、銀行にコストのかかる資本を保有することを強要するために、銀行のフランチャイズ・バリュー（将来収益の現在価値）を下げ、長期的にはむしろ銀行のリスクな行動を助長するマイナスの効果があるとされている。一方、預金金利規制は、逆にレントの発生によりフランチャイズ・バリューを引き上げる効果を生み、自己資本比率規制のマイナス面を相殺することから、両者を併用した政策は自己資本比率規制単独の政策よりも望ましいというのが、彼らの結論である。

### 2.3 メインバンク・システムの変容

Hellmann, Murdock and Stiglitz (1997, 2000)の理論が示唆するところによれば、メインバンクのモニタリング機能は、銀行のフランチャイズ・バリューを生み出す金融規制によって裏付けられていたと理解できる。

ところが、周知の通り、1980年代から90年代にかけて日本の金融資本市場では自由化が進展し、預金金利規制や資本市場に関する規制が、徐々に緩和ないし撤廃されていった。そのような金融自由化が、銀行部門に発生していたフランチャイズ・バリューを消失させ、結果としてメインバンクの情報機能に打撃を与えたというのが通説の見方である (Aoki, 1994 および Hoshi and Kashyap, 2001)。

さらにいえば、1980年代後半に発生した資産バブルは、銀行のモニタリング機能の弱体化を事後的に明らかにしたという解釈もある (Aoki, Patrick and Sheard, 1994)。なぜならば、金融自由化によってモニタリング機能を低下させた銀行は、伝統的な顧客を失うなか、不動産やノンバンクあるいは財テク向けあるいは個人向け融資を急拡大していった。本来のモニタリングとは異質の土地担保に頼ったそのような金融のやり方が、バブル崩壊とともに銀行部門に深刻な打撃をもたらしたと考えられるからである。

## 3. 金融自由化はフランチャイズ・バリューを低下させたか

### 3.1 金融自由化の推移

戦後の日本の金融システムは、戦前の金融恐慌の経験などを踏まえ、金融システムの安定性確保をねらいとして、各種の競争制限的規制が課されてきた。しかしながら、高度成長期が終焉し、1973年のオイルショック後の深刻な不況局面で、国債が大量に発行されたことや経済の国際化で自由化が進んだ諸外国の金融動向が日本にも影響を及ぼしつつあったことなどから、1980年代に入って金融自由化は不可避免的に進展していった。また、日米金融当局の協議の末に1984年5月に公表された日米円・ドル委員会報告書において、日本

に関する各種の金融自由化措置が盛り込まれた<sup>2</sup>のも、大きなインパクトとなった。

金融自由化のインパクトを銀行の立場から考察する場合には、二つの側面が存在する。第一は、銀行業務の各種規制に関する自由化措置であり、その進展は銀行間の競争が促進されることを意味する。第二は、資本市場に関する自由化措置の進展であり、社債などの企業にとって銀行融資と代替性のある調達手段の利用可能性が高まれば、銀行業務に無視し得ない影響が及ぶことが予想される。

第一の銀行業務の自由化については、主に預金金利の自由化と業務分野規制の見直しがある。まず、金利の自由化では、1970年代前半のオイルショックからの不況により1975年以降、大量に発行された国債が大きなインパクトを及ぼすこととなる。すなわち、シンジケート団による引受には自ずと限界があり、国債の市中消化を円滑にすることが求められたが、そのためには金利を市場の実勢に合わせたものとする必要があるためであった。

1979年に銀行が企業の余剰資金を吸い上げるため、譲渡性預金が導入されたのが、自由金利商品の先駆けとなったが、預金金利の自由化に関しては、1985年に一口10億円以上の大口定期預金の金利が自由化され、さらに1989年には1000万以上、1991年には300万以上と下限が引き下げられ、1993年について定期性預金の金利の自由化が完了し、1994年には当座預金を除く全ての流動性預金金利が完全に自由化された。

また、業務分野規制の見直しについては、1993年の金融制度改革法の施行により、大幅に規制緩和され、銀行業、信託業、証券業は業態別子会社方式で相互参入することができるようになった。また、1996年には新保険業法が施行され、子会社方式による生損保間の相互参入が可能となった。

第二の資本市場の自由化に関しては、社債発行に焦点を当てて概観する(表1)。日本では、戦前の1920年代に無担保社債が相次いでデフォルトした経験から、1933年以降担保付き社債が原則となり、戦後の1949年には日銀適格担保社債事前審査制度のもと、A格(電力債、起債実績のある超一流債)、B格(私鉄債、起債実績のある一流債)、C格(地方会社、新顔)の三種に格付けされ、起債調整が行われた。その後、1955年に日銀適格担保社債事前審査制度が廃止され、1959年には格付基準が設けられて、資本金や純資産などの額によって格付がなされ、その格付によって発行価格が決められるようになった。1977年になると、格付基準に加えて適債基準(表2)が導入され、債券を発行する会社が満たさなければならない基準が定められた。この際、初めて債券を発行する会社は、既往発行会社より高い基準が必要となった。また、格付基準の違いによって、個々の発行条件(金利)が決定された<sup>3</sup>。

---

<sup>2</sup> 同委員会報告者には、預金金利の自由化のほか、円の国際化のためのユーロ円市場の拡充、外貨の円転換規制の撤廃、外国銀行の日本市場への参入、在日外銀の国債ディーリング等に関する自由化措置が盛り込まれた。

<sup>3</sup> 具体的には、AA格、A格、BB格、B格それぞれで、1ランク格が違うごとに0.1%の金利差が設けられた。

このような事実上の起債調整がなされるなか、規制緩和に向けた胎動もはじまり、1979年に、財務制限条項を特約することが義務づけられたものの、ついに無担保公募事業債の発行が優良企業に限定して認められることとなる。その後、それまでは、適債基準として数値基準が設けられていたところへ、まずは1987年に無担保債の発行に、ついで1988年に有担保債の発行に、新たに債券格付基準が導入された。ここでの債券格付基準は、1977年に導入された格付基準と違い、債券格付会社による格付であり当格付によって発行条件がきまったわけではなく、発行可能かどうかの判断に利用された。当初はそれぞれ、無担保債は格付がAA格以上またはA格で純資産額550億円以上の企業、有担保債はBBB格以上とされ、これにより純資産額の小さな優良企業にも社債発行が可能となった。

1990年には、ようやく30年以上にわたって続いてきた数値基準が撤廃されて債券格付基準に一本化され、さらに1996年には、適債基準と財務制限条項の設定義務付けも撤廃された。以降は、外資系あるいは日本の格付会社から格付を取得することによって（主要な格付機関の格付の定義については、表3を参照。）、条件次第で自由に社債を発行することができる道が開かれた。

### 3.2 社債発行の動向

日本企業の社債発行の長期動向をみると（図1）、上述の通り、長らく実質的な起債制限がなされていたため、1960年代から70年代にかけて社債を発行していた企業は、電力会社のほか運輸関連会社、ガス会社および一部の製造業企業などに限定され、企業部門の外部資金調達が生きていた時期にもかかわらず、全般的にみても社債発行は低調であった。

ようやく80年代に入って、上述の社債発行制度の規制緩和が進み、社債発行は増加傾向を辿った。その後、80年代後半のいわゆるバブル膨張期には、国内での転換社債および海外での新株引受権付社債といったいわゆるエクイティものでの調達が著しく増加し、89年度には社債発行額は20.8兆円とピークに達した。この時期に大量のエクイティ・ファイナンスが実施された背景には、活発な設備投資がなされていたことばかりではなく、株価の値上がり期待により、社債が見かけ上低利で発行できたという事情がある。

ところが、90年はじめからのバブル崩壊を契機に、この状況は一変する。エクイティ・ファイナンスの環境は一転して悪化し、設備投資の落ち込みや財務リストラの必要性などにより、社債発行額は10兆円前後にまで急落した。そして最近時点に至るまで、起債額は10兆円強で安定的に推移している。換言すれば、1990年代後半から2000年代初頭にかけて、膨大な不良債権を抱える日本の銀行セクターが何度となく危機的な状況に陥り、銀行のリスク負担能力の低下により、企業部門の資金調達やマクロ経済に悪影響が及ぶとの懸念が広がっていた時期があったものの、それらの時期においても社債発行が増えて、銀行融資を代替したという証拠は、マクロ的には観察されない。

図1から国内、海外別にみると、バブル期前後には海外での起債は国内と同等の規模であったが、90年代半ばからは日本の金融危機の影響などもあり、海外での起債は減り、国



内中心にシフトしている。種類別には、バブル崩壊後には転換社債や新株引受権付社債といったエクイティものは減り、むしろ普通社債が中心となっている。また、近年には私募債も趨勢的に増加している。

また、図 1 の(3)で上場企業の残高ベースの動向をみると、70 年代にゆるやかに増加したのち 80 年代半ばから顕著に増加し、92 年度末にはおよそ 62 兆円に達している。その後は、新規の発行が不振であることを背景として、残高は 90 年代に横這いで推移した後、2000 年代に入って減少傾向を辿っている（2006 年度末：44 兆円）。社債残高を有する企業数は、60 年代はじめには 200 社にも満たない水準にとどまっていたが、残高の増加と軌を一にして増加傾向を辿り、94 年度には 1,683 社とピークに達している（全上場企業に占める比率：61%）。以降には、社債残高を有する企業数は大きく減少している（2006 年度末：1,243 社、全上場企業に占める比率：33%）。

### 3.3 銀行収益の動向

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。

図 2 は、銀行業の収益率を経常利益 / 総資産で定義し、その業態別の推移を高度成長期後半から最近時点まで描いたものである。図 2 によると、銀行業の収益率そのものの低下は、金融自由化が開始された 1980 年代初頭よりも早く、70 年代初めから始まっている。1980 年代には、むしろ銀行の収益率は若干ではあるが上昇する傾向さえうかがえる。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。

さらに、いくつかの主要国と日本の銀行業の収益性を OECD データに基づいて比較すると（図 3）、アメリカ、ドイツ、イギリスなど金融自由化が日本よりも早くから進められている諸外国における方が、日本よりも銀行業における収益性自体が高いことがみてとれる。図 3 は、金融自由化によって、必ずしも銀行業の収益性が低下するとはいえないことを示唆するものである。

### 3.4 金融自由化と銀行のビジネス・モデル

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リレーションシップ型の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、銀行は緊密なリレーションシップを伴う融資取引関係に依存しないビジネス・モデルを重視する。Boot and Thakor (2000) のこの分析結果を銀行のビジネス・モデルやコーポレート・ガバナンスの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、リレーションシップ・バンキングの重要性を低下させ、コーポレート・ガバナンス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し得る。なぜならば、前述の通り、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重要な観点の一つは、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年代後半に急速にその重要性を高めた。

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、コーポレート・ガバナンスにおける銀行の機能に大きな影響を及ぼしたであろうか。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事業部制の採用などの経営構造の改革を実施し、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であろうか<sup>4</sup>。

### 3.5 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、銀行と企業とのリレーションシップに基づく取引関係は、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<sup>5</sup>。

---

<sup>4</sup> 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）。1977年から93年までの企業買収統計に基づくKang, Shivdasani and Yamada (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ちに断ち切るとは限らないだろう。

<sup>5</sup> 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

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か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<sup>6</sup>。

しかし Mayer (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、一種の関係特殊な資産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

---

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リレーションシップ型の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、リレーションシップ・バンキング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, Packer and Fukuda, 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。

<sup>6</sup> 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。

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関係特殊的資産を形成するのであれば、この資産は借手企業にとって一種のサンク・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産を毀損する恐れのある社債発行に躊躇するであろう。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。

#### 4. コーポレート・ガバナンスにおけるメインバンク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コーポレート・ガバナンスの構造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、コーポレート・ガバナンス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, Murdock and Stiglitz (1997, 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、長期取引関係を基盤とするリレーションシップ型の融資取引関係から、長期取引を前提としないトランザクション型の金融取引へのシフトが生じ、メインバンク関係を基盤としたコーポレート・ガバナンス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コーポレート・ガバナンスの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。

##### 4.1 メインバンク関係は社債発行を抑制したか。

金融自由化の結果、メインバンク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、メインバンク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、関係特殊的資産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、その資産が資金調達コストを引き下げ、経

営業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、その資産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設定することができる。

**仮説1：メインバンク関係の下にある企業は、メインバンク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。**

標本企业とメインバンク関係：以下の実証分析で用いられる標本は、上場企業および店頭登録企業の財務データである<sup>7</sup>。各企業のデータ期間は、上場を開始した時期の違いなどにより各々異なっている。また、以下の実証分析で用いられる変数に関して、異常値であると思われるものをサンプルから除外している<sup>8</sup>。

さらにこれらの企業群から、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、メインバンク関係からの独立性が高いとみなされる企業を選び出す。もっとも、メインバンク関係をどのように定義するべきかという問題自体、必ずしも容易ではなく、コンセンサスが得られているわけではない。先行研究においても、最も融資額が多額な銀行をメインバンクとしたもの<sup>9</sup>や融資に加えて株式保有を重要視したもの<sup>10</sup>、あるいは金融系列を陽表的あるいは暗黙的にメインバンク関係とみなしたもの<sup>11</sup>など、さまざまである<sup>12</sup>。

Aoki, Patrick and Sheard (1994) が指摘するように、メインバンクは取引先企業に対して、融資のみならず株式保有、役員派遣、財務危機に陥った際の諸対応など、多様な役割を果たしている。このような見方からすると、メインバンク関係を融資などの単一な要素

---

<sup>7</sup> ただし、金融業はサンプルから除かれている。データソースは、日本政策投資銀行の財務データバンクである。

<sup>8</sup> 原則として、各観察値がサンプル全体の平均値の標準偏差の3倍を超えるものを異常値とみなして標本から除外している。

<sup>9</sup> Sheard(1989), Hoshi, Kashyap and Scharfstein (1990), Flath (1993), Campbell and Hamao (1994), Kang and Shivdasani (1997), Morck, Nakamura and Shivdasani (2000) など。

<sup>10</sup> Kang and Shivdasani (1995) など。

<sup>11</sup> Anderson and Makhija (1999), Morck and Nakamura(1999) など。

<sup>12</sup> そのほか、Dodwell Marketing Consultants のメインバンクの定義を利用した Weinstein and Yafeh (1998)、Japan Company Handbook に記載されている主要な取引銀行をメインバンクとした Gibson (1995, 1997) などがある。

のみで定義することは、必ずしも妥当とはいえない。このような考え方から、本稿では、堀内・花崎(2000, 2004)と同様に、社団法人経済調査協会『年報 系列の研究』を基礎資料にメインバンク関係を定義している。すなわち、同資料では、上場企業と店頭登録企業を対象に、「派遣役員、系列持ち株、系列融資、旧来からの結合関係その他等から総合的に判断」して金融系列を特定化している。

社債発行の要因分析：仮説1を検証する実証分析では、社債発行の自由化が進んだ1980年代と90年代の期間を対象として、サンプル企業の社債発行動向（後述）を被説明変数とする計測を実施する。

各モデルの説明変数としては、前年度の純資産（自己資本）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、コントロール変数として導入している<sup>13</sup>。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であり、社債発行に関する符号条件は、すべてプラスである。また、前年度末の借入金残高（ $LOA(t-1)$ ）、1980年時点まで「強固な融資取引関係（メインバンク関係）の下にある企業」のグループに属していた企業に1、「メインバンク関係から独立している企業」に0を与えるダミー変数（ $MAIN80$ ）、そして被説明変数の前年度値を、それぞれ説明変数としている。

ここで、「メインバンク関係の下にある企業」を特定化するダミー変数  $MAIN80$  の定義について説明する。上述の『年報 系列の研究』をもとに、各企業の金融系列を1960, 65, 70, 75, 80年の5時点を対象にして調べ、5時点の情報があるサンプル企業については少なくとも4時点で同じ金融機関の系列であること、また4時点の情報があるサンプル企業については少なくとも3時点で同じ金融機関の系列であること、さらに70, 75, 80年の3時点で同じ金融機関の系列であることのいずれかの条件を満たす企業を「メインバンク関係の下にある企業」、そのいずれの条件も満たさない企業を「メインバンク関係から独立している企業」と、それぞれ分類している。

被説明変数となる社債発行動向については、3種類の指標を採用している。第1はそれぞれの年に各企業が社債を発行したか否かのダミー変数（ $BD$ ）、第2は社債の新規発行額対総資産比率（ $BIA$ ）、そして第3は社債残高対総資産比率（ $BOA$ ）である<sup>14</sup>。

80年代と90年代別および製造業と非製造業別の計測結果が、表4に整理されている。まず、(1)の被説明変数に各企業が社債を発行したか否かのダミー変数（ $BD$ ）を用いた計

---

<sup>13</sup> 各指標の定義は、次の通り。純資産倍率＝自己資本／資本金、自己資本比率＝自己資本／総資産、使用総資本事業利益率＝（営業利益＋受取利息・配当金）／使用総資産、インタレスト・カバレッジ・レシオ＝（営業利益＋受取利息・配当金）／支払利息・割引料。

<sup>14</sup> このうち、社債を発行したか否かおよび社債の新規発行額は、有価証券報告書の社債明細表、また社債発行残高はバランスシートから、それぞれ入手している。

測結果をみると<sup>15</sup>、説明変数MAIN80の係数はプラスであり、80年代の非製造業を除いて有意水準も高い。つまり、メインバンク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、90年代の非製造業を除いてプラスで有意である。すなわち、一般に借入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。

(2)の社債の新規発行額対総資産比率を用いたモデル、そして(3)の社債残高対総資産比率を左辺としたモデルにおいても、同様な傾向が観察される。すなわち、メインバンク関係の下にある企業を示すダミー変数および前年度末の借入金残高は、製造業に関しては、80年代と90年代を通じて有意にプラスの効果を発揮している。非製造業に関しては、(2)のモデルではそれらの係数の有意性は乏しいものの、(3)のモデルでは80年代のMAIN80の係数を除いて、それらの係数は有意にプラスである。

これらの結果は、前述の仮説1を否定しており、それまでメインバンク関係の下にあったとみられた企業にとって、その取引関係自体の実質的な意味が必ずしも大きくはなかったことを示唆している。

#### 4.2 社債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企業」(すなわち、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。融資取引関係を基礎とするコーポレート・ガバナンスの下にあっては、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コーポレート・ガバナンスの機能を劣化させ、社債発行を契機に企業の経営効率性が低下したという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シナリオを検証しようとするものである。以下に検証される仮説は次の通りである。

**仮説2: メインバンク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。**

基本モデル: ここでは、堀内・花崎(2000, 2004)にならい、企業経営の効率性の尺度として生産性の変化率をとり、それを説明する変数として、企業の所有構造などのコーポレート・ガバナンスに関するいくつかの要素に加えて、社債発行に関する変数を導入することによって、社債発行が企業の経営効率性にどのような影響を及ぼしたのかをパネル分析で検証する<sup>16</sup>。

<sup>15</sup> 表4(1)は、パネルデータに基づくプロビット・モデルである。

<sup>16</sup> 企業経営の効率性の尺度として、生産性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

我々が用いる基本モデルは、次式のような Cobb-Douglas 型の生産関数を出発点としている。

$$VA_t = T_t L_t^\alpha K_t^{(1-\alpha)} \quad (1)$$

ただし、 $VA_t$ 、 $T_t$ 、 $L_t$ 、 $K_t$  は、それぞれ  $t$  期の実質付加価値、TFP、労働投入、資本ストックであり、 $\alpha$  は労働分配率である。

(1) 式を時間微分の形に変えるとともに、左辺を労働生産性の変化率に変形すると、次式のとおり右辺は資本労働比率の変化率（以下、KL と表記）と TFP 変化率とに分解される。

$$\frac{\dot{VA}}{VA} - \frac{\dot{L}}{L} = (1-\alpha) \left[ \frac{\dot{K}}{K} - \frac{\dot{L}}{L} \right] + \frac{\dot{T}}{T} \quad (2)$$

上式において、左辺の労働生産性の変化率（以下、RP と表記）は、本稿において企業経営の効率性の尺度として用いられている。そして、右辺の TFP 変化率を表す項のところに後述するコーポレート・ガバナンスの関連指標などを導入して、それらが RP に有意な影響を及ぼしているかどうかを検証するのが、我々の基本的アプローチである。

資本ストックの推定：この種の生産関数にかかわる実証分析において、常に頭を悩ませなければならないのが、各企業の実物資本  $K$  をどのように推定するかという問題である。本稿では、日本政策投資銀行の財務データバンクに収録されている 1956 年度からの財務データを用いて、次の手順で各企業の資本ストックを推計している。

1) 各企業の設備投資系列から、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系列を作成 ( $I_t$ )。

2) 内閣府『民間企業資本ストック年報』から産業別の純除却額<sup>17</sup>を用いて次式で各セクター別の純除却率 ( $\delta$ ) を推計。

$$\delta_t = t \text{ 期の純除却額} / t - 1 \text{ 期の資本ストック (進捗ベース、法人企業)}$$

3) 初年度の各企業資本ストック  $K_0$  は、有形固定資産の簿価に一致すると仮定し<sup>18</sup>、初年度以降の系列を次式に基づき推計する。

$$K_t = K_0 (1 - \delta_t) + I_t$$

---

たかに焦点をあててきた（たとえば、Hoshi, Kashyap and Scharfstein, 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生産性に着目すべきである。

<sup>17</sup> 資産の廃棄および売却額から中古品取得額を差し引いたものである。

<sup>18</sup> 1950 年代の前半に資産再評価がなされており（宮島(1999) 参照）、この時期の簿価と時価との乖離は少ないと思われることから、この時期から存続する企業に対しては、このアプローチは正当化されるであろう。もっとも、この手法では、上場時期が新しい企業において簿価が実際の生産能力に比して低めになるバイアスが生じることは否めない。



$$\begin{array}{l}
K_2 = K_1 (1 - \delta_2) + I_2 \\
\vdots \\
\vdots \\
K_t = K_{t-1} (1 - \delta_t) + I_t
\end{array}$$

資本市場の要素：コーポレート・ガバナンスの理論では、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<sup>19</sup>。本稿では、企業の上位 10 大株主の所有割合を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、銀行を中心とする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所有比率を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、海外法人等の持株比率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など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。

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、元本の返済を迫ることになる。経営者が負債を弁済できなければ、彼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づ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<sup>20</sup>。

<sup>19</sup> 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。

<sup>20</sup> 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。この主張はコーポレート・ガバナンス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

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, Nicolitsas and Dryden (1997) や Allen and Gale (2000) が示唆するように、金融資本市場を通じるコーポレート・ガバナンス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<sup>21</sup>。

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 は、製造業と非製造業のすべての業種で計測可能であり、その値が低いことは市場競争度が高いことを示す。しかしコンテスト市場の理論 (Baumol, Panzar and Willing, 1982) は、製品の売上高集中度が高くなるほど、その市場の競争性が低くな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、それぞれの業種の競争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。

もう一つの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浸透度 [輸入 / (国内生産 + 輸入 - 輸出)] と輸出比率 [輸出 / (国内生産 + 輸入)] の和と定義し、EXIM と表記する<sup>22</sup>。EXIM は、SALE とは異なり製造業に属する業種のみにはしか適用できないが、国内の生産者のみでは寡占的であっても、海外からの供給圧力が強い業種では、そうした国内企業に対して有効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、その製造業業種に属する企業は強い競争圧力にさらされていると考えることができる<sup>23</sup>。

---

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。

<sup>21</sup> 少なくとも理論的には、コーポレート・ガバナンス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, Dewatripont and Rey (1999)などを参照。

<sup>22</sup> 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。

<sup>23</sup> 市場競争の程度を示す変数として超過利潤率を考へることもできよう。たとえば Nickell, Nicolitsas and Dryden (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

標本企業の基本統計量について：表 5 は、標本期間を第 1 期：1980 年代前半（1981～86 年度）、第 2 期：バブル期（1987～90 年度）、第 3 期：1990 年代（1991～98 年度）の 3 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量を製造業と非製造業別にまとめたものである。

まず、労働者一人当たり付加価値生産額変化率  $RP$  は、平均値でみていずれの期間においても製造業が非製造業を上回っている。また、期間別にみると、製造業と非製造業の双方において、第 1 期に比べて、第 2 期のバブル期には大幅に上昇したのち、第 3 期には大幅に落ち込んでいる。その間、資本労働比率の変化率  $KL$  は、むしろ上昇しつつあることから、その要因が 90 年代の生産性低下の原因であったとは言えない。 $RP$  のこの落ち込みが、融資取引関係を中心とするコーポレート・ガバナンスの構造的な変化と関係しているかどうか、以下の実証分析の主要な課題となる。

負債・資産比率  $DEBT$  は、製造業が非製造業に比べて低い水準にあるが、両者とも着実に低下している。競争条件を表す指標をみると、売上高上位 5 社占有率  $SALE$  は若干ながら低下傾向を示す一方、製造業において海外からの競争圧力を示す  $EXIM$  は、90 年代に入って上昇している。一方、株式の所有構造を表す変数については、上位 10 大株主の所有割合  $OWNER$  はほぼ安定しているものの、海外法人等持株比率  $FOREIGN$  と金融機関の持株比率  $FINST$  は、80 年代に比べて 90 年代に高い傾向が観察される。

ベースラインの分析：計測モデルとしては、(2) 式の基本モデルを拡張させた次式が用いられている。

$$RP_{it} = a + b_0 \times KL_{it} + \sum b_j \times DIN_j \times KL_{it} + c_1 \times SALE_{jt} + c_2 \times EXIM_{jt} + c_3 \times DEBT_{it} + c_4 \times OWNER_{it} + c_5 \times FOREIGN_{it} + c_6 \times FINST_{it} + d \times DI_t + u_{it} \quad (3)$$

各変数は、次の通りである。

$RP$ ：労働生産性の変化率

$KL$ ：資本労働比率の変化率

$DIN$ ：業種別ダミー変数

$SALE$ ：業種別売上高上位 5 社集中度

$EXIM$ ：業種別輸出入比率

$DEBT$ ：負債総資産比率

---

いと主張し、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。

*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

*DI*: 景気動向指数一致系列

なお、添え字  $t$  は時系列要素,  $i$  は企業レベルのクロスセクション要素, また  $j$  は産業レベルのクロスセクション要素を示している。

以下では、これらの変数を用いて、3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生産性変化率  $PR$  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、標準的なコーポレート・ガバナンスの理論によって重視されている諸要因が、実際にメインバンク関係の下にある企業の経営効率の違い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・労働比率の変化率  $KL$  にかかわる係数には、業種ごとに生産関数の形状が異なる可能性を考慮して、 $KL$  と各業種ダミーとの交差項を説明変数に加えている。

その計測結果は表 6 にまとめられている。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。標準的なコーポレート・ガバナンスの理論では、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  $DEBT$  や景気動向指数  $DI$  は、総じてかなり有意性の高い説明変数であることは注目すべきであろう。また、製造業に関しては、業種別輸出入比率  $EXIM$  および売上高シェア  $SALE$  といった市場競争の代理変数が、必ずしも有意なものばかりではないものの、すべて符号条件を満たしている。一方、非製造業では、 $SALE$  の符号条件が第 2 期を除いて満たされておらず、市場競争圧力の規律づけが有効に機能していないことがうかがわれる。

社債発行が経営効率に及ぼす影響の分析: それでは、メインバンク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、そのコーポレート・ガバナンス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、91~98 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量は表 7 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年代前半にメインバンク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、そのような企業数はバブル期、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変化率  $RP$  の平均値は、製造業の第2期において社債発行履歴のない企業グループが履歴のある企業グループに比べて有意に高いが、製造業のその他の期間および非製造業のすべての期間においては、両者に統計的に有意な差はみられない。

(3) 負債総資産比率  $DEBT$  に関しては、製造業のすべてのケースおよび非製造業の第3期を除くケースで、社債発行履歴のある企業の方が履歴のない企業よりも有意に低い。

次に、個別企業の経営効率性  $RP$  を被説明変数とするベースラインのモデルに社債発行に関する説明変数を追加して計測することによって、先に提示した仮説2をテストする。なお、社債発行に関連する指標としては、社債発行履歴のある企業に1、履歴のない企業に2を与えるダミー変数  $BOND$  に加え、表4で用いた社債の新規発行額対総資産比率  $BIA$  および社債残高対総資産比率  $BOA$  である。

それらの変数を導入した計測結果が、表8-(1)に示されている。まず製造業についてみると、社債関連指標が企業の生産性に有意にプラスの効果を及ぼしているのは第1期の  $BIA$ 、逆に有意にマイナスの効果を与えているのはいずれの期においても共通に  $BOA$  である。一方、非製造業においては社債関連指標が有意性の高い効果を及ぼしているケースは少なく、第3期の  $BIA$  がプラスの効果を及ぼしている場合のみである。

さらに、社債発行履歴ダミー変数  $BOND$  と各説明変数との交差項を加えたモデルの推計結果をみると（表8-(2)）、製造業および非製造業ともに第2期において、売上高シェアでみた競争条件の指標の有効性が社債発行企業では大きく減衰するなど、部分的には仮説2を支持する結果もみられるものの、全般的に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がうかがわれる。

#### 4.3 メインバンク関係の解消は経営効率性に影響を及ぼしたか。

1980年度まで強固なメインバンク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メインバンク関係を解消した。そこで以下では、メインバンク関係を解消した企業の経営効率性が、メインバンク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コーポレート・ガバナンスの有効性を強調する視点からは、メインバンク関係の解消はコーポレート・ガバナンスに空白を生じさせ、企業経営の効率性を低下させる可能性がある。したがって、ここで検証すべき仮説は、次のようになる。

**仮説3：メインバンク関係を解消した企業の経営効率性は、メインバンク関係を維持し続**

けた企業に比較して低下した。

1980年度までメインバンク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メインバンク関係を維持し続けた。しかし、一部の企業では、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。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した企業については、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。

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9にまとめられている。それぞれのグループの間に、各期を通じて統計的に有意な差異がみられる変数は少ないが、メインバンク関係を変更した企業の標本のほうが、製造業のすべての期および非製造業の第1期を除いて、負債総資産比率DEBTの値が低くなっている点に言及しておこう。

計測のモデルは、ベースラインの分析と同じだが、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、コーポレート・ガバナンス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、その変化が顕現するだろうというものである。

推計結果は、表10に整理されている。まず製造業についてみると、メインバンク関係を変更した企業に関しては、関係を維持した企業に比して、第2期の定数項、また第3期の輸出入比率の係数がそれぞれ有意に低く、また第1期の海外法人等持株比率の係数が有意に高いという結果が得られている。しかしながら、それ以外のダミー変数NMAINの交差項はすべて有意性が低い。また非製造業に関しては、交差項で有意なのは第1期のOWNERのみである。

これらの結果は、メインバンク関係を解消した企業の経営効率性が低下したという仮説3を棄却するものであると判断できるであろう。

#### 4.4 メインバンク関係はコーポレート・ガバナンス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、メインバンク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、メインバンク関係の下にあった企業は、メインバンク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。

ここではメインバンク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変化率）を比較するので、それら企業のカテゴリは非常に重要である。この分類法については、既に3.1節で説明した方法、つまり経済調査協会発行の『年報 系列の研究』から得られる情報を用いる。すなわち『年報 系列の研究』において、銀行・金融機関との系列関係が、その情報が同書に記載されはじめてからそれぞれの期間の終わりまで基本的に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1、またそれ以外の企業を「メインバンク不安定企業」として0を付けるダミー変数MDを導入する<sup>24</sup>。

このようにして分類された「メインバンク安定企業」と「メインバンク不安定企業」のパフォーマンスや属性に有意な差異があるかどうかを、大まかに比較したものが表11である。その結果、労働者一人当たり付加価値生産額変化率RPでは、両者の間にほとんど有意な差がみられないこと、負債総資産比率DEBTと金融機関持株比率FINSTでは、製造業と非製造業のすべての期においてメインバンク安定企業が不安定企業に比べて高いこと、上位10株持株比率では逆に前者が後者に比べて低いこと、などが明らかになっている。

以下で検証されるのは、次のような仮説である。

**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額変化率で定義された経営効率性が高い。**

すべての上場企業をサンプルとした計測結果が表12に整理されている。まず、ベースラインモデルに、メインバンク安定企業ダミーMDを単純に入れた結果(表12-(1))をみると、製造業、非製造業ともMDは全く有意性の高い効果を発揮していない。製造業では、市場競争要因(SALEかEXIMのいずれか)、負債総資産比率DEBTおよび海外法人等持株比率FOREIGNが、3つの期を通して有意性の高い効果を発揮している。一方、非製造業では、

---

<sup>24</sup> 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、そうでない企業に比較して経営効率が悪いか、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。

3つの期のすべてで有意性の高い符号条件を示している変数はみられない。

次に、メインバンク安定企業ダミーMD と各説明変数との交差項を加えた推計結果をみてみよう（表 12-(2)）。同表によれば、MD 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、製造業における第1期の海外法人等持株比率や第2期の負債総資産比率において MD との交差項がプラスで有意である点である。すなわち、それらにおいては、メインバンク関係が安定しているということが、それぞれの生産性へのプラスの効果が増幅されていると解釈することができる。これらの数少ない例外を除くと、実証分析の結果は、メインバンク関係が企業の経営効率を高めたという仮説4を支持していない。

しかしこの結果は、メインバンク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、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1998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提示するものではない。メインバンク関係がコーポレート・ガバナンス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・セレクションの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、基本的には上場企業である。たとえば、メインバンク関係がソフト・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上場廃止に追い込まれたとしても、上場廃止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、メインバンク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、金融自由化以前には、メインバンク関係を通じるコーポレート・ガバナンスのメカニズムが有効に機能していたが、1980年代後半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ていない。

## 5. おわりに

この論文では、第二次大戦後の日本におけるコーポレート・ガバナンスのメカニズムを採り上げ、とりわけ1980年代に進められた金融自由化とメインバンク関係を基盤とするコーポレート・ガバナンスの有効性との関係に焦点を当てて、理論的、実証的分析を実施した。通説によれば、金融自由化はメインバンク関係の安定性に打撃を与え、コーポレート・ガバナンスを弛緩させた。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。



本稿で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労働者一人当たりの付加価値生産性変化率でみる企業の経営効率性を高めたという証拠はみられない。むしろ、外部からの資金借入に依存する程度が高いほど、また市場競争の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。また、社債発行に積極的な企業が、必ずしもメインバンク関係が脆弱であった企業とはいえないこと、社債を発行することによって、メインバンク関係に伴うモニタリングの有効性が低下し、企業の経営効率が悪化するようなメカニズムも作用してはいないこと、メインバンク関係の変更が企業経営の効率性に悪影響を及ぼしたわけではないこと、などが明らかにされた。

これらの結果は、メインバンクに関する通説とは異なり、企業にとってメインバンク関係のガバナンス面でのメカニズムが、必ずしも有効に機能していたわけではないことを示唆するものである。

もっとも、この論文の分析が、いかなるメインバンク関係の機能をも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、融資取引関係を基礎とする資金調達は依然として重要であろう。福田・粕谷・中島 (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<sup>25</sup>。そのことは同時に、それらの企業のコーポレート・ガバナンスの枠組みにおいて、銀行が重要な役割を果たすことができる可能性を示している。

---

<sup>25</sup> 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性の変化率を評価基準としているが、福田・粕谷・中島(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変化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、この論文の標本企業は上場企業である。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

- 岡東務・松尾順介(共編著)(2003),『現代社債市場分析』シグマベイスキャピタル
- 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
- 黒沢義孝(1981),「債券格付けに関する研究」『経済経営研究』Vol 2-1 日本開発銀行設備投資研究所
- 黒沢義孝(2007),『格付け講義』文眞堂
- 志村嘉一(監修)・公社債引受協会(1980),『日本公社債市場史』社団法人公社債引受協会
- 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・花崎正晴 (2000),「メインバンク関係は企業経営の効率化に貢献したかー製造業に関する実証研究ー」『経済経営研究』Vol.21-1 日本政策投資銀行設備投資研究所
- 堀内昭義・花崎正晴 (2004),「日本企業のガバナンス構造ー所有構造、メインバンク、市場競争ー」『経済経営研究』Vol. 24-1 日本政策投資銀行設備投資研究所
- 宮島英昭 (1999),「日本企業システム形成の一側面ー1950年代前半の資産再評価問題ー」『証券経済研究』第19号 45-75 日本証券経済研究所
- Aghion, Philippe, Mathias Dewatripont and Patrick Rey (1999), "Competition, Financial Discipline and Growth," *Review of Economic Studies*, Vol.66, Issue 4, 825-852.
- Allen, Franklin and Douglas Gale (2000), *Comparing Financial Systems*, MIT Press.
- Anderson, Christopher W. and Anil K. Makhija (1999), "Deregulation, Disintermediation, and Agency Costs of Debt: Evidence from Japan," *Journal of Financial Economics*, 51, 309-339.
- Aoki, Masahiko (1994), "Monitoring Characteristics of the Main Bank System: An Analytical and Developmental View," in Masahiko Aoki and Hugh Patrick (eds.), *The Japanese Main Bank System:*

*Its Relevance for Developing and Transforming Economies*, Oxford University Press, 109-141.

Aoki, Masahiko and Hugh Patrick (eds.) (1994), *The Japanese Main Bank System: Its Relevance for Developing and Transforming Economies*, Oxford University Press.

Aoki, Masahiko, Hugh Patrick and Paul 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.

Boot, Arnoud W. A. and Anjan V. Thakor (2000), "Can Relationship Banking Survive Competition?" *Journal of Finance*, 55 (2), 679-711.

Campbell, John Y. and Yasushi Hamao (1994), "Changing Patterns of Corporate Financing and the Main Bank System in Japan," in Masahiko Aoki and Hugh Patrick (eds.), *The Japanese Main Bank System: Its Relevance for Developing and Transforming Economies*, Oxford University Press, 325-349.

Flath, David (1993), "Shareholding in the Keiretsu, Japan's Financial Groups," *Review of Economics and Statistics*, 249-257.

Gibson, Michael S. (1995), "Can Bank Health Affect Investment?: Evidence from Japan," *Journal of Business*, 68, 281-308.

Gibson, Michael S. (1997), "More Evidence on the Link between Bank Health and Investment in Japan," *Journal of the Japanese and International Economies*, 11(3), 296-310.

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

Hellmann, Thomas F., Kevin C. Murdock and Joseph E. Stiglitz (1997), "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, Thomas F., Kevin C. Murdock and Joseph E. Stiglitz (2000), "Liberalization, Moral Hazard in Banking, and Prudential Regulation: Are Capital Requirements Enough?" *American Economic Review*, 90(1), 147-165.

Horiuchi, Akiyoshi (1989), "Informational Properties of the Japanese Financial System," *Japan and the World Economy* 1, 255-278.

Horiuchi, Akiyoshi, Frank Packer and Shin'ichi Fukuda (1988), "What Role Has the "Main Bank" Played in Japan?" *Journal of the Japanese and International Economies*, 2, 159-180.

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

Hoshi, Takeo, Anil Kashyap and David Scharfstein (1990), "The Role of Banks in Reducing the Costs of Financial Distress in Japan," *Journal of Financial Economics*, 27, 67-88.

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, Michael C. (1986), "Agency Costs of Free Cash Flow, Corporate Finance, and Takeovers," *American Economic Review*, 76, 323-329.

Jensen, Michael C. (1989), "Eclipse of the Public Corporation," *Harvard Business Review*, Sept.-Oct., 61-74.

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, Jun-Koo and Anil Shivdasani (1997), "Corporate Restructuring during Performance Declines in Japan," *Journal of Financial Economics*, 46, 29-65.

Kang, Jun-Koo, Anil Shivdasani and Takeshi Yamada (2000), "The Effect of Bank Relations on Investment Decisions: An Investigation of Japanese Takeover Bids," *Journal of Finance*, 55(5), 2197-2218.

Kaplan, Steven N. and Bernadette A. Minton (1994), "Appointments of Outsiders to Japanese Boards: Determinants and Implications for Managers," *Journal of Financial Economics*, 36, 225-258.

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

Mayer, Colin (1988), "New Issues in Corporate Finance," *European Economic Review* 32, 1167-1189.

Morck, Randall and Masao Nakamura (1999), "Banks and Corporate Control in Japan," *Journal of Finance*, 54(1), 319-339.

Morck, Randall, Masao Nakamura and Anil Shivdasani (2000), "Banks, Ownership Structure, and Firm Value in Japan," *Journal of Business*, Vol. 73, Issue 4, 539-567.

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

Petersen, Mitchell A. and Raghuram G. Rajan (1994), "The Benefits of Lending Relationships: Evidence form Small Business Data," *Journal of Finance*, 49, 3-37.

Rajan, Raghuram G. (1992), "Insiders and Outsiders: The Choice between Informed and Arm's-Length Debt," *Journal of Finance*, 47(4), 1367-1400.

Ross, Stephen A. (1977), "The Determination of Financial Structure: the Incentive-Signalling 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, Steven A. (1990), "Asymmetric Information, Bank Lending, and Implicit Contracts: A Stylized Model of Customer Relationships," *Journal of Finance*, 45, 1069-1087.

Sheard, Paul (1989), "The Main Bank System and Corporate Monitoring and Control in Japan," *Journal of Economic Behavior and Organization* 11, 399-422.

Shleifer, Andrei and Robert W. Vishny (1997), "A Survey of Corporate Governance," *Journal of Finance*, 52, 737-783.

Weinstein, David E. and Yishay 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.

表1 社債発行制度の推移

1933以降	担保付き社債が原則(～1979年まで)
1949	日銀適格担保社債事前審査制度のもとで、A格、B格、C格の三種に格付け
1950	社債発行限度額は、原則として「資本及準備金の総額」とされた(商法297-1)
1955	日銀適格担保社債事前審査制度の廃止。
1959	起債拡大方針が打ち出され、格付基準を導入、一般事業債の発行価格は、A格98円50銭、B格98円、C格97円50銭と区分け
1973	留保物件つきながら、無担保転換社債の発行が認められ、三菱商事などが発行。
1977	格付基準の他、適債基準を導入。既往・新顔銘柄別に、社債を発行できる条件が定められる。格付基準は、AA格、A格、BB格、B格と定められ、1格違うごとに金利に0.1%の格差。
1979	優良企業限定で、無担保公募事業債の発行が認められる。 ただし、財務制限条項を義務づけ。 松下電器産業が完全無担保転換社債を発行。
1985	戦後初めてTDKが完全無担保普通社債を発行。
1987	無担保債の適債基準が数値基準と債券格付基準に分離。数値基準を満たさなくても、無担保債発行可能に。AA格以上またはA格で純資産額550億円以上の企業のみ無担保債発行可。
1988	有担保債の適債基準が数値基準と債券格付基準に分離。数値基準を満たさなくても、有担保債発行可能に。BBB格以上のみ。
1990	数値基準に基づく適債基準の撤廃。
1993	社債発行限度額の撤廃
1996	債券格付基準に基づく適債基準と無担保債発行時の財務制限条項の設定義務付けが撤廃され、完全自由化。

(出所)志村(監修)・公社債引受協会(1980)、岡東・松尾(共編著)(2003)に基づき作成

表2 公募事業債の格付に関する考え方(1977年時点)

(1) 適債基準

(イ) 既往銘柄

総資産額	自己資本比率	総資産倍率	使用総資本 事業利益率	インタレスト カバレッジ レシオ	1株配当
100億円以上	10%以上	1.2倍以上	5%以上	1.0倍以上	3期連続3円または 直前期4円
60億円以上	12%以上	1.5倍以上	6%以上	1.2倍以上	

(運用方法) 純資産および配当金3年連続3円を必須とし、他は4分の1充足

純資産および配当金直前期4円を必須とし、他は4分の2充足

(ロ) 新顔銘柄

総資産額	自己資本比率	総資産倍率	使用総資本 事業利益率	インタレスト カバレッジ レシオ	1株配当
100億円以上	15%以上	1.5倍以上	6%以上	1.2倍以上	3期連続5円
60億円以上	20%以上	2.0倍以上	7%以上	1.5倍以上	

(運用方法) 純資産および配当金を必須とし、他は4分の3充足

(2) 格付基準

格	総資産	自己資本比率	純資産倍率	使用総資本 事業利益率	インタレスト カバレッジ レシオ	利率
AA格	1,100億円以上	15%以上	1.5倍以上	6%以上	1.2倍以上	
A格	550億円以上					AA格+0.1%
BB格	100億円以上					AA格+0.2%
B格	60億円以上	20%以上	2.0倍以上	7%以上	1.5倍以上	AA格+0.3%

(出所) 岡東・松尾(共編著)(2003)、黒沢(1981)に基づき作成



表3 格付機関別の格付定義(長期優先債務:括弧内の記号は Moody's)

記号	格付投資情報センター	日本格付研究所	Moody's	Standard & Poor's	Fitch
AAA (Aaa)	債務履行の確実性が最も高い(多くの優れた要素がある)	債務履行の確実性が最も高い	信用力が最も高い 信用リスクが限定的	債務履行能力が極めて高い	最上の信用力
AA (Aa)	債務履行の確実性がきわめて高い(優れた要素がある)	債務履行の確実性が非常に高い	信用力が高い 信用リスクが極めて低い	債務履行能力が非常に高い	非常に高い信用力 AAAとの差は小さい
A (A)	債務履行の確実性が高い(部分的に優れた要素がある)	債務履行の確実性が高い	中級の上位 信用リスクが低い	債務履行能力が高い・事業環境の影響を受けやすい	高い信用力
BBB (Baa)	債務履行の確実性が十分(注意すべき要素がある)	債務履行の確実性が認められるが確実性が低下する	信用リスクが中程度 投機的要素を含む	財務内容は適切だが債務履行能力が低下する可能性が高い	良好な信用力
BB (Ba)	債務履行の確実性に当面問題ない(十分注意すべき要素がある)	債務履行の確実性は当面問題ないが将来まで確実とはいえない	相当の信用リスクがある・投機的要素を持つ	債務履行能力が不十分となる可能性がある	投機的
B (B)	債務履行の確実性に問題がある(絶えず注意すべき要素がある)	債務履行の確実性が乏しく、懸念される要素がある	信用リスクが高い 投機的である	債務償還能力が損なわれやすい	非常に投機的
CCC (Caa)	債務不履行中、または不履行の懸念が強い(回収が十分には見込めない)	債務不履行に陥る危険性がある	信用リスクが極めて高い・安全性が低い	債務履行の不確実性が現時点で高い	債務支払能力の環境依存度高い
CC (Ca)	債務不履行中か懸念が極めて強い(回収がある程度しか見込めない)	債務不履行に陥る危険性が高い	非常に投機的 デフォルト中かそれに近い状態	債務履行の不確実性が現時点で非常に高い	債務不履行の懸念がある
C (c)	債務不履行中(回収が殆ど見込めない)	債務不履行に陥る危険性が極めて高い	デフォルト中・元利の回収見込みが薄い	劣後債務・優先株式の支払い不確実性が非常に高い	債務不履行が差し迫っている
D	定義なし	債務不履行中	定義なし	債務不払い中	債務不履行中 DDD, DD, D
+,- (1,2,3)	AA~CCCに+-	AA~Bに+-	Aa~Caaに1,2,3あり	AA~BBBに+-あり	AA~BBBに+-あり

(出所)黒沢(2007)

表4 メインバンク関係が社債発行に及ぼした影響

(1) 被説明変数:社債発行ダミー (BD)

製造業

	1981年から1989年まで	1990年から1998年まで
EQU(t-1)	1.298 *** (5.34)	0.669 *** (5.25)
BVR(t-1)	0.007 (0.84)	-0.021 ** (-2.37)
EQR(t-1)	1.968 *** (11.57)	0.119 (0.87)
BPA(t-1)	3.343 *** (7.14)	7.555 *** (15.87)
ICR(t-1)	-0.009 *** (-4.15)	-0.009 *** (-5.68)
LOA(t-1)	2.872 *** (9.43)	3.254 *** (8.62)
BD(t-1)	0.210 *** (4.76)	0.100 ** (2.47)
MAIN80	0.260 *** (4.96)	0.198 *** (4.17)
定数項	-2.156 *** (-27.73)	-1.581 *** (-22.37)
データ数	9,882	12,576
社数	1,264	1,654
当該期間に社債を 発行した会社の延べ数	2,140	2,301
MAIN80=1の社数	492	487

非製造業

	1981年から1989年まで	1990年から1998年まで
EQU(t-1)	7.073 *** (9.01)	4.569 *** (12.02)
BVR(t-1)	0.015 (1.46)	-0.031 *** (-3.07)
EQR(t-1)	0.840 *** (3.94)	-0.270 * (-1.90)
BPA(t-1)	1.968 *** (2.64)	6.973 *** (12.38)
ICR(t-1)	-0.013 *** (-3.80)	-0.013 *** (-7.10)
LOA(t-1)	0.707 *** (3.43)	-0.216 * (-1.93)
BD(t-1)	0.367 *** (5.55)	0.221 *** (4.66)
MAIN80	0.051 (0.72)	0.149 ** (2.31)
定数項	-1.579 *** (-18.30)	-1.235 *** (-17.67)
データ数	4,892	8,431
社数	687	1,295
当該期間に社債を 発行した会社の延べ数	1,182	1,919
MAIN80=1の社数	188	189

(注) \*\*\* 1%水準で有意  
 \*\* 5%水準で有意  
 \* 10%水準で有意  
 ( )内はz値

EQU (t-1) :t-1期の純資産(株主資本)(十億円)  
 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・ガバレッジ・レシオ  
 LOA (t-1) :t-1期の借入金計(十億円)  
 BD (t-1) :ダミー変数 (t-1期に債券を発行した企業=1,していない企業=0)  
 MAIN80 :ダミー変数(強固な融資取引関係の下にある企業=1,そうでない企業=0)

## (2)被説明変数:社債新規発行額/総資産(BIA)

## 製造業

	1981年から1989年まで	1990年から1998年まで
EQU(t-1)	0.028 *** (4.37)	0.005 ** (2.16)
BVR(t-1)	-0.001 *** (-5.68)	-0.001 *** (-5.03)
EQR(t-1)	0.069 *** (16.75)	0.007 *** (2.79)
BPA(t-1)	0.051 *** (4.28)	0.161 *** (17.22)
ICR(t-1)	-0.000 *** (-2.61)	-0.000 *** (-7.64)
LOA(t-1)	0.019 ** (2.50)	0.026 *** (3.83)
BIA(t-1)	0.084 *** (7.42)	0.049 *** (6.14)
MAIN80	0.004 *** (3.08)	0.001 * (1.89)
定数項	-0.003 * (-1.78)	0.007 *** (6.54)
決定係数	0.0643	0.0337
データ数	9,882	12,576
社数	1,264	1,654
当該期間に社債を 発行した会社の延べ数	2,140	2,301
MAIN80=1の社数	492	487

## 非製造業

	1981年から1989年まで	1990年から1998年まで
EQU(t-1)	0.018 ** (2.28)	0.012 *** (3.59)
BVR(t-1)	-0.001 ** (-2.49)	-0.001 *** (-6.11)
EQR(t-1)	0.072 *** (11.83)	0.014 *** (4.77)
BPA(t-1)	-0.006 (-0.28)	0.189 *** (14.62)
ICR(t-1)	-0.000 ** (-2.28)	-0.000 *** (-8.34)
LOA(t-1)	0.006 (1.62)	0.001 (0.64)
BIA(t-1)	0.063 *** (3.86)	0.079 *** (7.94)
MAIN80	-0.001 (-0.39)	0.001 (0.85)
定数項	0.003 (1.32)	0.008 *** (5.79)
決定係数	0.0711	0.0483
データ数	4,892	8,431
社数	687	1,295
当該期間に社債を 発行した会社の延べ数	1,182	1,919
MAIN80=1の社数	188	189

(注) \*\*\* 1%水準で有意  
\*\* 5%水準で有意  
\* 10%水準で有意  
( )内はz値

EQU (t-1) :t-1 期の純資産(株主資本)(十億円)

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・ガバレッジ・レシオ

LOA (t-1) :t-1 期の借入金計(十億円)

BIA(t-1) :t-1 期の社債新規発行額/総資産

MAIN80 :ダミー変数(強固な融資取引関係の下にある企業=1、そうでない企業=0)

## (3) 被説明変数:社債残高/総資産(BOA)

## 製造業

	1981年から1989年まで	1990年から1998年まで
EQU(t-1)	0.017 *** (3.51)	0.003 (1.32)
BVR(t-1)	-0.001 *** (-4.13)	-0.000 ** (-2.46)
EQR(t-1)	0.041 *** (12.40)	0.002 (0.84)
BPA(t-1)	0.049 *** (4.83)	0.15 *** (14.89)
ICR(t-1)	-0.000 ** (-2.49)	-0.000 *** (-5.46)
LOA(t-1)	0.025 *** (4.31)	0.042 *** (5.62)
BOA(t-1)	0.856 *** (121.49)	0.870 *** (203.72)
MAIN80	0.003 *** (2.78)	0.002 ** (2.36)
定数項	-0.002 ** (-2.14)	0.003 ** (2.28)
決定係数	0.6358	0.7848
データ数	9,882	12,576
社数	1,264	1,654
当該期間に社債を 発行した会社の延べ数	2,140	2,301
MAIN80=1の社数	492	487

## 非製造業

	1981年から1989年まで	1990年から1998年まで
EQU(t-1)	0.020 *** (2.86)	0.011 *** (3.29)
BVR(t-1)	-0.001 ** (-2.33)	-0.001 *** (-2.92)
EQR(t-1)	0.054 *** (10.11)	0.009 *** (3.00)
BPA(t-1)	0.014 (0.79)	0.145 *** (10.93)
ICR(t-1)	-0.000 ** (-2.24)	-0.000 *** (-6.68)
LOA(t-1)	0.010 *** (2.84)	0.005 *** (2.60)
BOA(t-1)	0.807 *** (77.26)	0.869 *** (157.43)
MAIN80	0.001 (0.33)	0.003 ** (2.50)
定数項	0.001 (0.29)	0.003 * (1.92)
決定係数	0.7347	0.7735
データ数	4,892	8,431
社数	687	1,295
当該期間に社債を 発行した会社の延べ数	1,182	1,919
MAIN80=1の社数	188	189

(注) \*\*\* 1%水準で有意  
 \*\* 5%水準で有意  
 \* 10%水準で有意  
 ( )内はz値

EQU(t-1) : t-1期の純資産(株主資本)(十億円)  
 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・ガバレッジ・レシオ  
 LOA(t-1) : t-1期の借入金計(十億円)  
 BOA(t-1) : t-1期の社債残高/総資産  
 MAIN80 : ダミー変数(強固な融資取引関係の下にある企業=1、そうでない企業=0)

表 5 強固な融資取引関係の下にある企業の基本統計量

製造業

		平均値	中央値	標準偏差	最小値	最大値
第1期 1981～ 1986年	労働者一人当たりの付加価値生産額変化率(RP)	4.1	3.8	16.4	-140.4	185
	資本労働比率変化率(KL)	1.9	1.4	6.5	-35.9	64
	売上高上位5社集中度(SALE)	78.6	83.2	17.7	36.7	100
	輸出入比率(EXIM)	21.6	19.9	17.8	1.6	137
	負債総資産比率(DEBT)	71.1	73.9	16.1	20.2	106
	上位10株主持株比率(OWNER)	45.3	42.6	13.3	0.0	85
	金融機関持株比率(FINST)	5.7	2.2	9.3	0.0	72
	海外法人等持株比率(FOREIGN)	34.3	34.7	14.7	0.0	75
	社数	364				
第2期 1987～ 1990年	労働者一人当たりの付加価値生産額変化率(RP)	8.5	6.7	18.0	-101.3	167
	資本労働比率変化率(KL)	2.8	2.2	6.7	-29.1	46
	売上高上位5社集中度(SALE)	76.4	79.4	19.1	35.6	100
	輸出入比率(EXIM)	19.5	20.0	13.7	1.6	103
	負債総資産比率(DEBT)	66.0	67.4	15.2	22.7	105
	上位10株主持株比率(OWNER)	45.5	42.4	12.6	0.0	79
	金融機関持株比率(FINST)	4.3	2.3	7.4	0.0	60
	海外法人等持株比率(FOREIGN)	39.3	40.1	16.1	0.0	81
	社数	370				
第3期 1991～ 1998年	労働者一人当たりの付加価値生産額変化率(RP)	2.1	1.7	15.9	-122.2	165
	資本労働比率変化率(KL)	3.7	3.4	5.8	-56.8	51
	売上高上位5社集中度(SALE)	75.0	77.2	20.0	31.9	100
	輸出入比率(EXIM)	23.8	20.6	24.5	1.8	380
	負債総資産比率(DEBT)	62.3	63.4	17.0	14.4	160
	上位10株主持株比率(OWNER)	43.9	40.5	12.2	20.7	83
	金融機関持株比率(FINST)	6.3	3.5	8.6	0.0	63
	海外法人等持株比率(FOREIGN)	38.7	39.7	15.4	1.4	78
	社数	369				

非製造業

		平均値	中央値	標準偏差	最小値	最大値
第1期 1981～ 1986年	労働者一人当たりの付加価値生産額変化率(RP)	0.9	0.9	13.9	-54.2	155
	資本労働比率変化率(KL)	0.9	0.4	9.1	-43.4	154
	売上高上位5社集中度(SALE)	59.8	60.5	24.2	30.8	100
	負債総資産比率(DEBT)	80.8	84.2	13.1	26.0	128
	上位10株主持株比率(OWNER)	42.7	40.1	13.0	15.4	79
	金融機関持株比率(FINST)	2.4	0.4	4.1	0.0	30
	海外法人等持株比率(FOREIGN)	35.1	35.7	14.4	3.0	65
		社数	147			
第2期 1987～ 1990年	労働者一人当たりの付加価値生産額変化率(RP)	7.7	6.8	14.6	-83.4	86
	資本労働比率変化率(KL)	2.3	1.9	10.5	-51.0	116
	売上高上位5社集中度(SALE)	57.2	56.5	24.6	24.7	100
	負債総資産比率(DEBT)	78.3	81.4	13.9	26.0	152
	上位10株主持株比率(OWNER)	43.8	40.2	13.4	19.2	87
	金融機関持株比率(FINST)	2.9	1.9	3.6	0.0	39
	海外法人等持株比率(FOREIGN)	41.0	42.3	14.2	7.6	70
		社数	147			
第3期 1991～ 1998年	労働者一人当たりの付加価値生産額変化率(RP)	0.4	0.4	14.9	-108.6	183
	資本労働比率変化率(KL)	5.1	4.3	10.6	-59.0	85
	売上高上位5社集中度(SALE)	55.9	62.2	25.8	16.0	100
	負債総資産比率(DEBT)	75.4	79.0	14.9	11.0	117
	上位10株主持株比率(OWNER)	41.6	38.6	12.2	15.3	79
	金融機関持株比率(FINST)	4.5	2.9	4.7	0.0	23
	海外法人等持株比率(FOREIGN)	40.8	42.1	13.9	7.7	71
		社数	147			

表6 ベースラインモデルの推計結果

製造業

	第1期(1981~1986)	第2期(1987~1990)	第3期(1991~1998)
SALE	-0.045 ** (-2.44)	-0.022 (-1.05)	-0.021 (-1.56)
EXIM	0.039 * (1.90)	0.075 ** (2.37)	0.004 (0.31)
DEBT	0.069 *** (3.41)	0.143 *** (5.64)	0.039 ** (2.59)
OWNER	0.031 (1.11)	0.036 (0.89)	-0.024 (-0.91)
FOREIGN	0.173 *** (4.50)	0.080 (1.30)	0.055 * (1.66)
FINST	0.023 (0.90)	-0.017 (-0.54)	0.030 (1.40)
DI	0.158 *** (8.89)	0.168 *** (3.71)	0.162 *** (14.42)
KL	0.918 (1.63)	1.039 (1.11)	-1.417 *** (-2.62)
定数項	-10.366 *** (-3.70)	-16.223 *** (-3.30)	-6.949 *** (-2.95)
決定係数	0.0725	0.0768	0.0841
データ数	2,865	1,920	3,809
社数	484	487	487

非製造業

	第1期(1981~1986)	第2期(1987~1990)	第3期(1991~1998)
SALE	0.029 (1.52)	-0.078 *** (-2.94)	0.039 ** (2.18)
DEBT	0.054 (1.63)	0.097 ** (2.33)	0.013 (0.47)
OWNER	0.049 (1.37)	-0.051 (-1.00)	-0.006 (-0.17)
FOREIGN	0.345 *** (3.97)	0.108 (0.64)	0.112 (1.13)
FINST	-0.045 (-1.43)	-0.001 (-0.03)	-0.028 (-0.85)
DI	0.044 * (1.83)	-0.057 (-0.95)	0.072 *** (4.02)
KL	0.254 (0.17)	-0.853 (-0.98)	0.320 (0.35)
定数項	-9.072 ** (-2.50)	9.200 (1.37)	-5.424 (-1.41)
決定係数	0.0506	0.0948	0.0420
データ数	1,111	736	1,474
社数	187	187	188

(注) \*\*\* 1%水準で有意  
 \*\* 5%水準で有意  
 \* 10%水準で有意  
 ( )内はz値

被説明変数は労働者一人当たり付加価値生産額変化率  
 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(所屬業種)  
 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  
 DI:景気動向指数一致系列  
 KL:資本労働比率変化率

表7 社債発行履歴のある企業とない企業の基本統計量

		社債発行履歴あり		社債発行履歴なし		t検定
		平均	標準偏差	平均	標準偏差	
製造業						
第1期 1981～ 1986年	労働者1人あたり付加価値生産額変化率(RP)	3.99	16.31	4.45	18.99	
	資本労働比率変化率(KL)	2.48	6.26	1.61	7.01	***
	上位5社売上げシェア(SALE)	78.98	17.76	77.11	18.25	***
	輸出入比率(EXIM)	21.56	17.40	19.98	15.01	***
	負債総資産比率(DEBT)	68.82	16.13	73.36	17.82	***
	上位10株主持株比率(OWNER)	42.08	11.72	50.63	13.03	***
	海外法人等持株比率(FOREIGN)	7.03	9.82	3.20	7.12	***
	金融機関持株比率(FINST)	38.60	13.38	26.16	13.23	***
	標本数(社数)	1,621(236)		1,269(248)		
第2期 1987～ 1990年	労働者1人あたり付加価値生産額変化率(RP)	7.71	15.81	10.01	21.74	**
	資本労働比率変化率(KL)	3.26	6.63	1.52	6.95	***
	上位5社売上げシェア(SALE)	76.11	19.4	75.56	18.81	
	輸出入比率(EXIM)	19.07	12.85	19.22	13.57	
	負債総資産比率(DEBT)	63.02	15.02	71.64	17.75	***
	上位10株主持株比率(OWNER)	43.57	10.74	53.75	12.70	***
	海外法人等持株比率(FOREIGN)	4.57	7.37	2.90	7.05	***
	金融機関持株比率(FINST)	42.67	14.35	25.25	13.55	***
	標本数(社数)	1,408(325)		534(162)		
第3期 1991～ 1998年	労働者1人あたり付加価値生産額変化率(RP)	2.29	15.38	1.39	22.46	
	資本労働比率変化率(KL)	3.75	5.66	3.35	7.94	
	上位5社売上げシェア(SALE)	74.36	20.20	75.22	18.81	
	輸出入比率(EXIM)	23.36	24.33	23.94	17.87	
	負債総資産比率(DEBT)	59.94	16.86	68.86	22.50	***
	上位10株主持株比率(OWNER)	42.86	11.04	53.08	13.86	***
	海外法人等持株比率(FOREIGN)	6.55	8.58	3.72	9.26	***
	金融機関持株比率(FINST)	40.53	14.18	23.22	12.98	***
	標本数(社数)	3,158(390)		690(97)		
非製造業						
		平均	標準偏差	平均	標準偏差	t検定
第1期 1981～ 1986年	労働者1人あたり付加価値生産額変化率(RP)	1.64	13.57	1.30	15.69	
	資本労働比率変化率(KL)	1.10	5.83	1.12	12.06	
	上位5社売上げシェア(SALE)	64.87	22.68	57.31	26.03	***
	負債総資産比率(DEBT)	78.94	13.84	80.99	14.53	**
	上位10株主持株比率(OWNER)	40.27	10.71	48.03	14.87	***
	海外法人等持株比率(FOREIGN)	3.38	5.72	1.45	4.18	***
	金融機関持株比率(FINST)	40.10	14.01	26.72	11.33	***
	標本数(社数)	623(99)		499(88)		
	第2期 1987～ 1990年	労働者1人あたり付加価値生産額変化率(RP)	6.92	12.42	6.57	19.97
資本労働比率変化率(KL)		3.27	10.30	1.06	11.39	**
上位5社売上げシェア(SALE)		59.70	24.02	57.03	27.03	
負債総資産比率(DEBT)		75.05	14.67	81.18	16.80	***
上位10株主持株比率(OWNER)		41.51	11.61	53.26	14.87	***
海外法人等持株比率(FOREIGN)		3.16	3.35	1.65	3.58	***
金融機関持株比率(FINST)		43.74	13.56	28.35	11.24	***
標本数(社数)		550(127)		195(60)		
第3期 1991～ 1998年		労働者1人あたり付加価値生産額変化率(RP)	0.74	12.25	0.21	28.87
	資本労働比率変化率(KL)	5.31	10.49	5.19	18.40	
	上位5社売上げシェア(SALE)	56.50	25.62	61.7	27.19	***
	負債総資産比率(DEBT)	74.09	15.96	72.15	20.38	
	上位10株主持株比率(OWNER)	40.25	11.15	54.02	11.85	***
	海外法人等持株比率(FOREIGN)	4.80	4.78	2.55	3.77	***
	金融機関持株比率(FINST)	42.15	13.24	26.21	12.05	***
	標本数(社数)	1,236(151)		251(38)		

表 8 社債発行が経営効率に及ぼした影響

(1) 社債関連変数を単純に導入したケース

製造業

	第1期(1981~1986)			第2期(1987~1990)			第3期(1991~1998)		
SALE	-0.044 ** (-2.37)	-0.044 ** (-2.37)	-0.045 ** (-2.46)	-0.022 (-1.03)	-0.022 (-1.05)	-0.023 (-1.09)	-0.022 (-1.56)	-0.021 (-1.53)	-0.022 (-1.59)
EXIM	0.041 ** (1.97)	0.040 * (1.95)	0.040 * (1.94)	0.076 ** (2.39)	0.075 ** (2.36)	0.074 ** (2.35)	0.004 (0.31)	0.004 (0.31)	0.003 (0.25)
DEBT	0.069 *** (3.42)	0.072 *** (3.56)	0.067 *** (3.29)	0.138 *** (5.38)	0.143 *** (5.64)	0.141 *** (5.57)	0.039 ** (2.53)	0.038 ** (2.49)	0.043 *** (2.80)
OWNER	0.024 (0.84)	0.033 (1.16)	0.026 (0.91)	0.027 (0.66)	0.034 (0.85)	0.027 (0.65)	-0.025 (-0.95)	-0.024 (-0.91)	-0.027 (-1.03)
FOREIGN	0.184 *** (4.69)	0.164 *** (4.24)	0.185 *** (4.78)	0.089 (1.45)	0.080 (1.31)	0.086 (1.40)	0.056 * (1.67)	0.053 (1.60)	0.059 * (1.76)
FINST	0.034 (1.28)	0.016 (0.60)	0.038 (1.44)	-0.001 (-0.03)	-0.014 (-0.43)	0.005 (0.15)	0.032 (1.43)	0.027 (1.25)	0.045 ** (1.98)
BOND	-1.038 (-1.41)			-1.617 (-1.57)			-0.241 (-0.31)		
BIA		18.330 ** (2.04)			-5.286 (-0.79)			7.669 (1.05)	
BOA			-14.362 ** (-2.24)			-10.961 ** (-2.29)			-6.206 ** (-2.12)
DI	0.157 *** (8.84)	0.158 *** (8.91)	0.155 *** (8.71)	0.165 *** (3.63)	0.169 *** (3.73)	0.159 *** (3.50)	0.162 *** (14.42)	0.163 *** (14.45)	0.161 *** (14.35)
KL	0.872 (1.55)	0.957 * (1.70)	0.861 (1.53)	0.953 (1.01)	1.020 (1.09)	0.933 (0.99)	-1.427 *** (-2.64)	-1.401 ** (-2.59)	-1.469 *** (-2.72)
定数項	-9.994 *** (-3.55)	-10.781 *** (-3.84)	-9.872 *** (-3.52)	-14.729 *** (-2.94)	-16.175 *** (-3.29)	-14.878 *** (-3.01)	-6.740 *** (-2.75)	-6.917 *** (-2.93)	-6.938 *** (-2.94)
決定係数	0.0731	0.0738	0.0741	0.078	0.0771	0.0794	0.0842	0.0844	0.0852
データ数	2,865	2,865	2,865	1,920	1,920	1,920	3,809	3,809	3,809
社数	484	484	484	487	487	487	487	487	487

非製造業

	第1期(1981~1986)			第2期(1987~1990)			第3期(1991~1998)		
SALE	0.024 (1.23)	0.029 (1.53)	0.030 (1.53)	-0.077 *** (-2.90)	-0.078 *** (-2.95)	-0.073 *** (-2.72)	0.040 ** (2.22)	0.036 ** (2.01)	0.035 ** (1.97)
DEBT	0.054 * (1.66)	0.053 (1.60)	0.053 (1.61)	0.095 ** (2.28)	0.098 ** (2.35)	0.088 ** (2.10)	0.013 (0.49)	0.012 (0.45)	0.015 (0.56)
OWNER	0.060 (1.63)	0.049 (1.35)	0.048 (1.32)	-0.054 (-1.04)	-0.049 (-0.96)	-0.064 (-1.23)	0.002 (0.05)	0.001 (0.03)	0.007 (0.18)
FOREIGN	0.325 *** (3.69)	0.348 *** (3.96)	0.345 *** (3.97)	0.111 (0.65)	0.105 (0.62)	0.123 (0.72)	0.112 (1.13)	0.107 (1.09)	0.106 (1.07)
FINST	-0.064 * (-1.87)	-0.044 (-1.38)	-0.043 (-1.31)	0.003 (0.07)	-0.004 (-0.09)	0.015 (0.31)	-0.034 (-1.00)	-0.035 (-1.07)	-0.039 (-1.16)
BOND	1.415 (1.36)			-0.423 (-0.27)			0.893 (0.69)		
BIA		-4.308 (-0.26)			5.709 (0.48)			25.436 * (1.94)	
BOA			-1.572 (-0.22)			-10.886 (-1.34)			6.802 (1.45)
DI	0.043 * (1.82)	0.043 * (1.82)	0.043 * (1.82)	-0.057 (-0.95)	-0.058 (-0.96)	-0.061 (-1.01)	0.071 *** (4.02)	0.074 *** (4.15)	0.072 *** (4.05)
KL	0.215 (0.14)	0.255 (0.17)	0.256 (0.17)	-0.868 (-1.00)	-0.843 (-0.97)	-0.877 (-1.01)	0.333 (0.36)	0.329 (0.36)	0.330 (0.36)
定数項	-9.360 ** (-2.58)	-8.996 ** (-2.47)	-9.044 ** (-2.49)	9.565 (1.40)	9.094 (1.35)	10.449 (1.55)	-6.349 (-1.56)	-5.698 (-1.48)	-6.076 (-1.57)
決定係数	0.0522	0.0507	0.0506	0.0948	0.095	0.0968	0.0423	0.0445	0.0434
データ数	1,111	1,111	1,111	736	736	736	1,474	1,474	1,474
社数	187	187	187	187	187	187	188	188	188

(注) \*\*\* 1%水準で有意

\*\* 5%水準で有意

\* 10%水準で有意

( )内は z 値

被説明変数は労働者一人当たりの付加価値生産額変化率

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

BOND: ダミー変数 (社債発行履歴あり=1、なし=0)

BIA: 社債新規発行額/総資産

BOA: 社債残高/総資産

DI: 景気動向指数一致系列

KL: 資本労働比率変化率



(2) 社債発行履歴ダミーと各変数との交差項を加えたケース

製造業

	第1期(1981~1986)	第2期(1987~1990)	第3期(1991~1998)
SALE	-0.035 (-1.29)	-0.102 ** (-2.48)	-0.024 (-0.69)
SALE*BOND	-0.030 (-0.81)	0.112 ** (2.35)	0.004 (0.11)
EXIM	0.049 (1.48)	0.124 ** (2.15)	-0.011 (-0.28)
EXIM*BOND	-0.008 (-0.20)	-0.057 (-0.85)	0.016 (0.40)
DEBT	0.005 (0.17)	0.127 *** (2.86)	0.039 (1.30)
DEBT*BOND	0.128 *** (3.11)	-0.005 (-0.09)	-0.001 (-0.03)
OWNER	0.018 (0.44)	0.087 (1.28)	-0.023 (-0.44)
OWNER*BOND	0.025 (0.44)	-0.098 (-1.14)	0.001 (0.02)
FOREIGN	0.080 (1.07)	-0.193 (-1.44)	-0.098 (-1.20)
FOREIGN*BOND	0.150 * (1.74)	0.330 ** (2.36)	0.180 ** (2.06)
FINST	0.010 (0.25)	0.082 (1.25)	0.045 (0.79)
FINST*BOND	0.048 (0.89)	-0.115 (-1.52)	-0.013 (-0.21)
BOND	-10.959 ** (-2.10)	-1.444 (-0.19)	-1.259 (-0.21)
DI	0.156 *** (8.80)	0.162 *** (3.57)	0.162 *** (14.38)
KL	1.135 * (1.93)	2.092 ** (2.03)	-0.911 (-1.52)
定数項	-4.870 -1.25	-13.166 * -1.87	-6.046 -1.11
決定係数	0.077	0.0843	0.0854
データ数	2,865	1,920	3,809
社数	484	487	487

(注) \*\*\* 1%水準で有意

\*\* 5%水準で有意

\* 10%水準で有意

( )内はz値

被説明変数は労働者一人当たりの付加価値生産額変化率

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

BOND:ダミー変数(社債発行履歴あり=1、なし=0)

DI:景気動向指数一致系列

KL:資本労働比率変化率

非製造業

	第1期(1981~1986)	第2期(1987~1990)	第3期(1991~1998)
SALE	-0.011 (-0.41)	-0.165 *** (-3.63)	0.009 (0.21)
SALE*BOND	0.068 * (1.79)	0.137 ** (2.51)	0.032 (0.72)
DEBT	0.098 * (1.93)	-0.024 (-0.32)	0.066 (1.11)
DEBT*BOND	-0.064 (-0.95)	0.195 ** (2.17)	-0.065 (-0.96)
OWNER	0.083 * (1.76)	-0.089 (-1.06)	-0.046 (-0.48)
OWNER*BOND	-0.055 (-0.74)	0.068 (0.66)	0.056 (0.52)
FOREIGN	0.343 ** (2.06)	-0.164 (-0.53)	0.061 (0.19)
FOREIGN*BOND	-0.016 (-0.08)	0.450 (1.22)	0.054 (0.16)
FINST	0.007 (0.12)	-0.023 (-0.21)	-0.068 (-0.66)
FINST*BOND	-0.101 (-1.37)	0.024 (0.19)	0.034 (0.31)
BOND	7.993 (1.13)	-28.593 *** (-2.73)	-0.281 (-0.03)
DI	0.043 * (1.82)	-0.069 (-1.15)	0.072 *** (4.02)
KL	0.234 (0.15)	-0.568 (-0.65)	0.318 (0.35)
定数項	-14.051 *** (-2.60)	28.253 *** (2.89)	-4.637 (-0.52)
決定係数	0.058	0.1088	0.0436
データ数	1,111	736	1,474
社数	187	187	188

(注) \*\*\* 1%水準で有意  
 \*\* 5%水準で有意  
 \* 10%水準で有意  
 ( )内は z 値  
 被説明変数は労働者一人当たりの付加価値生産額変化率  
 説明変数名は右の通り

SALE:売上高上位5社集中度  
 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  
 BOND:ダミー変数(社債発行履歴あり=1、なし=0)  
 DI:景気動向指数一致系列  
 KL:資本労働比率変化率

表9 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量

		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		t検定
		平均	標準偏差	平均	標準偏差	
製造業 第1期 1981～ 1986年	労働者1人あたり付加価値生産額変化率(RP)	4.14	0.34	4.66	1.26	
	資本労働比率変化率(KL)	2.05	0.13	2.67	0.43	
	上位5社売上げシェア(SALE)	78.32	0.35	76.61	1.22	
	輸出入比率(EXIM)	21.07	0.33	18.85	0.68	***
	負債総資産比率(DEBT)	71.39	0.32	65.13	1.23	***
	上位10株主持株比率(OWNER)	45.67	0.26	47.39	0.75	**
	海外法人等持株比率(FOREIGN)	5.34	0.18	5.37	0.51	
	金融機関持株比率(FINST)	33.09	0.29	33.60	0.87	
	標本数(社数)	2,624(445)		266(39)		
第2期 1987～ 1990年	労働者1人あたり付加価値生産額変化率(RP)	8.49	0.45	7.47	0.91	
	資本労働比率変化率(KL)	2.70	0.17	3.27	0.41	
	上位5社売上げシェア(SALE)	76.36	0.47	73.65	1.19	**
	輸出入比率(EXIM)	19.12	0.33	19.08	0.69	
	負債総資産比率(DEBT)	66.09	0.38	61.33	1.19	***
	上位10株主持株比率(OWNER)	45.76	0.31	48.56	0.68	***
	海外法人等持株比率(FOREIGN)	4.16	0.18	3.82	0.44	
	金融機関持株比率(FINST)	38.36	0.40	35.10	0.96	***
	標本数(社数)	1,655(415)		287(72)		
第3期 1991～ 1998年	労働者1人あたり付加価値生産額変化率(RP)	2.09	0.30	2.26	0.62	
	資本労働比率変化率(KL)	3.66	0.11	3.75	0.23	
	上位5社売上げシェア(SALE)	75.42	0.37	71.77	0.66	***
	輸出入比率(EXIM)	22.81	0.42	25.44	0.81	***
	負債総資産比率(DEBT)	62.47	0.32	58.73	0.69	***
	上位10株主持株比率(OWNER)	44.02	0.23	46.68	0.39	***
	海外法人等持株比率(FOREIGN)	6.29	0.16	5.28	0.29	***
	金融機関持株比率(FINST)	38.54	0.29	34.06	0.49	***
	標本数(社数)	2,894(367)		954(120)		
非製造業		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		t検定
		平均	標準偏差	平均	標準偏差	
第1期 1981～ 1986年	労働者1人あたり付加価値生産額変化率(RP)	1.15	0.46	5.42	1.40	***
	資本労働比率変化率(KL)	1.28	0.29	0.86	0.79	**
	上位5社売上げシェア(SALE)	61.79	0.76	58.14	2.53	
	負債総資産比率(DEBT)	79.96	0.43	78.61	1.93	
	上位10株主持株比率(OWNER)	43.38	0.41	47.60	1.56	**
	海外法人等持株比率(FOREIGN)	2.46	0.15	3.26	0.86	
	金融機関持株比率(FINST)	34.26	0.45	32.99	1.48	
	標本数(社数)	1,034(173)		88(14)		
	第2期 1987～ 1990年	労働者1人あたり付加価値生産額変化率(RP)	7.06	0.58	4.76	1.34
資本労働比率変化率(KL)		2.23	0.39	6.88	1.68	
上位5社売上げシェア(SALE)		58.95	0.96	59.39	2.92	
負債総資産比率(DEBT)		77.57	0.58	68.49	2.10	***
上位10株主持株比率(OWNER)		44.65	0.53	43.29	1.43	
海外法人等持株比率(FOREIGN)		2.73	0.13	3.04	0.40	
金融機関持株比率(FINST)		40.01	0.56	37.11	1.72	
標本数(社数)		670(168)		75(19)		
第3期 1991～ 1998年		労働者1人あたり付加価値生産額変化率(RP)	0.43	0.44	1.50	1.15
	資本労働比率変化率(KL)	4.89	0.29	6.87	1.06	*
	上位5社売上げシェア(SALE)	58.05	0.74	54.75	1.56	*
	負債総資産比率(DEBT)	75.13	0.45	68.42	1.18	***
	上位10株主持株比率(OWNER)	41.72	0.35	45.50	0.77	***
	海外法人等持株比率(FOREIGN)	4.53	0.13	4.01	0.29	
	金融機関持株比率(FINST)	40.88	0.41	33.93	0.78	***
	標本数(社数)	1,184(151)		303(38)		

表 10 メインバンク関係の変更が経営効率に及ぼした影響

製造業

	第1期(1981~1986)	第2期(1987~1990)	第3期(1991~1998)
SALE	-0.049 ** (-2.50)	-0.027 (-1.17)	-0.028 * (-1.72)
SALE*NMAIN	0.043 (0.73)	0.047 (0.80)	0.026 (0.82)
EXIM	0.041 * (1.94)	0.073 ** (2.18)	0.024 * (1.72)
EXIM*NMAIN	-0.018 (-0.17)	0.043 (0.43)	-0.074 *** (-2.91)
DEBT	0.073 *** (3.37)	0.154 *** (5.31)	0.028 (1.50)
DEBT*NMAIN	0.001 (0.01)	-0.038 (-0.61)	0.031 (0.96)
OWNER	0.016 (0.54)	0.012 (0.27)	-0.042 (-1.36)
OWNER*NMAIN	0.230 ** (2.08)	0.177 (1.42)	0.042 (0.68)
FOREIGN	0.163 *** (4.10)	0.041 (0.61)	0.059 (1.50)
FOREIGN*NMAIN	0.291 * (1.79)	0.215 (1.29)	0.009 (0.12)
FINST	0.030 (1.11)	-0.035 (-1.04)	0.033 (1.29)
FINST*NMAIN	-0.083 (-0.87)	0.127 (1.47)	-0.012 (-0.24)
NMAIN	-11.588 (-1.15)	-16.150 * (-1.66)	-3.005 (-0.58)
DI	0.158 *** (8.88)	0.167 *** (3.69)	0.162 *** (14.41)
KL	0.993 * (1.76)	1.357 (1.41)	-1.329 ** (-2.41)
定数項	-9.905 *** (-3.42)	-14.422 *** (-2.81)	-5.725 ** (-2.05)
決定係数	0.0761	0.0805	0.0869
データ数	2,865	1,920	3,809
社数	484	487	487

(注) \*\*\* 1%水準で有意

\*\* 5%水準で有意

\* 10%水準で有意

( )内はz値

被説明変数は労働者一人当たり付加価値生産額変化率

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

NMAIN:ダミー変数(メインバンク関係に変更あり=1、なし=0)

DI:景気動向指数一致系列

KL:資本労働比率変化率

非製造業

	第1期(1981~1986)	第2期(1987~1990)	第3期(1991~1998)
SALE	0.035 * (1.76)	-0.078 *** (-2.85)	0.041 ** (2.06)
SALE*NMAIN	-0.006 (-0.08)	-0.031 (-0.35)	-0.008 (-0.19)
DEBT	0.063 * (1.80)	0.080 * (1.77)	0.026 (0.78)
DEBT*NMAIN	-0.180 (-1.45)	0.025 (0.18)	-0.017 (-0.27)
OWNER	0.019 (0.49)	-0.052 (-1.01)	0.013 (0.27)
OWNER*NMAIN	0.292 ** (1.98)	0.028 (0.13)	-0.053 (-0.60)
FOREIGN	0.388 *** (4.11)	0.042 (0.24)	0.063 (0.56)
FOREIGN*NMAIN	-0.308 (-1.24)	0.737 (1.24)	0.173 (0.74)
FINST	-0.054 * (-1.67)	-0.012 (-0.24)	0.004 (0.10)
FINST*NMAIN	0.133 (1.07)	0.015 (0.10)	-0.096 (-1.16)
NMAIN	1.713 (0.16)	-6.907 (-0.47)	7.793 (0.92)
DI	0.045 * (1.88)	-0.059 (-0.99)	0.072 *** (4.06)
KL	0.983 (0.63)	-0.583 (-0.64)	0.310 (0.34)
定数項	-9.047 ** (-2.35)	11.638 (1.64)	-8.613 * (-1.82)
決定係数	0.0627	0.1006	0.0442
データ数	1,111	736	1,474
社数	187	187	188

(注) \*\*\* 1%水準で有意

\*\* 5%水準で有意

\* 10%水準で有意

( )内はz値

被説明変数は労働者一人当たり付加価値生産額変化率

説明変数名は右の通り

SALE:売上高上位5社集中度

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

NMAIN:ダミー変数(メインバンク関係に変更あり=1、なし=0)

DI:景気動向指数一致系列

KL:資本労働比率変化率

表 11 メインバンク安定企業と不安定企業の基本統計量

製造業		メインバンク安定企業		メインバンク不安定企業		t検定
		平均	標準偏差	平均	標準偏差	
第1期 1981～ 1986年	労働者1人あたり付加価値生産額変化率(RP)	4.08	0.32	4.20	0.34	
	資本労働比率変化率(KL)	2.02	0.12	4.06	0.19	***
	上位5社売上げシェア(SALE)	78.17	0.32	73.41	0.33	***
	輸出入比率(EXIM)	21.34	0.31	21.61	0.26	
	負債総資産比率(DEBT)	71.13	0.30	64.29	0.34	***
	上位10株主持株比率(OWNER)	46.13	0.24	51.90	0.24	***
	海外法人等持株比率(FOREIGN)	5.00	0.15	4.24	0.14	***
	金融機関持株比率(FINST)	32.01	0.27	24.25	0.23	***
	標本数(社数)	3,097(520)		3,674(666)		
第2期 1987～ 1990年	労働者1人あたり付加価値生産額変化率(RP)	8.90	0.30	8.47	0.39	
	資本労働比率変化率(KL)	2.95	0.16	5.38	0.22	***
	上位5社売上げシェア(SALE)	75.51	0.40	69.91	0.38	***
	輸出入比率(EXIM)	19.71	0.28	19.41	0.23	
	負債総資産比率(DEBT)	65.44	0.34	57.43	0.36	***
	上位10株主持株比率(OWNER)	46.47	0.28	49.45	0.36	***
	海外法人等持株比率(FOREIGN)	3.96	0.14	3.08	0.13	***
	金融機関持株比率(FINST)	36.22	0.35	24.04	0.29	***
	標本数(社数)	2,336(587)		3,037(843)		
第3期 1991～ 1998年	労働者1人あたり付加価値生産額変化率(RP)	1.81	0.25	1.56	0.21	
	資本労働比率変化率(KL)	3.75	0.09	5.12	0.12	***
	上位5社売上げシェア(SALE)	72.91	0.30	68.03	0.24	***
	輸出入比率(EXIM)	23.92	0.33	22.83	0.23	***
	負債総資産比率(DEBT)	61.54	0.25	51.23	0.24	***
	上位10株主持株比率(OWNER)	45.63	0.19	52.89	0.19	***
	海外法人等持株比率(FOREIGN)	5.89	0.13	4.53	0.09	***
	金融機関持株比率(FINST)	36.29	0.23	23.21	0.16	***
	標本数(社数)	4,820(608)		7,873(1,151)		

非製造業		メインバンク安定企業		メインバンク不安定企業		t検定
		平均	標準偏差	平均	標準偏差	
第1期 1981～ 1986年	労働者1人あたり付加価値生産額変化率(RP)	1.20	0.41	2.23	0.39	*
	資本労働比率変化率(KL)	1.01	0.27	7.01	0.51	***
	上位5社売上げシェア(SALE)	60.48	0.70	66.06	0.49	***
	負債総資産比率(DEBT)	78.74	0.43	70.20	0.43	***
	上位10株主持株比率(OWNER)	43.48	0.38	50.01	0.33	***
	海外法人等持株比率(FOREIGN)	2.66	0.14	2.88	0.13	
	金融機関持株比率(FINST)	33.42	0.41	24.91	0.32	***
	標本数(社数)	1,212(202)		2,129(405)		
	第2期 1987～ 1990年	労働者1人あたり付加価値生産額変化率(RP)	7.21	0.47	7.80	0.41
資本労働比率変化率(KL)		3.33	0.39	12.63	0.65	***
上位5社売上げシェア(SALE)		58.12	0.82	58.05	0.48	
負債総資産比率(DEBT)		75.95	0.51	62.87	0.42	***
上位10株主持株比率(OWNER)		44.58	0.46	47.14	0.49	***
海外法人等持株比率(FOREIGN)		3.16	0.14	2.45	0.12	***
金融機関持株比率(FINST)		38.94	0.49	21.90	0.33	***
標本数(社数)		929(233)		2,285(678)		
第3期 1991～ 1998年		労働者1人あたり付加価値生産額変化率(RP)	0.17	0.35	0.43	0.23
	資本労働比率変化率(KL)	5.34	0.26	9.46	0.27	***
	上位5社売上げシェア(SALE)	54.94	0.60	48.47	0.27	***
	負債総資産比率(DEBT)	72.61	0.40	58.89	0.24	***
	上位10株主持株比率(OWNER)	42.99	0.30	53.98	0.22	***
	海外法人等持株比率(FOREIGN)	4.66	0.13	4.27	0.09	**
	金融機関持株比率(FINST)	39.02	0.30	20.90	0.16	***
	標本数(社数)	1,797(227)		7,726(1,267)		

表 12 メインバンク安定企業と不安定企業の経営効率の比較

(1)メインバンク安定ダミーMD を単純に導入したケース

製造業

	第1期(1981~1986)	第2期(1987~1990)	第3期(1991~1998)
SALE	-0.044 *** (-3.20)	-0.010 (-0.71)	-0.016 ** (-2.06)
EXIM	0.024 (1.58)	0.086 *** (3.76)	0.001 (0.19)
DEBT	0.060 *** (4.13)	0.063 *** (3.90)	0.026 *** (3.16)
OWNER	0.022 (1.04)	-0.018 (-0.70)	-0.016 (-1.19)
FOREIGN	0.167 *** (5.46)	0.128 *** (3.08)	0.056 *** (2.85)
FINST	0.014 (0.69)	-0.064 *** (-2.88)	0.022 * (1.66)
MD	0.176 (0.33)	0.751 (1.21)	-0.064 (-0.17)
DI	0.164 *** (12.94)	0.182 *** (5.91)	0.161 *** (23.99)
KL	1.337 *** (2.68)	0.705 (1.01)	-0.713 ** (-2.14)
定数項	-9.083 *** (-4.52)	-9.128 *** (-2.83)	-6.517 *** (-5.22)
決定係数	0.0489	0.0536	0.0638
データ数	6,450	4,994	12,076
社数	1,155	1,367	1,672

非製造業

	第1期(1981~1986)	第2期(1987~1990)	第3期(1991~1998)
SALE	0.031 ** (2.35)	-0.039 ** (-2.42)	0.004 (0.48)
DEBT	0.035 ** (2.08)	0.041 ** (2.12)	-0.013 (-1.17)
OWNER	0.039 * (1.72)	0.007 (0.25)	-0.007 (-0.40)
FOREIGN	0.264 *** (4.74)	0.036 (0.54)	0.068 ** (2.36)
FINST	-0.026 (-1.16)	-0.027 (-0.93)	-0.017 (-0.86)
MD	0.038 (0.06)	0.282 (0.32)	0.729 (1.17)
DI	0.063 *** (3.89)	0.009 (0.24)	0.099 *** (12.13)
KL	0.633 (0.73)	-0.342 (-0.87)	0.259 (0.57)
定数項	-8.540 *** (-4.06)	5.430 (1.46)	-3.941 ** (-2.48)
決定係数	0.0255	0.0375	0.0326
データ数	3,126	2,823	8,642
社数	578	838	1,341

(注) \*\*\* 1%水準で有意

\*\* 5%水準で有意

\* 10%水準で有意

( )内はz値

被説明変数は労働者一人当たり付加価値生産額変化率

説明変数名は右の通り

SALE:売上高上位5社集中度

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

MD:ダミー変数(メインバンク安定=1、不安定=0)

DI:景気動向指数一致系列

KL:資本労働比率変化率

## (2)メインバンク安定ダミーMD と各説明変数との交差項を導入したケース

## 製造業

	第1期(1981~1986)	第2期(1987~1990)	第3期(1991~1998)
SALE	-0.041 ** (-2.29)	-0.005 (-0.26)	-0.011 (-1.14)
SALE*MD	-0.006 (-0.22)	-0.015 (-0.53)	-0.016 (-0.98)
EXIM	0.025 (1.13)	0.080 ** (2.54)	-0.002 (-0.23)
EXIM*MD	0.000 (0.01)	0.008 (0.19)	0.008 (0.57)
DEBT	0.052 *** (2.81)	0.035 * (1.74)	0.018 * (1.79)
DEBT*MD	0.023 (0.79)	0.081 ** (2.41)	0.028 (1.55)
OWNER	0.013 (0.42)	-0.007 (-0.22)	-0.018 (-1.04)
OWNER*MD	0.025 (0.58)	-0.019 (-0.37)	0.003 (0.09)
FOREIGN	0.115 *** (2.75)	0.169 *** (3.10)	0.047 * (1.83)
FOREIGN*MD	0.115 * (1.90)	-0.095 (-1.17)	0.024 (0.60)
FINST	0.021 (0.69)	-0.067 ** (-2.09)	0.011 (0.61)
FINST*MD	-0.011 (-0.27)	0.012 (0.26)	0.028 (1.04)
MD	-2.426 (-0.62)	-2.414 (-0.53)	-1.929 (-0.75)
DI	0.163 *** (12.90)	0.183 *** (5.94)	0.161 *** (23.97)
KL	1.269 ** (2.53)	0.818 (1.15)	-0.753 ** (-2.21)
定数項	-8.186 *** (-3.05)	-8.490 ** (-2.29)	-5.943 *** (-3.81)
決定係数	0.0496	0.0551	0.0642
データ数	6,450	4,994	12,076
社数	1,155	1,367	1,672

(注) \*\*\* 1%水準で有意

\*\* 5%水準で有意

\* 10%水準で有意

( )内はz値

被説明変数は労働者一人当たり付加価値生産額変化率

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

MD:ダミー変数(メインバンク安定=1、不安定=0)

DI:景気動向指数一致系列

KL:資本労働比率変化率



非製造業

	第1期(1981~1986)	第2期(1987~1990)	第3期(1991~1998)
SALE	0.019 (1.10)	-0.017 (-0.86)	-0.008 (-0.80)
SALE*MD	0.030 (1.14)	-0.043 (-1.29)	0.060 *** (2.72)
DEBT	0.033 * (1.69)	0.024 (1.12)	-0.015 (-1.32)
DEBT*MD	0.009 (0.22)	0.080 * (1.67)	0.039 (1.20)
OWNER	0.055 ** (1.98)	0.019 (0.58)	-0.013 (-0.68)
OWNER*MD	-0.052 (-1.11)	-0.047 (-0.75)	0.033 (0.68)
FOREIGN	0.212 *** (3.09)	0.021 (0.28)	0.070 ** (2.30)
FOREIGN*MD	0.164 (1.39)	0.078 (0.47)	0.008 (0.08)
FINST	-0.010 (-0.34)	-0.056 (-1.59)	-0.019 (-0.85)
FINST*MD	-0.040 (-0.88)	0.097 (1.60)	0.005 (0.12)
MD	0.616 (0.14)	-4.464 (-0.74)	-6.960 (-1.52)
DI	0.063 *** (3.91)	0.010 (0.27)	0.099 *** (12.12)
KL	0.656 (0.76)	-0.400 (-1.02)	0.280 (0.62)
定数項	-8.689 *** (-3.54)	5.295 (1.32)	-2.763 (-1.60)
決定係数	0.0269	0.0420	0.0338
データ数	3,126	2,823	8,642
社数	578	838	1,341

(注) \*\*\* 1%水準で有意

\*\* 5%水準で有意

\* 10%水準で有意

( )内はz値

被説明変数は労働者一人当たり付加価値生産額変化率

説明変数名は右の通り

SALE:売上高上位5社集中度

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

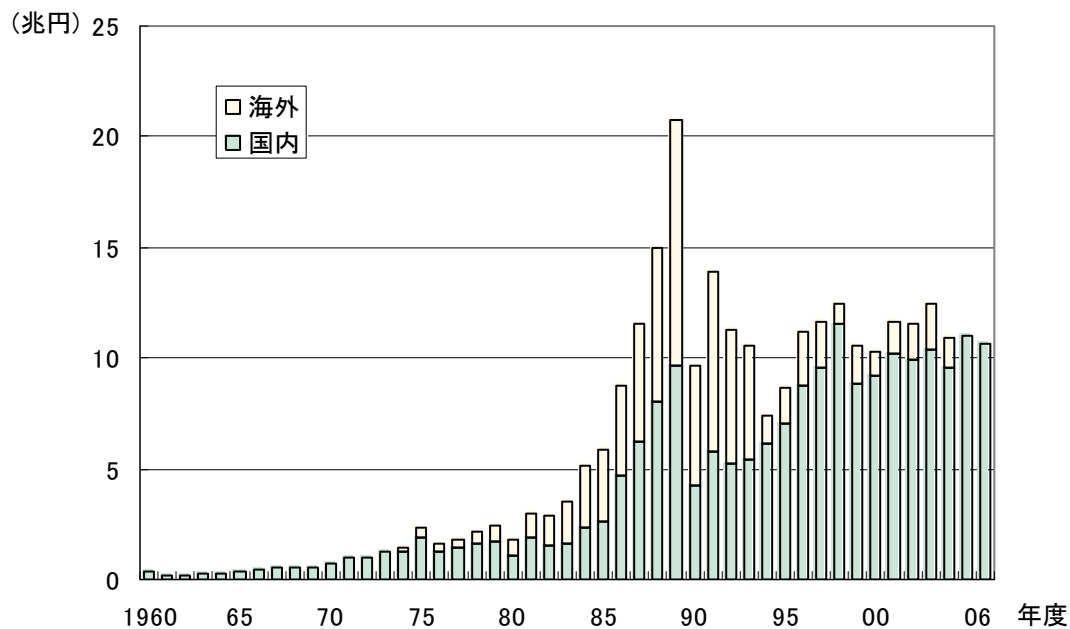
MD:ダミー変数(メインバンク安定=1、不安定=0)

DI:景気動向指数一致系列

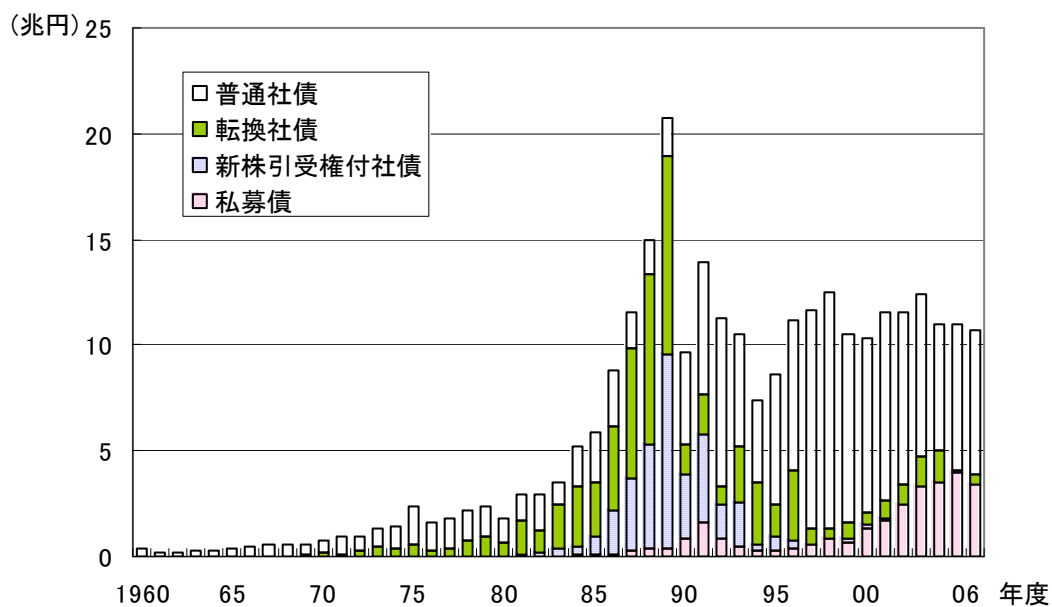
KL:資本労働比率変化率

図1 日本企業の社債発行の推移

(1) 国内・海外別

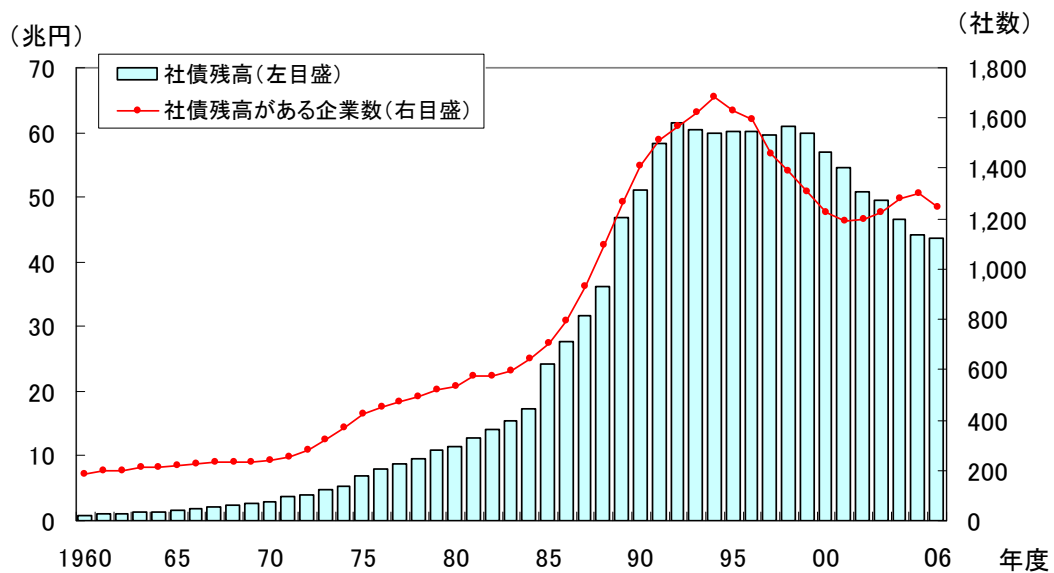


(2) 種類別



(出所) 野村総合研究所『公社債要覧』『資本市場要覧』各年版  
 公社債引受協会『公社債年鑑』『公社債月報』各年版

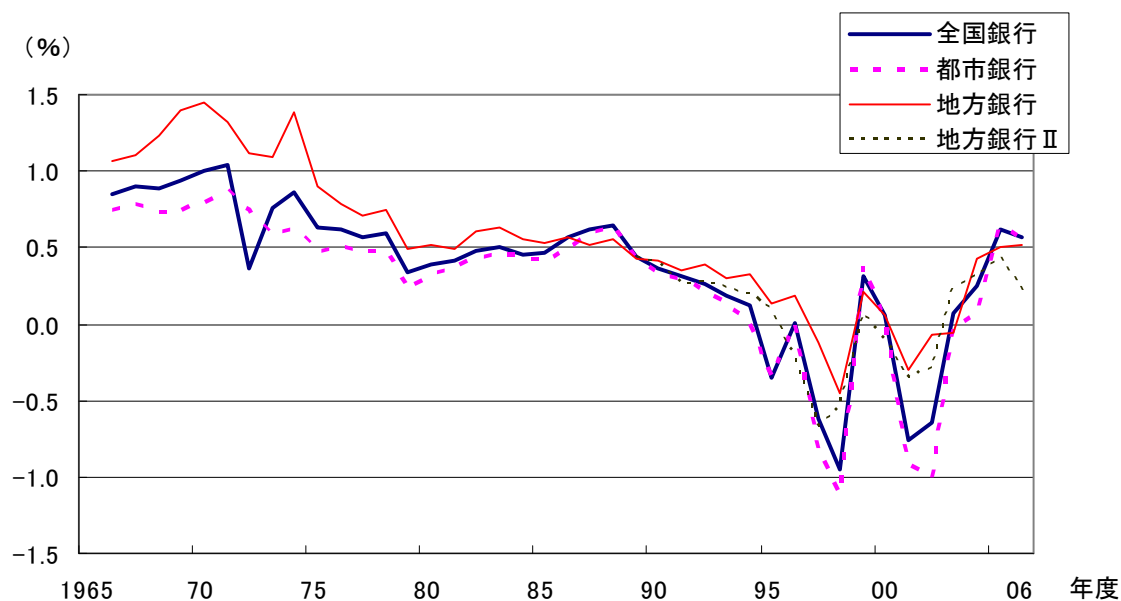
(3) 社債残高



(注) 上場企業の「貸借対照表」より、「1年以内償還社債」+「社債計」で残高を算出

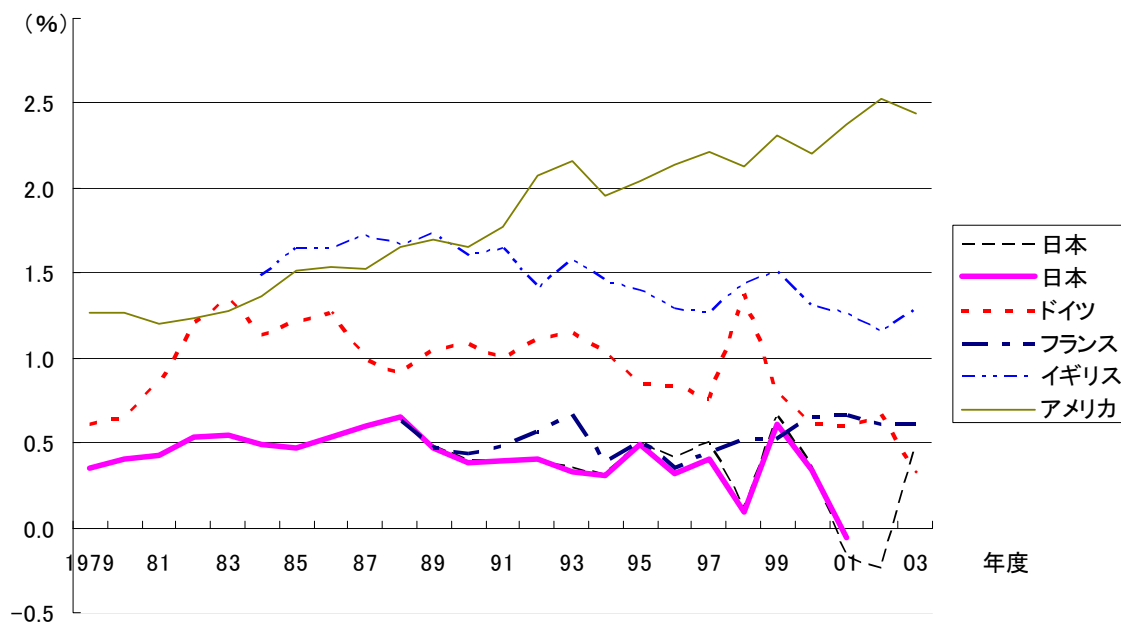
(出所) 有価証券報告書およびDBJ財務データバンク

図2 銀行業の収益率の推移



(注) 収益率の指標は、経常利益/総資産、単位%。  
 (出所) 全国銀行協会『全国銀行財務諸表分析』各年版

図3 銀行の収益率の国際比較



(注) 収益率の指標は、net income/assets、単位%。  
 日本 (---) のみ全銀行ベース、その他は商業銀行ベース  
 (出所) OECD, *Bank Profitability Financial Statements of Banks 2004 EDITION*