

Trust Sixty Foundation

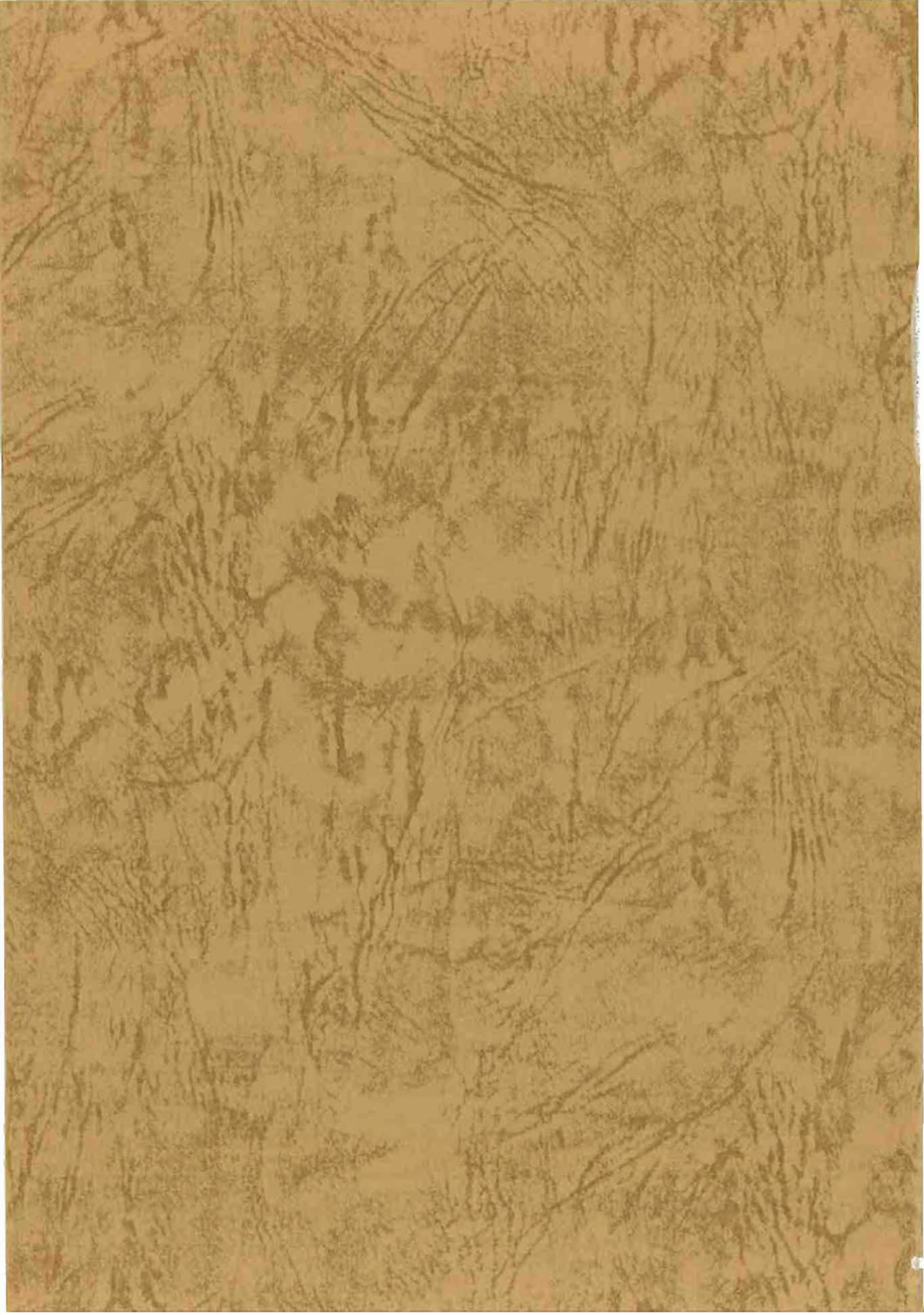
# 日本における企業金融の潮流

トラスト60研究叢書

平成11年10月

財団法人 トラスト60





## はじめに

本論文集は、財団法人トラス60における「企業金融研究会」（メンバーは、米澤康博、新保恵志、広田真一、および筆者の4人）が1998年度中に行った研究活動の成果をとりまとめたものである。

日本における今後の企業金融の行方を探るといふ問題意識の下で、「企業金融研究会」が発足したのは1996年10月のことであった。月1回ペースで開催された研究会においては、企業の財務担当者、金融機関の融資担当者、格付アナリストなど多彩なゲスト・スピーカーを招いて終始活発な討論を行い、企業金融の最新の潮流を追いかけるように努めてきた。また、研究会の最初の成果は、1998年4月に『企業財務戦略ビッグバン（副題は、コーポレート・ファイナンスの再構築）』（東洋経済新報社）として公表することができた。

この本では、バブル崩壊後において企業金融の環境がどのように変化しているのかを概観するとともに、日本における伝統的なメインバンク制度がどの程度崩れつつあるのかについて検討した。また、金融派生商品（デリバティブ）の発達や証券化技術の進歩が、企業の財務戦略をどのように変えつつあるのか、格付の普及によって企業の資金調達コストにどの程度の利回り格差が生じるようになってきているのかを検討した。さらに、いわゆる「日本版ビッグバン」によって日本企業のコーポレート・ガバナンスがどのように変化する必要があるのか、会計基準やディスクロージャーについてどのような改善が求められているのかについても展望した。

本論文集は、その後も月1回ペースで続けてきた「企業金融研究会」での討議内容を踏まえて、各メンバーがそれぞれの個人論文の形で執筆したものを収録したものである。ただし、『企業財務戦略ビッグバン』の場合には、ある程度一冊の本としてのまとまりを考慮した上での編集であったのとは違って、本論文集は相互に全く独立した論文を構成したものであり、メンバー相互の間での意見の統一は一切行っていないことを予めお断りしておきたい。

最後に、「企業金融研究会」の発足・運営に当たっては、財団法人トラスト60より手厚いご支援をいただいたことを記して感謝しておきたい。

1999年3月31日

「企業金融研究会」メンバーを代表して

黒 田 晃 生

# 目 次

日本の金融システム：現状と課題	黒田晃生（明治大学政治経済学部教授）	……………（ 1 ）
日本の企業特性変化と今後の銀行の役割	米澤康博（横浜国立大学経営学部教授）	………（ 21 ）
わが国社債市場の現状と問題点	新保恵志（東海大学教養学部助教授）	……………（ 39 ）
銀行中心の金融システムは変化していくのか？ ：インタビュー結果を中心にした考察	広田真一（早稲田大学商学部講師）	…（ 63 ）

# 日本の金融システム：現状と課題

黒田 晁 生

# 目 次

はじめに

1. 日本の伝統的金融システムの限界
2. 日本の新しい金融システムを求めて
3. 金融システム安定化のための方策——批判的検討

## はじめに

本稿では、日本の金融システムが現在置かれている危機的な状況から脱却するためには何をなすべきなのかという問題意識の下で、日本の新しい金融システムのあり方を模索すると同時に、最近において金融システム安定化のために採られている諸方策について批判的に検討する。

周知の通り、1990年代に入って土地・株式市場のバブルが崩壊した後、日本の金融システムは金融機関に累積した不良債権問題によって一種の機能不全の状態に陥ってしまっている。不良債権問題によって明らかにされてきたのは、日本の金融システムを構成する個々の金融機関、企業、家計の行動や金融市場のワーキング・メカニズムが深刻な問題を抱えているということである。また、伝統的な「間接金融」対「直接金融」という枠組みの下で、日本の金融システムを「再生」させるとの狙いで採用されてきた様々な処方箋が、限界を呈しているということでもある。

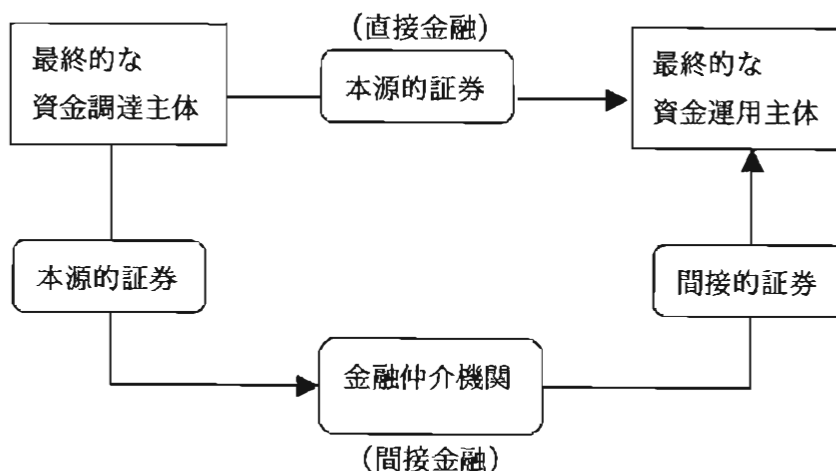
今求められているのは、銀行をはじめとした金融仲介機関が経営の健全性を回復することや、社債市場をはじめとした資本市場の機能を拡充することにとどまらず、日本の金融システムに関するグランド・デザインの変更にまで及ぶのである。

## 1. 日本の伝統的金融システムの限界

まず、日本の伝統的な金融システムの特徴を整理すると同時に、その限界を指摘することにしてしよう。日本の伝統的な金融システムは、ガーレーとショー (J.G.Gurley and E.S. Shaw [1960]、以下ではG&Sと略称) の今や古典ともいうべき論文の分析フレームワークが、ほぼそのまま当て嵌まるものであった。すなわち、G&Sによれば、金融システムにおいて最終的な貸し手 (家計のような貯蓄主体) から最終的な借り手 (企業のような投資主体) への資金の流れは、直接金融と間接金融に区分される (図1)。直接金融とは、最終的な借り手の発行する本源的証券 (例えば、企業の発行する社債や株式) をそのまま最終的な貸し手が取得することによって資金の移転が行われる方法であり、そうした本源的証券の売買業務を行うのが証券会社 (業者) ということになる。直接金融において証券



図1 ガーレイ=ショーによる直接金融と間接金融



会社（業者）の果たす役割は、本源的証券の売買を円滑化する（いわゆる分配技術を発揮する）ところであり、最終的な借り手の支払い不能リスクを負担するのは、最終的な貸し手にほかならないのである。次に、間接金融とは、最終的な貸し手と借り手の間に金融仲介機関（銀行、信託銀行、保険会社など）が介在して資金の移転が行われる方法であり、金融仲介機関は最終的な借り手の発行する本源的証券（例えば、企業による借入証書）を取得する一方で、最終的な貸し手に対しては間接的証券と呼ばれる別のタイプの証券（例えば、預金、信託元本、保険など）を提供する。つまり、間接金融においては、金融仲介機関が、いわゆる仲介技術を発揮する形で資産変換機能（相対的に支払い不能リスクが高く流動性の低い本源的証券を、相対的に支払い不能リスクが低く流動性の高い間接的証券に転換する機能）を営むことによって、自らリスクの一部を負担し、最終的な貸し手のリスク負担を軽減するのである。

さて、日本の伝統的な金融システムにおいては、周知のごとく間接金融が圧倒的な優位を占め続けてきた。すなわち、1950年代から1960年代にかけてのいわゆる高度経済成長期においては、家計部門の預貯金などと企業部門の借入を銀行等の金融仲介機関が結び付けるという形での間接金融が圧倒的であった。一方、企業が株式や社債を発行し、それらを家計部門が取得するという形での直接金融は、未発達な状態に止まった。1970年代後半以降、安定成長期に移行してからも、政府部門による公共債の発行を中心として公社債市場

が急拡大したものの、その大半が銀行を初めとした金融仲介機関によって取得されたのであり、その意味で間接金融の優位に基本的な変更はなかったといっていよう。次に、1980年代後半のいわゆるバブル期においては、株式市場のブームの下で、多くの企業が株式、転換社債、ワラント債などのエクイティ物による資金調達を活発化させ、直接金融の抬頭をうかがわせたが、1990年代に入ってバブルが崩壊したことにより、エクイティ物による資金調達は低迷状態に陥った。しかし、バブル崩壊後において銀行の抱える不良債権問題が次第に深刻化し、銀行のいわゆる「貸し渋り」問題が表面化したことから、最近においては大企業を中心に社債市場などでの資金調達に逃げ場を求めているのが実情といえよう。

ところで、1997年11月における北海道拓殖銀行や山一証券の破綻を契機として、日本の金融システムが危機的な状況に陥っていく中で、日本の金融システムを「再生」させるための諸方策が取られてきているが、それらは基本的には上述したようなG&Sの枠組みを念頭に置いたものといえよう。すなわち、それらの諸方策では、日本の金融システムが抱えている第一の問題点は、従来において圧倒的な優位を維持してきた間接金融による資金の移転が円滑に行われなくなったということであり、それは銀行の「貸し渋り」という形で端的に現れているように、金融仲介機関が機能不全を起こしていることだと理解されている。したがって、日本の金融システムを「再生」させるために、金融仲介機関（なかんずく大手銀行）に対して公的資金による資本注入を行い、それによって金融仲介機関の機能を回復させるという当面の処方箋につながっているのである。しかし、家計の預金を企業の借入につなぐという日本の伝統的な間接金融の枠組み自体が、もはや過去のものとなりつつあるのではないかと一度問うてみる必要がある。もし、そうであるならば、日本の金融システムを「再生」させるために現在採られている処方箋は、多分に的はずれなものになってしまうからである。

次に、現下の諸方策では、日本の金融システムが抱えている第二の問題点は、「間接金融」に替わるべき「直接金融」のパイプが依然として未発達なところにあると理解されている。確かに、銀行の「貸し渋り」現象が次第に顕著になるにつれて、1997年後半あたりから社債発行の急増という形で直接金融へのシフトが進んでいるのは、紛れもない事実である。しかし、そうした社債発行による資金調達の内容をやや子細にみると、高い格付けを有する大企業や中堅企業に発行が限定されているのもまた事実である。現下における日

本の社債発行市場では、ジャンク・ボンドとされるBB格以下の企業による発行は皆無であり、投資適格とされるBB格についてすら事実上発行が難しい状態にあるといわれている(1)。つまり、そうしたハイリスク・ハイリターンの社債を自分のポートフォリオの中に組み込もうとする投資家(端的には、共済組合や年金基金などの機関投資家)を欠いているのである。自らリスクを取ろうとする投資家が存在しない以上、直接金融のパイプ拡大をいかに叫んでみてもやはり限界があるといわざるをえない。現下の日本には、家計部門の膨大な貯蓄残高があり、また将来の高齢化社会に備えた年金運用のニーズが存在するにもかかわらず、それらをリスクのある資産(それだけに、リターンの高い資産)に向かわせる枠組みを欠いているからである。1930年代の世界大恐慌(the Great Depression)時代におけるアメリカでの最も矛盾に満ちた現象は、「豊富の中の欠乏」「例えば、膝まで小麦に埋まりながら、パンを求めて行列する人々の姿)であったとされるが、現在の日本においてもまた、「貯蓄超過の中での資金調達難」という全く同様の矛盾に対して有効な手立ては依然として講じられないままになっているのである(2)。

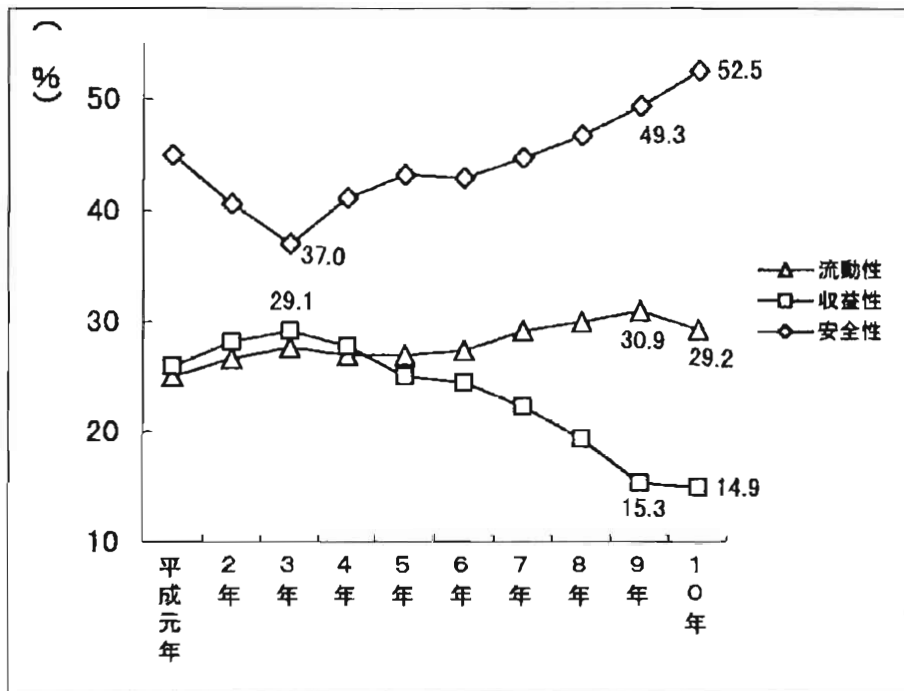
## 2. 日本の新しい金融システムを求めて

それでは、日本の金融システムを「再生」させるために真に必要な条件は何であるのかについて、やや大胆ながらも新しい金融システムを在り方を模索するという形で検討してみよう。

第一に必要なのは、日本においても最終的な貸し手(家計のような貯蓄主体)が資産運用をするに当たって自らリスクを取りやすくする仕組みを造り上げることであろう。日本銀行の「貯蓄と消費に関する世論調査」(1998年、図2)によれば、家計が貯蓄商品を選択する際に重視する基準としては、「安全性」の52.5%が、「収益性」の14.9%を大きく上回っている(3)。また、1991年調査から1998年調査まで、「安全性」を挙げる家計の割合が一貫して上昇している一方、「収益性」を挙げる家計の割合は逆に一貫して低下している。同調査の結果からは、1990年代に入ってから株価下落によって手痛い打撃を被ったであろう家計や、1990年代後半における金融システム不安の中で銀行預金についても「安全な」預け先を探し求めている家計の姿が浮かび上がってくる。こうした現状においては、家計に対して自らリスクを取らせることなど所詮無理との議論は十分に説得的であ

り、「安全性」志向を強めている家計に対しては、何はともあれ金融システム不安の伝染を防ぐためにセーフティ・ネットの拡大で対処しようということになりかねない。しかし、当然のことながら、いつまでも家計をセーフティ・ネットで包み込んでおくことは、真に問題を解決することとはならない。日本の金融システムを「再生」させるためには、家計が自らリスクを取り、それに見合ったリターンを受け取れるような枠組みを造り上げることこそが必要なのである。

図2 日本の家計が資産選択において重視する基準



出所；「貯蓄と消費に関する世論調査」(1988年10月)

こうした観点からして重要な役割を果たすと期待されるのが、投資信託である。いうまでもなく投資信託は、①多くの投資家の資金をプールすることによって、投資対象を拡大し、分散投資によるリスク軽減効果を上げうるものであり、②投資家が個人でポートフォリオを構築する場合と比べて手数料等のコストを軽減しうるものであり、③資産運用の専門家に任せることによって、リスクに対応した十分なリターンを投資家に還元しうるものである。したがって、日本においても投資信託という金融商品が十分に普及するならば、最終的な貸し手（家計のような貯蓄主体）にとっては、リスクとリターンの組み合わせとしての投資機会が、従来よりはるかに拡張されて有利なものとなり、それによってリス

クを取りやすくなると期待されるのである。さらに、投資信託の発達は、リスクとリターンの組み合わせについて異なった選好を有する家計のそれぞれに対応した商品設計を可能にするはずである。すなわち、投資信託という金融商品によって、「大衆のための顧客対応 (mass customization) | が、はじめて可能になると期待されるのである。

もっとも、日本における投資信託の現状は、こうした「理想」としての役割を果たすものとはなっていない。日本の家計にとっての投資信託とは、従来においては、「元本割れした株式投資信託」や、「証券会社の手数料稼ぎのための回転売買」によって象徴されるものであり、運用の専門家が投資家にとってのリスクとリターンの最適化を実現するための「忠実義務 (fiduciary duty)」を果たしてくれるというイメージからほど遠いものであった。また、1998年12月から開始された銀行などによる投資信託の「窓口販売」においても、「元本割れ」のリスクに対する警戒感から、購入する側の投資家のみならず、販売する側の銀行もまた及び腰となっている様子が窺われる。リスクを取り扱う専門家であるはずの金融仲介機関（銀行）が、実は顧客のリスク・プロファイルを十分に把握していないし、また自分自身で十分にリスク管理のノウハウを有していないのではないかと懸念されるのである。しかし、繰り返しになるが、日本の金融システムを「再生」させるためには、最終的な貸し手（家計のような貯蓄主体）が、自らリスクを取りやすくする仕組みを作り上げることが不可欠であり、証券会社、銀行、保険会社など幅広い金融機関が、日本の金融システムの中に投資信託という金融商品をいかに定着させていくのかが重要な課題となっているのである。

第二に必要なのは、日本においても最終的な借り手（企業のような投資主体）が、信用リスクに応じた金利のプレミアンを払う市場慣行を定着させることである。日本においては、高度経済成長期の終焉とともに、銀行と企業の力関係が次第に企業有利の方向へと変化していったこともあって、銀行の貸出金利に借り手企業の信用リスクが必ずしも十分に織り込まれてきたとはいえない。また、社債市場においても、デフォルトに陥ったケースが稀だったことに加えて、ごく最近までデフォルトに陥った場合にも受託銀行が最終的な面倒をみるという慣行があったことから、発行企業毎（あるいは発行銘柄毎）にそれぞれの信用リスクを反映した利回り格差が付いていたとはいえない状態であった。つまり、日本の金融システムにおいては、そもそも最終的な借り手の発行する本源的証券（借入証書、社債など）の段階で、リスクに応じた金利プレミアム（利回り格差）が十分に支払わ

れていないという問題点があったのである。

現下における銀行のいわゆる「貸し渋り」問題は、信用リスクと貸出金利プレミアムの関係についての慎重な考察を要求している。すなわち、銀行から「貸し渋り」されたり、さらには「貸しはがし」を受けたとされる企業が、果たしてその信用リスクに応じた金利プレミアムを支払う用意があるのかどうかという問題である。金融機関が企業に対して要求する貸出金利が上昇すれば、企業の投資を抑制して当面の景気に対して悪影響を及ぼす懸念が持たれているのは事実である(4)。しかし、だからといって金融機関が借手手の信用リスクに応じた金利プレミアムを要求することまで非難するのは誤りであろう。金融機関の信用供与行動を再び活性化させるためには、貸出市場における金利のバラツキをこれまでよりもはるかに大きなものとする必要があろう。

日本の金融システムを真に「再生」させるためには、最終的な借手（企業のような投資主体）の資金調達において、信用リスクと金利プレミアム（利回り格差）の関係をきちんと付ける必要がある。そして、そのためにはまず企業の信用リスクを正確に評価することが必要であり、そうした役割を果たすのは、貸出を作り出す銀行の企業審査機能であり、また社債のデフォルト・リスクを簡単な符号の形で公表する格付会社の格付機能ということになる。すなわち、日本においても企業の評価システムを確立することが、金融システムを真に「再生」させるための必要条件なのである。このことは、例えば、日本においてベンチャー・ビジネスに対するファイナンスを円滑化するためにはどうすればよいのかという問題を考えてみれば明らかであろう。

第三に必要なのは、最終的な貸し手（家計のような貯蓄主体）と最終的な借手（企業のような投資主体）とを結び付ける日本の金融機関自身を生まれ変わらせることであろう。もちろん、金融システムにおいて金融機関が果たすべき機能は、上記のような日本の伝統的な金融システムと今後において展望すべき新たな金融システムとの間で、基本的に差があるわけではない。すなわち、一般的に金融システムにおいては、①最終的な貸し手から最終的な借手への資金の移転（transfer of resources）を行うことが必要であり、②将来の不確実性に伴うリスクを誰が負担するか（risk allocation）を取り決めておく必要があり、③また、財サービスなどの決済のための手段を提供するシステム（payment system）を整備しておく必要がある(5)。上述したとおり、日本の伝統的な金融システムにおいては、銀行を中心とした金融仲介機関が、G & Sのいうところの「間接金融」の枠



組みによってこれらの機能を果たしてきた部分が圧倒的であった。銀行を中心とした金融仲介機関は、預金をはじめとした間接的証券によって家計から資金を集め、それを貸出という形で企業に移転してきた。また、銀行を中心とした金融仲介機関は、預金などに元本保証を与える一方で、貸出に伴うリスクをもっぱら自らが負担してきた。さらに、決済システムは、基本的に預金という元本保証の金融商品をベースとしたものとして構成されてきた。こうした「間接金融」優位の金融システムにおいては、最終的な貸し手である家計自身や家計から資金運用を任された機関投資家などがリスクを負担することは、比較的少なかったのである。また、投資信託のような元本保証のない金融商品をベースとした決済システムが構築されることもなかったのである(6)。

しかし、上述したような新しい金融システムの下では、家計や機関投資家によるリスク負担の度合いが従来よりは当然大きくなる(それによってこそ、家計や機関投資家が、従来よりも大きなリターンを獲得することができる)ことが展望される。そして、家計や機関投資家のポートフォリオ選択においては、預金のような元本保証(そして、低リターン)の金融商品から、投資信託のような元本保証のない(そして、高リターン)の金融商品への大幅な資金シフトが生じると展望されるのである。一方、銀行をはじめとした金融仲介機関と企業との関係についても抜本的な変化が生じるだろう。銀行をはじめとした金融仲介機関は、引き続き企業に対する貸出を行うとしても、もはやそうした貸出を満期まで保有し続ける(それによって、資金の提供とリスク負担を同時に行う)ことは少なくなるだろう。金融仲介機関の貸出債権はプールされ、証券化されることによって、機関投資家などのポートフォリオに組み込まれていくのである。

こうした新しい金融システムにおいては、投資信託や証券化商品など証券形態での資金の移転が占めるウェイトが増加していくという意味で、一見したところG&Sのいう「直接金融」へのシフトが進むようにもみえよう。しかし、投資信託にせよ証券化商品にせよ、最終的な借り手と最終的な貸し手の間に金融機関が介在し、何等かの形での資産変換が行われているという意味では、G&Sのいう「間接金融」のウェイトが実は一段と増加することになるのである。つまるところ、従来用いられてきたような「直接金融」対「間接金融」というG&Sの枠組みは、新しい金融システムの下では、余り意味を持たないことになる。新しい金融システムの下では、何らかの形で「リスクの測定、引受、管理」に携わる金融サービス業(financial services industry)が、上記のような金融システムの

基本的な機能を果たすようになると理解すべきなのである(7)。

以上、日本の金融システムを「再生」させるための条件を、最終的な貸し手（家計のような貯蓄主体）と最終的な借り手（企業のような投資主体）の両サイドからみたあと、両者をつなぐ金融機関に求められる役割の変化についてみてきた。貸出債権の証券化によって金融仲介機関（銀行）のバランス・シートのリストラを図るにせよ、資本市場を利用した企業の資金調達手段の多様化を図るにせよ、これら両サイドにおいてリスクとリターンに対応関係がきっちりと付けられるようにすることこそが、今後における日本の金融サービス業（それは、資産運用業であり、資金ニーズ対応業でもある）にとっての最も重要な課題となろう。

### 3. 金融システム安定化のための方策－批判的検討

今後における新しい金融システムのあり方についての議論を踏まえて、以下では、最近の日本で「金融システムの安定化」という狙いで矢継ぎ早に採用されてきた諸方策について批判的に検討する。

第一に、預金保険制度による保護措置が、預金者にとって真に利益になっているのかどうかを検討する必要がある。すなわち、政府（大蔵省）は、1995年6月に「預金払い戻し（ペイ・オフ）」を2001年3月末までは行わない（したがって、金融機関のすべての預金が、それまでは保護される）と公約したし、1997年末には預金保険制度に加盟する金融機関が取り扱うすべての金融商品を2001年3月末までは保護の対象とする（したがって、預金銀行の外貨預金、長期信用銀行の金融債、信託銀行の元本補填契約のない信託元本など、本来は預金保険の対象外の金融商品までも、全額保護する）旨公表した。こうした措置によって、2001年3月末までという時限付きではあるものの、預金者に対してほぼ完全なセーフティ・ネットが整備されたことになる。

もし、こうしたセーフティ・ネットなかりせば、少なからぬ金融機関から預金などの大量流出が生じ、再び日本の金融システム全体を揺るがす事態を招きかねないとの議論は、現状においても依然として説得的である。だからこそ、2001年3月末という期限をさらに先送りすべきだとの主張が有力になってくるわけである。しかし、預金者に対して完全なセーフティ・ネットを提供し続けることが、日本の金融システムの真の「再生」を阻む面

があることを忘れてはならない。なぜならば、そうしたセーフティ・ネットの下では、家計をはじめとした預金者が自らリスクを取り、それに見合ったリターンを受け取れるような枠組みを作り上げることは不可能だからである。家計にとってポートフォリオ選択の対象が、すべてリスクなしの安全資産であるということは、同時に家計に対して有利なりターンを獲得しうる機会を奪うことになってしまうのである。

第二に、いわゆる「貸し渋り」対策として採られているさまざまな企業金融の支援措置が、日本の金融システムの「再生」を遅らせることになっていないかどうか検討する必要がある。現下における政府の処方箋をみると、中小企業への「信用収縮」が政治問題化する中で、都道府県の信用保証協会による信用保証制度の強化へと一挙に突き進んだ。具体的には、通産省によって1998年10月に中小企業金融安定化特別保証制度という形で、信用保証制度の保証要件が緩和され、保証料率を引き下げた20兆円の枠が創設された。さらに、1999年度の景気対策の一環として、同枠の30兆円への拡大が予定されている。同時に、1998年10月には、政府系金融機関による融資制度の強化も図られ、日本開発銀行、国民金融公庫、中小企業金融公庫などによる総額13兆円の融資枠設定が設定された。日本開発銀行の貸出は従来においては設備投資に用途を限定されていたが、運転資金や社債の償還資金も新たに融資対象とされ、中小企業金融公庫や国民金融公庫においては、海外現地法人向けを含めて「貸し渋り」関連の融資制度が拡充された(8)。

資金繰り難に陥った日産自動車やダイエーなどの大企業が、日本開発銀行からの運転資金融資を受けたほか、すでに極めて多数の中小企業が、特例としての信用保証や救済融資を申し込んでおり、目下のところこうした企業金融の支援措置が、いわゆる「貸し渋り」問題に対する即効的な救済策となっていることは間違いない。しかしながら、やや長い目でみた場合、今回の特例措置が日本の金融システムの「再生」にとって、深刻な弊害をもたらしていることには、やはり警告を発しておくべきだろう。すなわち、まず少なからぬ信用リスクを抱えた企業（中小企業のみならず、大企業までも含む）が、信用保証協会の保証や政府系金融機関からの融資を得ることによって、一時的に救済されているのは事実であり、そのことは本来整理淘汰されるべき企業の不良債務が温存されたり、さらには一層拡大されていることを意味している。また、信用保証制度の大胆な拡充は、新たな金融システムへの転換において、もっとも重視されるべき企業評価システム（そして、リスクとリターンのきっちりとした対応関係）の確立とは、真っ向から対立するからである。さ

らに、「貸し渋り」対策の名目において公的金融システムの一段の拡大を招いていることは、日本の金融システムが今後目指すべき方向とは相容れないものである。

第三に、大手銀行に対する公的資金による資本注入が、日本の金融システムの担い手としてふさわしい金融サービス業を作り上げるのに役立っているのかどうかを検討する必要がある。1998年2月に成立した「金融機能安定化法（いわゆる金融システム安定化法）」においては金融機関の破綻処理のための原資を中心として合計30兆円の公的資金枠が準備されたが、健全な金融機関に対しても当面の自己資本充実のために預金保険機構が金融機関の優先株や劣後債を購入できるように「金融危機管理勘定」が設けられ、日本銀行等からの資金調達に対して10兆円を限度とした政府保証がなされ、原資として3兆円の国債が交付された。また、これを受けて、「金融危機管理審査委員会」が預金保険機構内に設けられ、同年3月には都市銀行9行、長期信用銀行3行、信託銀行（日本信託銀行を除く）6行、地方銀行3行（横浜銀行、足利銀行、北陸銀行）に対して総額1兆8156億円の資本注入が決定された（表1）。さらに、同年10月には、「金融機能健全化措置法（早期健全化法）」と「金融機能再生緊急措置法（再生法）」を中核とする9つの金融関連法が成立し、金融機関の破綻処理および機能回復のために総額60兆円の公的資金が準備されたが、上記の「金融危機管理勘定」は「金融機能健全化勘定」に衣替えする形で25兆円に資金枠が拡充された。これを受けて1999年3月には、「金融再生委員会」によって、東京三菱銀行を除く都市銀行8行、長期信用銀行1行（日本長期信用銀行と日本債券信用銀行は国有化されたため、日本興業銀行のみ）、信託銀行5行（日本信託銀行と安田信託銀行を除く）、および地方銀行1行（横浜銀行）の合計15行に対して総額7兆4592億円の第二次資本注入が行われることが決定された（表2）。

それでは、こうした公的資金による金融仲介機関（なかんずく大手銀行）への資本注入によって、「貸し渋り」が解消されるのだろうか。多くの識者が指摘するように、それは望み薄であろう。なぜならば、1980年代後半のバブル期までの期間において、都市銀行を中心とした金融仲介機関の貸出行動を特徴付けてきたものは、「薄利多売」方式による量的拡大路線であり、その結果としての「過剰貸出」であった。したがって、バブル崩壊後の現在において金融仲介機関に求められているものは、単に不動産関連の不良債権処理にとどまらず、保有株式の含み益の急減（ないしは含み損への転化）もあって目減りした自己資本との対比で過大になった貸出資産全体のリストラにまで及ぶからだ。1998年11月に

表1 金融危機管理審査委員会による資本注入(1998年3月)  
優先株・劣後債(ローン)の発行条件

(単位:億円、%)

	格付 Moody's	引受商品	申請 金額	上限 金額	申請条件(配当率・ 上乗せ金利)			引受条件(配当率または 上乗せ金利)				スワップアップ
					0～5年	6～10年	11年～	0～5年	6～10年	11年～		
( 都 銀 )												
東 京 三 菱	Aa2	永久劣後債	1,000	1,000	0.90	2.40	2.40	0.90	2.40	2.40	1.50	
第 一 勧 銀	A1	優先株	990	990	0.75 (配当率)			0.75 (配当率)				
さ く ら	A3	永久劣後債	1,000	1,000	1.00	2.00	2.00	1.20	2.70	2.70	1.50	
住 友	A1	永久劣後債	1,000	1,000	0.90	1.65	1.65	0.90	2.40	2.40	1.50	
富 士	A3	永久劣後債	1,000	1,000	0.75	1.50	2.20	1.10	2.60	2.60	1.50	
三 和	A1	期限付劣後債	1,000	1,000	0.55	1.25	-	0.55	1.25	-	0.70	
東 海	A2	永久劣後ローン	1,000	1,000	-	-	-	0.90	2.40	2.40	1.50	
あ さ ひ	A2	永久劣後ローン	1,000	1,000	-	-	-	1.00	2.50	2.50	1.50	
大 和	Baa3	永久劣後ローン	1,000	1,000	-	-	-	2.70	2.70	3.95	1.25	
( 長 信 銀 )												
興 銀	A2	期限付劣後債	1,000	1,000	0.40	0.90	-	0.55	1.25	-	0.70	
長 銀	Baa2	優先株	1,300	1,300	0.75 (配当率)			1.00 (配当率)				
		永久劣後債	700	466	0.90	1.65	2.40	2.45	3.95	3.95	1.50	
日 債 銀	Ba1	優先株	600	600	1.00 (配当率)			3.00 (配当率)				
		永久劣後ローン	2,300	0	-	-	-	-	-	-	-	
( 信 託 )												
三 菱 信 託	Baa1	永久劣後債	500	500	1.00	2.00	2.00	1.10	2.60	2.60	1.50	
住 友 信 託	Baa1	永久劣後債	1,000	1,000	1.00	2.00	2.00	1.10	2.60	2.60	1.50	
三 井 信 託	Baa2	永久劣後債	1,000	1,000	1.00	1.70	1.70	1.45	2.95	2.95	1.50	
安 田 信 託	Baa2	永久劣後債	1,500	1,500	0.70	1.40	1.90	2.45	3.95	3.95	1.50	
東 洋 信 託	Baa1	永久劣後債	500	500	1.00	2.00	2.00	1.10	2.60	2.60	1.50	
中 央 信 託	Baa3	優先株	320	320	0.75 (配当率)			2.50 (配当率)				
		永久劣後ローン	280	280	-	-	-	2.45	3.95	3.95	1.50	
( 地 銀 )												
横 浜	A3	永久劣後ローン	200	200	-	-	-	1.10	2.60	2.60	1.50	
北 陸	Baa3	永久劣後ローン	200	200	-	-	-	2.45	3.95	3.95	1.50	
足 利	Baa3	永久劣後債	300	300	1.50	2.50	2.50	2.95	4.45	4.45	1.50	
合 計			20,690	18,156								

出所:『金融財政事情』1998年3月23日号

表2 金融再生委員会による資本注入(1999年3月)

(単位:億円)

	資本増強 申請額	転換型 優先株	転換請求期間	社債型 優先株	劣後債等	98年度自己 調達額	98年度不良 債権処理額
第一勧銀	9,000	2,000 2,000	2004.8.1~2006.7.31 2005.8.1~2008.7.31	3,000	2,000	0	9,700
さくら	8,000	8,000	2002.10.1~2009.9.30	0	0	3,450	9,900
富士	10,000	2,500 2,500	2006.10.1~2011.1.31 2004.10.1~2009.1.31	3,000	2,000	2,170	7,000
あさひ	5,000	3,000 1,000	2002.7.1~2009.11.30 2003.7.1~2014.11.30	0	1,000	1,448	6,300
三和	7,000	6,000	2001.7.1~2008.7.31	0	1,000	1,800	9,000
住友	5,010	2,010 3,000	2002.5.1~2009.2.26 2006.8.1~2009.2.26	0	0	3,400	10,500
大和	4,080	4,080	99.6.30~2009.3.31	0	0	522	3,630
東海	6,000	3,000 3,000	2002.7.1~2009.3.30 2003.7.1~2009.3.30	0	0	1,000	5,600
興銀	6,000	1,750 1,750	2003.9.1~2009.8.31 2003.7.1~2009.8.31	0	2,500	3,180	9,000
三井信託	4,002	2,502	99.7.1~2009.7.31	0	1,500	250	4,180
三菱信託	3,000	2,000	2003.7.31~2007.8.1	0	1,000	0	5,051
東洋信託	2,000	2,000	99.7.1~2009.3.31	0	0	1,000	3,500
中央信託	1,500	1,500	99.7.1~2009.7.31	0	0	717	1,038
住友信託	2,000	1,000	2001.4.1~2009.3.30	0	1,000	830	4,000
横浜	2,000	700 300	2001.8.1~2009.7.30 2004.8.1~2009.7.30	0	1,000	0	1,900
合計	74,592	55,592	-	6,000	13,000	19,767	90,299

出所:『金融財政事情』1999年3月15日号



国有化されるに至った日本長期信用銀行を、同年3月時点においては自己資本比率8%以上の優良銀行と「誤認」して公的資金を注入した例は極端としても、大手銀行に対して公的資金を追加的に注入したとしても、多くの銀行にとっての差し迫った課題が貸出資産のリストラである以上、「貸し渋り」の解消を期待することは難しいと覚悟しておかねばなるまい。

さらに、公的資金による大手銀行への資本注入によって、これらの銀行が新たな金融システムにおける金融サービス業の中核となるような金融機関へと「変身」できるのかどうかについて検討してみる必要があるだろう。確かに、今回の公的資金による資本注入を契機として、多くの銀行が海外業務からの撤退、店舗網の縮小、人員削減などの経営リストラ策を打ち出しているし、また幾つかの銀行間での提携・再編への動きも始まった。しかし、アメリカをはじめとした海外主要国においては、すでに1990年代初から銀行の経営リストラや、再編・合併が進んでおり、しかも日本よりももっと徹底した形での経営リストラや、さまざまな金融業態を越えての再編・合併であることに注目しておく必要があるだろう。すなわち、日本の銀行が、公的資金による資本注入を契機として渋々進めようとしている自己改革は、世界的な視野でみた場合に、やはり「余りにも遅く、余りにも小幅 (too late, too little) との批判を免れないのである。

グローバルな国際金融市場で活躍できるプレーヤーは、将来的には10程度に絞り込まれてくると予想されるが、現時点において日本の金融機関（銀行、証券会社、保険会社など）でその中に入れると予想されているものは残念ながら1つもないという現状を日本の金融機関は直視すべきだろう。そして、日本の金融機関が、日下急速に進展しつつある金融技術革新の潮流から取り残されてしまっているという事実もまた直視する必要があるだろう。また、公的資金による資本注入を契機として、海外業務から撤退し国内リテール業務に特化することによって生き残りを図ろうとしている銀行が少なくないが、その場合にも決して先行きを楽観できる訳ではない。なぜならば、国内リテール業務もまた、本稿において検討したような新たな金融システムにおいては、従来の単純な預金・貸出業務とは大きく異なったものに変わらざるをえないからである。国内リテールの分野において生き残るためには、家計に対する資産運用業にしろ、企業に対する資金ニーズ対応業にしろ、従来の発想から「脱皮」することが必要となるだろう。

日本の金融システムが真に「再生」し、日本の金融機関が再び活性化することを祈って

本稿の結びとする。

〔注〕

- (1) この点については、大和証券インベストメント・バンキング本部の川西康夫氏よりご教示いただいた。
- (2) 林敏彦「大恐慌のアメリカ」（岩波新書、1988年）を参照。
- (3) ここで、「安全性」、「流動性」、「収益性」は、アンケート調査における次のような項目を集計したものである。
  - ①「安全性」：「元本が保証されているから」、「取扱金融機関が信用できて安心だから」
  - ②「流動性」：「小額でも預け入れや引き出しが自由にできるから」、「現金に換えやすいから」
  - ③「収益性」：「利回りがよいから」、「将来の値上がりが期待できるから」
- (4) もっとも、日本経済が深刻な不況に陥っている現状においては、仮に貸出金利が低下したからといって、先行きに対して極めて悲観的になっている企業が設備投資を増加させると期待できる訳ではない。
- (5) 例えば、Dwight B. Crane …et al., *The Global Financial System; A Functional Perspective*, Harvard Business School Press, 1995における議論を参照。
- (6) このように預金という元本保証の金融商品をベースとした決済システムであったことから、預金を提供する銀行などの経営不安定化は直ちに決済システムをも不安定化させるという問題点があった。当面の日本で採られている方策は、預金をベースとして決済システムを前提として、その安定化のために公的資金を投入して銀行などの経営健全化を図るというものである。しかし、もし決済システムを投資信託などの元本保証のない金融商品をベースとしたものに変更することまでも展望するならば、採られるべき方策は異なったものになる可能性がある。
- (7) 金融サービス業の将来像については、アメリカ連邦準備制度のグリーンズパン議長がシカゴ連邦準備銀行コンファレンスにおいて行ったキーノート・スピーチ（1994年、1995年）が興味深い。同スピーチの内容については、拙著『金融改革への指針』（東洋経済新報社、1997年）の第8章「金融業の将来と金融の規制監督」を参照。
- (8) 日本銀行も、政府の「貸し渋り」対策に呼応して、1998年11月には、①銀行向けの臨時貸出制度、②コマーシャル・ペーパー（CP）オベの拡充、③社債などを担保とした銀行振出手形の買取り、を内容とする企業金融支援のための緊急措置を打ち出した。これらの緊急措置もまた、多くの民間金融機関が利用するところとなっている。

〔参考文献〕

- 黒田晁生『金融改革への指針』（東洋経済新報社、1997年）
- 黒田晁生「新しい金融システムを求めて」（証券アナリストジャーナル、1999年1月号）
- 黒田晁生「信用圧縮と公的資金注入の効果」（金融ジャーナル、1999年3月号）
- 黒田晁生・米澤康博・新保恵志・広田真一『企業財務戦略ビッグバン』（東洋経済新報社、1998年）
- 高木仁・黒田晁生・渡辺良夫『金融システムの国際比較分析』（東洋経済新報社、1999年）

林敏彦「大恐慌のアメリカ」(岩波新書、1988年)

Dwight B. Crane et al., *The Global Financial System; A Functional Perspective*, Harvard Business School Press, 1995

J.G.Gurley and E.S.Shaw, *Money in a Theory of Finance*, The Brookings Institution, 1960

Charles P. Kindleberger, *The World in Depression 1929-1939*, University of California Press, 1973



# 日本の企業特性変化と今後の銀行の役割\*

米 澤 康 博



# 目 次

1. はじめに
2. 基本的な企業モデル
  - (1) 前提
  - (2) 分配の決定
  - (3) 企業のタイプと効率性
  - (4) 企業のタイプと資本構成
3. 実証分析
  - (1)  $\alpha$ 、 $\beta$  と企業統治との関係
  - (2) 仮説と実証結果
  - (3) 日米の比較
4. 今後の日本企業と銀行の役割

## 1. はじめに

バブル時まではわが国の企業は「日本的経営」の名の下にその優位性が喧伝されてきた。しかしそれはバブルの崩壊によってその評価は180度変わり、今やわが国の企業の変革が叫ばれている。日本の企業の毀誉褒貶はこれまでも何回か議論されてきたが金融資本市場の国際化に伴って、仮に日本企業の特徴が高く評価されるとしてもこの国際資本市場における資金調達に関しては優位性は持っていない、むしろ欧米系の企業に比して劣っていると認識されるのが一般的である。それは低いROA (return on asset)、ROE (return on equity) に代表されるように資本が効率的に使用されていない上に財務体質が悪い（例えば自己資本比率が低い等）からである。実際、企業の格付けは総じて低く、自由化された資本市場で資金調達を行える企業は多くない。今後、よりオープンな資本市場からの資金調達にシフトして行かざるを得ない企業にとっては冒頭で述べたような変革が必要となる。

ところで日本の経営の特徴を大胆に言えば終身雇用を前提とした年功序列となるがより特徴的に言えば「従業員管理型企業」となろう。それは企業の構成員を大きく従業員と株主とに分けると従業員の福祉、厚生を第一とした企業システムと位置づけられるからである。その証拠に企業経営者に「企業行動の目的は何か」と問えば最近までは従業員の福祉、厚生等が上位にランクされていた。そして、株価最大化はそれ以下であるのが一般であった。

それに対して米国企業の目的は株価最大化以外にない。典型的な株主を重視する経営であり、実はこれは標準的なミクロ経済学に出てくる利潤最大化の企業行動（以下ではこのような標準的な企業のことを新古典派型企業と呼ぶ）に他ならない。しかし、容易に理解できるように従業員管理型企業と株価最大化型企業とは双対の関係にあり、従業員と株主とは利害対立の関係にある。もちろん日本の企業と米国の企業とが全くの双対の関係にある訳ではなく、程度の差であるかも知れないがそこにはかなりの距離があることも事実である。

本論文では両国の企業をこのように形式的に区別理解した上で、何故、このような差が生じるのか、その原因は何か、を理論的、実証的に分析することを第一の目的とする。そ

こでの視点はコーポレート・ガバナンス（企業統治）のあり方である。次に、両企業システムを支える金融システムを明らかにし、その下で、仮に日本企業が今後米国企業のように変身するならば、それとともに日本の金融システム、より具体的には銀行はどの様にならなければならないかを推測することにする。

以下ではまず、第2節で一般的な企業成長モデルを提示し、その基本モデルを基にガバナンスの構造とその下での企業のタイプの関係を理論的に明らかにする。具体的には株主の交渉力が強い場合にはより新古典派型企業に、従業員の交渉力が強い場合にはより従業員管理型企業に近い企業が選ばれる（実現する）ことを示す。第3節では理論モデルから導かれる諸仮説をわが国のデータで検証する。第4節では今後の日本の企業と金融機関とのあり方を述べる。

## 2. 基本的な企業モデル

### (1) 前提

まず簡単な企業成長モデルを提示することによって標準的な新古典派型企業、企業従業員管理型企業をそれぞれ定義することにしよう。

現在0時点でN人雇用している企業を考える。この雇員数は将来にわたって一定と仮定する。この企業はこのN人の従業員と資本ストック $K_0$ とで一定の生産関数に従って生産を行う(1)。生産関数は一次同次と仮定する。すなわち、

$$Y_0 = F(K_0, A_0 N) \quad (1)$$

である。ここで $Y_0$ は初期時点での付加価値（利潤＋賃金総額）、 $A_0$ は初期時点での労働の生産効率性を表す指標である。付加価値は実質化されているとする。以下では資本ストック $K$ 、および労働生産効率性 $A$ は每期 $g$ で成長する状況を想定する。したがって付加価値 $Y$ も每期 $g$ で成長することになる。資本ストックが每期 $g$ で成長するためにはペンローズ関数に従って

$$I = \phi(g) K \quad (2)$$

だけの設備投資 $I$ を每期必要とする。ここで $\phi' > 0$ 、 $\phi'' > 0$ である。

問題は付加価値の分配である。利潤に $\theta$ 、賃金総額へ $1 - \theta$ の割合で付加価値が分配されるもとでは、利潤は $\theta Y$ 、賃金総額は $(1 - \theta) Y$ となる。

この場合、現在の企業総価値 $V_0$ は

$$V_0 = \{ \theta Y_0 - \phi (g) K_0 \} / (\rho - g) \quad (3)$$

となる。ここで $\rho$ は資本コストである。分子は利潤から投資費用を控除したネット・キャッシュ・フローであり、それが毎期 $g$ で成長する場合の現在価値として $V_0$ が決まることになる。

他方、従業員の将来生涯賃金の現在価値 $W_0$ は毎期 $g$ で成長する賃金総額を資本コストと同じ $\rho$ で割り引くと仮定すると

$$W_0 = (1 - \theta) Y_0 / (\rho - g) \quad (4)$$

となる(2)。一人当たりはこれを $N$ で割ればよいことになる。 $W_0$ が大きくなればそれだけ従業員の生涯賃金が増え、従業員の効用が高まることになる。

このように企業組織は大きく「資本家である株主」と「生産に携わる従業員」とによってなりたち、企業の将来収益(付加価値)はこの2つの構成員に分配されることになる。

## (2) 分配の決定

問題は分配率 $\theta$ の決定である。この決定のされ方がその企業の統治のあり方によって決定的に依存することになる。株主の統治が強い場合には従業員の賃金は最低水準に押さえられその分、利潤が高くなる。逆に、株主の統治が弱い場合には利潤は最低水準に押さえられ、その分、賃金が高くなる。われわれが冒頭、新古典派型企業と呼んだのは方向として株主の統治が強い企業を想定し、従業員管理型企業とは株主の統治が弱い企業を想定している。

統治の状態を定式化するために、企業は株主と従業員の交渉力の程度にしたがって行動を決定すると仮定する。青木(1985)に従って企業の経営者は両構成員の調停役として位置づけ、それをわれわれのモデルに即して定式化すると、経営者は

$$U_0 = V_0^\alpha W_0^\beta \quad (5)$$

からなるナッシュの交渉解を最大になるように企業行動を決定することになる(以下、サフックスの0は省略する)。ここで $\alpha (> 0)$ は株主の交渉力、 $\beta (> 0)$ は従業員の交渉力である。簡単化のため、両構成員ともに威嚇点はゼロとしてある(3)。

交渉の対象となる変数は、企業成長率 $g$ と資本分配率 $\theta$ の二つであり、これが企業行動を決定する。そこで $U$ を最大にするような最適な $\theta$ と $g$ とを求めると、簡単な計算から

$\theta$  は

$$\theta = \{ \alpha / (\alpha + \beta) \} + \{ \beta / (\alpha + \beta) \} (\phi K / Y) \quad (6)$$

と求められる。

他方、最適な  $g$  を求めるためには  $\phi$  の関数型を特定化しなければならないので、ここでは最適な  $g$  が満たさなければならない必要条件を求めることにする。それは

$$\phi'(g) = q (1 + \beta / \alpha) \quad (7)$$

となる。ここで、

$$q = \{ \theta Y / K - \phi(g) \} / (\rho - g) \quad (8)$$

である。この  $q$  はトービンの  $q$  に他ならない。参考までに  $\theta Y / K$  は ROA である。

正確に言えばこの (6) 式と (7) 式の 2 式から最適な  $\theta$  と  $g$  とが決まることになる。ここで  $g$  の決め方をより明示的にするために (7) 式の右辺を (6) 式、(8) 式を用いて書き直すと

$$\phi'(g) = \{ (Y / K) - \phi(g) \} / (\rho - g) \quad (9)$$

となる。この (9) 式の右辺には株主、従業員の交渉力  $\alpha$ 、 $\beta$  は現れず、したがってそれらからは全く影響を受けないことがわかる。要するに  $g$  自体は企業のタイプによって影響を受けないことがわかる。

他方、 $\theta$  は  $\alpha$ 、 $\beta$  から影響を受ける。したがって  $q$  も影響を受ける。例えば極端な新古典派型企業においては  $\beta = 0$  とおくことによって、

$$\theta = 1, \quad q = \{ Y / K - \phi(g) \} / (\rho - g) \quad (10)$$

となる。逆に極端な従業員管理型企業の場合には、 $\alpha \rightarrow 0$  とおくことによって

$$\theta = \phi(g) K / Y, \quad q = 0 \quad (11)$$

となる。もちろん、一般的にはこの両極端の間にある訳だが、その企業がどちらのタイプの企業に近いのかは直接  $\theta$  を測るか、あるいは投資関数を測ることによって推測することは可能である。投資関数に関して言えば、例えばトービンの  $q$  が低いものにも拘わらずある程度の設備投資率を示している企業は相対的に従業員管理型企業に近いと推測できるのである。

### (3) 企業のタイプと効率性

株主と従業員との分配の問題を離れて投資-生産の効率性を検討しておこう。ここで投資-生産の効率性とは株主と従業員の協同利益の最大化、すなわち「 $V+W$ の最大化」と

定義すると、それは

$$V+W = \{Y - \phi(g)K\} / (\rho - g) \quad (11)$$

となり、これを最大にする $g$ が効率的な $g$ となる。最適化の必要条件は(9)式と一致し、どちらのタイプの企業も $g$ に関しては効率的であることがわかる。言い換えれば新古典派型企業も従業員管理型企業も成長率に関しては効率的であるのである。重要な点は $\alpha$ 、 $\beta$ の水準は成長率には影響を与えないことである(4)。

#### (4) 企業のタイプと資本構成

企業のタイプと資本構成との関係はわれわれのモデルから直接導くことはできない。そこで以下では推論によって議論を進める。簡単化のため資金調達の方法を大きく銀行借入と増資とを考える。

従業員管理型企業の場合、従業員は投資費用を負担せずに、ただ企業が成長して賃金が高まることのみを望むので設備投資が過大になる可能性が高い。例えば資本コスト $\rho$ より低い利潤率の投資まで行い、したがって資本が効率的に使用されない可能性が高いのである。実際(7)式に従って投資が行われる訳だが、例えば $\alpha=0.5$ 、 $\beta=1$ の場合には $q=0.7$ であっても右辺は1.4になり多大な設備投資が実現する可能性がある。この場合、投資をすることによって株価は下がることになるし、初期の株価はそれらを見越して低い水準につき、極端な場合は株価( $q$ )はゼロとなる。したがってこのような企業に投資する投資家は少ないはずであるので増資による資金調達は困難になる。

それに対して銀行は企業の利潤率が低くとも貸出金利を上回っている限りは貸出しは可能で、したがって貸出しリスクをメインバンクが負担すればメインバンクを中心に貸し出すことは可能となる。このような理由から従業員管理型企業の負債比率は高くなる。わが国の企業の銀行の借入が多いのはこのような理由に依るところが多いと考えられる。この点に関しては4.で再び触れることにする。

純粋な新古典派型企業にはこのような資本市場からの調達に困難はない。資金調達に関して言えばMM定理が想定するような株価最大化を目指す企業であるから企業は自由に資金調達を行うことが可能である。



### 3. 実証分析

#### (1) $\alpha$ 、 $\beta$ と企業統治との関係

生産関数、およびベンロース関数が与えられた下で、分配率  $\theta$ 、トービンの  $q$  (株価) のような企業行動、およびその下での企業評価規定する要素は両者の交渉力、 $\alpha$  と  $\beta$  であることがわかった。しかし、当たり前であるがわれわれはこれらパラメータを観測することは出来ない。そこで、これら  $\alpha$ 、 $\beta$  を規定する要因を探する必要が出てくるし、またこれを規定する要因のことを「コーポレート・ガバナンス (企業統治)」と呼ぶ (定義することにする)。

このように企業統治を広く捉えるならば従業員の経営に対する影響力が第1に重要な要因となる。第2に重要な要因は株主の影響力である。

従業員の影響力とは労働組合の交渉力であろうか。この交渉力も無視出来ないがむしろそれは一部でしかない。例えば、労働組合の交渉力がわが国より強いと思われる米国企業においてより従業員管理型に近い企業経営が行われているかと問えばそれは「ノー」であろう。わが国企業の方がはるかに従業員管理型企業に近いと見るのが常識であるからである。もちろん、株主の交渉力が米国の方がはるかに強いことにもよるが、それ以上にわが国企業の経営者に至るキャリア・パスのあり方による。わが国企業の経営者の大半はその企業の従業員から昇進、選抜された人々である。言い換えればわが国企業の経営者は株主の代表ではなく従業員の代表の意味合いが強いので総じて従業員の厚生を重視するようになり、その中から次の経営者を育てているのである。

株主の交渉力においても株主の構造によって大きく異なり一様ではない。すなわち、株式会社である以上、株主の意向によって自動的に (制約は受けながらも) 株価最大化経営が採られていると想定するのは早計である。例えば、個人株主に代表される小株主は経営者に対して影響力は全くないと考えてよいからである。静かな株主である。ただし、役員が株式を保有している場合にはこの例外である。仮にそれが少額であったとしても株価最大化経営へのインセンティブは大きく、かつ経営に対してこの目的が直接的に働くので影響力は強固と考えられるからである。

他方、大株主にとっては議決権行使が合理的であり、潜在的に影響力のある株主であ

る。特に機関投資家の影響力、交渉力は絶大であり、かれらの株主としての目的は株価最大化しかない。大株主は大量に保有する株式を直ちに市場で売却することにはコストがかかるので企業に対しては株式売却で対応するのではなく、株主総会、あるいは日ごろのIR活動の過程で交渉力を発揮して株価最大化経営にしむけるようになる

しかし、わが国においては大株主であっても法人株主、あるいは一部金融機関株主の目的は必ずしも株価最大化にあるのではない。彼らは株式の持合を形成しているが、持合形成の目的の一つとしては外部（持合形成以外）の株主からの株主権の防御にあると考えられ、この防御によって従業員管理型企業経営を目指す訳である。

要するに、株主の目的は必ずしも株価最大化にある訳ではなく、例えばそれと対の従業員の福祉を求める株主もいるのである。また、株価最大化を求めているも経営者に対して全く影響力、交渉力のない株主も多いのである。

## (2) 仮説と実証結果

以上の理論モデルから導かれる仮説をまとめると、「新古典派型企業に比較して」

- (1) 従業員管理型企業の労働分配率は高い
- (2) 従業員管理型企業のトービンのqは低い
- (3) 従業員管理型企業のトービンのqが低いにもかかわらず成長率は低くない
- (4) 従業員管理型企業の負債比率は高い

となる。

問題はどの企業が新古典派型企業に近く、どの企業が従業員管理型企業に近いのか関する分類、あるいは識別である。この点は企業統治の節でまとめた予想と理論モデルとをもとにその企業の株主構成と労働分配率等で識別することが適当であろう。このような方法で実証分析を行った研究として佐々木（1999）があるのでここでそこでの結果を紹介しよう。

実証分析に用いる検証式は次の3通りである。

- ①  $q = a_0 + a_1O + a_2F + a_3L + a_4M + a_5S$
- ②  $Lv = b_0 + b_1O + b_2F + b_3L + b_4M + b_5S + b_6ROA$
- ③  $I/K = c_0 + c_1O + c_2F + c_3L + c_4M + c_5S + c_6q$

ここで、O：役員持株比率

F：外人持株比率

L：労働分配率

M：メインバンクダミー（メインバンクがある場合は1をとる）

S：企業規模（時価総資産Vの対数）

L<sub>v</sub>：レバレッジ（有利子負債／時価株主資本）

ROA：EBITDA 投下資本比（ $\theta Y/K$ ）

q：トービンのq（5）

である。

役員持株比率および外人持株比率の増大は株価最大化型の新古典派型企業を指向し、逆にメインバンクの保有は従業員管理型企業を指向する。また労働分配率が高い企業は従業員管理型企業に近いので以上をまとめると、

$$a_1 > 0, a_2 > 0, a_3 < 0, a_4 < 0,$$

$$b_1 < 0, b_2 < 0, b_3 > 0, b_4 > 0,$$

$$c_1 \leq 0, c_2 \leq 0, c_3 > 0, c_4 > 0, c_6 > 0$$

となる。

規模S、EBITDA 投下資本比率ROAが与える効果に関しては仮説からは導かれないので計測結果から逆に演繹することにする。

データは1993年度から1998年度までの金融・証券を除く278社からなるパネル・データである。基本的な統計量は表1にまとめられている。また計測結果は表2から表4までにまとめられている。推定方法は各表に記されている。

表1 各業種のトービンのq、財務数値

	社数	トービンのq (倍)	時価総額 (億円)	総資産		投下資本		レバレッジ		EBITDA / 投下資本		設備投資 / 有形固定資産		労働分配率	株主保有構造			
				簿価 (億円)	時価 (億円)	簿価 (億円)	時価 (億円)	簿価 (倍)	時価 (倍)	簿価 (%)	時価 (%)	簿価 (%)	時価 (%)		外人	役員	個人	固定 (金融+事)
繊維	14	0.43	2,328	3,188	5,034	2,506	4,352	2.01	0.69	8.6%	4.8%	10.2%	4.0%	57.1%	10.0%	0.3%	24.8%	53.8%
紙・パルプ	3	0.23	1,517	3,591	14,063	2,821	13,292	2.69	0.32	10.2%	4.0%	11.8%	4.4%	41.3%	7.3%	0.8%	10.6%	73.8%
化学	44	0.61	2,639	3,083	4,552	2,340	3,809	1.19	0.41	11.6%	7.7%	15.6%	8.7%	48.7%	9.0%	0.4%	20.2%	60.8%
硝子・土石	11	0.58	2,963	3,019	5,795	2,307	5,082	0.74	0.29	8.9%	5.3%	12.9%	5.9%	54.9%	8.9%	0.3%	17.8%	61.4%
鉄鋼	13	0.42	4,706	8,714	14,481	6,496	12,263	1.45	0.47	8.0%	4.9%	12.8%	6.5%	56.3%	9.5%	1.2%	21.1%	59.6%
非鉄・金属	25	0.54	2,388	2,849	7,021	2,154	6,326	1.19	0.36	9.7%	5.8%	13.5%	6.6%	55.1%	10.6%	1.2%	21.8%	57.1%
機械	41	0.80	2,002	2,292	3,149	1,663	2,519	0.86	0.49	9.2%	6.9%	13.1%	7.6%	60.2%	10.0%	1.9%	21.1%	59.3%
電機・精密	44	1.15	7,775	8,051	10,177	5,710	7,835	0.56	0.36	11.7%	9.7%	20.5%	14.5%	55.0%	16.8%	1.8%	17.5%	57.0%
造船	6	0.41	7,172	12,212	17,685	5,847	11,320	2.05	0.61	11.9%	6.5%	14.4%	5.5%	62.9%	9.3%	0.1%	28.1%	54.2%
自動車	16	0.56	11,785	10,771	15,469	7,837	12,535	0.95	0.39	12.5%	7.6%	16.2%	8.8%	60.8%	15.0%	0.2%	12.0%	65.7%
輸送用機器	4	0.74	1,503	1,254	2,235	972	1,953	0.49	0.18	8.8%	5.1%	15.3%	6.3%	58.0%	9.9%	1.2%	16.1%	63.8%
食品	27	0.58	2,574	3,115	4,690	2,121	3,698	0.65	0.26	12.3%	7.4%	15.9%	8.3%	52.1%	6.9%	1.5%	21.9%	61.0%
医薬品	17	1.16	5,117	3,353	4,440	2,518	3,604	0.29	0.19	17.1%	12.6%	16.8%	9.6%	45.8%	13.7%	2.8%	23.3%	53.5%
石油	5	0.45	5,047	10,437	12,792	6,801	9,156	1.92	1.05	9.9%	6.8%	13.5%	7.5%	30.3%	27.8%	0.1%	12.8%	52.2%
ゴム	4	0.54	5,145	4,798	6,619	3,526	5,346	1.21	0.54	13.3%	8.7%	20.0%	10.6%	56.5%	8.9%	1.9%	16.9%	65.1%
その他製造	7	0.69	4,731	4,316	5,876	2,949	4,509	0.40	0.23	13.1%	8.5%	14.4%	8.0%	60.1%	9.4%	1.3%	20.3%	62.4%
製造業(除、紙パ)	278	0.72	4,314	4,819	7,091	3,433	5,705	0.96	0.40	11.1%	7.6%	15.4%	8.7%	54.4%	11.4%	1.2%	20.1%	59.0%

表2 金融再生委員会による資本注入(1999年3月)

(単位:億円)

	資本増強 申請額	転換型 優先株	転換請求期間	社債型 優先株	劣後債等	98年度自己 調達額	98年度不良 債権処理額
第一勧銀	9,000	2,000 2,000	2004.8.1~2006.7.31 2005.8.1~2008.7.31	3,000	2,000	0	9,700
さくら	8,000	8,000	2002.10.1~2009.9.30	0	0	3,450	9,900
富士	10,000	2,500 2,500	2006.10.1~2011.1.31 2004.10.1~2009.1.31	3,000	2,000	2,170	7,000
あさひ	5,000	3,000 1,000	2002.7.1~2009.11.30 2003.7.1~2014.11.30	0	1,000	1,448	6,300
三和	7,000	6,000	2001.7.1~2008.7.31	0	1,000	1,800	9,000
住友	5,010	2,010 3,000	2002.5.1~2009.2.26 2006.8.1~2009.2.26	0	0	3,400	10,500
大和	4,080	4,080	99.6.30~2009.3.31	0	0	522	3,630
東海	6,000	3,000 3,000	2002.7.1~2009.3.30 2003.7.1~2009.3.30	0	0	1,000	5,600
興銀	6,000	1,750 1,750	2003.9.1~2009.8.31 2003.7.1~2009.8.31	0	2,500	3,180	9,000
三井信託	4,002	2,502	99.7.1~2009.7.31	0	1,500	250	4,180
三菱信託	3,000	2,000	2003.7.31~2007.8.1	0	1,000	0	5,051
東洋信託	2,000	2,000	99.7.1~2009.3.31	0	0	1,000	3,500
中央信託	1,500	1,500	99.7.1~2009.7.31	0	0	717	1,038
住友信託	2,000	1,000	2001.4.1~2009.3.30	0	1,000	830	4,000
横浜	2,000	700 300	2001.8.1~2009.7.30 2004.8.1~2009.7.30	0	1,000	0	1,900
合計	74,592	55,592	-	6,000	13,000	19,767	90,299

出所:『金融財政事情』1999年3月15日号

表3 ガバナンス体系と資本構成

従属変数=レバレッジ

TOTAL (plain OLS) Estimates:

R-squared = .140614

Adjusted R-squared = .137510

Variable	Estimated Coefficient	Standard Error	t-satistic
役員持株比率	-0.977	0.392	-2.496
外人持株比率	-0.452	0.121	-3.742
労働分配率	-0.354	0.066	-5.356
メインバンクダミー	0.273	0.026	10.522
企業規模	0.013	0.012	1.062
EBITDA投下資本比	-2.296	0.272	-8.450
定数項	0.648	0.117	5.556

BETWEEN (OLS on means) Estimates:

R-squared = .180845

Adjusted R-squared = .162709

Variable	Estimated Coefficient	Standard Error	t-satistic
役員持株比率	-1.164	0.777	-1.499
外人持株比率	-0.494	0.249	-1.987
労働分配率	-0.323	0.185	-1.740
メインバンクダミー	0.277	0.050	5.494
企業規模	0.061	0.024	0.696
EBITDA投下資本比	-1.754	0.623	-2.814
定数項	0.565	0.256	2.204

Variance Components (radom effects) Estimates:

R-squared = .098020

Adjusted R-squared = -.086417

Variable	Estimated Coefficient	Standard Error	t-satistic
役員持株比率	-0.502	0.689	-0.728
外人持株比率	-0.351	0.175	-2.010
労働分配率	-0.386	0.058	-6.623
メインバンクダミー	0.267	0.050	5.326
企業規模	-0.006	0.022	-0.282
EBITDA投下資本比	-3.353	0.310	-10.832
定数項	0.887	0.195	4.542

表4 ガバナンス体系と設備投資（トービンのqを用いた場合）

TOTAL (plain OLS) Estimates:

R-squared = .127338

Adjusted R-squared = .124186

Variable	Estimated Coefficient	Standard Error	t-satistic
役員持株比率	-0.125	0.069	-1.816
外人持株比率	0.007	0.020	0.323
労働分配率	-0.012	0.010	-1.168
メインバンクダミー	-0.013	0.004	-3.050
企業規模	0.007	0.002	3.472
トービンのq	0.048	0.004	11.911
定数項	0.006	0.019	0.329

BETWEEN (OLS on means) Estimates:

R-squared = .269753

Adjusted R-squared = .253585

Variable	Estimated Coefficient	Standard Error	t-satistic
役員持株比率	-0.185	0.112	-1.641
外人持株比率	0.004	0.034	0.120
労働分配率	0.001	0.024	0.059
メインバンクダミー	-0.012	0.007	-1.710
企業規模	0.008	0.003	2.469
トービンのq	0.057	0.007	7.699
定数項	-0.016	0.035	-0.451

Variance Components (radom effects) Estimates:

R-squared = .054277

Adjusted R-squared = -.139105

Variable	Estimated Coefficient	Standard Error	t-satistic
役員持株比率	-0.041	0.103	-0.399
外人持株比率	0.006	0.028	0.226
労働分配率	-0.018	0.011	-1.683
メインバンクダミー	-0.015	0.007	-2.224
企業規模	0.006	0.003	1.907
トービンのq	0.038	0.005	7.408
定数項	0.025	0.028	0.915

①に関しては符号条件はすべて満たしている。規模は有意にマイナスである。この結果から従業員管理型企業は規模の拡大を指向していると推測することが可能である。

②の結果を見ると労働分配率の符号が仮説と反対であることがわかる。また企業規模は有意でないこともわかる。さらにROAの係数である $b_6$ は有意にマイナスであることもわかる。ROAの高い資本効率的な企業（これは新古典派型企業であるケースが多いが）は仮説通り資本市場で資金調達を行うことが確認される。

③の結果を見ると、外国人、役員の両持株比率は有意でないので仮説と整合的であるがメインバンクダミーがプラスでないので仮説が棄却されていることがわかる。さらに労働分配率がプラスでないの点も仮説を棄却している。他方、規模は有意にプラスであることがわかる。この規模を①での計測結果で解釈したように従業員管理型企業指向と解釈するならばこの符号、すなわち $c_5 > 0$ は仮説と整合的となる。

以上の諸結果を総合的に解釈するならば、トービンの $q$ に関する①の推計式、レバレッジに関する②の推計式に関しては総じて仮説が棄却されなかったものの、投資関数に関する③の推計式は棄却されている点が多い、となろう。労働分配率に関しては、それは内生変数であるので、計測においても本来はその処理が必要であるが、この点に関しては今後の課題としたい。投資関数に関して言えば計測した期間がバブルが崩壊したいわゆる過剰設備の時期であったので必ずしも標準的な結果が得られなかった点も考慮されてしかるべきであろう。この点を次の日米の差で多少長期的な視点から再検討する。

### (3) 日米の比較

少なくともわが国の企業に比して米国企業は新古典派型企業に近いことに関しては疑いの余地はないと思われるが、この対比が正しければ上記の理論から何が言えるであろうか。日米の $(Y/K)$ に大差がなければ、第1にわが国企業の $q$ が相対的に低い、あるいはROAが相対的に低い、第2に、 $q$ あるいはROAが低いにもかかわらず企業成長率には大差ない、となる。

これらデータを直接比較することはできなかったので、両国のGNP成長率等によって帰結を確認しておこう。表5はJones(1998)から引用したものである。



表5 日米の成長率比較

	y (90)	y (60)	g (60,90)	S k
米国	1.00	1.00	0.014	0.210
日本	0.61	0.20	0.050	0.338

注：y (90)は1990年における一人当たりGNPであり、米国のそれを1として比較してある。  
 g (60,90)は1960年から90年までの平均GNP成長率、  
 S kは(投資/GNP)である。

実際、GNP成長率はわが国の方が圧倒的に高く、それは日本企業の旺盛な設備投資意欲に支えられたものである。残念ながらq、あるいはそれに代わるデータが得られなかったもので確定的なことは言えないものの、それが専ら高いqによってもたらされたものではないことは推測がつき、この点からもわれわれの帰結はかなりの程度当たっていると言えよう。

実際、わが国の企業が株価最大化目的で設備投資を行ってこなかったことは周知の事実であり、その中であっては高い成長率を維持してきた背景には従業員の厚生を重視した経営に依るところが大きかったと言えよう。もちろん、マクロ的に高い企業成長を実現させるには高い貯蓄率（言い換えれば低い資本コスト）が必要であるがいずれにせよわが国の企業は大雑把に言って1980年代までは相対的に高い成長を実現してきたのである。

#### 4. 今後の日本企業と銀行の役割

資本市場の国際化、資本移動の自由化によってわが国の企業も大きく変化することを余儀なくされている。少なくとも国際資本市場での直接資金調達を計画しているような企業は新古典派型企業に変身せざるを得ない。それは資本の効率的な利用によって高格付けを受ける必要があるからである。この場合、当然ながら労働分配率 $(1-\theta)$ は低下することになり、モデルに即して言えば一人当たりの賃金が下がることになる。言い換えればこの賃金のカットが可能な企業は新古典派型企業に変身できることになる。

それに対して、ドラスティックな賃金の切り下げが難しいあるいは困難な企業は資本効率の改善が行われずオープンな資本市場からの資金調達は諦めなければならない。あるいは

は与えられた  $\theta$  の下で  $V_0(q)$  を最大にする設備投資額しか市場から供給されない可能性がある。これは効率的な  $g$  より低い企業成長率である。効率的な  $g$  を実現するには銀行からの借入に頼るしか他に方法はないのであり、また今後、銀行の機能はこのような従業員管理型企業への資金供給が中心となる。したがって仮にすべての企業が十分な新古典派型企業へ変身できれば銀行は個人に貸すしか道は残されていないであろう。しかし、すべての企業が短期間に例えば SONY のようになるのは無理であると思われるので銀行へのニーズはなくなるであろう。

しかし、このシナリオが実現するためには銀行そのものが極めて純粋な新古典派型に変身する必要がある。そうでなければ低い資金コストで国際資本市場で資金調達を行うことが無理であるからである。実は、この銀行を初めとするわが国の金融機関がもっとも従業員管理型企業に近い企業であるのである。利潤が激減しているにも拘わらず貸金はほとんど変化しなかったし、いくつかの倒産、破綻においてもそれ以前に従業員の解雇は全く無かったし、貸金のカットもほとんどなかったようである。今、まず銀行の変身が必要とされているが、もし、邦銀が変身しなければ外国銀行がこの機能を果たすことになるだけである。

[注]

\* 本論文は同じ問題意識の下でかかれた佐々木(1999)に負う点が多い。今後、協同で多少の拡張の下でまとめる予定である。

(1) このモデルでは(各時点での)短期的な最適化を無視しているので従業員Nの決まり方を説明できないし、またそれが一定である必然性を説明することもできない。したがって、 $K/Y$ などの比率は所与となる。

(2) 実際には賃金変動に伴うリスクは市場で分散不可能であるので資本コストよりは高い可能性がある。ただし失業保険はそれを低める効果を持っている。

(3) もちろん威嚇点はゼロではない。 $V_0$ の威嚇点を $V^*$ 、 $W_0$ のそれを $W^*$ 、すなわち

$$U_0 = (V_0 - V^*)^\alpha (W_0 - W^*)^\beta$$

とすると(6)式は

$$\theta = [\alpha \{Y - W^* (\rho - g)\} + \beta \{V^* (\rho - g) + \phi K\}] / (\alpha + \beta) Y$$

となり、(7)式は

$$\phi'(g) = \{ (V - V^*) / \alpha K \} [ \{ \alpha V / (V - V^*) \} + \{ \beta W / (W - W^*) \} ]$$

となる。佐々木(1999)参照。

(4) これは一種の分離定理である。要するに最適な $g$ は $\alpha$ 、 $\beta$ から分離されて一意に決まる。

(5) トービンの $q$ の作成方法に関しては佐々木(1999)参照。保有土地の再評価は地価税から推計している点の特徴である。

[参考文献]

C. Jones *Introduction to Economic Growth*, Norton, 1998.

青木昌彦「企業の経済学」岩波書店、1985年。

佐々木隆文「企業ガバナンス体系と資本政策に対する株式市場の評価」筑波大学大学院経営システム科学専攻修士論文、1999年。

# わが国社債市場の現状と問題点

新 保 恵 志

# 目 次

はじめに

1. 社債市場における資金調達の実状
2. 企業情報開示と資金調達コスト
  - (1) 企業情報開示の日米比較
  - (2) 信用力格差と利回り格差
3. 社債市場の制度問題
  - (1) 流通利回りの問題点
  - (2) 受渡しと決済
  - (3) わが国流通市場の改善点
4. 社債市場活性化のための必要条件

おわりに

## はじめに

1990年代、わが国社債市場では1980年代後半に見られたエクイティ・ファイナンスの隆盛は影を潜め、代わって普通社債の発行が大きく増加した。これにより、本格的な社債時代が到来するという見方も一部にあるようではある。しかし、わが国社債市場には様々な問題点や不備な点が山積している。本稿では、それらの問題点を具体的に検討するとともに、米国の社債市場とわが国社債市場の制度を比較することによって、わが国社債市場の改善点を指摘する。

### 1. 社債市場における資金調達の実状

わが国の社債市場における種別発行状況は図表1に示されている。その大きな特徴は普通社債の発行が飛躍的に増加、社債の発行額の中で最も高いウェートを占めたことである。この背景には以下のような外部的要因と内部的要因の2つの要因が考えられる。

外部的な要因とは企業の外部から発生した要因のことである。これには制度的要因と銀行要因の2つが指摘できる。

制度的要因とは、1996年1月に実施された社債発行の際の適債基準の撤廃である。適債基準とは、社債を発行する企業は一定以上の格付けを取得していることが求められる、というものであったが、これが96年1月に撤廃されたのである。これにより、いかなる格付けの社債であろうとも、発行することが可能となった。

銀行要因とは、銀行がBIS（国際決済銀行）の自己資本比率規制8%により貸し渋りを行ったことである。銀行の貸し渋りは1996年頃より顕著となった。最初は中堅・中小企業を中心に貸し渋りが起こったが、1997年に入ると大企業に対しても貸し渋りは起こり、銀行からの資金調達がスムーズに行いにくくなった大企業が、代替手段として普通社債を選択したという側面もあった。

これに対して内部的な要因とは、企業内部からの要因である。これには1980年代後半のエクイティ・ファイナンスが密接に関連している。1980年代のわが国大企業の財務戦略の基本は財務体質の強化、すなわち株主資本比率の向上を日指すというものであった。その

ために、内外の資本市場を利用して転換社債やワラント債、時価発行増資を行った。その結果、確かに株主資本比率は上昇したが、逆に ROE（株主資本利益率）などの収益性指標は悪化した。特に、バブル崩壊後、株価が低迷するなかであって、わが国株式市場では売買に占める外国人投資家の比率が上昇、株価決定に当たって外国人投資家の動向が大きな鍵を握るに至った。外国人投資家は株式投資に当たっては ROE や ROA（総資産利益率）などの利益性指標を重視する。そのことが日本の株価低迷に拍車をかけたのである。

90年代の初めごろより、利益性指標の重要性に気付いた証券会社や企業は、これまでの株主資本比率一辺倒の財務政策を転換、利益性指標重視の財務政策を選択した。その結果として、株主資本を増やさない普通社債の発行を増加させたのである。

このような普通社債の発行増加という表面的な現象をもって、新聞紙上などの論調では、わが国にも直接金融の本格的な時代が到来したとか、あるいは、わが国社債市場も米国型に近付いたなどの意見が見られるが、果たして本当にそのようなことが言えるのであろうか。

図表1 わが国社債市場の種類別発行額（兆円）

年度	普通社債	転換社債	ワラント債	計
1988	0.7	7.0	—	7.7
89	0.7	7.6	0.9	9.2
90	2.1	0.9	0.4	3.4
93	3.0	2.0	—	5.0
94	3.3	2.5	—	5.8
95	5.7	1.0	—	6.7
96	5.6	2.7	—	8.3
97	8.8	0.2	—	9.0

資料：日本証券業協会「公社債月報」

米国型社債市場の大きな特徴は、以下の点に集約することができよう。すなわち

- ① FASB（財務会計基準審議会）が設定した会計基準に基づいて、企業が適切な情報開示を行う。
- ② 会計監査人や監査委員会は開示された情報が適切であるか、チェックを行う。
- ③ 格付け会社は独自の判断や情報に基づいて、発行される債券に対して格付けを行う。
- ④ 投資家は、開示された情報や格付けに基づいて、市場取引の中で債券の発行条件（応募者利回りや発行期限など）に対して投資家の意志を表明する。その際、当然、信用力に

応じた利回り格差が発生する。

⑤発行された後も流通市場において、債券売買が自由に行われる。

以上の事実は、米国型社債市場において指摘される社債市場のための必要条件であるが、換言すれば、このような条件が満たされて初めて社債市場としての条件が整っているといえるのであろう。果たして、わが国社債市場にこのような条件が整っているのだろうか。以下では、この点の検証を行う。

## 2. 企業情報開示と資金調達コスト

### (1) 企業情報開示の日米比較

企業情報の開示は投資家に正確で公平な情報を提供するという意味において、極めて重要なことは論を待たない。また、開示された情報が投資家に速やかに伝達・認識されるためのインフラも整備されていなければならない。これらの条件が整って初めて有効な情報開示システムとなる。しかし、以下にみるように、情報開示システムの面においては日米でかなりの差が認められる。

例えば、企業情報のうち財務情報の開示についてみると、日本の場合、上場会社については証券取引法の規定があるものの、実質的には商法の規定に準拠した商法計算書類が使用されている。証券取引法では、連結財務諸表中心の財務情報の開示を目指しており、かつ、その中にはキャッシュ・フロー計算書も含まれているが、商法の規定ではまだ単独財務諸表の公表で事足りりとしており、キャッシュ・フロー（資金繰り分析表）計算書の公表も必要ない。損益計算書についても、日本では事業部門別損益や地域別損益などは開示の規定がない。これでは、企業がどの部門やどの地域から利益を得ているのか全く分からない。

日本の会計制度は、証券取引法、商法、税法の3つが結び付いて会計実務を行っているため、通常“会計のトライアングル体制”といわれる。しかし、現実にはトライアングル体制の対象となっているのは上場企業を中心とした証券取引法適用会社のみであり、非上場企業は商法—商法の計算規定—と税法の適用を受けるのみである（図表2参照）。さらに、証券取引法の会計原則は大蔵省の企業会計審議会によって決められるが、この審議会



も投資家側の立場よりも企業側の立場をより重視しているようである。それが最も端的に現れたのが、1997年に銀行の保有する株式の評価について、原価法を認めたことであろう。これにより銀行の保有株式の含み損は表面に現れることなく、不透明な銀行の資産内容の実態を隠蔽することに一役買ったからである。

なお、財務諸表や損益計算書については会計監査法人の監査を受けるが、これは極めて形式なものであり、監査によって、あるいは企業の監査役によって粉飾決算が指摘されるケースは全くといっていいほどない。したがって、監査に対する信頼性は極めて薄いものであり、“法律で規定されているから行っている”程度の、形式的なものではないかと思われる。つまり、開示された企業情報に対する精査がほとんど行われていないのである。

図表2 日本の会計制度

	上場企業の株式会社	未公開会社	有限会社・合名会社・合資会社
税法の適用	○	○	○
商法の計算規定	○	○	○
証券取引法	大蔵省の企業会計審議会の 会計原則に基づく会計基準	×	×

(注) ○は適用を受けること、×は適用を受けない事を意味する。

これに対して、米国の企業開示システムは日本とは全く異なる。

米国では、上場企業・非上場企業の如何を問わず、企業の財務状態や業績、キャッシュ・フローの状況を開示させる制度が整備されている。また、財務情報の開示には明確な会計基準 FASB (財務会計基準審議会) という純粹の民間機関によって設定される一に基づいて作成された充実した注記が含まれている。さらに、開示された財務情報に信頼性を持たせたい場合には、独立監査人の監査を受けるという社会的インフラが整備されている。このような米国の企業情報開示のシステムは、一言で言えば、投資家の立場にたった、あるいは開示された情報をみる側の立場を踏まえた情報開示、ということができる。

例えば、1998年末時点のマイクロソフト社の損益計算書の中には、営業費用として仕掛技術の購入費が2億9千6百万ドル計上された旨が記載されている。これは、明らかに勘定科目ではなく、マイクロソフト社の情報開示のための説明である。これにより、開発途上の技術を購入し、費用計上したことが明らかである。また、同社のキャッシュ・フロー

計算書の中には“仕掛技術の償却”として同一金額が表示されている。

同様に、償却方法を変更した場合、償却方法を変更しなかった場合の償却額を開示することによって、前期と同様の償却方法で損益計算を行った場合の損益が判明するよう注記がなされている。これは償却方法の変更によって利益がどの程度変動したかを説明しているのである。

また、財務諸表の注記事項をみると、税効果会計の場合、会計上法人税の負担割合（税引前利益に対する税効果会計後の税金負担割合）と法定税率とに重要な相違がある場合に調整項目の開示が求められる。

企業情報開示は、投資家にとって債券投資や株式投資の際に重要であることは言うに及ばず、企業にとっても公平かつ正確な情報を開示することによって高い格付けが得られれば、より低利の資金調達が可能となるという意味において、重要である。

次に示す日米の情報開示の比較は、銀行の不良債権の引当金に関するものであるが、これは、まさに比較を行う上で好例になると思われる。また、1999年10月より普通銀行の社債発行が解禁となるが、銀行の社債発行という事態を受けて、引当金の情報開示は極めて重要な意味を持つものであることに異を唱えるものはないであろう。

日本の不良債権に関する会計基準は、大蔵省企業会計審議会の企業会計原則によれば、不良債権の引当金について、「将来の特定の費用または損失であって、その発生が当期以前の事象に起因し、発生の可能性が高く、かつ、その金額を合理的に見積もることができる場合には、当期の負担に属する金額を当期の費用または損失として引当金に繰入れ、当該引当金の残高を貸借対照表の負債の部または資産の分に記載するものとする」とし、引当金を含む11項目の例示を行っている。また、商法の規定においては、第285条において「金銭債権につき取立不能の恐れあるときは、取り立ること能わざる見込み額を控除することを要す」とのみ規定されている。しかし、このような会計基準では、引当金の計上は金融機関の主観的判断に委ねられ、公正な、あるいは客観的な引当金の計上は望むべくもなく、投資家・預金者にとって金融機関の貸出債権に関する情報、ひいては経営状況を判断する材料には乏しいといわざるを得ない。

これに対して、米国の不良債権の引当金に対する規定は、FASBによって以下のよう

①引き当てるべき金額はいくらであるべきかを規定する会計処理基準を設定する。

②その際、引当金の見積りに上限と下限が存在する場合、下限を引当計上し、上限までの金額を脚注開示する。

つまり、会計処理と開示（脚注開示）の2つの基準を設定しているのである。また、米国では、会計調査通課（Accounting Research Bulletin, ARB）によって、貸倒引当金を控除した後の債権金額は、正味実現可能価額（Net realizable Value）—現金化できる金額—で示さねばならないと規定されている。さらに、返済計画が確定している不良債権については、返済計画に基づいて発生する将来のキャッシュ・フローを現在価値に換算して計上することが規定されている。

このように、米国の会計基準では、不良債権については正味実現可能価額以下で表示すべきであるとしているのである。この考え方は、負債の支払いはすべて資産から行われるという基本に照らし合わせれば至極当然のことであるが、日本では全くこの様な考え方は採られていないのである。

この考え方が重要である理由は、企業の本当の姿が情報開示によって写し出されるということである。例えば、正味実現可能価額よりも高い金額で短期の貸出資産がバランス・シートに計上されているとすると、流動比率（＝流動資産／流動負債）が実態よりも高い数値で表されることになる。また、金融機関の経営の安定性を示す自己資本比率についても、引当金の繰入を少なくすれば、実態よりも高めの数値がはじき出されることになる。このように、会計基準や情報開示の理念が曖昧であると、経営分析のための数値が歪められ、実態が不明瞭となってしまう。端的な例が、日本長期信用銀行や日本債券信用銀行の例であろう。両銀行とも、1998年3月期決算においては、自己資本比率はBIS（国際決済銀行）の8%を上回っていたのである。しかし、これはあくまでも日本の会計基準に基づいての話であった。もし、正味実現可能価額の考え方が導入され、適正な引当金繰入が行われていれば、自己資本比率規制をクリアすることはなかったはずである。実際、両銀行とも実質債務超過であるとして、前者は98年11月に、後者は98年12月に国家管理の下に置かれることになった。明確な会計基準や情報開示の理念がいかに重要であるかを再認識させられることになったのである。

しかし、このような事態にいたっても、いまだ不良債権に関する日本の会計基準において、正味実現可能価額の考え方は導入されていないのである。

## (2) 信用力格差と利回り格差

社債市場が社債市場として機能するためには、債券の信用力—格付け—に応じた利回り格差がなければならない。何故なら、利回り格差が存在することによって企業は信用力を高めようと企業努力を行い、自己の企業に内在する企業リスク(=リスク・プレミアム)を減少させようとするからである。また、リスクは適切な情報開示が行われて初めて把握可能となる。その意味では、情報開示と企業リスクは密接な関連を有するものである。

わが国では、1990年代初頭まで格付けに対する意識は極めて稀薄であった。格付間格差に伴う利回り格差もほとんどなかった。その背景にはメインバンク制があったものと思われる。企業はメインバンクが支えており、銀行は金融当局の護送船団行政により潰れることはない。従って、企業が経営危機に陥ってもメインバンクが支えることによって、企業は倒産の危機から免れることができるという論理である。

しかし、このような認識が時代遅れであることに異論を唱えるものはいないであろう。銀行不凋神話は今や過去のものとなり、銀行は BIS の自己資本比率規制 8% によって資産の無闇な拡大に歯止めが掛けられた。銀行の貸し渋りが社会問題となり、企業は自己の信用力で資金調達の道、すなわち資本(社債)市場からの資金調達を積極的に行わねばならない。まさに、企業の信用力が資金調達においてカギを握る時代が到来したのである。

このような時代背景の変化に伴って、信用力格差にともなう利回り格差も明瞭な形で現れている。図表 3 は、わが国社債市場の格付け格差に伴う利回り格差を見たものである。これによれば、わが国における利回り格差は 1994 年時点では、格付間で目立った格差はなかった。例えば、AAA と AA や、A と BBB の間では利回り格差はほとんどないと言っても過言ではない。しかし、1997 年以降、利回り格差は目に見える形で現れてきている。これは、東海興業や大都建設工業など東京証券取引所一部上場の中堅建設会社の経営破綻に加えて、山一証券や三洋証券、北海道拓殖銀行など金融機関の経営破綻が引き金となり、投資家が信用力に敏感になったためと思われる。

このようにわが国の社債市場にも米国の社債市場と同様、明確な形で利回り格差が現れてきたが(図表 4 参照)、国内格付け機関の格付に対する信用を築くためにも、格付別のデフォルト統計を整備することが必要不可欠である。わが国企業、特に上場企業を中心とした規模の大きい企業は、これまで銀行の資金的援助もあって、経営危機に陥っても倒産を免れることが多かった。あるいは国家的要請から国家が援助することによって倒産を回

図表3 わが国国債と各格付け別社債との利回り格差  
(%)

	1994	1995	1997	1998	1999
AAA	0.17	0.21	0.18	0.34	0.96
AA	0.19	0.29	0.32	0.68	1.48
A	0.42	0.45	0.53	1.14	2.06
BBB	0.46	0.77	0.79	1.51	2.89

- (注) 1. 2つ以上の格付け機関から格付けを得ている場合には、低い格付けを当該社債の格付けとした。  
2. 残存5年物社債を対象とする。  
3. 1999年は1月～6月の平均値。

図表4 米国の国債と各格付け別社債との利回り格差  
(%)

	1994	1995	1996	1997	1998
AAA	0.56	0.71	0.66	0.66	1.18
AA	0.74	0.84	0.84	0.87	1.49
A	0.87	0.95	0.98	0.93	1.63
BBB	1.22	1.32	1.34	1.26	1.94

資料：FRB“Federal Reserve Bulletin”

図表5 格付け別デフォルト確率  
—1980年発行社債・発行後5年目～15年目—

	5年	6年	7年	8年	9年	10年	11年	12年	13年	14年	15年
AAA	0.0	0.0	0.0	0.9	0.9	0.9	1.7	1.7	1.7	1.7	1.7
AA	0.0	0.0	0.0	0.0	0.7	0.7	0.7	0.7	1.4	2.1	2.1
A	0.5	0.5	1.3	1.6	2.3	2.3	3.1	4.2	4.2	4.4	4.4
BBB	1.8	2.9	2.9	3.2	3.8	4.7	6.7	8.5	8.8	8.8	8.8

資料：Moody's “Corporate Bond Defaults and Defaults Rates. 1970～1994”

避した企業もあった。これに加えて、格付が導入されて間もないこともあって格付別のデフォルト率は全く存在しない。

米国では、格付別のデフォルト率統計が格付機関によって整備されている。また、これにより格付が高ければ高いほどデフォルト確率は低いことが統計的に証明されている（図表5参照）。また、デフォルト確率と利回り格差の間には明確な相関関係のあることが一日瞭然である。

社債市場にとって信頼性のある格付機関や格付けは不可欠である。わが国の格付機関や格付が信頼性を勝ち得るためにも、地道なデフォルト統計を積み上げていくことが急務である。

### 3. 社債市場の制度問題

#### (1) 流通利回りの問題点

理想的な社債市場においては、的確に企業情報が開示され、その情報に基づいて格付けが施された社債は、発行された後、売買が行われる。この売買の行われる場が社債の流通市場である。ところが、わが国には社債の流通市場がほとんど存在しない。

これに対して、米国では社債の流通市場が存在し、活発に社債の売買が行われている。社債の売買が適切に行われるためには、社債の流通価格と流通利回りが成立しなければならない。流通価格と流通利回りは不可分なものであるから、どちらか一方が成立すればよい。すなわち、流通利回りが存在していれば、流通価格も自ずと成立する。米国では、流通利回りは、社債の残存期間と同じ残存期間の国債の流通利回りに比べてどの程度上回っているかで測ることにしている。例えば、社債の流通利回りを  $Y$ 、社債と同じ残存期間の国債の利回りを  $T$  とすると、

$$Y = T + S \dots \dots \dots (a)$$

ここで、 $S$  は国債と社債の利回り格差、すなわちスプレッドである。

このような表示が可能となるためには、満期の異なる多様な国債が発行されていなければならない。すなわち、国債のイールド・カーブが存在していなければならない。米国では、短期国債である  $T$ -bill（満期1年未満）、中期国債である  $T$ -note（満期1年以上10年未満）、長期国債である  $T$ -bond（満期10年以上から30年）があり、残存期間が30年

以下であれば(a)式のような表示は可能となる。しかし、わが国には国債は存在するものの、その流通市場は残存最長期の10年物、特に指標銘柄といわれる最も活発な取引が行われる銘柄に偏っており、10年以下の期間に限っても、的確かつ公正な流通利回り形成が行われているとは言い難い。つまり、満期の異なる多種多様な国債を発行することがまずもって重要なのである。

## (2) 受渡しと決済

しかし、社債流通市場の形成において重要な問題点はそれだけではない。流通市場の形成には社債の受渡しや決済がスムーズに行われることが必要である。そこで、この点に関する日米の制度を比較検討することにする。

### (A) 日本

わが国では社債券の受渡し、決済は個別取引ごとに行われている。また、債券流通市場で取引される社債の大部分は「社債等登録法」<sup>(注)</sup>に基づく登録債であるが、登録債に関する受渡し・決済については、個別債券ごとに指定登録機関を通して権利移転を行うことが必要とされている。

#### (注) 社債等登録法について

社債等登録法は1942年に以下のような目的で制定されたものである。

- ①社債権者を確定し
- ②発行手続きの簡素化を図り
- ③社債権者を保護し
- ④社債券の所持・流通に伴う危険性を排除し
- ⑤元金受領の簡便化を図る

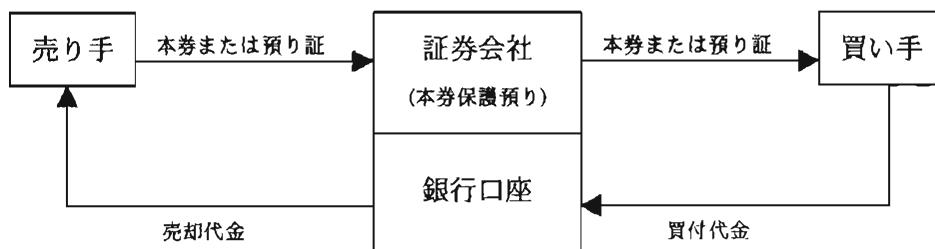
社債等登録法の主たる目的は社債権者の権利の確定・保全であり、不動産登録法を範として制定された。従って、社債等登録法そのものが売買によって頻繁に所有者が移転することを想定していない。

わが国の社債の存在形態としては、無記名式の本券と記名式ともいべき登録債の2種類がある。本券は、発行後、投資家の取引先たる証券会社に保護預かりされる。一方、登録債は、銘柄ごとに指定される登録機関の社債登録簿に登録されるため、社債の券面が不要となる。

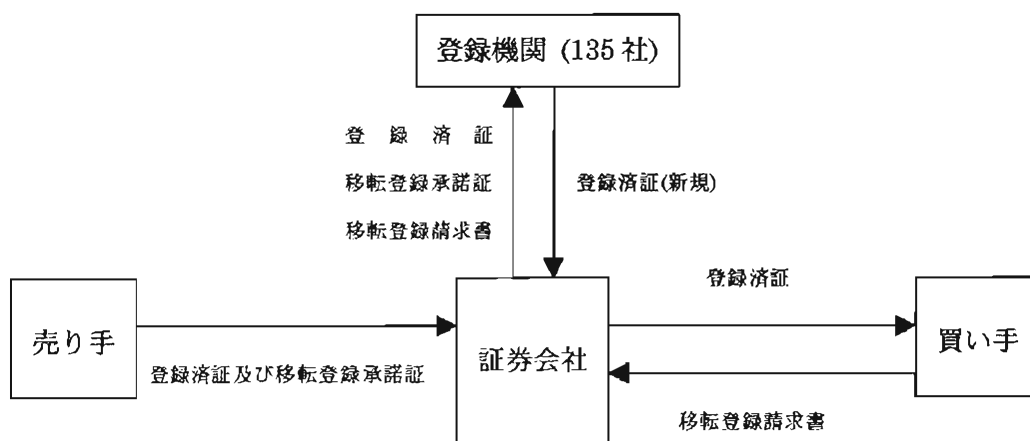
本券の売買が行われた場合、売り手の保有する本券が証券会社の保護預かり口座から引き出され、資金の支払い・受渡しの完了後、買い手に引き渡される(図表6)。

これに対して、登録債の売買では受渡し・決済は以下のように行われる（図表7）。

図表6 本券決済手続きの流れ



図表7 登録債決済手続きの流れ



- ①登録債の売買が行われると、証券会社は売買約定の日に定めた売渡日に売り手から登録済証及び移転登録承諾書を受領し、資金を支払う。これにより売り手の資金決済は完了するが、債券の所有権の移転に伴う対抗要件の具備は、名義移転手続きの完了を待つ必要がある。
- ②証券会社は、新たな買い手から移転登録請求書及び資金を受領し、預り証または証書を発行する。証券会社はすでに売り手から受領した登録済証、移転登録承諾書、及び買い手から受領した移転登録請求書を登録金融機関に送付し、名義移転手続きを代行する。
- ③これを受けて、登録機関は社債登録簿上の名義を買い手名義に変更し、買い手名義の登録済証を証券会社に渡す。この際、移転登録請求から登録済証の交付まで、通常1日



～4日ほど要するが、中には1週間程度要するものもある（登録機関によって異なる）。

④この新たな登録済証は証券会社を経て買い手に渡り、取引に伴う受渡し・決済が完了する。

⑤移転登録請求中や登録停止期間中（利払い期における権利者確定のための期間）に売買が行われる場合には、登録済証の交付の遅れを実務的に補完する目的で、登録済証の代わりに預かり証、または証書による受け渡しが認められている。

## （B） 米国

米国では多種多様な社債が発行されているが、その受渡し・決済に関しては統一のルールが定められている。すなわち、日本にはない集中的な振替決済機構が設けられ、証券会社・銀行が参加して効率的な受渡し・決済が行われている。

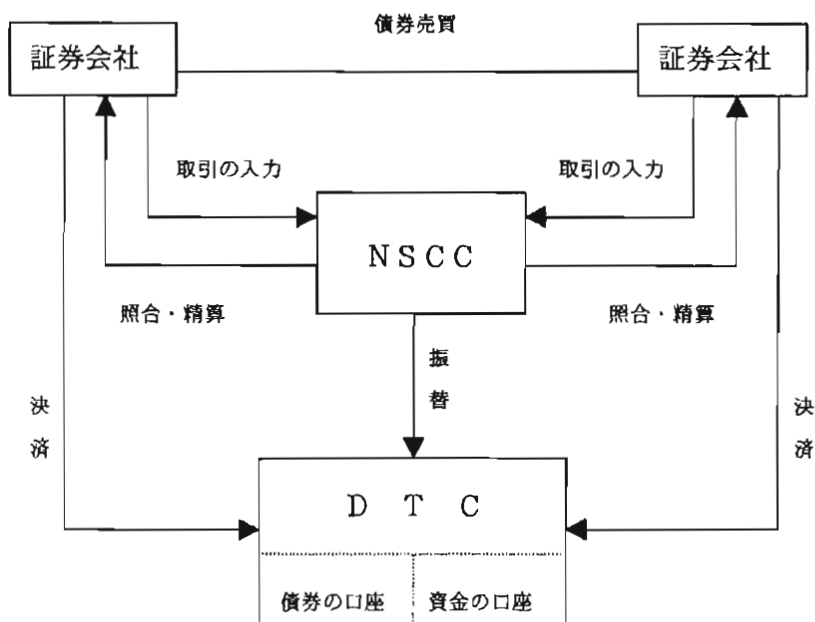
米国では、債券の大部分が記名式で発行されている。これは債券の所有者の名義が登録されることから記名式と呼ばれているが、このような方式を採っているのは、元利金の支払いを行う際に小切手の送付先を指定するためであり、日本のように本券の代替物として登録されているわけではない。

社債の投資家は、取得した債券を直接保有することはほとんどなく、通常は証券会社に保護預かりにするか、または銀行との間で預託契約を行い、債券を銀行に預託する。

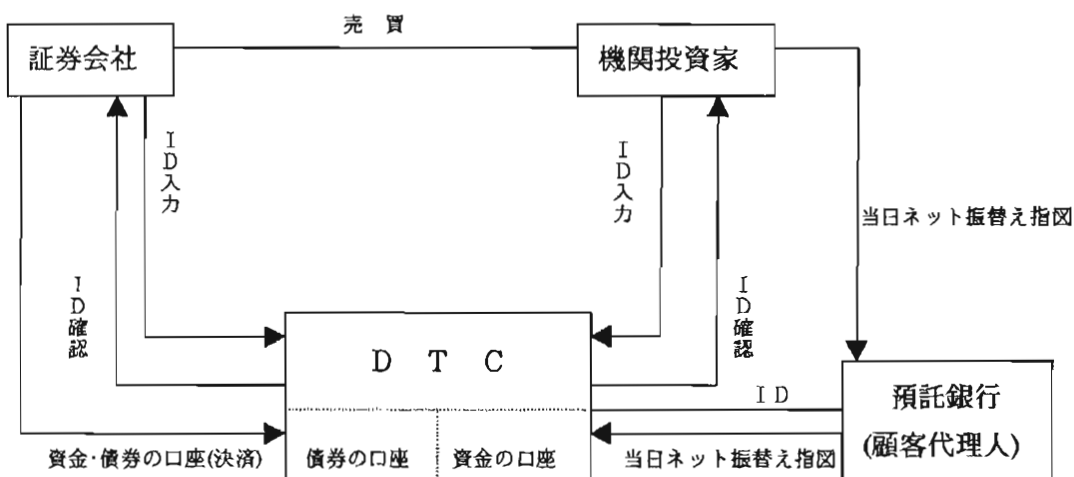
証券会社や預託銀行は、保護預りないしは預託した債券を、債券の集中保管機構である預託信託会社（Depository Trust Company, DTC, 全国のプローカーやディーラー、銀行、精算機関が参加）に再預託する。これによって、預託された債券はすべてDTC固有の名義—正確にはDTCの100%子会社名義—に書き替えて保管する。ここが大きなポイントである。これにより、DTCを通じた債券の受け渡しや決済が名義移転手続きに煩わされることなく、迅速に行われるのである。より具体的に、受渡しや決済の仕組みを見ることにする。

米国では、財務省証券を除く証券（株式や債券等）の売買の照合や精算業務は、すべて全国証券清算会社（National Security Clearing Corporation, NSCC, 全国のプローカーやディーラー、銀行が参加）が行っており、証券の保管振替業務をDTCが集中的に行う形で、振替決済制度が定着している。DTCやNSCCが存在することによって、債券の受渡しや決済は図表8～9のように行われる。

図表8 米国における債券の受渡し・決済の流れ（業者間売買）



図表9 米国における債券の受渡し・決済の流れ（機関投資家との売却）



図表 8 は、証券会社間の売買（業者間売買）に伴う債券の受渡しや決済の流れを見たものである。業者間売買では、取引が成立すると精算機関である NSCC にコンピューター回線を通じて取引内容が報告される。NSCC は、取引内容の照合や確認、精算を売買約定日の翌日までに行い、証券会社に通知する。なお、この精算業務は個別案件ごとに行うのではなく、各会員業者の同一日の取引について、銘柄ごとに売りと買いの差引を計算したうえで、総合精算表として証券会社に連絡する。証券会社は NSCC から送られてきた総合精算表と自らの売買記録を照合し、NSCC に返送する。NSCC は、各証券会社に債券と資金の精算を、約定日を 1 日目として 5 日目に DTC における NSCC と証券会社の口座で行うよう指示し、6 日目にこれが実行される。なお、資金の決済は決済日に小切手により行われ、通常、翌日資金化される。

図表 9 は、証券会社と機関投資家との受渡し・決済の流れを見たものである。ここでの大きなポイントは ID システム (Institutional Delivery System) である。これは、機関投資家が DTC と取引内容を直接照合するシステムである。その概要は以下の通りである。

証券会社は売買約定後、直ちに取引内容をコンピューターにより DTC に送付する。DTC は、売買約定日の翌日午前中に機関投資家に売買約定データを送るとともに、証券会社、預託銀行—機関投資家の代理人—に対してデータを送付する。機関投資家は売買約定日から 3 日以内にデータを確認し、誤りがないかどうか DTC に回答する。DTC は、誤りがない場合、証券会社と預託銀行に対して受渡し・決済の指示を行い、受渡し日に DTC 内の証券会社と預託銀行の口座において債券の振替えと資金の決済が行われる。これにより、債券の所有者と債券の名義人の不一致が生じることはない。

### （3）わが国流通市場の改善点

以上、米国の債券の受け渡し・決済の流れを見たが、ここで、米国と比較した上で、日本における社債流通市場の問題点を列挙することにより整理してみたい。

- ①日本の場合、登録機関が登録済証を受け入れてから移転登録手続きに入るため、実質的証券所有者と登録簿上の名義人の不一致が生じる。また、取引の回数が多くなればなるほど不一致の程度が高くなる。
- ②これにより、債券の実質的所有者が債券を売却しようとしても、自己名義債券が手元に

無いことがあり得る。このような場合、日本では証書や預り証が自己名義を証明するものとなるが、債券保有者の立場を不安定にする。また、立場の不安定さがあるため、外国人投資家のなかには、日本の債券を保有することを避けるものも多い。

- ③債券の流通性向上のために、銘柄統合—既発行債とクーポンや利払期、償還期限を同じにして同一銘柄として追加発行すること—を行おうとしても、社債等登録法上は異なった名称の社債として取り扱わざるをえない。
- ④日本では、第三者名義による登録が認められていないため、振替決済による仕組みが構築できない。また、米国のような債券の貸出などの業務もできない。
- ⑤登録機関が銘柄によって異なること、また、登録機関によって売買の処理にかかる日数が異なる場合もあるため、制度全体が非効率かつ不安定であること。
- ⑥日本の場合、登録債を本券に代える場合、時間を要すること。

要約すれば、業者間売買であろうと機関投資家との売買であろうと、米国ではすべて NSCC、DTC を通して集中的に行われるとともに、本券の移動が全くない。したがって、預り証や登録済証の発行などの面倒な手続きなども必要ない。また、資金決済についてもネット上の口座振替えで同時に行われるなど、日本に比べて短期間のうちに効率的に行われている。

日本では、投資家が債券を購入した場合、持ち切りのケースが圧倒的に多い。これは、社債の流通市場が存在しないために、一度購入した債券を償還まで持ち続けざるを得ないという側面もある。しかし、今後高齢化社会の到来に伴う年金運用などを中心に、運用手法の改善や運用対象商品の拡大が十分予想されることを勧告すれば、わが国としても流通市場の整備を着実にを行う必要があるはずである。要は、日本の投資家のみならず海外の投資家にとっても使い勝手のよい市場を構築することが日本に求められているのである。

#### 4. 社債市場活性化のための必要条件

わが国で発行される社債の格付けを見ると、圧倒的に BBB 以上の、いわゆるインベストメント・グレード（投資適格級）といわれる、格付けが相対的に高いものが多い。しかし、米国ではハイ・イールド・ボンドといわれる高利回り債の発行が活発に行われている。かつてはジャンク・ボンドといわれたこの種の社債は、信用力の低い企業に成長マネーを

供給する重要な手段となっている。米国ではハイ・イールド・ボンドをポートフォリオの一部に組み込む機関投資家が存在する。しかし、日本ではそのような投資家は存在しない。ならば、少なくともベンチャー企業など信用力の低い企業に資金調達の間を与え、それらベンチャー企業などが成長することによって信用力を高め、社債発行が可能となるようにすることも社債市場育成にとって必要であろう。

現在、わが国にも店頭登録市場が存在する。しかし、店頭登録のための基準は1998年以前は極めて厳しいものであった。そのため、中小・中堅の成長企業あるいはベンチャー企業がこの基準を満たすのは極めて難しいとの批判が出ていた。一方、米国にはNASDAQという店頭登録市場が存在し、様々な企業が店頭登録されている。また、NASDAQをステップにして成長した企業—マイクロソフトやアップルコンピューターなど—も少なくない。

そこで、米国のNASDAQの株式公開基準を見てみよう（図表10～11）。

NASDAQには、ナショナル・マーケット（図表10参照）とスモールキャップ・マーケット（図表11参照）の2つの市場がある。前者は比較的大きな規模の企業を対象とし、後者は比較的規模の小さな企業を対象としている。

一方、わが国の店頭登録基準は図表12に示した通りである。そこで、NASDAQとわが国の店頭登録基準にはいかなる相違点があるか、検討してみる。

わが国の店頭登録基準は1999年1月1日に選択性登録基準として新たに改定された。すなわちベンチャー企業向けと一般企業向けの2つの基準が設けられたのである。これは、米国においてベンチャー企業が経済活性化の起爆剤になったことを受けて、わが国でもベンチャー企業育成が強く求められたからである。この選択性登録基準は、以前の店頭登録基準に比べてかなり緩和されたものになっており、特にベンチャー企業については純資産額や利益額を不問にするなど、かなり条件は緩和されている。その意味では評価されてよい。しかし、それでも問題点は存在する。

まず第一点は、ベンチャーの対象企業を限定していることである。ベンチャー育成という観点に立てば、かような限定条件は必要ないのではないか。あるいは特許権の有無や特許権取得の意思の有無など代替的条件はいくらでもあるものと思われる。

図表10 ナショナル・マーケットの株式公開基準

(%)

対象要件	当初の登録基準			継続登録の基準	
	オプション1	オプション2	オプション3	オプション1	オプション2
純有形資産(百万ドル)	6	18	-	4	-
発行済み株式総額(百万ドル) or 総資産(百万ドル) and 売上高	-	-	75	-	50
税引前利益(百万ドル) (直近の事業年度又は前3期のうち2期)	1	-	-	-	-
流通株式数(百万株)	1.1	1.1	1.1	0.75	1.1
流通株式数の時価総額(百万ドル)	8	18	20	5	15
事業実績(年)	-	2	-	-	-
取引株式の最低価格(ドル)	5	5	5	1	5
株主数	400	400	400	400	400
マーケットメーカー (格付け業者の社数)	3	3	4	2	4
コーポレート・ガバナンス	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes

(表の見方)

1. 企業は、当初登録基準のうちオプション1～オプション3のどれか1つの基準を満たしていれば登録可能。  
同様に、継続登録基準のうちオプション1～オプション2の、どれか1つを満たしていれば継続登録可能。
2. 当初登録基準のオプション3は、発行済み株式総額または総資産75万ドルおよび売上高75万ドル以上であることを要件とする。

(注)

1. 純有形資産とは総資産(営業権を除く)から総負債を控除した金額。
2. 流通株式数とは、発行会社の取締役または役員または総発行済み株式の10%以上を保有するものが、直接または間接に保有していない株式数。
3. コーポレート・ガバナンス要請規定  
コーポレート・ガバナンス要請規定は多岐にわたるが、大雑把に言えば、“財務情報の適切な公開”と“複数の独立取締役(Independent Directors)による企業監査”を意味している。  
前者は、FASBが定めた会計基準に則って財務情報を開示することを求め、後者は、企業側に最低2名の独立取締役を取締役に置き、かつ独立取締役が過半数を超える監査委員会を設置したうえで、企業の財務報告の監視を求めている。

図表 1 1 スモールキャップ・マーケットの株式公開基準

対象要件	当初の登録基準	継続登録の基準
純有形資産(百万ドル) ○ r 発行済み株式総額(百万ドル) ○ r	4 50	2 35
税引前利益(百万ドル) (直近の事業年度又は前3期のうち2期)	0.75	0.5
流通株式数(百万株)	1	0.5
流通株式数の時価総額(百万ドル)	5	1
取引株式の最低価格(ドル)	4	1
事業実績(年)	1	-
株主数	300	300
マーケットメーカー (値付け業者の社数)	3	2
コーポレート・ガバナンス	Yes	Yes

(注) 当初の登録基準並びに継続登録の基準は純有形資産あるいは発行済み株式総額あるいは税引前利益のうちどれか1つを満たしていればよい。

図表 1 2 日本の店頭登録基準(選択性登録基準：99年1月1日より採用)

	ベンチャー企業向け	一般企業向け
対象企業	以下のいずれかを満たせば可 ・設立後10年以下 ・主たる事業の営業活動年数が10年以下 ・事業の企業化に要する費用が売上高の3%以上	不問
発行済み株式数	不問	
株主数	発行済み株式数が100万株未満の場合 300人以上	
	発行済み株式数が100万株以上2000満株未満の場合 400人以上	
	発行済み株式数が2000万株以上の場合 500人以上	
純資産額	不問	直前期末の単体及び連結がともに2億円以上
利益額	不問	直前期の単体及び連結ともに当期純利益が計上されていること
時価総額	5億円以上(登録日)	不問
ディスクロージャー	四半期報告を義務付け	従来通り(年2回：半期報告)
財務諸表の監査意見	直前の監査意見が「適正」であること(監査報告書は2期分必要)	
その他	(注)	

(注) その他には以下の項目が含まれる。

1. 単位株制度を採用していること。
2. 公告を一般日刊紙に掲載すること。
3. 申請日前3年以内に登録を取り消されたものでないこと。
4. 証券取引所に上場されていないこと。
5. 株券の様式が、協会の定める株式に適合していること
6. 株式の名義書き替えに関しては、名義代理人を設置すること。
7. 株式の譲渡制限を行っていないこと。

第二点は、一般企業向け登録基準における純資産額ならびに利益額による規制である。これらの要件は米国では選択的要件として扱われており、絶対的な要件ではない。しかし、わが国では絶対要件となっている。中小・中堅企業にとって、この要件は極めて厳しいものと感じるところが多いようだ。米国のように、純資産額ならびに利益額による規制を選択的要件にするなど、要件を緩和することが必要であろう。

第三点は、日本の基準にはなくて米国の基準には存在するもの、すなわちマーケットメーカー（値付け業者）の存在とコーポレート・ガバナンス要件である。マーケットメーカーの存在は株式取引・債券取引を行う上で極めて重要である。価格が明確でなければ株式売買や債券売買などできないからである。

重要性という点では、コーポレート・ガバナンス要件の意義は大きい。図表10の脚注にも示したが、コーポレート・ガバナンス要請規定(注)は、“財務情報の正確かつ公正な公開”と“複数の独立取締役（Independent Directors）による企業監査”を求めている。すなわち、前者はFASBが定めた会計基準に則って、正確かつ公正な財務情報を開示することを、後者は企業側に最低2名の独立取締役を取締役に置き、かつ独立取締役が過半数を超える監査委員会を設置したうえで、企業の財務報告の監視を求めている。

これは極めて当然のことであろう。企業が社会から資金調達を行う場合、企業は社会に対して公共の利益を保護するために一定の責務を負う。その責務とは企業の財務情報を正確かつ公正に開示して、企業の正しい姿を知らせることである。加えて、財務情報が適正に開示されているかどうかをチェックする監査制度も重要であり、会計監査人とともに監査委員会も監査意見を述べる義務を果たさねばならないのである。

わが国では会計基準に不備な部分が多々あり、企業の正確な姿が把握しにくいという問題点があると同時に、監査についても公認会計士が行う企業監査ですら、信用に足るものとは言えない状態となっている。まして、監査役や社外取締役などは企業監査に関してほとんど機能していないというのが現状である。この点、わが国にはまだまだ見直すべき点が多いのが実情である。何よりも、資金調達を行う際の企業の意識の中に、“社会から資金調達を行っているのであるから、社会に対して説明すべきことは説明する”という説明責任（Accountability）の意識が芽生えない限り、企業は正確かつ公正な情報開示を行うという姿勢に転換しないのではないか。近年の建設会社、不動産会社、銀行などの不良債権の開示やそれに伴う債務超過問題を見る限り、銀行も含めた日本企業全体の情報開示に



対する姿勢はお寒い限りと言わざるを得ない。

米国がコーポレート・ガバナンス要件を設けている根拠は、まさにこの要件を満たすことが、企業の社会に対する責務であるという問題意識に基づいているのと同時に、社債市場の公正さを保つ必要があるからである。

(注) コーポレート・ガバナンス要請規定について

米国でも、かつて「不正な財務報告」が多発した。このような事態を受けて元 SEC 委員長トレッドウエイが委員長となり、「不正な財務報告全米委員会」(通称トレッドウエイ委員会)が米国の財務報告システムの検討を行った。1987年10月の「不正な財務報告全米委員会」の報告によれば、不正という問題は財務報告プロセスに関与するすべての関係者が協調して対処しなければ解決できないと結論付けたが、これを受けて、株式公開基準にコーポレート・ガバナンス要請規定が盛り込まれた。

## おわりに

わが国の普通社債は発行額こそ増加しているものの、社債市場を巡る環境整備という面では、会計基準や流通市場の整備の面で不備な点が極めて多い。決定的な点は、会計基準にしても流通市場にしても、投資家側の視点に立っていないということである。金融ビッグバンの目的は Free (自由な市場)、Fair (公正な市場取引)、Global (世界に通用する市場) の3つであるが、この3つの目的を達成するためにも世界に通用する会計基準や流通市場の整備は不可欠である。特に会計基準については、国際会計基準の採用をヨーロッパ諸国や米国も大筋合意しており、わが国も国際会計基準の全面的な導入を図るべきであろう(因みに、日本は1999年6月時点で国際会計基準の40項目あるコア・スタンダードのうち、7項目の導入を表明しているのみである。従って、国際会計基準の全面的な導入に対しては未だに抵抗している)。

もう1点指摘しなければならないのは、開示された企業情報を投資家に伝達するシステムの構築である。米国では、1996年5月より EDGAR Database と名付けられたデータベースを無料で公開し、何時でもどこからでもインターネットでアクセスし、企業情報を入力できるシステムがある。このデータベースでは上場企業のみならず、NASDAQ に登録されている企業の検索も容易に行うことができる。日本の場合、企業情報を記載したものとして有価証券報告書があるが、これをまとまった形で見るためには大蔵省や各証券取引所で閲覧するか、縮刷板を購入するしかないのが現状である。なお、日本でも2000年3

月より EDINET（エディネット）といわれるシステムを構築し、開示を目指しているが、これを無料で開放するなど投資家サイドに立ったシステムの構築を目指すべきである。困みに、米国では、SECに提出された有価証券報告書は Annual Report（年次報告書）として株主に必ず送付されるが、これも日本との大きな違いである。

日本企業にとって資金調達を行う場所は、何も日本だけではない。米国やヨーロッパなど様々な国で行うことが可能である。今や、資金調達上有利と判断されれば企業の国籍に関係なく、企業は様々な場所で資金調達を行うであろう。投資家の立場にたった使いやすい市場を作ること、円をより国際化するためにも有効な手段となり得るはずである。そうしなければ、わが国社債市場は日本の企業にも見放され、社債市場の空洞化が起こるかも知れない。そうならないためにも社債市場を巡る環境整備が急務である。

〔参考文献〕

「普通社債流通市場の改善に向けて」〈社〉公社債引受協会、1993年6月

「企業会計ビッグバン」徳増俣洪・加藤直樹著、東洋経済新報社、1997年11月

「不正な財務報告—結論と勧告」鳥羽至英・八田進二共訳、白桃書房、1989年

“Corporate Bond Defaults and Default Rate” Moody’s Investors Service, January 1995

“Federal Reserve Bulletin” FRB 1997～1998年の各号

銀行中心の金融システムは変化していくのか？

：インタビュー結果を中心にした考察\*

広 田 真 一

# 目 次

1. はじめに
2. 企業・銀行関係の変化：1980年から現在までのデータ概観
  - 2-1. 融資関係
  - 2-2. 持株関係
  - 2-3. 企業・銀行関係は変化したか？
3. 企業が銀行に求める役割
  - 3-1. 前回のインタビュー結果（1997年1月、2月、6月実施）
  - 3-2. 今回のインタビュー結果（1999年2月、3月実施）
  - 3-3. 今回のインタビュー結果からわかったこと
4. 銀行のコーポレート・ガバナンス機能
  - 4-1. 銀行のガバナンス機能：債権者か株主か？
  - 4-2. 銀行家へのインタビュー
  - 4-3. 規制当局者へのインタビュー
  - 4-4. 銀行中心システムのコーポレート・ガバナンス：インタビュー結果のまとめ
5. おわりに

## 1. はじめに

本稿の目的は、銀行中心の日本の金融システムが、大きな市場化の流れの中で現在いかに変化しているのか、そして今後どうなっていくのかを考察することである。ここ20年の金融市場の流れ、より具体的にいうと、80年代の金融の自由化・国際化、エクイティファイナンス、そして90年代の銀行の不良債権問題、社債・新株発行市場での規制緩和などは、日本の金融システムを銀行を中心としたものから、マーケットを中心としたものへと大きく変化させているように思える。しかし、その一方で、金融界では、銀行の力がまだまだ強いという声もよく耳にする。そこで、本稿では、

- ① 銀行中心の金融システムは、1980年代から現在まで、いったいどの程度変化したのか。
  - ② 今後、日本の金融システムは、銀行中心からマーケット中心へと向かっていくのか。
- について考えてみたい。

検討の材料としては、簡単なデータ分析と実務家へのインタビューの結果を用いる。通常、アカデミックな金融論の分野では、分析の手法として、欧米で発展したモデルを用いた理論分析、またはそこから導かれる仮説をテストする実証分析が行われることが多い。それに対して、本稿のアプローチは、日本の金融のデータの概観、また実際に金融界に身をおいている人へのインタビューと、日本の金融の現実により即したものとなっている。こうした通常とは異なるアプローチをとる理由は、今の日本の金融を理解するに当たって、まさにこうした現実密着型の研究が欠けていると考えるからである。

本稿を作成するに当たっては、日本の金融の実務家5人にインタビューを行った。その5人とは、上場企業の財務担当者2人、銀行の調査部勤務者2人、金融監督庁の検査部勤務者1人である。そして、予備的なデータ分析と5人へのインタビューの結果から、銀行中心の日本の金融システムの現状とその将来への見通しについて、次のような結論を得た。

まず第1に、近年、企業の銀行離れが話題になっているが、それは思ったほど進んでいないということである。確かに、企業・銀行関係には最近若干の変化がみられるが、そのコアとなる部分は依然として保持されている。このことからみて、日本における銀行中心の金融システムは今後も存続していくものとみられる。第2に、現在の銀行中心のシステ

ムは、効率的なコーポレート・ガバナンスを行うという点で、大きな弱点をもっているということである。日本の銀行の企業経営へのガバナンスは、融資のモニターを通じて行われているのみで、その持株を通じて企業経営を監視するということはない。こうした銀行の行動は、規制当局（大蔵省）の銀行検査のスタンスを反映した結果とみなせる。

以上が、本稿で得られた結論であるが、筆者も本稿のアプローチで日本の金融の現実が十分に明らかにできたとは考えていない。本稿のインタビュー結果からの知見は、まだ仮説提示の域をこえていない。したがって、今度の作業として、その仮説をデータによってテストすることが必要であろう。この意味では、本稿の考察は、従来の理論・実証型の研究と補完的なものとしても位置づけられる。

本稿の構成は、以下の通りである。まず、2. では、最近の企業・銀行関係の変化をデータを用いて簡単に概観する。3. では、企業・銀行関係の現状とそのゆくえを、実務家へのインタビューの結果を紹介することによって考察する。4. では、日本の銀行中心型金融システムが効率的なコーポレート・ガバナンス機能をもつかどうかについて、特に銀行の融資と持株のガバナンスの違いに焦点を当てたインタビューによって明らかにする。最後に5. は、本稿のまとめにあてられる。

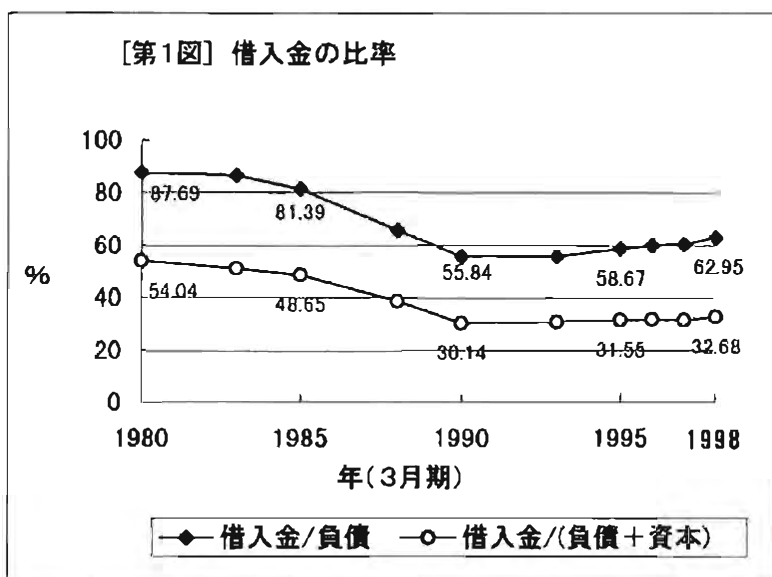
## 2. 企業・銀行関係の変化：1980年から現在までのデータ概観

まず最初に、企業と銀行の関係が、1980年代から現在までどのように変化してきたかを、データを用いて概観してみよう。ここでは、特に、その融資を通じた関係と持株関係に注目する。

対象とする企業は、主として、三菱総合研究所が発行している『企業経営の分析』に掲載されている約500社の日本の大企業である。これらの企業について、1980年、1983年、1985年、1988年、1990年、1993年、1995年、1996年、1997年、1998年の各年の3月期の決算データに基づいて、企業と銀行の関係を概観する。決算データは、特に断らない限り、上述の『企業経営の分析』から集めた（3月決算でない企業は同年度の決算データを用いた）(1)。

## 2-1. 融資関係

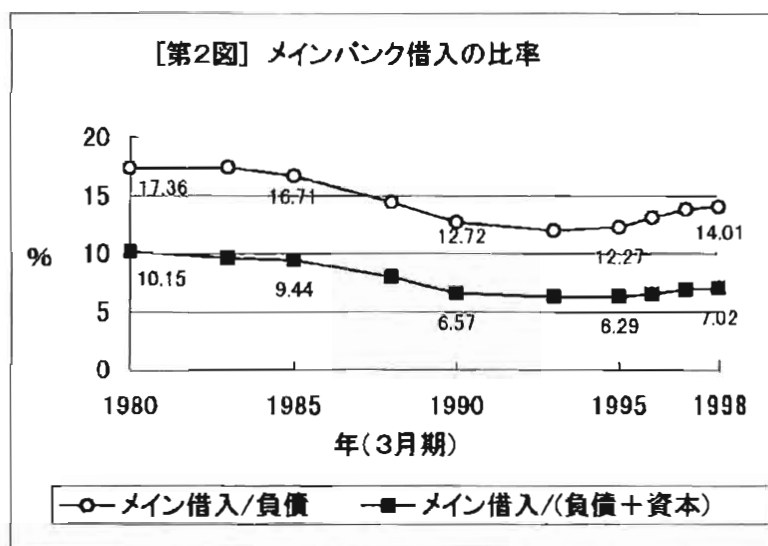
まず企業と銀行の融資を通じた関係についてみてみよう。各年のサンプル企業について、借入金の負債（借入金+社債）に占める比率（借入金/負債）、ならびに借入金の〔負債+資本〕（ただし資本は資本合計）に占める比率を計算する。それらの各年ごとのサンプル平均値の推移を示したのが〔第1図〕である。



この〔第1図〕をみて気がつくことは、まず、この両比率（借入金/負債、借入金/〔負債+資本〕）が1980年代に一貫して低下していることである。これは、金融の自由化・国際化に伴う企業の資金調達手段の広がり、また1980年代後半のエクイティ・ファイナンスの隆盛によって、企業が銀行借入に以前ほど頼らなくなったことを反映しているとみられる。しかし、この図でもう1つ注目すべきことは、この両比率の低下傾向が、1990年代に入るとストップしていることである。それどころか、借入金/負債比率は1990年代に入ってむしろ若干上昇している（1990年の55.84%から1998年の62.95%へ上昇）。新聞等の報道によると、1990年代は、社債発行（適債基準）の緩和・廃止、また銀行の不良債権問題などで、企業の銀行借入離れがいつそう進んだといわれている。しかし、現実には、本節のサンプル企業に関する限り、その傾向はみられない。1998年時点において、借入金は依然として負債の6割強（62.95%）、〔負債+資本〕の3割強（32.68%）を占めている。



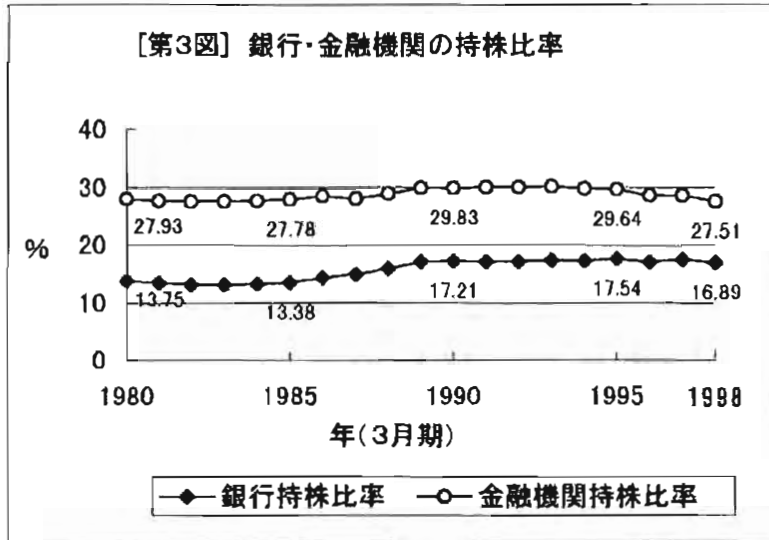
それでは、企業の銀行借入の中でも特に、メインバンクと呼ばれる企業の主取引銀行からの借入についてみてみよう。各企業のメインバンクを、東洋経済新報社『会社四季報』の取引銀行の欄に一番最初に記載されている銀行とし(2)、その銀行からの借入額を東洋経済新報社『企業系列総覧』によって調べた。そして、そのメインバンクからの借入額が負債並びに[負債+資本]に占める比率を求めた(メイン借入/負債、メイン借入/[負債+資本])。それらの各年の推移を示したのが「第2図」である。



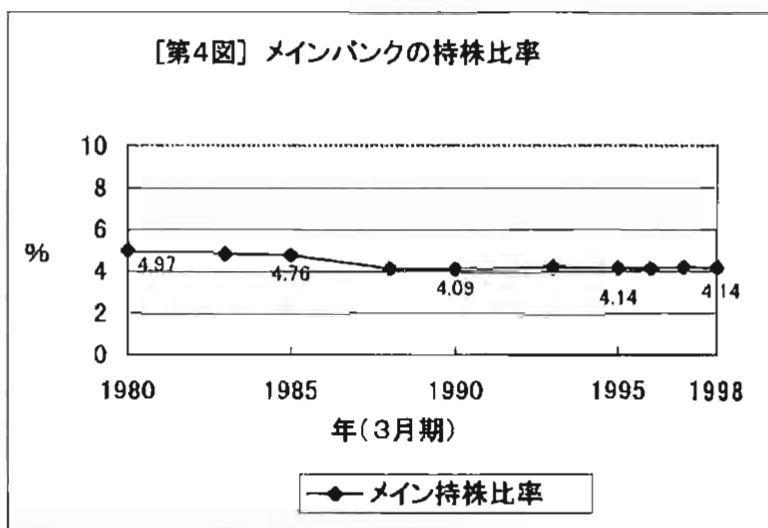
この【第2図】のメインバンク借入の比率の推移をみても、【第1図】で借入金全体の推移をみたのと同じ印象を受ける。1980年代を通じて、メインバンク借入の比率(メイン借入/負債、メイン借入/[負債+資本])は低下する。しかし、1990年代に入ると、その低下傾向はストップし、最近ではむしろ若干上昇している。つまり、90年代においては、このデータから判断する限り、企業のメインバンク借入離れは進行していないといえる。

## 2-2. 持株関係

それでは次に、企業と銀行の持株関係についてみよう。銀行による企業株式の保有は近年変化しているだろうか。



〔第3図〕は、銀行・金融機関の持株比率の1980年以來の推移を示したものである。この比率に関しては、前述の『企業経営の分析』のサンプルに関してデータが取れなかったので、東洋経済新報社『企業系列総覧』に掲載されているデータを用いた。そこで、銀行持株比率とは、日本の全上場企業の発行済株式のうち銀行（長信銀・都銀・信託銀）が保有する株式の割合、また金融機関持株比率とは、上述の銀行の持株に保険会社（生保・損保）の持株を加えた金融機関全体の持株の割合である。〔第3図〕をみると、まず、銀行持株比率は1980年代に上昇し、90年代にはいとほぼ横這いである。また、金融機関持株比率も、程度の差こそあれ、ほぼ同様の動きをしている。さらに、注意深く観察すると気がつくことは、両比率とも1995年以降、若干の低下を示している点である。銀行持株比率は1995年の17.54%が1998年には16.89%に、金融機関持株比率は1995年の29.64%が1998年には27.51%に低下している。これは、銀行や金融機関が90年代後半の経営の悪化により、保有株式を手放さざるを得なくなったことを反映しているとみられる。これが、マスコミ等で「持ち合い崩れ」といわれている現象であろう。しかし、ここで注意すべきことは、この銀行・金融機関持株比率の低下は、図全体からみて、まだわずかなものにとどまっているということである。銀行や金融機関が、1980年以降そして今日に至っても、一貫して企業の主要な株主であることは疑う余地がない。



〔第4図〕は、前述の『企業経営の分析』のサンプルについて、メインバンクの持株比率（メインバンクの持株数／発行済株式数）を『企業系列総覧』で調べ、その各年ごとのサンプル平均値の推移を示したものである。これをみると、1980年代にはメインバンク持株比率は徐々に低下している。これは、金融機関の持株制限に関する独占禁止法の改正（1987年までに銀行の持株を発行済株式数の5%以下にする）によるものであると思われる。そして、90年代に入ると、メイン持株比率は4%強で安定しており、銀行・金融機関持株比率でみたような95年以降の低下もみられない。すなわち、企業とメインバンクの持株関係は、近年なんら変化があったようには見えない。

### 2-3. 企業・銀行関係は変化したか？

以上では、1980年以降の日本の企業と銀行の関係を、融資と持株の面からデータによって概観した。そこで観察されたことは次の3つにまとめられる。まず、1つは、1980年代において、企業の銀行借入依存が大きく低下したことである。これは、「1980年代の金融の自由化・国際化が企業の銀行離れを進めた」という通念とも一致する。そして、2つめは、この企業の銀行借入依存の低下傾向は、90年代に入ってからストップし、特に90年代後半においては、借入金の比率やメインバンク借入の比率が若干ではあるが再び上昇していることである。このことは、しばしば新聞等でみられる企業・銀行関係の近年のイメージ、「銀行の不良債権問題、経営悪化によって、企業・銀行関係が崩れている」が必ずしも事実でないことを示唆する。そして、3つ目として、銀行の企業株式の保有は、近年

もほとんど変化していないことである。確かに、95年以降、銀行・金融機関の持株比率は若干低下しているが、これは全体の保有量からするとほとんどマージナルな大きさである。すなわち、銀行は90年代後半の今日においても、依然として企業の主要な株主の地位を占めている。

【第1表】 メインバンクの変更の割合

	80年代前半 (1980/3→1985/3)	80年代後半 (1985/3→1990/3)	90年代前半 (1990/3→1995/3)	90年代後半 (1995/3→1998/3)
メイン変更企業の割合	2.4%	2.3%	2.0%	1.6%
サンプル数	506	511	543	550

それでは、最後に、銀行中心の金融システムのコアをなすメインバンク関係が、どの程度安定的なのかについての考察をもう1つ付け加えておこう。【第1表】は、前述の『企業経営の分析』のサンプル企業について、企業がメインバンクをどのくらい変更したかを調査したものである。この【第1表】をみると、80年代前半、後半の各5年間にメインバンクを変更した企業（『会社四季報』の一番最初の取引銀行が5年間で変わった企業）の割合は、全体のわずか2%強である。すなわち、金融環境の変化が激しかった1980年代にも、ほとんどの大企業はメインバンクを変更しなかったということである。そして、この傾向は90年代になっても変わっていない。表をみると1990年代前半の5年間、後半の3年間にメインバンクを変更した企業の割合は、それぞれ2.0%、1.6%である。このことから、企業とメインバンクの関係は、最近においてもきわめて安定的であるといえよう(3)。

一般に新聞等を見ると、「不良債権問題に伴う銀行の体力低下、株式・社債市場の規制緩和、さらには金融ビッグバンにより、企業の銀行依存はいっそう弱まり、今後日本の金融システムは、銀行中心型から市場型へと移行していく」との議論が支配的である。しかし、上記の分析結果から見る限り、日本の大企業の銀行離れ、あるいはメインバンク離れは思ったほど進んでいない。融資面においても持株面においても、銀行・メインバンクはまだなお主要な地位を占めている。それでは、企業はなぜそれほどまでに銀行を大事にするのだろうか。企業は今日において、銀行にいったい何を期待しているのだろうか。次節

では、この点を実務家へのインタビューを通じて探ってみよう。

### 3. 企業が銀行に求める役割

金融の自由化・国際化が進んだ今日において、企業は銀行に何を求めているのか。実は、このことを調べるために、かつて1997年の1月、2月、6月に、実務家3名（上場電機メーカー財務担当者、上場素材メーカー財務担当者、都銀調査部勤務者）にインタビューを行ったことがある。そのインタビューの結果は、黒田・米澤・新保・広田（1998）の第2章にまとめられている。ただ、そのインタビューは現時点（1999年7月）からするともう2年以上も前のものであり、ここ2年間に金融界には大きな変化があったことを考えると、そこから得られた情報はもはや陳腐化している可能性もある。

そこで私は、今回新たに追加的なインタビューを行った。インタビューの実施時期は1999年2、3月であり、対象は前回のインタビュー対象と同じ3名に行うことにした。幸いにも、3名のうち2名には再びインタビューを行うことができた。しかし、残りの1名（上場電機メーカー財務担当者）は配置転換によって部署が変わっており、最新の情報を伝えられないとの返事を得たので、インタビュー対象として同じ社の後任の財務担当者を紹介してもらった。

さて、本節では、今回のインタビュー結果を紹介するが、その内容をよりよく理解するために、まず前回のインタビューで得られた内容をここで簡単に紹介しておきたい。

#### 3-1. 前回のインタビュー結果（1997年1月、2月、6月実施）

前回、上記の3氏へ「現在の日本において、企業が銀行に求める役割は何だろうか」という質問を行った。それに対する3氏の答えからは、企業が銀行に求めているものとして次のようなものがあげられた（詳しくは黒田・米澤・新保・広田（1998）の第2章を参照されたい）。

##### ① 流動性リスク・マーケットリスク・財務リスクのヘッジ

日本においては、銀行からの借入は、将来の流動性の状況や金利の動き、自社の財務状況・格付け等にかかわらず、安定した資金の調達を可能にするという面をもっている。今の時代に、資本市場よりも高い金利を払っても銀行借入を安定的に行うのは、このリスク

ヘッジのためである。ただ、アメリカにおいては、これらのリスクヘッジは、銀行がコミットメント・ラインやデリバティブズなどの明示的な金融契約（オフバランス取引）を提供することによって行われている。現在は日本においては、利息制限法の関係でコミットメント・ラインが使えないが、将来的にはそれが企業の流動性確保のための手段となっていく可能性がある。

## ② 安定株主の役割

日本企業は、経営権の安定化や株主総会の円滑な実施のために、安定株主を必要としており、その役割を銀行やメインバンクに期待している。日本の商法では、株主総会で決議を行うためには、発行済み株式総数の過半数の定足数を満たして、その議決権の過半数の賛成が必要である。したがって、安定株主がいないと、株主総会を開催できなくなるという不安がある。また、安定株主の存在は経営の意志決定の安定化へとつながってくる。

## ③ 経営危機の際（いざというとき）の救済

銀行の中でも特にメインバンクについて考えたときに、企業が一番期待しているのは、「ラスト・リゾート」としてのメインバンクの機能である。「何かあったときには助けて下さい、面倒をみて下さい」という機能に対するニーズは依然として存在する。不測の事態に陥ったときに用いる手段として、アメリカでは Chapter 11 がある。日本の会社更生法は、適用を申請すると会社が「罪人扱い」をなるので普通は用いない。日本で何かあったときに企業の再建を手伝ってくれるのは、メインバンクぐらいしか思いつかない。このラストリゾートとしてのメインバンクという部分は、それほど簡単には変わらないと思う。

以上が、前回のインタビュー結果をまとめたものである。ただ、前回のインタビュー時から2年たった今、当時と比べると金融界の事情は大きく変化している。その一例としては、銀行の経営悪化・体力低下、金融ビックバンによる競争激化、さらには特定融資枠契約法の施行（1999年3月）によってコミットメント・ラインが法的に認められたことなどがあげられる。これらの変化につれて、「企業が銀行に求める役割」も変質している可能性がある。

## 3-2. 今回のインタビュー結果（1999年2月、3月実施）

さてそれでは、以上の点をふまえて、今回（1999年2月、3月）のインタビューの結果を

みていくことにしよう。今回のインタビューでは、上述の3氏に次のような質問を行った。

「前回のインタビューからの2年間で、企業・銀行関係には何らかの変化がみられたか。企業が銀行に求める役割についてもここ2年で変わったことはあるか。また今後、企業・銀行関係はどうなっていくと予想されるか」

インタビューにおいて適切な答えを得るため、3氏には上記の質問を事前に書面で知らせるとともに、前回のインタビューの内容をまとめたもの（黒田・米澤・新保・広田（1998）の第2章）を事前に送付した。そして、実際のインタビューは、1999年2月に都銀調査部勤務者、上場電機メーカー財務担当者に、同じく3月に上場素材メーカー財務担当者に行われた。インタビューの結果、3氏からは次のような答えが得られた。

#### 都銀調査部勤務C氏

「前回のインタビューで、銀行・メインバンクの役割として、流動性リスクのヘッジとラストリゾートとしての機能をあげたが、現在はそれらの役割は低下しつつある。流動性リスクのヘッジについては、コミットメントラインなどの明示的な契約で行うようになりつつあるし、ラストリゾート機能（経営危機の際の救済）は不良債権問題に伴う銀行の体力低下で銀行が十分にその役割を果たせなくなりつつある。かつての銀行やメインバンクは、様々なリスクの面倒をみて、そのかわり預金や貸付はうちでもらいますといういわばどんぶり勘定の経営をやってきた。しかし今後、こうしたどんぶり勘定は長続きせず、企業と銀行の側で1つ1つの契約をはっきりさせようという動きが出でくだろう」。

#### 上場電機メーカー財務担当者D氏

「最近の金融情勢の厳しさを反映して、2年前に比べて企業と銀行の相互選別が進んでいる。企業と銀行のつきあいは、『広く浅く』から『狭く深く』へと移行しつつある。すなわち、一方では、お互いに収益のあがらない関係は切っていくという傾向がある。事実、わが社も、銀行から融資の引き上げ、持ち合いの解消を依頼された。しかしその一方で、メインバンクや系列グループ内の銀行とは、かえって絆を深めていく、ウェットな関係をより強めていくという動きがある。

『ウェットからビジネスライクに』というのが、欧米のあるいは国際化時代の大きな流れだが、日本においては、ある程度は間接金融・メインバンクに頼らざるを得ない。直接金融は、格付けがある程度維持されていればいいのだが、格付け維持やディスクロージャ

一には努力とコストがいる。また、ジャンクボンドが発行できない日本のマーケットでは、格付けがBBB（トリプルB）以下になると資金調達が可能となる。したがって、直接金融6～7割、間接金融3～4割くらいが理想であり、直接金融が9割になるようなことはない。

また、新しく認められたコミットメント・ラインは、確かに流動性リスクのヘッジに有効であるが、このコミットメント・ラインをどこと結ぶかが問題である。当社は今期、ほぼ借入額に匹敵する額のコミットメント・ラインを結んだが、そのうち2/3はメインバンク・コアバンクが相手である。コミットメント・ラインを締結できるかどうかに関しても、銀行とのウェットな長期的関係が効いてくる。例えば、仮に当社の財務状況が悪化した場合、銀行と普段からの密接な関係がないと、コミットメント・ラインの契約を申し込んでも断られるかも知れない。また、コミットメント・ラインの手数料の水準も、メインバンクやコアバンクが相手だと、全体の取引実績やこれまでのつきあいなどから決まってくる。

あと、今後の時価会計の流れなどからすると、株式持ち合いにはリスクがある。したがって、持ち合いを徐々に減らしていくことになろうが、これはゼロにはならない。持ち合いを維持するところと維持しないところを選別していくということになろう」。

#### 上場素材メーカー財務担当者B氏

「金融ビックバンが進み、銀行経営が苦しくなる中で、それぞれの銀行が得意分野（ホールセール、リーテイル、インベストメント・バンキングなど）に特化しつつある。そうすると、これまでの企業と銀行の関係も変わっていかざるを得ない。例えば、これまで密接につきあってきた銀行が、リーテイル部門に特化していくならば、企業とこの銀行とのつきあいは今後薄れていかざるを得ないことになる。

したがって、今後の銀行・企業関係は、これまでの長期的な関係を通じた暗黙の了解的なものから、明示的な契約へと移行していこう。ただ一方で、最近、財閥系の系列の中ではむしろ互いの関係が強まっていることも事実である。

株式持ち合いについては、時価会計が導入されると、持ち合い株価の変動からの利益の変動が、営業利益の変動を上回るかも知れない。そうになると、持ち合いは減らさざるを得ないのではないか」。



### 3-3. 今回のインタビュー結果からわかったこと

以上が3氏へのインタビュー結果である。この今回のインタビュー結果から、日本の企業・銀行関係の最近の変化について、次の4つの点をあげることができる。

まず、第1に、銀行の経営体力の低下が、企業と銀行の相互の選別を引き起こしたということである。かつて、企業と銀行の間には、とりあえず多くの相手と長期的・継続的な関係を保持しようとする傾向があった。しかし、ここ1、2年、銀行の経営が悪化し、関係継続の余裕がなくなったため、長期的な「もちつもたれつ」の関係は、互いのメリットとなる相手だけにとどめ、その他の相手とは明示的な契約を通じて取引を行う方向に向かっているようである。その意味では、企業・銀行関係は以前に比べてドライな部分が増えつつある。ただ、この動きが90年代の銀行経営の悪化によって生じたものだとすれば、それは一時的なものにとどまるのかも知れない。

第2に、上記のような流れがある一方、企業・銀行関係がもともと密接なところは、今までの関係を保持する、あるいはその結束をより強めるという動きがあることである。インタビューでは、2氏（上場電機メーカー財務担当者、上場素材メーカー財務担当者）が、企業とメインバンクの関係や財閥系の系列が近年より強化されていることを指摘している。

第3に、株式持ち合いの最近の動向である。前節の〔第3図〕〔第4図〕では、今回の銀行の経営危機においても、銀行・メインバンクの持株比率がほとんど低下していないことをみた。インタビュー結果では、2氏（上場電機メーカー財務担当者、上場素材メーカー財務担当者）が、今後の時価会計の導入によって株式持ち合いが減少していく可能性を示唆している。しかし、そのうちの上場電機メーカー財務担当者は、そうとはいっても、持ち合いのコアの部分は残っていく（ゼロにはならない）と主張している。

最後に、コミットメント・ラインの導入が企業・銀行関係に与えた影響である。今年の初めに特定融資枠契約法が施行され、従来利息制限法に抵触するおそれがあったコミットメント・ラインが法的に認められた。実際に、最近大企業によるコミットメントラインの設定が急増しているといわれる<sup>(4)</sup>。この現象は、一見すると、流動性・マーケットリスクのヘッジという銀行の役割を、これまでに比べて低下させるように思える。実際に、都銀審査部勤務者へのインタビュー結果は、この予想を支持している。しかし、上場電機メーカー財務担当者は、コミットメント・ラインの締結可能性やその手数料の水準も、企業

と銀行の長期的関係によって決まってくることを指摘しており、日本の金融市場においては、企業・銀行関係がやはり無視できない存在であることを示唆している。

以上が、今回のインタビュー結果から気付いた4つの点である。このインタビュー結果から推察すると、企業と銀行の関係には、ここ2年で確かに何らかの変化があったようである。ただ、企業・銀行関係のコアとなる部分に関しては、これまでと大して変わっていないという印象を受けたのも事実である。インタビュー結果においては、企業・銀行関係が一般的にはドライな方向に変化している一方で、メインバンクとの関係強化の動きや、コミットメント・ラインにおいても企業と銀行の長期的な関係が重要な要素となることが指摘された。また、銀行を中心とした株式持ち合いも、その中心的部分は残っていくとの意見もあった。

これらのインタビュー結果は、2. のデータ分析の結論、「企業の銀行離れは思ったほど進んでいない」と consistent である。これらのことからすると、1980年以降の金融の自由化・国際化、1990年代の銀行の不良債権問題を通じて、日本の金融市場においては、企業と銀行の密接な関係が存続していると考えられる。そして、日本企業は今後もメインバンクを中心とした銀行との関係を重視し続けると予想される。すなわち、銀行中心の金融システムは、程度の差こそあれ、今後も存続すると考えられるのである。

## 4. 銀行のコーポレート・ガバナンス機能

前節では、企業・銀行関係に関する実務家へのインタビュー結果を紹介し、そこから感じた筆者の印象を述べた。それを一言で述べると、「日本における銀行中心の金融システムは、今後も存続する」ということになる。

この予想が正しいかどうかは別として、次に、この銀行中心の金融システムは、コーポレート・ガバナンス（企業統治）の観点からみて、いかに評価されるべきかについて考えてみよう。望ましい金融システムがもつ1つの条件として、適切なコーポレート・ガバナンス機能をもつというのがあげられるが、日本の銀行を中心とした金融システムは、その条件を満たしているといえるだろうか。

### 4-1. 銀行のガバナンス機能： 債権者か株主か？

この問いに対しては、これまでの議論では、答えが「Yes」と「No」の2つに分かれている。まず、マスコミ等の議論では、日本のコーポレート・ガバナンスのメカニズムは、最近ほとんど機能していないと主張される。すなわち、(1) 銀行中心の金融システムが、資本市場の発達を遅らせ、株主の力を弱めている、(2) 株式持ち合いによって、テークオーバー（企業乗っ取り）のプレッシャーがかからない、という事情が企業の経営を非効率的にしているという議論である。

これに対して、アカデミックな実証研究では、日本の銀行中心の金融システムにおいて、コーポレート・ガバナンスはうまく機能しているという議論が多い。これらの実証研究は、主として欧米の研究者によるものである（例えば、Kaplan and Minton (1994), Litchenberg and Pushner (1994), Kang and Shivdasani (1995) (1997), Morck and Nakamura (1999) など）。これらにおいては、日本の金融システムでは、銀行あるいはメインバンクが、企業の主要な債権者または株主として企業をモニターし、企業の経営を効率化していると主張される<sup>(5)</sup>。中でも特に、日本で法律上認められている銀行の株式保有とそれを通じた経営の規律付けが、日本のコーポレート・ガバナンスの中心的な役割を果たしていると理解されることが多い。

仮に、日本の銀行が企業の経営を規律付けているとしても、それが欧米の研究者が主張するように、「株主として立場」から行われているのかどうかは、現在の日本のコーポレート・ガバナンスを評価するにあたって、またその将来像を考えるにあたって、非常に重要な問題である。それは次のような理由による。

2. の [第1図] でもみたように、最近の企業の銀行からの借入金の比率は、1980年代初めに比べると大きく低下している（借入金 / [負債 + 資本] でみると、1980年は54.04%であったものが1998年には32.68%に低下している）。したがって、銀行の企業に対する債権者としてのガバナンスは、たとえその機能が働くとしても限られたものとならざるをえない。いいかえると、銀行からの借入金が少なくなった現代の日本企業に対しては、銀行は債権者としてしばしば経営に口を挟むことはできない、ということである。

したがって、最近の、あるいは今後の日本において、銀行中心の金融システムが効率的なコーポレート・ガバナンスのメカニズムをもつとすれば、銀行の「株主」としてのガバナンスがうまく機能していることが不可欠である。逆に言えば、もし銀行が、「株主」として企業の経営を規律付けていないのであれば、日本の金融システムにおけるコーポレー

ト・ガバナンスは極めて不十分なものであるということになる。

こうした問題意識に基づいて、筆者は1999年2月、5月、6月に、銀行のコーポレート・ガバナンス機能について、実務家へのインタビューを行った。インタビューの相手は、都銀調査部勤務者（前節でも紹介したC氏）、長信銀調査部勤務者、金融監督庁検査部勤務者の3氏である。それでは、以下でそのインタビュー結果を紹介しよう。

#### 4-2. 銀行家へのインタビュー

まず、上記の3氏のうち、都銀調査部勤務者、長信銀調査部勤務者に対しては、次のような質問をした。

「銀行による企業経営の監視は、これまでどの程度行われてきたと考えられるか。また、もし行われてきたのなら、それは債権者としての立場からか、それとも主要株主としての立場からか」

この質問に対して、2氏から得られた回答は次のようなものであった。

##### 都銀調査部勤務C氏

「銀行が企業に融資を行う場合には、債権者として企業の経営をかなり集中的に監視する。時には、企業戦略の見直しを要求することもある。こうした銀行の監視は、企業からするとかなり煩わしいものだと思う。しかし、企業人の中には、『銀行からお金を借りることによって審査してもらったということは、自分たちの考え（計画）が正しいということ』を第三者に review してもらったということである』という人もいる。

これに対して、銀行が株主として企業経営を監視するということは、これまでは全くなかった。その理由は3つ考えられる。1つは、簿価評価の会計制度のもとでは、株価の上昇・下落は含みの大小につながるだけで数値として表面化しないことである。したがって、銀行は株式投資の収益は配当のみと考えており、保有株があがろうが下がろうがほとんど気かけなかった(6)。もし、時価評価の会計制度であったならば、取引先の経営効率が悪くなり、その株価が下がったということになると、『担当者は責任をとれ』ということになったのかもしれない。2つ目の理由としては、1980年代までの日本経済では、長い目で見て株が下がるということはほとんどなかったことがあげられる。したがって、銀行は株式投資がリスクがあるということを明確に認識していなかった。3つ目の理由は、日本の銀行の保有株式は持ち合い株式なので、自分たちの経営に口を出さなくてもらうかわり

に、相手の企業の経営にも口を出さない、という暗黙の了解があったことである」。

#### 長信銀調査部勤務E氏

「銀行は貸付先については、かなり集中的に経営を監視する。最低でも1年に1回は決算データをチェックするし、またおかしなところがあればすぐに企業にヒアリングをする。さらに、もし貸し倒れが出ようものなら、貸付実行当時の支店長の責任ということになり、その支店長のその後の昇進が不利になるということもあるので、銀行の融資先へのモニタリングはしっかりと行われてきたと考えてよい。

それに対して、銀行は保有株式に対してはほとんど注意を払ってこなかったのが実状である。銀行の株式は、ほとんどが政策株（取引を維持するために長期的に保有する株式）である。政策株を買うときには、支店レベルから審査部、総合資金部に稟議を回して、その時が買い時かどうかなどを議論する。しかし、いったん買うと、その後は保有株式に関して意識が希薄になる。その企業の株価が上がろうが下がろうが、銀行の日常の業務には全く関係がない。また、銀行が株主として、企業の経営に口を出すということも全くない」。

以上の2氏の回答は、本質的には驚くほど一致している。すなわち、「銀行は、融資を行った場合には企業経営のモニターを行うが、株式を保有した場合には企業の経営を全く監視しない」というものである。すなわち、日本の実務家の2氏の回答は、欧米の学者の実証分析の結果、「日本においては、銀行が株主として、企業の経営を規律付けている」と相反するものである。

上記のインタビュー結果の回答と欧米の学者の主張のどちらが正しいかに関しては、さらなる分析が必要なことはいうまでもない。ただ、もしインタビュー結果の回答が現実の銀行の行動をとらえているとすれば、その行動はどのように理解可能であろうか。理論的見地からすれば、「銀行が融資先にはモニターを行い、株式の保有先の経営には全く注意を払わない」というのは奇妙である。なぜなら、銀行にとっては、融資も持株も資金の運用手段であり、銀行が自らの価値の最大化（銀行の株主と債権者の利益の最大化）を目指すならば、融資先も持株先も同様にモニターを行うはずだからである。いやむしろ、株式投資の方が融資よりもリスクなはずだから、理論的には持株先の方をより重点的に監視するはずではないかということになる。

それでは、なぜ、日本の銀行は持株先の経営状態を気かけないのか。この問題を考え

ると、日本の銀行の経営がそもそも価値の最大化を目的として行われていないのではないかという推測が生まれる。実際、Aoki (1994), Hanasaki and Horiuchi (1998), Dinc (1999), 筒井・竹内・粕谷 (1999) では、その可能性が指摘されている。このうち、特に Aoki (1994) と 筒井・竹内・粕谷 (1999) では、銀行の規制当局（かつての大蔵省、現在の金融監督庁）の方針とそれによる監視が銀行の行動に大きな影響を与えていることが示唆されている。

そこで、上記の「融資重視、持株無視」という銀行の行動が、規制当局による銀行経営の監視の方針と何らかの関係があるかどうかを知るために、筆者は1999年6月に金融監督庁検査部勤務者（F氏）にもインタビューを行った。F氏は、大蔵省の検査部の時代から銀行検査一筋に歩んできた経歴をもち、検査の内部事情に詳しい人物である。

#### 4-3. 規制当局者へのインタビュー

このF氏に対して、筆者は次のような質問を提示した。

「大蔵省の銀行検査は、銀行経営の健全性にどの程度役立ってきたか。それは、銀行経営のガバナンスの役割を果たしてきたのか。また、実際の銀行検査の際、大蔵省は銀行の融資と持株をそれぞれどの程度 watch してきたか」

以下は、この質問に対するF氏の回答である。

「大蔵省の銀行検査は、銀行の経営にかなりの牽制力・抑止力をもってきたと思う。このことは、銀行側が検査に対して毎回かなり緊張するということからわかる。そして、かつての大蔵省と銀行の長期的関係の中で、銀行検査の結果はその銀行に対する大蔵行政に反映された。例えば、『こんな経営をしていては店舗は認められませんよ』というようにである。

銀行の資金運用の健全性の調査、すなわち資産査定では、銀行の保有資産を、その危険度に応じて4つに分類する。その4つの分類とは、安全な方から、非分類（回収の可能性または価値の破損の危険性について問題のない資産）、II分類（その回収について多少の危険がある資産）、III分類（その回収または価値について重大な懸念がある資産）、IV分類（回収不可能または無価値と判定される資産）である。そして、 $[\text{III分類の資産合計} / 2] + \text{IV分類の資産合計}$ を欠損見込額と、 $\text{また欠損見込額} / \text{業務純益(半期} \times 4)$ を欠損補填率と定義する。この欠損補填率が資産査定のメルクマールとなる。欠損補填率が300

%以上の銀行は、検査部で経営を監視する。またこの率が400%以上の銀行は、監督部局で経営を監視し、決算の時に事前にその中身を問いただしたり、役員報酬を出さないように指導したりする。そしてこれらの経営悪化銀行には、費用の圧縮、貸出金の審査・中間管理の徹底、不良債権の流動化などを求める。

銀行検査の際に、銀行の貸付と株式保有をそれぞれどの程度 watch するかというと、それはやはり貸付を重点的にみる。大きさにいうと、検査はもっぱら貸付のみが対象という感じである。われわれが銀行の持株の内容をそれほどみない理由としては、次の2つがあげられる。まず第1に、持株は貸付に比べて、銀行の資産全体に占める割合が少ないということである。貸付/資産は7~8割を占めるが、持株/資産はせいぜい5%ぐらいである。もう1つは、銀行の経営にとって、有価証券はあくまで含みだと考えているからである。これまでは株価が下落しても、含みが少し減るぐらいで、それが経営危機につながるなどという認識はなかった。

実際の銀行検査において、銀行の株式保有の内容を重視していないことは、株式に関する資産査定のカテゴリ分け方法をみてもわかる。銀行の持株は、倒産株以外は、すべて非分類かII分類に入れることになっている(7)。したがって、持株はその内容がどうであっても、通常は上述の欠損補填率の計算(=欠損見込額/業務純益(半期×4)、欠損見込額-[III分類の資産合計/2]+IV分類の資産合計)に入っていない。したがって、銀行が保有株式の価値に気を使わないの当然だと思う」。

このインタビュー結果からわかることは、日本の銀行の「融資重視、持株無視」の行動が、規制当局(大蔵省)の銀行検査(特に資産査定)の方法から生じている可能性があることである。すなわち、上記の大蔵省の資産査定のもとでは、融資で不良債権が発生すると、それは大蔵省の経営介入の基準となる欠損補填率を引き上げることになるのに対して、保有株式が下落したとしてもそれは欠損補填率に全く影響を与えない。こうした銀行検査のシステムのもとでは、銀行(あるいは銀行経営者)の目的関数が、自らの企業価値最大化ではなく、大蔵省の経営介入を避ける(すなわち経営の自立性を確保する)ことであれば、銀行が融資先の企業を厳しくモニターして不良債権が発生しないよう努力する一方で、持株先の企業の経営を全く監視しないというのは、合理的な行動として十分に理解できるのである。

#### 4-4. 銀行中心システムのコーポレート・ガバナンス：インタビュー結果のまとめ

以上、本節では、銀行中心の日本の金融システムが、効率的なコーポレート・ガバナンス機能をもつかどうかを、実務家へのインタビュー結果を提示することによって考察した。その結論は次のようなものである。

「日本の銀行がコーポレート・ガバナンスの機能をもつとすれば、それは融資先の企業に対してである。銀行は持株先の企業に関しては、経営の監視を全く行っていない。これは、銀行が自らの価値を最大化するという観点からみると奇妙な行動のように見えるが、銀行が規制当局の介入を避けたいという目的をもっているとする、それは合理的な行動として理解できる。なぜなら、規制当局（大蔵省）の銀行検査において、融資の内容は厳しく調査されるが、持株の価値についてはほとんど問われないからである」。

銀行中心の日本の金融システムでは、銀行がコーポレート・ガバナンスの中心的な役割を果たしていると考えられてきた。しかし、その銀行による企業経営の監視が融資を通じてしか行われなのだとすれば、銀行貸出の重要性がかつてに比べて低下した現在は、日本の金融市場においては十分なコーポレート・ガバナンスが行われていないということになる。つまり、現在の日本の銀行中心の金融システムは、望ましい金融システムの1つの条件、「適切なコーポレート・ガバナンス機能をもつ」を満たしていないと考えられる(8)。

## 5. おわりに

本稿では、日本の銀行中心の金融システムの近年の変化とその現在の機能を、主として実務家へのインタビューの結果を紹介することによって考察した。そこで得られた結論は次のようなものである。

- ① 予備的なデータ分析によれば、企業の銀行離れは近年思ったほど進んでいない。
- ② インタビュー結果によると、企業・銀行関係は最近確かによりドライなものへと変化している。しかし逆に、メインバンク関係は強化されるなど、企業・銀行関係のコアとなる部分は保持されている。このことからみて、日本における銀行中心の金融システムは今後も存続していくものとみられる。
- ③ しかし、現在の銀行中心のシステムは、コーポレート・ガバナンスの面に弱点がある。



インタビューによると、日本の銀行の企業ガバナンスは、融資のモニターを通じて行われているのみで、その持株を通じて企業経営を監視するということはない。これは、規制当局（大蔵省）の銀行検査のスタンスを反映しているとみられる。

本稿で得られた上記の結論は、これまでのアカデミックな実証分析等の結論と異なるものを含んでいる。こうした異なった結論が得られた理由は、本稿の考察が従来の分析とは異なって、「実務家にインタビューをして、そこから現実社会を知る」という手法を用いたためであろう。ただ、このインタビューを用いた手法には、① インタビュー結果が話し手・聞き手の主観に左右される、② インタビューの数には限りがあるため、その結論をどこまで一般化できるという問題がある、などの欠点がある。したがって、インタビューの結果だけから、現実社会の法則性を見いだせると考えるのは誤りであろう。ただ、社会科学において、現実社会に関する新しい仮説を見つけるためには、こうしたインタビューは大変有益であると考えられる。そして、そこで見いだした仮説をデータを用いて検証することによって、なおいっそう現実の理解が進むことになる。

したがって、本稿の考察も、日本の銀行中心の金融システムに関して、最近の変化とその機能についてのいくつかの仮説を提示したという意味をもつ。そして、筆者は、まだ未定稿の段階ではあるが、本稿で提示された仮説・インプリケーションをデータを用いて検証するという作業を併せて行っている。まず、Hirota (1999a) は、日本のメインバンク関係が、1990年代に入っても今だなお、企業の負債調達 capacity を増加させる機能を持っているかどうかをテストし、その機能に関して肯定的な結果を得ている。また、Hirota (1999b) においては、日本のコーポレート・ガバナンスに関する実証分析を行い、メインバンクの融資と持株が、企業経営の効率性にいかなる影響を与えるのかを考察している。そこで得られた結論は、①メインバンクの融資は、1980年代までは企業の経営の効率性を上昇させていたが、90年代に入るとその効果はなくなった、②メインバンクの持株は、企業経営の効率性に何ら影響も与えない、というものである。

このHirota (1999a) (1999b) の実証結果が、本稿のインタビューの結果をおおむね支持していることは興味深い。ただ、本稿で提示した問題、「銀行中心の金融システムは変化していくのか？」は壮大な研究テーマであり、それに答えを見いだすためには、多くの研究者によるさらなる研究が必要なことはいままでもない。

〔注〕

\* 何人かの実務家の方々が、筆者のインタビューに快く応じてくださったおかげで、本稿の作成が可能になった。またトラスト60の事務局の皆さんも便宜を図ってくださった。記して感謝の意を表したい。なお、本稿は早稲田大学特定課題研究（98A-837）の助成を受けている。

- (1) ただし、本節の分析に必要なデータが全て入手可能な企業だけをサンプルとした。その結果、サンプル企業数は、1980年503社、1983年459社、1985年491社、1988年505社、1990年542社、1993年522社、1995年535社、1996年535社、1997年534社、1998年525社となった。
- (2) このメインバンクの特定化方法が、他の特定化方法（融資順位1位の銀行など）に比べて、現実の企業のメインバンク（企業が実際にメインバンクと考える銀行）により高い確率で一致することが、広田・堀内（1999）で示されている。
- (3) この〔第1表〕においては、「企業経営の分析」に掲載されている企業に関して、各企業のメインバンク（『会社四季報』一番最初の取引銀行）がわかれば、他の財務データは必要ない。したがって、〔第1図〕～〔第4図〕よりも多くの企業がサンプルとしてとれた。
- (4) 日本経済新聞 1999.6.27 朝刊1面参照
- (5) 例外は、Weinstein and Yafeh (1998)である。そこでは、日本のメインバンク関係が、企業経営の効率性をなら上昇させなかったという実証結果を得ている。
- (6) 銀行が株式保有の収益を配当だけと考えていたことは、山中（1997）の第11章でも述べられている。
- (7) 銀行の保有株式が非分類かII分類かは、上場・非上場・店頭・非店頭、直前事業年度の配当率、自己資本比率の要因で機械的に決まる。
- (8) この点で、最近、日本企業の株主構成において、外国人の持株比率が上昇していることや年金基金の保有割合が増加していることは注目される。これらの動きは、たとえ限定的ではあっても、日本企業が株主から経営を規律付けられ始める可能性を示唆する。

〔参考文献〕

- 黒田晃生・米澤康博・新保恵志・広田真（1998）『企業財務戦略ビックバン』東洋経済経済新報社。
- 筒井義郎・竹内哲治・粕谷宗久（1999）「銀行の経営合理化」未定稿。
- 広田真・堀内俊洋（1999）「近年のメインバンク関係の実態と変化」『金融経済研究』、近刊。
- 山中 宏（1997）「メインバンクの審査機能」財務経理協会。
- Aoki, M. (1994), Monitoring Characteristics of the Main Bank System: An Analytical and Developmental View, in Aoki, M. and H. Patrick (eds.) *The Japanese Main Bank System; Its Relevance for Developing and Transforming Economies*, Oxford University Press.
- Dinc, I. S. (1999), The Shareholding Structure of Japanese Banks and Their Real Estate Lending in the 1980s: How Were Bank Managers Protected from Shareholder Discipline?, mimeo.
- Hirota, S. (1999a), Does Financial Market Competition Destroy Lending Relationships? Evidence from the Main Bank Relations in Japan, mimeo.

- Hirota, S. (1999b), Main Bank Relationships, Intercorporate Shareholdings, and Corporate Governance in Japan: Evidence from 1960s-1990s, mimeo.
- Kang, J. K. and A. Shivdasani (1995), Firm Performance, Corporate Governance, and Top Executive Turnover in Japan, *Journal of Financial Economics* 38, 29-58.
- Kang, J. K. and A. Shivdasani (1997), Corporate Restructuring during Performance Declines in Japan, *Journal of Financial Economics* 46, 29-65.
- Kaplan, S. and B. Minton (1994), Outside Intervention in Japanese Companies: Its Determinants and its Implications for Managers, *Journal of Financial Economics* 36, 225-258.
- Litchenberg, F. R. and G. M. Pushner (1994), Ownership Structure and Corporate Performance in Japan, *Japan and the World Economy* 6, 239-261.
- Morck, R. and M. Nakamura (1999), Banks and Corporate Control in Japan, *Journal of Finance* 54, 319-339.
- Weinstein, D. E. and Y. Yafeh (1998), On the Costs of a Bank-Centered Financial System: Evidence from the Changing Main Bank Relations in Japan, *Journal of Finance* 53, 635-672.

(禁無断転載)

[非売品]

平成11年10月20日印刷

平成11年10月20日発行

**日本における企業金融の潮流**

**報 告 書**

発 行 ©財団法人 トラスト60

東京都港区新橋1-18-1

航空会館3階

Tel. 03-3501-7141 (代表)

印刷：(株) ディグ