

博士学位請求論文審査報告書

李建平 「メインバンク・システムとリスク・シェアリング」

1．論文の主題

現在、日本型経済システムは大きな転機にあり、銀行制度もその例外ではない。1980年代まで、日本の銀行制度はいわゆるメインバンク制度によって特徴づけられるということが通説であったが、今後においてこの特徴がどのように変化するのは、日本経済の今後を考える上できわめて重要な論点である。李建平君の学位請求論文はこうした視点から、日本経済におけるメインバンクの役割を、高度成長期ないし 80 年代と 90 年代の比較を中心に分析したものである。その比較は、常に 21 世紀以降の日本の銀行制度のあり方や不良債権問題の現状を念頭になされており、現代的問題意識に立ちながら厳密な計量的実証分析を心掛けている点にこの論文の大きなメリットがある。

従来メインバンクの評価は、その情報効率性、すなわちエージェンシーコストの引下げ効果に求められるのが常であったが、近年その点については、一種の懐疑論が広まる一方で、いまひとつの機能であるリスク・シェアリングの機能に改めて脚光が当てられつつある。特に 90 年以降、財務危機にある企業の救済に大銀行が多大のコストを支払いつつあっている事実は、企業と銀行のリスク・シェアリングが考えられてきた以上に、重要な日本経済の属性であった可能性を示唆している。李君の論文はこのメインバンクのリスク・シェアリング機能が近年の経済環境の変化の中で本質的に変化したのかどうかを、情報の非対称性と不確実性の理論に立脚して、1970 年代後半から直近までの東京証券取引所上場企業のデータを用いた綿密な実証分析を通じて明らかにしたものであり、その現代的意味は極めて高い。

2．各章の内容と評価

この論文の中心部分は、第 1 章「金融費用調整及び配当調整とメインバンク」、第 2 章「企業の経営不振と金融支援」、第 3 章「企業のパフォーマンスとメインバンクへの保険料」の 3 章である。以下ではまずこれら 3 章のそれぞれについて内容を紹介した上で、その分析を評価しておこう。

メインバンクの形成過程と機能について整理した序章に続く第 1 章は、メインバンクが顧客企業に対してリスク・シェアリングを行っているのか、またその機能が金融自由化に伴って変化したかどうかを、金融費用調整と配当調整の両面から検証している。具体的には、化学、電気機械、および一般機械に属する企業データを基礎に、最大の貸し手でか

つ上位10位以内の株主であるという条件でメインバンク関係の強弱を定義し、1977年から85年（前期）と1989年から96年（後期）の二つの期間を対象に、金融費用調整と配当調整の仮説の妥当性を検証している。

このうち、金融費用調整に関しては、「メインバンク関係が強い企業では、営業利益の変動が経常利益の変動に結びつかないように、金融費用の調整が実施される。」という仮説が実証的に分析され、前期にはその仮説が概ね支持されたが、後期にはその仮説は妥当しないという結果が得られた。筆者は、その背景として、金融自由化の進展に伴う銀行のレントの減少を指摘している。

また、配当調整に関しては、「企業の営業収益の変動が相殺される方向に、営業外収益のなかの受取配当金が調整される。」という仮説が検証対象とされている。筆者はこの仮説を、子会社（または関連会社）からの受取配当を含めた場合と除いた場合とに分けて綿密に分析している。その結果、前期においてメインバンク関係が強い企業においては、親会社と子会社（または関連会社）の間で配当調整に伴うリスクシェアリングが実施されているなどの事実が明らかにされた。

本章の分析に関しては、銀行と企業との貸借契約のなかで金利調整に伴うリスクシェアリングが具体的になされるメカニズムが必ずしも明らかではない点、配当調整仮説において果たしてメインバンクが主体的にどのような役割を果たしてきたのかといった点、さらに最大の貸し手でかつ上位10位以内の株主であるという強いメインバンク関係の定義が妥当であるかといった点など、今後掘り下げるべき課題は多い。

しかしながら、従来のメインバンクを巡る実証研究が、資金供給とモニタリング機能に重点が置かれていたのに対して、李氏の研究はリスクシェアリングというユニークな視点に立脚していること、実証分析においては、企業のマイクロデータセットを丹念に構築するとともに、適切な計量的手法を用いてパネルデータを処理していることなど、筆者の研究者としての高い資質や能力が随所に発揮された研究として仕上がっているのは事実である。本章は同分野におけるオリジナリティの高い研究として、将来的にも高く評価されていくことであろう。

第2章は、メインバンクが経営不振の顧客企業に対して金融支援を行っているのか、またその機能が近年変化しているかどうかを、金利減免と新規融資および資本注入に関して、メインバンクの救済行動が他の債権者の融資行動に及ぼす影響をも考慮して分析している。過去の研究によると、メインバンクは経営危機にある企業に対して経営者の交代、合併、資産の組み換えなどを促す効果があるとされてきた。しかしながら金融自由化の進展などにもともなって、メインバンクのこのような効果には疑問がもたれるようになってきている。筆者は、分析の対象を1975 - 85年（第1期間）、1993 - 1999年（第2期間）の2期間で、2期連続で赤字となった企業にとり、この間の変化の様子の分析を試みている。

主要な結果は以下のようである。まず、第1期間において、債務超過に陥った企業のう

ち、強いメインバンク関係をもつ企業のほとんどはメインバンクからの新規融資を受けたのに対して、第 2 期間ではメインバンクは融資を引き上げる傾向にあった。次に、金融支援におけるメインバンク関係の効果の分析においても、同様の効果は確認できる。すなわち、第 1 期間において、メインバンク関係は、金利減免と有意な関係を持っているのに対して、第 2 期間ではそのような効果は確認できない。さらに、メインバンクの金融支援が他の金融機関に与えた影響の分析においても、第 1 期間においてはメインバンクの新規融資および資本投入が他の債権者による融資を促進する効果があったのに対して、第 2 期間においてはそのような効果は確認できない。すなわち、本章全体を通じて、第 1 期間と第 2 期間でメインバンクの救済機能に大きな変化があったことを示している。

本章の意義は、まず、メインバンクの救済機能に関して最新のデータを用いて詳細な分析を行ったことにある。メインバンクの救済機能に関する分析は過去にも存在するが、多くは 1980 年代から 90 年代前半のデータを用いた分析である。1990 年代後半以降に企業破綻が増加し、銀行による救済の効率性が多くの議論をひきおこしていることを考慮すると、この論文のような分析は大きな貢献といえよう。本章の今後の課題点としては、計測結果に対する解釈が必ずしも明確ではないということが挙げられる。例えば、被説明変数として、金利減免や追加融資が用いられているが、メインバンク関係の効果は必ずしもこの 2 つで同一ではない。また、メインバンク関係の強弱を用いた分析と企業グループを用いた分析の結果にもいくつかの違いがみられる。これらの点にかんして、将来のより詳細な分析や実態に踏み込んだ調査が期待される。

第 3 章「企業のパフォーマンスとメインバンクへの保険料」は、メインバンク関係が顧客企業の利益率の安定に貢献したか、また顧客企業がメインバンクの保険機能に対する対価（「保険料」）をどのような形で負担したかを検証している。さらに、企業の資金調達手段が制約されていた期間（1977～85 年）と銀行離れが進んだ期間（1993～98 年）という 2 つの分析期間を設定し、メインバンクの保険機能と保険料支払に変化があったかどうかを分析している。具体的には 1）資金調達手段が制約されていた時期には、メインバンク関係の強い企業のほうが経常利益率は保険機能によって相対的に安定していたが、保険料として割高な借入金利を支払うために経常利益率は相対的に低かった、2）金融自由化の進展に伴って、メインバンクの機能が弱まり、メインバンク関係の強い企業と弱い企業の間で借入金利や経常利益率の差は見られなくなった、という仮説を立て、化学・電機・一般機械の東証一部上場企業のデータを用いた産業別分析によってこれを検証した。

分析の結果、第 1 に、化学産業と電機産業では、第 1 期にメインバンク関係の強い企業で経常利益率の変動が有意に小さい（利益率が安定的である）が、第 2 期には有意な効果が見られないこと、第 2 に、化学産業と電機産業では、両期間を通じてメインバンク関係の強い企業が弱い企業より割高な金利を払っているという証拠は得られず、近年はむしろ

前者のほうが有意に低い金利を払っていること、第3に、化学産業と電機産業では、第2期に非金融法人企業の持株比率が経常利益率を有意に安定させる効果を持つこと、第4に、一般機械産業では、他の2つの産業と異なって、両期間ともにメインバンク関係に経常利益率を安定させる効果はなく、また借入金利はメインバンク関係の強い企業のほうが有意に低いこと、が明らかにされた。筆者の仮説は、化学産業と電機産業について部分的には支持されたと言えよう。分析結果は仮説を部分的に支持するにとどまるが、それらは、メインバンクへの保険料が割高な借入金利という形で支払われているのではないこと、最近になって親企業（非金融法人企業）が金融機関に代わって利益安定化に貢献している可能性があること、またメインバンク関係の機能が産業によって異なることなど、多くの新たな発見と示唆に富むものである。

本章の分析と考察に全く問題がないわけではない。第1に、予想と異なる結果についてさまざまな解釈を加えているが、それらの解釈に実証的な裏付けがなく、憶測にとどまっている。第2に、経常利益率の平均水準と安定性および借入金利の高さがそれぞれ独立に分析されており、それらの関係が直接には検証されていないため、著者の描くストーリーが本当に成立しているのかどうか、若干の疑問が残る。

3. 全体の評価

以上のように、この論文は日本のメインバンクの機能とその変化について、多面的かつ綿密な分析を行っている。多数の先行研究をきちんと消化したうえで独自の論点をうちでしている点、長期間にわたる大量の企業別データを丁寧に収集整理し、適切な計量経済学的手法を用いて分析している点、またいくつかのオリジナルな分析結果を提示している点、などから見てこの分野で、学会の最先端の研究に伍しうる論文であるといえる。

この論文のひとつの重要な特長は、第1に、全体を通じて、企業の資金調達手段が相対的に制約されていた時期（80年代前半まで）と金融自由化の進展した時期（90年代）の比較を縦系とし、金融費用調整か企業間の配当調整か（第1章）、金利減免か新規融資あるいは資本注入か（第2章）、割高な借入金利かそれ以外の手段か（第3章）という、メインバンクの関与の手段に関する比較を横系とする、複合的な比較分析の手法が取り入れられている点である。第2に、従来の多くの実証研究が主としてメインバンク関係の有無の影響を問題にしているのに対し、メインバンク関係の強弱を重視した分析を展開して多くの興味深い結果を導いていることもまた重要な貢献である。また、メインバンク関係だけでなく、他の金融機関や非金融法人企業との関係の影響も同時に考慮している点、メインバンクや他のステークホルダーとの関係の長期的な効果を検討している点、などもこの論文の特長といえよう。

もちろん各章で指摘したように残された課題も多くある。さらに、第1に、章間の分析結果の関連性・整合性がやや分かりにくいこと、第2に、第1章と第3章では分析対象が

特定の産業に限定され、産業別の分析が行われたため、分析結果の一般化に制約があること、第3に、多数の変数を用いて産業別・時期別の分析を行っているため、結果がさまざままで統一的な結論がわかりづらいことなども、課題として指摘することができよう。

しかし、これらの問題点は分析方法上の特長と表裏一体のものであり、本論文の分析の価値を大きく損なうものではなく、本論文のオリジナルな貢献は高く評価できる。以上より、審査員一同は、李建平氏が一橋大学博士（経済学）として十分資格を有しているものと判断する。

平成15年3月19日

岡室博之

久保克行

寺西重郎

花崎正晴

宮本光晴