

# 博士学位論文

## 「メインバンク・システムとリスク・シェアリング」要旨

李 建平

### 1. 主題と構成

本稿の主要な目的は、情報経済学の理論に立脚し、日本の大企業のデータを用いて、日本の金融自由化過程における日本のメインバンクの機能を実証的に分析することにある。ある銀行と顧客企業とのメインバンク関係は、明示的な契約に基づくものではなく、いわゆる暗黙の契約に立脚したものであり、ゆえに多くの研究者は、観察できる事実からメインバンク関係の密接度を測ってきた。しかし、研究者によって、使用するメインバンク関係の密接度の尺度は違っている。日本のメインバンクに関する既存の実証研究においては、6大企業集団の所属企業であるかどうかによってメインバンク関係の密接度を測ったものが多い。しかし、独立企業の中にも銀行とのメインバンク関係が強い企業が多く存在している。その曖昧さを避けるために、本稿は、ある企業に対する特定の銀行の融資取引関係の安定性のみならず、融資比率と持株比率という量的な尺度でメインバンク関係の密接度を測ることとする。メインバンクは顧客企業の最大債権者であるだけでなく、大口株主となつてはじめて、顧客企業の経営不振に対して効率的な対応措置を取ることができる。企業の期待収益が未返済額より大きい場合、株主としてのメインバンクはその企業を存続させ、企業の期待収益が未返済額より小さい場合、債権者であるメインバンクはその企業を清算する。このように企業に対するガバナンスの主役を状況に応じて債権者と株主の間で切り替えるメインバンク・システムによって、株主と債権者との利害対立問題が緩和されることになる(Aoki(1994))。そこで本稿のサンプル期間内で最大の貸手であり、かつ上位10位以内の株主の地位を維持した銀行を有する企業をメインバンク関係が強い企業、それ以外の企業をメインバンク関係が弱い企業と定義する。

日本のメインバンク・システムは、これまで日本の高度経済成長に対して安定的な資金供給を通じて大きく貢献したとみなされてきた。資金供給あるいは資金調達の安定性だけでなく、顧客企業の収益の安定性を含めて、安定性の追求は日本のメインバンク・システムの大きな特徴の一つであり、それは戦後、メインバンク・システムの生成・展開の過程における政策当局の意図、および銀行と企業のそれぞれのニーズの中から生み出されたものと考えることができる。

この過程はまず、第二次大戦後、東西陣営の対立の深刻化に伴ったアメリカの対日占領政策の転換から始まった。日本を防共の前線とすべく、日本経済の早期の復興と成長が目的とされ、そのための安定的な金融システムの構築が必要とされた。そのために銀行業を保護し規制することが、戦後の金融政策の根幹となった。この結果、周知のよう

に、金融サービスの多様化を通じた非価格競争や、金利調整を通じた価格競争は、政府によって厳しく規制されることになった。ここから、預金と貸出のシェアを同時に拡大することを通じて規模の経済性を求めることが、銀行行動の合理的戦略となる。銀行にとって、大企業とりわけ成長する大企業は大口貸出先であると同時に、大口預金者でもあり、よって大企業と密接な取引関係を結ぶことは、金融市場でのシェアの拡大にとって最重要の戦略と考えられた。

他方、民間企業も、戦争による破壊、財閥解体・証券民主化などを原因として、内部資金は非常に乏しい状態から出発した。加えて直接金融に対する規制や株式・社債市場の未発達のため、民間企業は、設備投資資金を銀行借入に頼る以外になかった。したがって、企業にとっても、安定的な資金供給源を確保するためには、特定銀行(特に都市銀行または長期信用銀行)との長期かつ密接な取引関係を結ぶことが重要となった。また、独占規制緩和に伴い、企業経営者は安定株主工作のために、そして銀行をはじめとする金融機関は企業との取引関係を維持するために、相互の株式持合関係も樹立し深めていった。

以上のような経路を辿って、メインバンクとしての銀行は、企業グループ内の企業と融資および資本関係を通じた総合的な取引関係を築いてきた。その総合的な取引関係は、企業グループ内にとどまらず、グループ外の企業にも拡大されていった。そしてこのような関係を通じて、メインバンクは顧客企業の収益を安定させ、経営上のリスクを肩代わりするという保険者としての役割のみならず、その企業の経営に対するモニタリングの役割も果たしてきた(Sheard(1986))。

暗黙的契約理論によると、銀行と企業は、金利変動などの将来の不確実性に対して、暗黙のリスク・シェアリング契約を結ぶと考えることができる (Fried and Howitt(1980))。そして、企業と銀行の間の長期継続的取引関係が、この暗黙のリスク・シェアリング契約を守るインセンティブを双方に与えると考えることもできる。なぜなら、金融取引関係のどちらか一方がこの暗黙的契約を破るなら、その経済主体は金融市場での「評判」を失い、他の取引相手を見つけることが困難となるからである(Allen and Gale(2000))。さらに、企業・銀行間のリスク・シェアリングは、企業の収益を安定化させ、企業経営者の地位の維持に役立つだけでなく、貸出先企業の収益安定を通じて銀行自身の経営の安定化に貢献すると考えることもできる (Nakatani (1984))。

企業の経常利益は企業の営業と財務活動の総合的成果であり、企業の収益性を比較的正確に示す指標とみなすことができる。そこで、メインバンクが顧客企業に提供する保険サービスには、顧客企業の経常利益の安定化のための金融費用の調整のみならず、顧客企業が経営損益の2期連続赤字という経営不振に陥った際の金融支援も含まれることになる。

ただし、メインバンクの保険サービスによって企業経営のリスクを転嫁し、資本市場の圧力から企業経営を隔離することは、企業経営者のモラルハザードを引起す可能性がある。そこでメインバンクは経営者の適否を評価し、状況によって経営者の交替や、企業の資産の組替え、または企業間の合併などを行わせることがある(Sheard(1994a))。こ

これは本来資本市場が果たす役割を、メインバンクが代わって行っていることを意味している。市場を通じて活発な M&A が行われる場合や、一時的な経営不振に陥った企業が必要な支援を受けられない場合には、労働者が失業のリスクにさらされ、経済全体が不安定化する恐れがある。これに対して、他の債権者から委託されたメインバンクのモニタリングの下で企業経営が行われるなら、一時的な不振に対する過剰な淘汰を避け、より適切な対応ができる。企業経営の複雑性や市場での情報の不完全性が重大になればなるほど、このようなメインバンクによるガバナンス機能が重要になると考えることができる。

このように保険者としての役割を担うことにより、メインバンクは顧客企業から何らかの形で保険料を徴収するものとみなされる。すると、その企業に対する（名目）貸出金利はそれだけ割高になることが考えられる。これに対して、顧客企業は安定的な借入や外国為替、決済、社債受託などの業務をメインバンクに集中させるという形でその保険料を支払っているため、（名目）借入金利は必ずしも割高にはならないという指摘もある (Sheard(1986、1994a))。他方、ある企業と密接な取引関係を有する銀行はその企業経営に関する情報を独占的に入手し、この結果、他の投資家に対して情報優位となる。するとそのような銀行は、当該の企業との取引において交渉力を強め、その企業の収益の一部をレントとして獲得できるという指摘もある (Rajan(1992))。このような観点からは、銀行と密接なメインバンク関係を結んでいる企業は、割高な借入金利という形でメインバンクに保険料を支払っている可能性がある。ただし、特定の銀行が現実に顧客企業に対して発揮する交渉力の強さは、金融市場の競争の程度や企業の代替的な資金調達手段に大きく依存する (Petersen and Rajan(1995))。

独占禁止法の改正により、1987 年以後、非金融法人企業に対する銀行の株式保有は 10% から 5% に引き下げられた。また、1986 年以後、社債発行に対する適債基準の緩和や社債市場の整備によって企業の社債発行は急増した。さらに、バブル経済崩壊後、さらなる金融規制の緩和や金融の国際化の進展に伴い、銀行間の競争は一層激しくなっている。同時に長期不況の中で、企業の収益力の見込みに対して、銀行業全体が悲観的となっている。要するに、メインバンクの行動に対してさまざまな仮説が提示された時代と比べて、経済環境は一変するものとなっている。では、近年のメインバンク環境の変化の中で、メインバンクの行動はどのように変化しているのか。金融費用調整を通じて顧客企業の収益変動を軽減するというメインバンクのリスク・シェアリング機能、顧客企業が一時的な経営不振に陥った際に金融支援を行うというメインバンクの救済機能、顧客企業のパフォーマンスをモニタリングするというメインバンクのガバナンス機能、顧客企業に対する強い交渉力を利用して顧客企業から割高な金利で保険料を取るというメインバンクの保険者としての行動 - - このようなメインバンク関係の行動仮説は、金融市場の自由化の進展に伴って果たして変わっているのかいないのか。このことを本稿の問題関心の中心としたい。

本稿は以下の 3 章から構成されている。

- 第 1 章 金融費用調整及び配当調整
- 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

## 2. 各章の主要な内容

### 第 1 章

既存の理論研究では、メインバンクは、顧客企業に対して金融費用調整による収益安定化を行うという観点が一般に支持されている。一般に日本のメインバンクは、顧客企業の最大債権者であると同時に、6 大企業集団の中での中心的地位を占めるものでもある(岡崎(1992))。したがって、このメインバンクは、顧客企業の経常収益の安定化のために、その企業の営業収益の変動を相殺する方向に金融費用の調整を行う能力を持つと考えることができる。しかし、金融費用調整によるリスク・シェアリング仮説に関しては、堀内・福田(1987)による否定的な実証結果と、広田(1990)による肯定的な実証結果が存在し、いまだに統一的な見解は形成されていない。さらにこれらの先行研究にはサンプル選択や実証方法の点で再検討する余地もある。

他方、企業の経常収益安定化には営業外収益調整 - 受取配当調整のアプローチが Khanna and Yafeh(2002)によって提示された。日本の企業(特に大企業)の分社化の進展に伴い、企業の受取配当に対する子会社(または関連会社)からの受取配当比率が増えている。とりわけ 1986 年以後、社債市場の発達や金融規制の緩和に伴い、企業の資金調達手段が一層多様化し、銀行離れ現象が顕著化すると同時に、企業間の所有関係が緊密化しつつあることが指摘されている。Okamuro(2001)は、1985~97 年の自動車産業の企業を対象に考察し、企業間の株式保有が企業の収益安定化に貢献していることを示している。すると、企業の経常収益安定化のために企業間の配当調整が行われる可能性も考えられる。

本章では、1975~85 年を企業の資金調達手段が相対的に制約された期間、1987~96 年を企業の資金調達手段が多様化された期間とした上で、両期間の日本の化学・電機・一般機械の 3 産業の企業データを用いて金融費用調整と配当調整という二つのアプローチに対して実証分析を行った。その結果を以下にまとめておく。

本章の金融費用調整に関する実証分析の結果では、第 1 期間にメインバンク関係が金融費用調整によるリスク・シェアリングを促進する効果が確認されたが、第 2 期間になると、その効果が有意でなくなった。これは金融市場の自由化の進展に伴って、メインバンクが顧客企業から得たレントが少なくなり、顧客企業に保険を提供するインセンティブが低下したことに関連していると考えられる。

他方、配当調整に関する実証分析の結果、メインバンク関係が強い企業に関しては、第 1 期間において、大企業と子会社(または関連会社)の間で配当調整によるリスク・シェアリングがなされていることが発見された。しかし第 2 期間になると、そのような現象は消滅する。これに対してメインバンク関係が弱い企業に関しては、第 1 期間におい

て、大企業と子会社(または関連会社)の間で配当調整によるリスク・シェアリングの現象は生じなかった。第2期間になると、一般機械産業のメインバンク関係が弱い企業においてのみ、大企業と子会社(または関連会社)の間で配当調整によるリスク・シェアリングが行われていることが明らかになった。

## 第2章

理論的に、メインバンクが顧客企業に提供する保険サービスには、第1章で分析した企業の経常利益の安定化のための金融費用の調整のみならず、企業が一時的に経営不振に陥った際の金利減免や新規融資などの金融支援も含まれる。既存の実証研究では、メインバンクが顧客企業に対して金融支援を行っているという観点に関して見解は一致する。ただし、それらの実証分析の方法に関しては疑問点が残っている。また、金融支援におけるメインバンク関係の強弱の効果の実証研究、およびメインバンクの救済行動が他の債権者の金融支援に与える影響に関する実証研究はまだなされていない。

本章では、1975～85年を企業の資金調達手段が相対的に制約された期間、1993～99年をバブル経済崩壊後の期間とする。そして両期間の東証上場の製造業企業のデータを用いて、経営不振に陥った企業への金融支援に対するメインバンク関係の密接度の効果、およびメインバンクの救済行動の影響を考察した。その結果は以下ようになる。

まず、1975～85年の期間では、メインバンク関係は金利減免を促進する効果を持ったが、融資増加に対しては有意な効果を持たなかった。さらに、メインバンクの融資および持株の変動は、経営不振企業に対する他の債権者の融資変動に有意に正の影響を与えたが、金融費用変動には有意な影響を与えなかった。これに対して、1993～99年の期間では、メインバンク関係は金利減免および融資増加の双方に有意な効果を持たなくなった。そして、メインバンクの融資変動は他の債権者の融資変動に有意に負の影響を与え、金融費用変動には有意に正の影響を与えるようになった。

次いで、両期間におけるメインバンクによる企業救済に関しては、7割近くのケースにおいて、メインバンクは資本注入よりも新規融資を行っていたことが観察できた。これは銀行の株式保有に対する政府規制、および経営不振企業において増資による資金調達のケースが少ないことに関連していると考えられる。さらに、1993～99年の期間では、メインバンクの新規融資による企業救済のケースは減少したどころか、むしろやや増加した。ただし、救済の成功率はやや低下した。これは長期不況による企業の収益回復力の弱体化に関係があると考えられる。また、経営不振企業に対して、他の債権者による新規融資のケースが減少したにもかかわらず、メインバンクによる新規融資のケースは増加した。これは、金融市場自由化の進展にもかかわらず、メインバンクはなおも新規融資をもって企業救済を行い、企業に対する保険者の役割を果たしていることを示唆している。

## 第3章

本章では、長期的に強いメインバンク関係を結んでいる企業は割高な借入金利でメインバンクへの保険料を払ったかどうか、そのためにその経常利益水準は相対的に低位となるのか

どうか、さらにその経常利益変動は相対的に低く抑えられるのかどうかを実証的に分析した。第1章では、強いメインバンク関係を通じたリスク・シェアリングが金融費用調整によって営業利益の変動を相殺し、経常利益を安定化させるなら、 $t$ 年度の金融費用はその年度の営業利益と有意に正の相関を持つという仮説を実証するために、企業の支払利息・割引料を使用した。ただし、それは時系列データなので、 $t-1$ 年度末の総資産で割った。これに対して、本章では、メインバンクへの保険料として、メインバンク関係が強い企業は割高な借入金利を支払っているのかどうかを検証するために、企業の支払利息・割引料を使用した。ただし、平均借入金利水準を求めるため、各年度の支払利息・割引料を総借入の年間平均値で割った。第2章の計量分析モデル(2-1)～(2-4)においても説明変数として企業の総資産経常利益率が用いられた。ただしそのモデルにおいて、総資産経常利益率は企業の一時的な( $t+1$ 期の)経営不振の指標となるものであり、そのためすべて負の値となる。これに対して本章での総資産経常利益率は企業の利払い後の長期の収益性の指標として用いられた。

さらに本章では、1977～85年を企業の資金調達手段が相対的に制約された期間、1993～98年をバブル経済崩壊後の期間とした。このようにサンプル期間を選択したのは、本稿の産業別分析の結果とOkamuro and Li(2002)の3産業をまとめた分析の結果と対比するためである。両期間の化学・電気・一般機械の3産業の大企業を対象とした実証結果は、以下のようなになる。

まず、企業の平均借入金利に関しては、1977～85年の期間では、メインバンク関係が強い企業(S企業)とメインバンク関係が弱い企業(W企業)の間に有意な違いは見られない。この実証結果は、メインバンクから保険サービスを受けた企業は、割高な(名目)借入金利よりもメインバンクへの安定的な借入の維持やメインバンクへの外国為替などの金融サービスの集中という形で保険料を支払っているという、Sheardの仮説を支持するものとみなせる。これに対して、1993～98年の期間では、銀行との強いメインバンク関係は企業の借入金利を低める効果を持つことが明らかとなる。以上のことから、1990年代以降、メインバンクは金融費用調整による企業の収益安定化の代わりに、低金利で顧客企業を救済していることが示唆できる。

### 3.まとめと展望

本稿の実証結果は、金融市場の自由化の進展に伴ってメインバンクの保険機能は弱まりつつあることと、バブル経済崩壊後、非金融法人企業の持株比率は、金融機関の持株比率と異なり、企業の収益変動に有意に負の効果を持つことを示している。このことから、密接な非金融法人企業間の所有関係が、メインバンク関係の代わりに、企業の経営安定化を促進するように機能していると考えられることもできる。企業の経営安定化における非金融法人企業間の所有関係の効果についての詳細の研究は今後の課題としたい。また、本稿の産業別実証分析の結果は、Okamuro and Li(2002)における3産業をまとめた分析に対して、さらに進んだ分析を与えるものである。化学・電機・一般機械の3産業を対象に別々に考察すると、Okamuro and Li(2002)と異なる結論を導く可能性があるこ

とが示された。さらに、本論の実証分析を通じて、化学・電機の2産業と一般機械産業との違いを発見した。ただし、それがなぜ生まれてきたかの理由は不明であり、今後の研究課題としたい。

周知のように、日本においては拘束預金制度が存在し、特に高度成長期には拘束預金比率は高く設定されたため、その分名目借入金利よりも実効借入金利が高かったことが指摘されている。ここから割高な実効借入金利がメインバンクに対する保険料の役割を果たしてきたという指摘も可能となる(吉野・高月(1996))。と同時に、拘束預金は当時的人為的低金利政策下の資金に対する超過需要の結果生じたものであり、それを暗黙的保険契約の保険料と解釈することには無理があるという指摘もある(加藤(2000))。これに対して、先の Sheard(1986)の観点からは、S企業においてはW企業よりも拘束預金比率が高くなる可能性がある。これらの点を踏まえて、S企業とW企業間の借入金利水準の差について、名目借入金利のみならず、実効借入金利の観点からの検証も必要であると考えられる。これについても今後の研究課題としたい。

最後に、本稿ではメインバンク関係の尺度や企業のパフォーマンスを外生変数として取り扱っている。そこでGMMの推定方法やラグ付き企業の収益の変数を使用したことによってそれらの変数の内生性問題が緩和されると考えられるが、それらの同時決定を明示的に取り扱っていない。それも今後の課題にしたい。