

科学研究費助成事業 研究成果報告書

平成 29 年 6 月 3 日現在

機関番号：32641

研究種目：研究活動スタート支援

研究期間：2015～2016

課題番号：15H06619

研究課題名(和文) 銀行による株式保有の決定要因および企業パフォーマンスへの影響に関する実証分析

研究課題名(英文) Empirical studies on the determinants and effects of shareholding by banks

研究代表者

小野 有人(Ono, Arito)

中央大学・商学部・教授

研究者番号：40756342

交付決定額(研究期間全体)：(直接経費) 2,300,000円

研究成果の概要(和文)：銀行が保有していた顧客企業株式の売却が、当該企業向け貸出、企業パフォーマンスに及ぼす影響について、上場企業のマイクロデータを用いた実証分析を行い、ワーキングペーパーとして成果をまとめた。分析の結果、2001年に実施された銀行株式保有制限規制により顧客企業株式の売却を余儀なくされた銀行は当該企業向け貸出シェアを低下させたこと、銀行が株式を売却した企業のリスクが増大したことが分かった。これらの結果は、銀行による株式保有には、銀行の貸出競争力を高め、企業の利益相反を防ぐ役割があったことを示唆している。また、非上場企業の株主属性、企業属性、企業財務が把握できるマイクロレベルのデータベースを構築した。

研究成果の概要(英文)：Using micro dataset of Japan's listed firms, we empirically studied the causal effects of declining shareholding by banks on bank lending and firm performance. In doing so, we utilized the regulatory change relating to banks' shareholding in Japan in 2001 as an instrument for exogenous reduction in a bank's shareholding to find the followings. First, exogenous reduction in a bank's shareholding decreased the bank's share of the firm's loans. Second, for those firms whose shareholding by banks decreased, their riskiness increased. These results suggest that shareholding by a bank is useful in increasing its competitiveness in corporate lending market and mitigating shareholder-creditor conflicts. We also constructed a novel database of unlisted firms' shareholders, which is useful in studying banks' shareholding for unlisted firms.

研究分野：金融・ファイナンス

キーワード：銀行 株式保有

1. 研究開始当初の背景

(1) 日本の企業・銀行間関係の特徴の一つは、融資だけでなく株式保有を通じた関係を有する点にある。従って、日本の企業金融の全体像やコーポレートガバナンスのメカニズムを理解するには、銀行による株式保有が融資関係、さらには企業パフォーマンスに及ぼす影響を理解する必要がある。また、米国でも銀行規制の緩和により銀行系ベンチャーキャピタルを通じた間接的な株式保有が増大しているなか、日本の銀行の株式保有が融資関係・企業パフォーマンスに及ぼす影響を解明することには、学術的貢献のみならず、国内・国外における政策的な議論への貢献という観点からも意義が大きいと考えた。

(2) 本研究に関連する既存研究は、2 つに大別される。第一は、銀行による企業の株式保有が企業・銀行間関係に及ぼす影響について理論的に分析した研究である。たとえば、銀行が融資と株式をともに保有すると、企業がリスクの高い投資を行う資産代替問題が軽減する可能性(Dewatripont and Tirole 1994)や、銀行による企業レントの収奪(ホールドアップ問題)が軽減する可能性(Mahrt-Smith 2006)が指摘されていた。しかし、これらの理論的予想を検証した実証研究は、世界的にみても必ずしも多くなかった。

(3) 本研究に関連する二つ目の既存研究は、日本のメインバンクに関する実証研究である。本研究を開始した時点で、メインバンクに関する先行研究には、以下の問題があると考えていた。第一に、多くの研究はメインバンク関係を規定する要素として様々な要素を考慮しており、株式保有による影響に焦点を絞って検証した研究は多くなかった。第二に、既存研究では、銀行による株式保有(あるいはメインバンク関係)が企業パフォーマンスに及ぼす影響について、プラスの影響を見出しているもの(たとえばLitichenberg and Pushner 1994)と、マイナスの影響を見出しているもの(たとえば宮島・保田 2015)が混在しており、コンセンサスが存在していなかった。第三に、銀行が株式を保有する企業のなかには、非上場企業も含まれるが、既存研究は上場企業を対象としており、銀行による非上場企業株式の保有については、実態が分かっていなかった。

2. 研究の目的

本研究では、銀行による顧客企業株式の保有が融資の効率性や企業パフォーマンスに及ぼす影響について、実証的に検証することを目的とした。日本のメインバンクに関する既存研究が上場企業のみを対象としている限界を踏まえ、銀行による非上場企業株式の保有についても、独自のデータベースを構築して実態を解明し、上場企業との違いを明らかにすることとした。

3. 研究の方法

(1) 概要：第一に、企業とその主要株主のペアを計測単位とするデータベースを、上場企業、非上場企業それぞれについて構築した。第二に、先行研究に基づき検証仮説を設定し、構築したデータベースを用いて実証分析を行った。第三に、大学等での発表を通じて、暫定的な分析結果に対するコメントをもらい、研究協力者とともに分析仮説や分析方法を再検討し、ワーキングペーパーを執筆した。

(2) 分析に用いるデータベースの構築は、主に平成 27 年度に行った。非上場企業については主に民間信用調査会社「東京商工リサーチ(TSR)」のデータベース、上場企業については主に日本経済新聞社デジタルメディア局「Nikkei NEEDS-FinancialQUEST」を用いて、非上場企業約 2~3 万社、上場企業約 3500 社の株主属性、企業属性、企業財務が把握できるパネルデータベース(2003~2013 年)を構築した。とくに非上場企業の株主属性に関しては、TSR データベース所収の文字情報を丁寧にデータクリーニングし、さらに銀行属性とマッチングできるように金融機関コードとの紐付けを行った。管見の限りでは、銀行に着目して非上場企業の株主属性を明らかにしたデータベースは存在せず、価値が高いものと思われる。

(3) 平成 27 年度には、検証仮説の設定と実証分析も行った。具体的には、銀行が顧客企業の株式を保有する動機として、資産代替の緩和、顧客企業との取引の維持・拡大、安定株主を確保したいという顧客企業の実情、の 3 つの仮説を設定し、企業が銀行株主を持つかどうかを示すダミー変数を被説明変数とするプロビット推定を行い、銀行株主を持つ企業属性の特徴を把握するとともに、3 つの分析仮説との整合性を検証した。分析結果を、研究セミナー(一橋大学商学研究科「金融研究会」)にて報告し、有識者より多数のコメントをもらった。

(4) 平成 27~28 年度には、上記の一橋大学商学研究科「金融研究会」でのコメントを踏まえて、研究協力者と分析仮説・分析方法について再検討し、分析方法について以下の見直しを行った。第一に、分析の焦点を上場企業に絞ることとした。これは、銀行株主を持つ企業の特徴について、上場企業と非上場企業の間で大きな違いが見いだせなかったこと、非上場企業データベースの精度が上場企業データベースに劣るため、上場企業と同じ分析方法を適用することが困難であること、が理由である。第二に、分析期間の 2003~2013 年には、銀行株主がいなくなった、あるいは銀行の持株比率が低下した企業が多いことから、分析の焦点を銀行による顧客企業株式の売却にあてることとした。第三に、実

証分析の方法を大きく見直した。具体的には、分析仮説を検証するには、銀行の株式売却の決定要因だけでなく、株式売却後の貸出シェアや企業パフォーマンスの変化を分析することが適切であると考え、銀行の株式売却を説明変数、貸出シェアや企業パフォーマンスを被説明変数とする推定を加えることとした。その際、銀行の株式売却が貸出シェアや企業パフォーマンスに及ぼす影響（因果関係）を明らかにするには、銀行の株式売却には影響するが貸出シェアや企業パフォーマンスには影響しない操作変数が必要になる。そこで、2001年11月に導入された銀行株式保有制限規制に着目し、規制導入前の各銀行の「株式保有/自己資本(Tier 1)」を、銀行の株式売却圧力を表す操作変数として用いることにした。

(5) 上記の見直しを踏まえて、平成28年度に、制度変更による銀行の顧客企業株式の外生的な売却が、当該企業向け貸出シェアや、当該企業の事後パフォーマンスに及ぼす影響を分析し、論文を執筆した。地域金融コンファレンス、経済産業研究所研究会で報告して再度コメントをもらい、論文を改訂してワーキングペーパーとして公表した。

4. 研究成果

○研究の主な成果

(1) 「3. 研究の方法」の(4)に記した通り、銀行株式保有制限法成立前の「株式保有/自己資本(Tier 1)」を銀行の株式売却圧力を表す操作変数に用いて、銀行による顧客企業の株式売却が、その銀行の貸出シェアや、企業行動に及ぼす影響を分析した。分析対象は銀行株式保有制限法成立前の2001年に銀行が主要株主(上位30位)として株式を保有する上場企業・銀行ペアであり、2006年時点の銀行の株式保有、貸出シェア、および企業行動の2001年からの変化について検証した。

(2) 銀行が株式を保有する動機としては、株式と貸出との補完性に基づき銀行が貸出における競争優位を得ること、債権者と株主との利益相反を緩和すること、が理論的に指摘されている。の理論仮説が正しければ、外生的な政策変更に基づく銀行の株式売却は、その銀行の貸出競争力(貸出シェア)を低下させると予想される。の理論仮説が正しければ、銀行の株式売却後、企業の実効リスクが増大し、他の債権者による利益相反懸念の高まりによって負債比率が低下すると予想される。本研究では、上記2つを分析仮説として設定し、以下の実証結果を得た。

(3) 第一に、銀行株式保有制限法によって銀行が顧客企業の主要株主から外れると、その銀行の当該企業向け貸出シェアは有意に低下する。推定された係数に基づいて規制の影響を評価すると、法施行前の2001年に主要

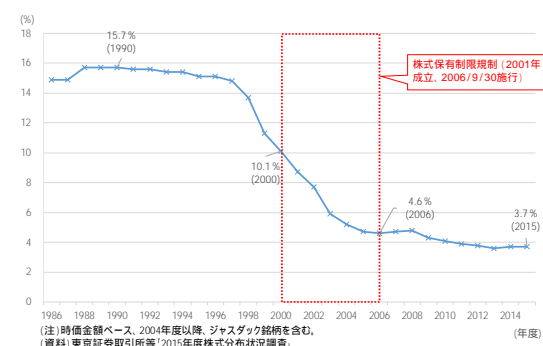
株主であった銀行が2006年に主要株主から外れる確率は、銀行等株式保有制限法制定前の2001年3月期に保有株式総額がTier 1の1.12倍だった銀行(分析サンプルの平均値)の場合、2.9%ポイント上昇する。また、貸出シェアの期待値は0.2%ポイント低下する。分析サンプル全体では、主要株主から外れた銀行の割合が23.4%、貸出シェア低下幅の平均値が1.2%ポイントであることと比較すると、銀行株式保有制限法に起因する銀行の株式売却は、銀行の貸出競争力に相応のインパクトを及ぼしたと考えられる。

(4) 第二に、銀行が主要株主から外れた企業では、ROAのボラティリティが上昇する一方、リスク単位当たりの収益性を表すシャープ・レシオ(ROA平均値/過去5年のROAの標準偏差)は低下した。また、株式を売却した銀行の貸出以外の負債(対総資産比率)が減少した。これらの結果は、銀行による株式売却が、企業の実効リスクを促進し、利益相反に対する外部債権者の懸念を高めた可能性を示唆している。

○得られた成果の位置づけ、今後の展望

(5) 既存研究と比較した本研究の特徴は、株式保有制限法の制定という銀行・企業にとって外生的な政策変更に着目し、銀行の株式売却が企業・銀行間の融資関係や企業パフォーマンスに及ぼす影響(因果関係)を操作変数法によって明らかにした点にある。日本のメインバンクに関する既存研究の多くは株式保有について分析したものであり、株式売却について分析したものは少ない(数少ない研究の一つはMiyajima and Kuroki (2007)である)。また、多くの研究は株式保有関係と企業パフォーマンスとの相関関係を報告するにとどまっており、因果関係を抽出した研究はやはり少ない。本研究には、これら2つの観点からみて学術的意義があると思われる。

(6) また、本研究の分析結果から、以下の政策的な示唆が得られた。第一に、銀行による顧客企業株式の売却は、その銀行の貸出競争力を毀損する。銀行の株式保有比率は、2000年代後半以降ほぼ横ばいで推移してきたが(図)その背景には、貸出競争力低下に対する銀行自身の懸念があったと推測される。



(7) 第二に、銀行が株式を売却すると、企業リスクが増大し、債権者と株主との利益相反懸念が強まるとの結果が得られた。現下の日本の成長戦略の柱の一つである企業統治の強化をめぐる議論では、銀行の政策保有株式について否定的に評価されることが多い。しかし本研究の分析結果は、銀行が債権者兼株主として、企業統治上、有益な役割を担ってきた可能性があることを示唆している。これは、これまで銀行が担ってきた企業統治上の役割を再検証する必要性があること、今後も銀行の株式保有が減少する場合、企業統治上、銀行に代わって誰がどのような役割を担うのかという視点が重要であること、を示している。

○その他の研究成果

(8) 「3. 研究の方法」の(4)に記した実証分析方法の見直しにより、銀行が保有する非上場企業株式については、最終的に実証分析の対象外とした。しかし、「3. 研究の方法」の(2)に記した通り、非上場企業の株主属性を明らかにしたデータベースは存在しないことから、データとしての価値は高いものと思われる。今後、別の新たな研究課題を設定して、利用する予定である。

(9) 上記以外の研究成果として、中小企業金融円滑化法後の中小企業の債務減免が企業パフォーマンスに及ぼす影響、少子高齢化が家計の資産選択に及ぼす影響、企業・銀行間の地理的距離が取引関係に及ぼす影響、金融政策が企業向け銀行貸出に及ぼす影響、について分析したワーキングペーパーを執筆し、ABFER 4th Annual Conference (シンガポール)、5th MoFiR Workshop on Banking (シカゴ) 第18回マクロコンファレンス(大阪)等の国内・国外の学会で報告した。これらの研究は本研究テーマと直接関係するものではないが、共同研究者との議論や、学会での内外の有識者との意見交換等を通じて、本研究を遂行するうえでも有益な知見が得られた。

<引用文献>

Dewatripont, M., and J. Tirole (1994), "A theory of debt and equity: Diversity of securities and manager-shareholder congruence," *Quarterly Journal of Economics*, 109(4), pp. 1027-1054.

Lichtenberg, F. R., and G. M. Pushner (1994), "Ownership structure and corporate performance in Japan," *Japan and the World Economy*, 6(3), pp. 239-261.

Mahrt-Smith, J. (2006), "Should banks own equity stakes in their borrowers? A contractual solution to hold-up

problems," *Journal of Banking & Finance*, 30(10), pp. 2911-2929.

Miyajima, H., and F. Kuroki (2007), "The unwinding of cross-shareholding in Japan: Causes, Effects, and Implications," in M. Aoki, G. Jackson, and H. Miyajima eds., *Corporate Governance in Japan: Institutional Change and Organizational Diversity*, Oxford University Press, pp. 79-124

宮島英昭・保田隆明(2015)、「株式所有構造と企業統治 機関投資家の増加は企業パフォーマンスを改善したのか」、『フィナンシャル・レビュー』(財務省財務総合政策研究所) 第121号、pp. 3-36.

5. 主な発表論文等

(研究代表者、研究分担者及び連携研究者には下線)

〔雑誌論文〕(計 6件)

Ono, Arito, Katsushi Suzuki, and Iichiro Uesugi, "When Japanese banks become pure creditors: Effects of declining shareholding by banks on bank lending and firms' risk taking," RIETI Discussion Paper 17-E-079, 2017, pp. 1-48, 査読無

<http://www.rieti.go.jp/jp/publications/summary/17050019.html>

小野有人、「大企業取引：クロスセル戦略の精査が必要」、『月刊金融ジャーナル』、2016年1月号、pp. 72-73、査読無

〔学会発表〕(計 6件)

Ono, Arito, Katsushi Suzuki, and Iichiro Uesugi, "Why Do Banks Hold Equity? Evidence from the Japan's Regulatory Change on Banks' Equity Holdings," 地域金融コンファレンス, 2016年9月4-5日, 愛媛大学(愛媛県・松山市)

Ono, Arito, Katsushi Suzuki, and Iichiro Uesugi, "Determinants of banks' equity holdings: Evidence from firm-level micro data," 一橋大学商学研究科「金融研究会」, 2015年10月29日, 一橋大学(東京都・国立市)

〔図書〕(計 0件)
該当なし

〔産業財産権〕
該当なし

〔その他〕
ホームページ等

個人：

<https://sites.google.com/site/aritoono/Home>

中央大学：

<http://ir.c.chuo-u.ac.jp/researcher/profile/00015150.html?lang=ja>

6．研究組織

(1)研究代表者

小野 有人 (ONO, Arito)

中央大学・商学部・教授

研究者番号：40756342

(2)研究分担者

該当なし

(3)連携研究者

該当なし

(4)研究協力者

植杉 威一郎 (UESUGI, Ichihiro)

一橋大学・経済研究所・教授

鈴木 健嗣 (SUZUKI, Katsushi)

一橋大学・大学院国際企業戦略研究科・准教授