

令和 6 年 6 月 8 日現在

機関番号：33917

研究種目：基盤研究(C)（一般）

研究期間：2021～2023

課題番号：21K01557

研究課題名（和文）ユニバーサル・バンクの経済効率性に与える影響の再検討

研究課題名（英文）Re-examination of the effect of universal banks on the economic efficiency

研究代表者

伊藤 彰敏（Ito, Akitoshi）

南山大学・経営学部・教授

研究者番号：80307371

交付決定額（研究期間全体）：（直接経費） 3,100,000円

研究成果の概要（和文）：本研究の目的は、我が国のユニバーサル・バンクが経済効率性にもたらす影響を解明することである。第一に、ユニバーサル・バンクの顧客企業による新規株式上場（initial public offering: IPO）を分析し、ユニバーサル・バンクの持つ情報優位性が効率的な価格形成に活用されていないとの結果を得た。第二に、ユニバーサル・バンクと貸付先企業の大規模設備投資との関係を分析し、ユニバーサル・バンク間で分散化した方が設備投資を誘発する確率が高まることが判明した。最後に、金融機関の間にグループを超えたコーディネーションが存在し、議決権行使行動において協調しているとの結果を得た。

研究成果の学術的意義や社会的意義

1980年代後半から米国においてグラス＝ステイガル法が段階的に緩和される中、ユニバーサル・バンクが経済効率性にもたらす影響について多くの研究が蓄積された。当初、ユニバーサル・バンクは何らかの点で経済効率性を促進するとする研究が多かったが、近年、負の側面を報告する研究も増えており、その経済的な帰結を再検討する機運が高まっている。本研究は、そうした状況において、日本の分析結果を報告することで一石を投じるものである。

研究成果の概要（英文）：The purpose of this study is to empirically clarify the impact of universal banks on economic efficiency using data of financial groups in our country. Firstly, by analyzing initial public offerings (IPOs) conducted by client companies of universal banks, we found that the informational advantage of universal banks is not utilized for the efficient price formation of IPO stocks. Secondly, by examining the relationship between the commercial banking divisions of universal banks and the large-scale capital investments of borrower companies, it was revealed that diversification among universal banks increases the likelihood of inducing capital investments. Finally, we found that there is coordination beyond group boundaries among financial institutions, and they cooperate in exercising voting rights in general shareholder meetings of investee companies.

研究分野：コーポレートファイナンスの実証分析

キーワード：ユニバーサル・バンク コーポレートファイナンス IPO 大型投資 負債構成 企業統治

科研費による研究は、研究者の自覚と責任において実施するものです。そのため、研究の実施や研究成果の公表等については、国の要請等に基づくものではなく、その研究成果に関する見解や責任は、研究者個人に帰属します。

様式 C - 19、F - 19 - 1 (共通)

1. 研究開始当初の背景

1980年代後半から米国においてグラス＝スティーガル法が段階的に緩和される中、ユニバーサル・バンクが経済効率性にもたらす影響について多くの研究が蓄積された。当初、ユニバーサル・バンクは何らかの点で経済効率性を促進するとする研究が多かったが、近年、負の側面を報告する研究も増えており、その経済的な帰結を再検討する機運が高まっている。

第一に、商業銀行業務と証券引受業務を同じ金融グループが実施する場合についての研究である。当初は、発行企業の質に関する保証効果仮説 (certification hypothesis) を支持する研究が多かったが、近年、ユニバーサル・バンクは共同主幹事の採用により情報生産インセンティブを低下させているとする研究もある (Shivdasani and Song, 2011)。

第二に、ユニバーサル・バンクの資産運用部門と商業銀行部門との関連についての研究である。貸付先企業や投資家にとって効率性を促進するとする研究がいくつかあるが、ユニバーサル・バンクは、運用するファンドのパフォーマンスを犠牲にして投資先企業への支配力を高め、他の金融サービスを購入させる圧力に活用しているとする研究もある (Ferreira, Matos, and Pires, 2018)。

第三に、ユニバーサル・バンクの顧客企業が得た経済的メリット・デメリットについての研究である。ユニバーサル・バンクは高リスク企業の資金調達をサポートし、そうした企業の業績を向上させるとする研究があるが、一方でユニバーサル・バンクは投資銀行取引を獲得しやすい大企業にのみ注意を向ける、ユニバーサル・バンクを形成する再編過程で、被買収銀行の顧客企業が不利益を被るといった研究もある。

2. 研究の目的

本研究の目的は、我が国のデータを用い、ユニバーサル・バンクが経済効率性にどのような影響をもたらすのかを実証的に明らかにすることである。この研究目的のために、我が国でユニバーサル・バンクを形成している金融グループの多様な事業部門において、ユニバーサル・バンクとしてどのような独自のインセンティブが生じるかを検討し、そうしたインセンティブが取引顧客に対してどのような影響を及ぼしているかを分析する。また企業統治の観点から、金融グループによる投資先企業へのエンゲージメントについても検討する。分析結果から、ユニバーサル・バンクの金融コングロマリットとしての統合形態がもたらす経済効率性への影響を総合的に検討する。

3. 研究の方法

本研究は主に三つのパートからなっているので、パートごとに研究方法を述べる。第一のパートでは、ユニバーサル・バンクの顧客企業が実施した新規株式上場 (initial public offering: IPO) という取引に焦点を絞り、ユニバーサル・バンクの多様な事業内容と IPO 時の価格形成との関連について実証的に分析する。具体的には IPO 銘柄ごとの価格形成に関する詳細なデータを集め、IPO 企業の財務属性をコントロールしながら、主幹事となった金融グループの属性との関連を分析する。

第二のパートでは、ユニバーサル・バンクにおける商業銀行部門と貸付先企業との関係が、その貸付先企業の大型設備投資行動にどのような影響をもたらすかを分析する。借入関係の計測に当たっては、借入先銀行の規模、借入銀行集中度、借入の期間構造の観点から検討する。金融機関のコングロマリット化が完了した以降の期間のサンプルを用い、生存分析を投資行動分析に応用する。

第三のパートでは、多様な金融事業を展開する金融グループにおいて、グループ内資産運用会社・部門が投資先企業の株主総会においてどのような議決権行使行動を取っているかを分析する。特に金融グループ間のコーディネーションがどのように形成されているのかをネットワーク分析の手法を用いて検証し、そうした金融機関のコーディネーションが議決権行使行動にどのように影響しているのかを分析する。

4. 研究成果

(1) ユニバーサル・バンクの顧客企業の新規株式上場に関する分析

ユニバーサル・バンクにおける商業銀行業務と投資銀行業務の相互関連について示唆を得るために、新規株式上場 (IPO) を実施した企業の価格形成過程 (ロードショー、ブックビルディング、公開日の初値形成) の詳細なデータを用いて分析した。分析結果によれば、機関投資家を対象にしたロードショーでは IPO 企業の価値評価に関する私的な情報は表明されるものの、市場における初値形成には個人投資家を中心とした市場センチメントが大きな役割を果たしていること、そしてユニバーサル・バンク・グループが主幹事を務める場合にも、IPO 銘柄の機関投資家への配分が私的情報の表明とは相関しておらず、ユニバーサル・バンクの持つ情報優位性が IPO 株の効率的な価格形成に生かされていないことが示唆された (Figure 1)。

Figure 1 OLS Regression of Institutional Allocation on Information Variables

Variables	Alloc_Inst_wo_ESOP	
Information Variables	(t-value)	
Diff_..._yHot	-0.0143	-0.68
First_Price_Adjst	0.0371	0.53
Positive_Value_1st_Adjst	0.1586	1.13
Second_Price_Adjst	0.5403	1.25
Positive_Value_2nd_Adjst	-1.3757	-1.57
Ln_Filing_P_Range	0.2981	1.30
Ln_MRJQ(SB)	-0.0873	-1.16
Ln_MRJQ(BB)	-0.0859	-0.68
Ln_MRJQ(RS)	0.0926	1.15
JQ_PreFL_M20_to_0	0.1726	2.42 *
JQ_PreFL_M40_to_M20	0.1418	2.07 *
JQ_PreFL_M100_to_M40	-0.0189	-0.52
Ln_T_Offering_wo_OA	0.0267	5.87 **
OA_Fraction_Ex	-0.0700	-0.62
BRUW_MKT_Pwr	-0.1044	-1.68
Ln_Fee	-0.9865	-1.50
Emerging_M_D	0.0016	0.24
Big_CB_I (instrument)	0.0533	5.78 **
Big_IB_D (instrument)	0.0610	5.13 **
Mid_CB_i (instrument)	0.0508	3.02 **
Cons	0.1228	1.55
Industry (D)	Yes	
Year (D)	Yes	
R-sq	0.308	
N	976	

(2) 企業とユニバーサル・バンクとの借入関係が企業の設備投資にもたらす影響の分析

企業とユニバーサル・バンクとの借入関係が企業の設備投資にもたらす影響を、借入銀行集中度と期間構造の観点から分析したことである。分析結果によれば、借入をユニバーサル・バンク一行に集約するよりも、ユニバーサル・バンク間で分散化した方が設備投資を誘発する確率が高まること、借入期間を長くした方が、設備投資の実施には有利であることが判明した。企業が借入をする場合、ユニバーサル・バンクは情報独占力を行行使すが、企業側は借入行を多様化して交渉力を高めることや借入期間を長くすることで対処している実態が示唆された (Figure 2)。

Figure 2

Impact of the borrowing relationships with mega banks on the likelihood of large investments

Variables	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)
No mega bank	0.849*** (0.0486)				
Only one mega bank		0.931* (0.0354)			1.102 (0.0698)
Two mega banks			0.997 (0.0319)		1.173*** (0.0720)
All three mega banks				1.103*** (0.0357)	1.249*** (0.0770)
Control variables	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
Industry	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
Year	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
Log likelihood	-24865.857	-24867.298	-24868.506	-24865.13	-24862.705
Observations	13,566	13,566	13,566	13,566	13,566

***, **, * denote significance at the 1%, 5%, 10% levels, respectively.

(3) 金融グループ間のコーディネーションに関する分析

金融グループ内資産運用会社・部門が投資先企業の株主総会においてどのような議決権行使行動を取っているかを分析した。主要な分析結果は、同一グループ内の複数の資産運用部門が協調して議決権行使を実施している、グループを超えた他の金融機関とのコーディネーションが存在する可能性が高いという2点である。こうした金融グループ間のコーディネーションの存在は、ユニバーサル・バンクを分析する際に、グループ単位ではなく新たに発見されたコーディネーションが行われているコミュニティ単位で検討する必要性を示唆している。

<参考文献>

Ferreira, M.A., P. Matos, and P. Pires, 2018, "Asset management within commercial banking groups: international evidence", *Journal of Finance* 73, pp.2181-2227.

Shivdasani, Anil and Wei-Ling Song, 2011, "Breaking down the barriers: Competition, syndicate structure, and underwriting incentives", *Journal of Financial Economics* 99, pp.581-600.

5. 主な発表論文等

〔雑誌論文〕 計1件（うち査読付論文 1件 / うち国際共著 0件 / うちオープンアクセス 0件）

1. 著者名 Takato Hiraki, Akitoshi Ito	4. 巻 78
2. 論文標題 Two-step price adjustments of IPO book building in Japan	5. 発行年 2023年
3. 雑誌名 Pacific-Basin Finance Journal	6. 最初と最後の頁 101977
掲載論文のDOI（デジタルオブジェクト識別子） 10.1016/j.pacfin.2023.101977	査読の有無 有
オープンアクセス オープンアクセスではない、又はオープンアクセスが困難	国際共著 -

〔学会発表〕 計2件（うち招待講演 0件 / うち国際学会 1件）

1. 発表者名 菊地和宏、伊藤彰敏
2. 発表標題 負債の期間構造と企業の大型投資
3. 学会等名 日本経営財務研究学会
4. 発表年 2022年

1. 発表者名 伊藤彰敏
2. 発表標題 Two-step price adjustments of IPO book building in Japan
3. 学会等名 JFA-PBFJ Special Issue Conference（国際学会）
4. 発表年 2021年

〔図書〕 計0件

〔産業財産権〕

〔その他〕

2022年3月31日関西ファイナンス会計研究会（立命館大学）でのセミナー
「商業銀行との借入関係と企業の大型投資」（菊地和宏、伊藤彰敏）

6. 研究組織

	氏名 (ローマ字氏名) (研究者番号)	所属研究機関・部局・職 (機関番号)	備考
--	---------------------------	-----------------------	----

7. 科研費を使用して開催した国際研究集会

〔国際研究集会〕 計0件

8. 本研究に関連して実施した国際共同研究の実施状況

共同研究相手国	相手方研究機関
---------	---------