

リスク・シェアリングとメインバンク

一橋大学大学院

李 建平

<報告要旨>

暗黙的契約理論によると、銀行と企業の間でのリスク・シェアリングが双方に利得をもたらすと考えられている。しかし、日本の企業を対象に考察した先行研究では、この点に関して一般的に受け入れられる実証的な結論がまだ得られていないようである。

日本のメインバンクが金融費用調整を通じて顧客企業の収益を安定化させるという仮説については、否定する実証研究(例えば、堀内・福田(1987))があれば、支持する実証研究(例えば、広田(1990))もある。しかし、それらの先行研究にはサンプル選択や実証方法、またそれらのサンプル期間がせいぜい1980年代の後半までであり、社債発行が急増した1986年から1990年代の後半までのデータを用いていない点に再検討する余地があると思われる。さらに、Khanna and Yafeh(2002)は日本の金融系列が企業間の配当調整によるリスク・シェアリングを促進する効果を持つことを実証的に示しているが、その配当調整におけるメインバンク関係の効果に対する実証研究についてはいまだなされていないようである。

最近、いくつかの実証研究は金融市場の自由化の進展に伴って日本のメインバンクが顧客企業から「搾取」したレントが少なくなり(Weinstein and Yafeh(1998))、特に1990年代になってからメインバンクがそのレントを完全に取れなくなった(Okamuro and Li(2002))ことを示している。その場合、そのレントを取得できないメインバンクが顧客企業に保険を提供するインセンティブを持たなくなると予想される。

上述の先行研究を踏まえて、本稿は、企業の資金調達手段が制約された時期(1975～85年)および企業の資金調達手段が多様化した(1986～96年)時期の化学・電機・機械の三大産業の企業のパネルデータを用いて、企業の収益安定化におけるメインバンク関係の効果およびその変化を考察した。結果は簡潔に次の2点にまとめられる。

1)金融費用調整におけるメインバンク関係の効果について、第1期(1977～85年)に化学・電機の二つの産業においては有意であったが、第2期(1989～96年)になると、化学・電機・機械の三つの産業のいずれにおいても有意ではなかった。2)配当調整におけるメインバンク関係の効果について、両期間のいずれの産業においても有意に見られなかった。

李建平氏『リスク・シェアリングとメインバンク』コメント

2002.05.18

細野 薫

1. 内容

化学・電気機械・一般機械に属する上場企業（285社）のデータを用いて、メインバンクが金融費用、配当収益を通じて営業利益の変動を（部分的に）相殺しているかを検証。

推計結果：リスク・シェアリングの有無

	金融費用		配当収益	
	1977-85	1988-96	1979-85	1989-96
化学	あり	なし	なし	なし
電気機械	あり	なし	なし	なし
一般機械	なし	なし	なし	なし

2. 評価

先行研究を踏まえつつ、定式化、推計方法の両面でそれらを改善し、手堅い実証分析が行われている。結果も、妥当と思われる。

3. 主なコメント

(1) モチベーション：今日、リスク・シェアリング仮説を検証する意義は何か？

- ・ リスク・シェアリング仮説（暗黙の契約理論）の前提
「借り手企業」が、経常利益（営業利益＋金融収支等）や当期純利益（経常利益＋特別損益等）の変動を嫌うことが前提。
明示的な契約や取引によるリスクシェアが不可能なので、銀行・企業間の長期的関係によってリスクをシェアする。
- ・ なぜ企業は経常利益を気にするのか？ 流動性制約が存在する場合は、キャッシュフローが枯渇すると有望な投資が実現できない可能性がある。それを避けるためには、キャッシュフローを安定させることが必要。こうした考え方に沿えば、比較的業績の悪い企業・時期に絞って検証してみるとか、もう少しダメな産業を選んでみるものが考えられるのではないか。
- ・ メインバンク以外のリスクシェアの方法は本当はないのか？ デリバティブを含む資本市場によって、リスクシェアはある程度可能では？

・極端に言えば、リスクシェア仮説は、企業の収益に応じて金利が変動するという意味で、銀行が株主になっているようなもの。では、なぜ株式で資金を調達しないのか？データの制約上止むを得ないとはいえ、上場企業でリスク・シェアリング仮説を検証する意義は何か？

(2) 定量的な効果はどの程度か？

例えば、前半期の化学で、リスクシェアの推計値(MB*OPのパラメータ-0.034)に営業利益の標準偏差(0.050)を掛けたものを、営業利益の平均値(0.078)で割ると、0.022。つまり、営業利益の1%の変動に対し、2%程度は相殺される。経常利益や当期損益への影響は限定的？

(3) 企業の受取配当にメインバンクが影響を与える手段は何か？

リスク・シェアリング仮説は、主に、企業間の個別ショックを銀行が吸収することを念頭に置いているのではないか？業績の悪い企業に対する配当を多めにし、いい企業に対する配当を少なめにするということは可能か？

討論者からのコメントに対する回答

2002年6月11日

李 建平

(1) モチベーション

・なぜ企業は経常利益を気にするのか。

「流動性制約が存在する場合は、キャッシュフローが枯渇すると有望な投資が実現できない可能性がある。それを避けるためには、キャッシュフローを安定させることが必要。こうした考え方に沿えば、比較的業績の悪い企業・時期に絞って検証してみるとか、もう少しダメな産業を選んでみるものが考えられるのではないか。」

筆者の実証研究「企業の財務危機とメインバンク」¹は上の討論者の観点に沿って日本の製造業の東証上場企業を対象に考察したが、今回の論文の基本的な考え方は企業の経常利益の安定化が企業の経営者の地位の維持およびメインバンクの経営の安定化にかかわるといものである。また、今回の論文の考察対象は化学・電機・機械という日本の成長産業の企業であったが、今後繊維などの弱い産業の企業をも対象に考察するつもりである。

¹ 2001年日本経済学会秋季大会で発表した論文である。

・「極端に言えば、リスクシェア仮説は、企業の収益に応じて金利が変動するという意味で、銀行が株主になっているようなもの。では、なぜ株式で資金を調達しないのか？データの制約上止むを得ないとはいえ、上場企業でリスク・シェアリング仮説を検証する意義は何か？」

日本の企業はアメリカの企業と比較すると、銀行借入依存度が高い。その原因の一つとして日本のメインバンクは顧客企業の収益を安定化させるように金利調整を行っていることであると考えられている。

(2)定量的な効果はどの程度か？

本稿の基本的な考え方は堀内・福田(1987)と同じものである。会計上、経常利益=営業利益+営業外収益-営業外費用となっている。そこでは、営業外費用の8割強は金融費用で占められており、金融費用のほとんどすべてが支払利息・割引料で占められている。企業の目的が経常利益を安定化させることにあれば、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、金融費用が相殺的に調整される必要がある²。安定的かつ密接なメインバンク関係の下で銀行と企業の間で現実にリスク・シェアリングが行われているなら、交差項 $MBOP_{it}$ の係数 (ϕ_1) は有意に正となることが期待される。

本稿の目的は日本のメインバンク関係が現実に銀行・企業間のリスク・シェアリングに対して貢献があるか否かを確かめることである。実証結果では $MBOP_{it}$ の係数 (ϕ_1) の推定値は有意に正となっている。これはメインバンク関係が銀行・企業間のリスク・シェアリングを促進する役割を果たしていることを裏付けている。

(3)企業の受取配当にメインバンクが影響を与える手段は何か？

一般にメインバンクが直接に企業の受取配当に影響を与える手段を持っていないと思われる。しかし、Khanna and Yafeh(2002)の実証結果は金融系列関係が企業の収益が安定化されるための配当調整を促進する効果を持つことを示している。系列所属企業と長期的かつ密接な取引関係を維持し、金融系列の中核をなしている銀行が系列所属企業への保険提供者の役割を果たしているという Nakatani(1984)の観点から、Khanna and Yafeh(2002)の実証結果が間接的にメインバンク関係が配当調整を促進する効果を持つことを裏付けていると考えられる。ただし、彼らの実証分析に対象企業の受取配当から子会社などからの受取配当を除いていなかったという問題点がある。本稿では子会社などからの受取配当を考慮し実証分析して得られた結果ではメインバンク関係が企業の受取配当に影響を与えなかったことを示している。したがって、本稿の実証結果は関係会社からの受取配当を考慮し

² 堀内・福田(1987)p.17を参照。

なかった Khanna and Yafeh(2002)の分析結果に疑問を投げかけている。

(4)その他

長期・短期約定平均金利および自己資本比率などを用いて確かめたが、本稿の実証結果に大きな変化がなかった。

4 . マイナーなコメント

(1) 定式化についての若干のサジェスチョン

- ・ 金融費用の推計で、借入の満期構成を考慮するため、長期借入残高を含めている点は、堀内・福田（1987）からの改善点だが、長短スプレッドは変化する。最近では、長期約定平均金利と短期約定平均金利が公表されているので、それぞれ、長期・短期借入残高を乗じたものを説明変数としてはどうか。
- ・ 金利のリスクプレミアムに影響を及ぼす変数として、規模（総資産の対数値）のみを含めているが、自己資本比率なども含めてはどうか。

(2) GMMの定式化の検定量（2階の系列相関の有無）は？