

経済発展と銀行－企業関係の変容

永野 護*

The Bank-Firm Relationship under Economic Transition

Mamoru NAGANO

要旨：本研究は新興国の市場経済化がもたらす銀行－企業関係への影響を検証した。第一の結論は、経済発展初期は、新興国では銀行の政府所有比率が高く、借り手の信用リスクは、政府に負担される。第二に、民営化により、財閥の銀行所有が増加した場合、市場経済は結果的に、銀行・借り手の経営を不安定化させる。第三に、民営化により、外国人の銀行所有が増加した場合、銀行はリスク回避的となるが、経営は安定する。

Abstract :

This study analyzes the lending relationship in emerging economies. The study first demonstrates that a state-owned bank is risk tolerant at the initial stage of the economic development. Second, this study shows that a business group-owned bank's risk appetite increases as the bank privatization progresses at the second stage of the development. Third, a foreign-owned bank is conversely risk averse even after the privatization.

キーワード：ソフトな予算制約、銀行－企業関係、リスク選好度

1. はじめに

先進国では、商業銀行と借り手企業の長期取引関係がもたらす互いの経営パフォーマンスへの影響は、すでに数多くの研究が取り組んできた課題である。一連の先行研究では、少なくとも先進国においてはこの取引関係は双方のパフォーマンスに好影響を与える結論が支持されている。日本のメインバンク制度はその典型事例である。一方で、金融システム発展が途上にある新興国の銀行－企業関係も、先進国を標本とする研究からもたらされた結論と同じ解釈が可能なのだろうか？新興国には、中央政府と国有銀行、国有銀行と国有企業が、ソフト予算制約とよばれる、先進国には見られない銀行－企業関係が観察される国もあり、この銀行－企業関係が互いの経営パフォーマ

ンスにもたらす影響は、先進国とは異なる可能性がある。本稿はこうした問題意識をもとに、新興国での銀行－企業関係が先進国とは異なる性格を持つことを分析を通じて示す。

先進国の銀行システムに比べ、市場経済化が途上にある新興国の銀行システムのひとつの特徴は、政府や地場ビジネス・グループに所有されるケースが、銀行と借り手双方においてが数多く存在することである。こうした背景を踏まえ、米国連邦準備制度理事会のアレン・バーガー博士らの研究では、新興国の政府保有銀行の経営パフォーマンスは低収益性が著しい、もしくは低費用効率であることを指摘している。また、政府、地場ビジネス・グループに保有される借り手企業についても、アメリカン大学シャールジャ校のナジャレス・ボーバクリ教授らが、経営パフォーマンスが

*成蹊大学経済学部教授

劣り、高財務リスクを抱えることを報告している。このように既存研究では、新興国の銀行、借り手企業、それぞれについての研究成果が報告されているが、一方で、これまでの先行研究では、この両者の取引関係がもたらす影響について、報告した事例は少ない。

ハンガリーの経済学を牽引し続けてきたヤノシュ・コルナイ博士の1980年前後の著名な研究、政府と国営企業間に生じるソフト予算制約問題に関する研究では、幾つかの実証研究成果が報告されている。近年は多くの東欧諸国の企業を標本とする実証研究において、企業設備投資時の金融制約を確認することで、ソフト予算制約の存在を実証的に確認している。また、銀行業についてはグローニンゲン大学のロバート・レンシンク教授らが、借り手企業に関してはボッコニ大学のベルナルド・ボルトロッチ教授などが、それぞれ所在国における法制度や金融行政の関与の仕方が異なる場合、所有構造がもたらす経営パフォーマンスへの影響も異なる、という実証結果を報告している。こうした先行研究を踏まえ、本稿の分析においても、各国の法制度、金融自由化度、銀行市場の発展度に関する定量変数、マクロ経済変数もコントロール変数として採用する。次節では本稿が関係する先行研究と本稿の仮説を説明し、本稿の先行研究の中での位置付けと、何が先行研究にはない新たな研究であるのかを説明する。次々節では分析結果を紹介し、最後に結論を提示する。

2. 先行研究

2.1 政府保有銀行 vs. 借り手企業の先行研究

これまで数多くの研究が、銀行の政府保有がもたらす銀行経営への影響について報告している。これらの研究のうち、銀行の政府所有が金融危機時の経営リスクを軽減したと前向きに評価する研究は少数派で、過去の研究は押しなべて政府保有銀行の経営パフォーマンスが低調、もしくは費用効率性が低いか、信用リスクが高い融資活動を行うことを報告している。借り手企業の経営パフォーマンスに与える政府による株式保有の影響については、中国企業に焦点を当てた研究、東欧諸国

を標本とする研究、そして複数新興国企業の比較研究、といった3パターンの研究成果が報告されており、これらの研究でも国有企業の経営パフォーマンスが低いことで概ね見解の一致を見ている。中国の国営借り手企業に関する研究では、政府株式保有比率の高まりや、官僚出身CEOの有無、いずれにおいても、政府の関与は収益性の低下、財務リスクを高めることで結論の一致を見ている。一方で、これらの研究では、政府保有比率と借り手企業の金融制約の関係については、政府による経営の関与は借り手の金融制約を改善していないと結論付ける研究と、企業の政府所有はこれらの企業の金融制約を緩和させるという、対極的な結論を提示している研究報告がある。

東欧諸国を標本とする研究では政府の借り手企業の保有が、予算制約を緩和するソフト予算制約的な傾向をもたらす報告が多い一方、こうした関係が結果的に借り手企業の負債のコストを高めるなど、企業の経営に負の影響をもたらすことを報告している。また、複数新興国の比較研究では、EU 14 か国 1651 企業を標本とするアイオワ州立大学のギンカ・ボリソヴァ准教授らの研究では、Bolosova et al. (2012) において、政府保有比率の低下は負債のクレジットスプレッドを上昇させるが、完全に民間部門の企業の負債のクレジットスプレッドは政府所有比率が高い企業のクレジットスプレッドよりも低いことを指摘している。また、OECD 諸国の民営化企業を標本とするボルトロッチ教授らの研究では、旧国営企業は民営化後も、法制度が大陸法体系か英米法体系であるか、比例代表選挙制度、中央集権的行政システムを採用しているか否かで、政府保有率が再び上昇すると報告している。

2.2 民間部門の銀行・企業所有の先行研究

先行研究では、ビジネス・グループに保有される場合の影響についても、幾つかの研究成果が報告されている。テネシー大学アルバロ・タバワダ准教授による欧米、南米、東アジアの旧国営企業の研究 {Taboada et al. (2011)} では、民営化後の銀行は、非金融企業や機関投資家等による所有集中が強まる傾向が強く、こうした所有の集中は

生産性が低い企業への融資を促進することを指摘している。また、仏リモジエス大学研究グループの研究では、非上場銀行はファミリー企業への所有集中が進むとリスク回避的の投融資を実施し、非金融企業や機関投資家の場合にはリスク選好型の投融資を行うことを報告している。後者の結論はタボワダ准教授の結論とも一致する。また、39カ国 209 旧国営企業を分析したナジャレス・ボーバクリ教授は、Boubakri et al. (2005) において、かつて政府により保有された銀行が、政府株式放出後、地場ビジネスグループに所有される場合に、銀行の信用リスクが上昇することを指摘している。46 カ国 251 サンプルのカントリー・パネルデータを用いた検証を行った世界銀行の研究グループは、政府、非金融企業、機関投資家を問わず、特定の所有者への所有集中はやはり銀行のリスク態度を強めると結論付けている。いずれの研究においても民営化後の銀行の非金融企業による所有比率の上昇は、銀行のリスク態度を強めるとの見解で一致している。

ボーバクリ教授らは、Boubakri et al. (2008) において、旧国有銀行は民営化後、ファミリー企業、外資、機関投資家への所有集中が迅速に進み、市場支配力が上昇することもあわせて示唆している。銀行の市場支配力とリスクテイク行動との関係の検証は、他にも多くの研究者が分析を行っており、市場支配力が強い銀行は、債務不履行リスクが高い借手を抱える傾向があると結論と、逆に信用リスクが低い顧客（借手）が多いという、異なる結論が導出されている。仮に前者が正しければ、民営化後、ファミリー企業等への所有集中が進行した旧国有銀行は、信用リスクが高い借手への融資を抱え込んでいることになる。他にスプロット大学のアイザック・オチョア教授らが、Otchere (2005) において、①民営化後の主要所有者が誰か、②民営化が早期に行われているか否か、③民営化後の銀行競争政策や法制度環境、の3条件次第で民営化後の経営パフォーマンスが異なることを報告している。

また、民営化後の借手企業の所有構造と経営パフォーマンスの関係に関する研究では、ペイス大学のマシュー・モレー教授らが、詳細な分析を

行っている。彼らは、Morey et al. (2009) において、銀行が借手企業の主要株主である場合には企業価値は上昇し、その他の場合は借手企業のパフォーマンスは一律ではないことを指摘している。また関連研究の研究成果に共通する点は、いずれも所有構造が経営パフォーマンスに影響するか否かは、その後の制度的要因やコーポレートガバナンスに因るとの述べている点である。1980-2001 年の 39 カ国、209 民営化企業を分析したボーバクリ教授 {Boubakri et al. (2009)} らは、民営化後の旧国営企業は、ファミリー企業、機関投資家への所有集中が進みやすい傾向があることを指摘している。

2.3 外国人保有比率と銀行・借手企業の先行研究

外国人比率の上昇がもたらす銀行への影響も、これまでの研究成果では議論が分かれる点である。ウェスラン大学のジョン・ボニン教授らは、Bonin et al. (2005 a) および Bonin et al. (2005 b) において、外国人保有の銀行経営パフォーマンスに対する影響も検証しており、いずれもこの影響については肯定的な結論を導出している。一方、1998 年から 2003 年の 105 カ国、2095 銀行のデータを検証したレンシンク教授らは、Lensink et al. (2008) において、外国人保有は銀行の費用効率性に負の影響をもたらすという逆の結論を提示している。また他の研究においても外国人所有比率の上昇は銀行の金利収入に負の影響をもたらすと結論付ける研究成果は多い。

借手企業の外国人所有がもたらす影響については、ニューサウスウェールズ大学のチェン教授らによる中国上場企業 1,458 社を対象とする研究 Chen et al. (2013) では、外国人保有比率の上昇は株価ボラティリティを低下させるとの結論が報告されている。併せてこの研究では、政府やビジネス・グループ、ファミリー企業に借手企業が株式を所有される場合には、この企業の全般的な経営リスクは高まっているが、外国人所有比率が上昇するにつれて、このリスクは低下することも付記されている。中国以外の国々を標本とする研究においても、多くの新興国において、外国人所

有集中が株価ボラティリティと負の関係にあり、経営リスクを安定化させることを指摘している。

上記の先行研究の動向をまとめると、先行研究では、銀行の外国人所有比率の上昇は、銀行の経営パフォーマンスを改善させる結果、費用効率性を低下させる結論の双方が提示されている。他方、借り手企業へ外国人所有比率の上昇がもたらす影響は、これらの企業の経営リスクを低減させ、パフォーマンスを改善する効果を持つことで一致している。

3. 分 析

3.1 標本

新興国における銀行－企業関係の強さや程度を示す変数には、後述する銀行、借り手企業それぞれの所有比率を採用した。この他、借入企業が複数の商業銀行からの借入れを受けている影響をコントロールする変数として、借り手企業の銀行借入総額を銀行の時価資本額で除した変数を採用する。すなわち、この比率は、借り手企業に融資を行っている銀行数の代理変数であり、主取引銀行への借入依存度の高低を示す変数である。

銀行と借り手企業の所有構造を示す変数は、まず銀行の所有データはブルームバーグ社端末より入手した。残念ながら、同社端末から入手可能なデータは、直近データのみであり、またこの直近時点が銀行により 2009 年から 2011 年まで異なるという難点もある。このため本研究では、次の手続きにより各年ごとの各銀行所有データを算出した。まず各上場銀行の被所有比率、被所有株式数データの直近時点を確認し、あわせてブルームバーグ社端末から商業銀行株式の被保有株式移動数、株式移動比率、移動年月日を入手する。このデータを用い、それぞれ異なる直近時点の保有比率から 2000 年時点まで、移動が発生した時点での株式数を増減し、2000 年から 2009 年までの銀行被保有株式数を各ステークホルダーごとに算出する。他方、2000 年から 2009 年の間、これらの銀行が株式増資、自己株式買取りを行っている可能性を考慮し、各年の総発行済み株式数を別途入手し、政府、非金融企業、外国人の所有比率を算出した。借り手企業の所有比率データは、直近の

みならず、各年ごとにビューロバンダイク社が提供するデータベース、OSIRIS が提供しているため、これを採用した。本稿で標本する借り手企業は、全てビューロバンダイク社が提供するデータベース、OSIRIS において「主取引銀行」名の記載がある企業である。また、借り手に関わる変数にはこの他、収益性、内部資金力の代理変数として借り手企業の総資産利益率、②負債・資本比率、を採用した。

本研究で採用する 1,081 の商業銀行は 11 カ国に本店所在地が各国に跨っている。この銀行市場環境がもたらす影響を除去するため、実証分析では次の 6 つの銀行市場を示す変数を採用している。まず採用銀行が所在する国の所得水準を示す変数としてドル建てでの一人当たり国内総生産を採用した。この理由は、金融深化と経済発展の関係に関する先行研究が示す通り、経済発展と銀行市場の発展には明確な正の関係が存在することが多くの研究で支持されるためである。その国々の人口規模も同様の理由で、所得水準のみならず経済規模も金融深化ならびに銀行市場の発展度に影響を与えうると考えたためである。それぞれのデータは国際通貨基金、International Financial Statistics Yearbook 各年版から採用している。

また市場構造を示す変数として各銀行の各年の国内市場シェアを採用した。この変数の目的は、アテネ大学アゴラキ教授らが指摘する通り、銀行の市場支配力も銀行のリスク選択に影響を与えうると考えられるためである。このデータは各銀行データであるため、トムソンロイター社の各銀行財務データの貸出残高を国際通貨基金、International Financial Statistics Yearbook 各年版の国内民間部門与信残高の値で除して算出した。上記の一人当たり GDP、人口規模、国内市場シェアはいずれも各国の銀行市場構造に影響を与える要因もしくは市場構造そのものを表す定量的な変数であるが、その他、銀行市場の発展度、金融自由化の進展度、法制度の強度、の 3 変数を市場構造要因として採用した。これらの変数はスイス経営開発大学院 (IMD)、The World Competitiveness 各年版より用いた。同大学の The World Competitiveness は各国市場関係者にアンケート調査を実施

図表 1 東アジア・ロシア・中東諸国の標本企業数
(単位：社)

	商業銀行	借り手企業
インドネシア	116	651
タイ	69	1,084
フィリピン	87	630
マレーシア	64	1,118
インド	270	6,186
パキスタン	81	201
シンガポール	27	756
韓国	105	5,668
中国	92	414
トルコ	138	493
ロシア	32	286
計	1,081	17,485

注：商業銀行はビューロ・バンダイク社のデータに収録される借り手企業の「メインバンク」のうち上場銀行のみ。借り手企業は上場企業、非上場企業双方を含む。

資料：ビューロ・バンダイク、トムソンロイターより筆者集計

図表 2 リレーションシップ関係にある銀行・借り手企業の組み合わせ数
(単位：社)

商業銀行の所有構造				
	政府	ビジネス・グループ	外国人	
借り手	政府	46	60	8
企業の	商業銀行	93	98	22
所有構造	ビジネス・グループ	203	1,760	219
	外国人	179	284	103

注：33% 以上の所有比率を持つ株主のみ抽出。

資料：ビューロ・バンダイク、トムソンロイターより筆者集計

し、標準偏差を基準化することで法制度などの定性的な変数の国際比較が可能な定量データである。

4. 分析結果

4.1 政府所有銀行とリレーションシップ・バンキング

銀行の貸出行動におけるリスク態度を表す変数として、①各銀行の日次株価の標準偏差、および②銀行株価の変動から各国の市場インデックスの変動の影響、金融市場からの影響を除去した銀行固有のリスク度を表す変数、の2つの変数に影響

を与える諸要因を検証した結果、次の結果が得られている。まず、いずれも実証的な検証結果においても、銀行の政府保有比率は貸出におけるリスク態度に対してプラスの影響を与えているとの結果が得られている（図表 3-1）。この結果は、新興国では、政府保有銀行の貸出業務では、政府保有比率が高ければ高いほど、銀行はリスクが高い貸出先への融資を増加していることを意味しており、これまでの先行研究の結果とも整合的である。

銀行の政府保有比率が高めれば何故、銀行はリスク選好的な貸出活動を行うのか。先行研究では、政府保有銀行は、政府の開発政策に適った事業を行っている企業に対する融資を増加させるためと、説明している。すなわち、政府が開発政策を進める際に、政府が直接実施する事業の他、都市開発や地域開発に貢献する企業に対し、重点的に融資を増加させるよう株主として促すためであるというのがその解釈である。このため、政府保有銀行の融資活動は、利潤最大化行動ではなく、政府の開発政策への貢献を優先するため、過度なリスク選択を行うのではないかと考えられている。同時に、仮に返済能力が低い都市開発事業への融資を拡大させたとしても、最後は政府が銀行を救済するのではないかと、銀行自身が考えているため、貸出活動が純粋な民間部門の銀行に比べると異なる産業、企業へのアプローチを強めると見られる。

一方、この貸出においてリスク選好的な態度を強める政府保有銀行も、借り手が政府保有企業が多い場合には、全般的にそのリスク度は緩和されることが、図表 3-1 に示されている。すなわち、銀行とリレーションシップ関係にある企業の政府所有比率と被説明変数である銀行のリスク変数とは負の有意な関係にあり、これは、政府保有企業への融資は、借り手自身が最終的には政府に救済される可能性が高いため、銀行自身のリスク選好度を相殺することを示している。したがって、これらの分析結果を踏まえると、新興国において政府保有銀行の貸出におけるリスクテイク度を決めているのは、銀行の所有構造だけではなく、リレーションシップ関係にある借り手企業の所有構造

図表 3-1 政府保有銀行 vs. 政府保有企業の分析結果

説明変数	被説明変数		
	(A) トータル・リスク	(B) 銀行固有の経営リスク	(C) 外部要因からの経営リスク
a. 銀行政府所有比率	0.312*** (8.000)	0.064* (1.620)	2.607*** (13.370)
b. 借り手企業政府所有比率	-0.137*** (-2.870)	-0.142*** (-2.930)	-0.136 (-0.570)
c. a. × b.	-0.025 (-0.610)	-0.137 (-0.670)	0.025 (0.600)
d. 借り手企業借入額／銀行資本	0.098*** (4.810)	0.197*** (9.520)	0.240** (2.360)
e. 一人当たり GDP	0.077*** (23.370)	0.080*** (23.760)	0.293*** (17.690)
f. 貸出市場シェア	0.450*** (23.300)	0.693*** (35.440)	2.786*** (28.840)
g. 銀行市場発展度指数	-2.436*** (-30.460)	-4.853*** (-59.530)	-0.319 (-0.800)
h. 金融自由化指数	1.172*** (8.390)	4.929*** (34.600)	-10.778*** (-15.430)
定数項	0.186** (2.020)	-0.923*** (-9.840)	6.753*** (14.670)
Pseudo R 2	0.460	0.639	0.491
標本数	17,485	17,485	17,485

注：***, **, *はそれぞれ1%、5%、10% での有意水準を示す。

もその決定要因であると解釈することができる。

また、借り手企業の銀行借入額を主取引銀行の資本価値で除した変数は、銀行の2種類のリスク変数に対してすべて正に有意な影響を与えることも図表 3-1 ではあわせて示されている。この結果は、銀行－企業関係がどのような所有構造であるかに関わらず、ひとつの借り手の銀行借入額が大きいほど銀行の経営リスクを全般的に高めていることを示唆している。これは図表 3-1 のみならず図表 3-1～3-3 に共通した実証結果である。銀行市場構造が与える銀行のリスクテイク度については、一人当たり GDP、国内貸出市場シェア、人口規模、金融自由化進展度、いずれの要因も正の有意な影響をもたらしている。この結果は、一人当たり所得水準が高く、銀行の市場シェアが大きく、人口規模も大きい金融自由化が進行した国では、銀行のリスクテイクが後押しされる傾向を示している。

4.2 ビジネス・グループとリレーションシップ・バンキング

図表 3-2 では、銀行の政府保有比率と借り手企業のビジネス・グループ保有比率の関係、銀行のビジネス・グループ保有比率と借り手企業のビジネス・グループ保有比率の関係が示されている。前者の銀行の政府保有比率とリスク態度との関係では、銀行の政府保有比率は前節の分析同様、高まれば高まるほど銀行はリスク選好的になるという結果が得られている。一方、借り手のビジネス・グループ保有比率と銀行のリスク態度との関係では、借り手のビジネス・グループ保有比率が上昇すればするほど、銀行はリスク選好的な融資業務を行うとの結果が得られている。

上記の結果はすなわち、同じ政府に所有される銀行であっても、借り手企業の所有者が中央政府であるか地場ビジネス・グループであるかにより、銀行のリスク態度が正反対になることを意味している。なぜこのような結果が得られるのか。香港中文大学のジョセフ・ファン教授らの研究グループの実証では、国有企業が民営化を実施する

図表 3-2 政府保有銀行 vs. 財閥グループ保有企業の分析結果

説明変数	被説明変数		
	(D) 銀行固有の 経営リスク	(E) 銀行固有の 経営リスク	(F) 外部要因からの 経営リスク
a. 銀行政府所有比率	0.067*		
b. 銀行財閥所有比率	(1.680)		
c. 借り手企業財閥所有比率		0.198*** (3.460)	0.018*** (4.150)
d. a. × c.	0.018* (1.850)	0.028* (1.850)	-0.042 (-0.580)
e. b. × c.	0.021* (1.650)		
f. 借り手企業借入額／銀行資本		0.035** (2.290)	-0.006 (-0.080)
g. 一人当たり GDP	0.198*** (9.540)	0.184*** (8.900)	0.250** (2.450)
h. 貸出市場シェア	0.080*** (23.870)	0.086*** (25.700)	0.282*** (16.980)
i. 銀行市場発展度指数	0.690*** (35.280)	0.578*** (27.940)	1.969*** (19.200)
j. 金融自由化指数	-4.844*** (-59.450)	-4.969*** (-59.750)	-1.054** (-2.570)
定数項	4.915*** (34.530)	4.991*** (35.418)	-10.506*** (-15.160)
	-0.926*** (-9.860)	-0.945*** (-10.770)	8.047*** (18.620)
PseudoR 2	0.639	0.640	0.487
標本数	17,485	17,485	17,485

注：***, **, *はそれぞれ1%、5%、10%での有意水準を示す。

際、その主要な株主となる確率が高いのが地場ビジネス・グループであり、これらの財閥グループは、歴史的に中央政府と深い関係にありつつ、またグループ内企業への融資を促すため、過度にリスク選好的になる可能性がある」と指摘している。新興国においても世界的な金融自由化の潮流の影響は避けられず、1990年代から2000年代にかけて、多くの国有企業が民営化を進め、財閥グループがその主要な株主となっている。図表3-2の実証結果は、これらの銀行は、過度にリスクが高い貸出先への融資を増加させる傾向があることを示している。

また図表3-2では同様に、銀行の株主が地場ビジネス・グループの場合も、借り手企業の所有者がビジネス・グループである場合には、過度にリスク選好的な融資業務を行うことが示されている。この状況は、銀行が民営化された場合には、借り手企業が所属するビジネス・グループに所属

する可能性が高く、その場合、グループ内企業への融資を拡大させるため、過度にリスク選好的な業務を行っていることを示している。したがって、新興国の銀行市場では、銀行の主要株主が政府、ビジネス・グループのいずれの場合においても、ビジネス・グループが主要株主である借り手企業とリレーションを有する場合には、銀行は過度にリスク選好的な貸出を行うことを分析結果は示している。

4.3 外国人投資家とリレーションシップ・バンキング

図表3-3では、銀行の外国人所有比率と銀行の貸出態度との関係についての分析結果が示されている。これを見ると、新興国の銀行の外国人株主の割合が高まることでもたらされる銀行経営への影響は、銀行の貸出を消極化させることがわかる。一方、リレーションシップ関係にある借り手

図表 3-3 外国人保有銀行 vs. 外国人保有企業の分析結果

説明変数	被説明変数		
	(G) トータル・リスク	(H) 銀行固有の経営リスク	(I) 外部要因からの経営リスク
a. 銀行外国人所有比率	0.078 (1.370)	-0.261*** (-4.500)	0.507* (1.780)
b. 借り手外国人所有比率	-0.011 (-0.490)	0.004 (0.170)	-0.134 (-1.210)
c. a. × b.	-0.041 (-1.370)	-0.063 (-1.070)	-0.247 (-1.480)
d. 借り手企業借入額／銀行資本	0.094*** (4.610)	0.200*** (9.590)	0.196* (1.910)
e. 銀行市場発展度指数	-2.376*** (-28.760)	-4.829*** (-57.390)	-0.308 (-0.740)
f. 金融自由化指数	1.055*** (7.660)	4.949*** (35.260)	-11.934*** (-17.300)
g. a. × e.	0.065* (1.670)	0.052 (1.330)	0.662*** (3.410)
h. a. × f.	-0.116** (-2.520)	-0.165*** (-3.520)	0.366* (1.690)
定数項	0.252*** (2.930)	-1.009*** (-11.510)	8.253*** (19.170)
PseudoR 2	0.447	0.628	0.472
標本数	17,485	17,485	17,485

注：***, **, *はそれぞれ1%、5%、10% での有意水準を示す。

企業の外国人保有比率の影響は、非有意（関係がない可能性が高い）であり、政府所有比率、財閥グループ保有比率とは異なり、外国人株主の場合は、リレーションシップ・バンキングとは無関係であるとの結果が得られている。

一方で、外国人に所有される国内銀行は、その所有比率が高めれば高まるほど、金融自由化が進み、銀行市場の発展度が高い場合に、銀行の貸出態度を消極化するという結果もあわせて得られている。外国人株主の所有比率が高い新興国の貸出市場、預金市場は、概ね金融自由化が進展し、銀行市場の発展度も高い国・地域が多い。図表 3-3 の分析結果は、こうした自由化と発展度合いが進んだ市場ほど、外国人所有銀行のリスク態度は負の影響がもたらされることを意味している。

2014 年にフロリダ・アトランティック大学のアニタ・ペナスール准教授らが発表したインドの商業銀行に関する研究では、インドでは、商業銀行の外国人所有比率が高めれば高まるほど、貸出行動が消極化するという、本稿と同様の結果が報告されている。彼女らはその理由として、(1) ス

テート・バンク・オブ・インディアなどの既存地場メガ銀行の市場シェアが著しく高いこと、(2) 顧客情報が外国人株主にはわかりにくいこと、の 2 つを理由として指摘している。具体的には、古い歴史を持つ巨大な地場銀行が存在する場合、これらの地場銀行はすでに国内の有力借り手企業との間でリレーションシップ関係にある場合が多く、外国人が所有する新興銀行は、クオリティが低い借り手を選ぶか貸出を留まるかの選択肢を迫られるため、後者を選ぶ銀行が多い。また、外国人株主にとって新興国の借り手企業の情報は著しく入手困難であるため、やはり、こうした情報非対称下の状況では株主は銀行経営者に消極的な経営を求める、と述べている。

5. 結 論

本稿は、中国、ロシア、韓国、インドネシア、マレーシア、タイ、フィリピン、インド、パキスタン、トルコ、ロシアの 11 カ国のユーラシア地域における銀行－企業関係の分析結果を報告した。改めて結果を振り返ると次の通りである。ま

ず、新興国はその金融制度の発展の成り立ちにおいて多くの場合、銀行部門は政府所有からスタートする。その後、経済発展とともに民営化が進行するが、経済発展の過程で政府は傘下の銀行に対して、利潤最大化行動は望まない。政府の開発政策に適った事業を営む企業に対する貸出を銀行サイドに求めるため、必然的に銀行のリスク態度はリスク選好的となる。

本稿のひとつの重要な結論は、リレーションシップ関係にある借り手企業の所有構造が、銀行のリスク態度に影響をもたらす点である。結論の第一は、政府所有銀行は通常、リスク選好的であるが、借り手企業の政府所有比率が高い場合は、このリスク選好度は緩和される。したがって、政府保有借り手企業とリレーションシップ関係にあるケースが多い政府系銀行ほど、ローンポートフォリオはリスク回避的であることになる。二つ目に重要な結論は、同じ政府保有銀行であったとしても、借り手が財閥グループ企業の場合には、結果が逆になる点である。政府保有銀行の借り手企業が政府に所有される場合には、銀行の貸出資産のリスク度は減殺されるが、借り手が民営化の過程で政府から財閥グループに所有権が移転している場合には、事業リスクは増大する。このため、銀行貸出資産に内在するリスク度も上昇し、銀行はリスク選好的な融資活動を行っていることになる。

第三に、銀行も地場財閥グループに所有される場合には、このローンポートフォリオの信用リスク度はさらに上昇する。この分析結果から得られるひとつの含意は、新興国の多くの国々では、地場財閥グループが、あらゆる産業において大きな市場シェアを有する。このため、国有銀行、国有企業の民営化の過程で、銀行経営に過度なリスクを負わせる銀行－借り手リレーションシップが形成される可能性が高いことである。

近年、世界的な金融自由化の潮流の広まりとともに、国有銀行民営化後の銀行が、外国人に所有されるケースが多発している。本稿の第四の結論は、外国人が銀行、借り手企業の株式所有比率を高める場合、リレーションシップ関係は銀行経営にとって重要ではなく、むしろ外国人（企業）進

出国の銀行市場発展度、金融自由化度、法制度の厳格性などが、銀行経営のリスク度にとって重要となることを示している。また、外国人所有比率が高い銀行は概ねリスク回避的な融資行動を採用する。これは、顧客（借り手）情報が国内地場銀行に比べ劣位になるために、恒常的にリスクを避けようとする行動に出るためである。このように、自らの意思決定によるリスクの選択により、ローンポートフォリオが過度にリスクを嗜好することはないが、国際金融市場の混乱など、外部要因がトレーディング勘定にマイナスの影響をもたらすことで、経営そのものが結果的にリスクを高めるケースが散見される。銀行市場発展度、金融自由化度が高い銀行市場において、外国人保有銀行が往々にして経営を不安定化させるのはこのためである。

参考文献

- Bonin, John P., Iftekhar Hasan, and Paul Wachtel, (2005 a), "Privatization Matters: Bank Efficiency in Transition Countries," *Journal of Banking & Finance*, Vol.29, Issue 8-9, pp.2155-2178
- Bonin, John P., Iftekhar Hasan, and Paul Wachtel, (2005 b), "Bank Performance, Efficiency and Ownership in Transition Countries," *Journal of Banking & Finance*, Vol.29, Issue 1, pp.31-53.
- Borisova, Ginka, Paul Brockman, Jesus M. Salas, and Andrey Zagorchev, (2012), "Government Ownership and Corporate Governance: Evidence from the EU," *Journal of Banking & Finance*, Vol.36, Issue 11, pp.2917-2934.
- Boubakri, Narjess, Jean-Claude Cosset, Klaus Fischer, and Omrane Guedhami, (2005), "Privatization and Bank Performance in Developing Countries," *Journal of Banking & Finance*, Vol.29, Issue 8-9, pp.2015-2041.
- Boubakri, Narjess, Jean-Claude Cosset, and Walid Saffar, (2008), "Political Connections of Newly Privatized Firms," *Journal of Corporate Finance*, Vol.14, Issue 5, pp.654-673.
- Boubakri, Narjess, Jean-Claude Cosset, and Omrane Guedhami, (2008), "Privatization in Developing Countries: Performance and Ownership Effects," *Development Policy Review*, Vol.26, Issue 3, pp.275-308.
- Boubakri, Narjess, Jean-Claude Cosset, and Walid Saffar, (2013), "The Role of State and Foreign Owners in Corporate Risk-Taking: Evidence from Privatization,"

- Journal of Financial Economics*, Vol.108, pp.641-658.
- Chen, Zhian, Jinmin Du, Donghui Li, and Rui Ouyang, (2013), "Does Foreign Institutional Ownership Increase Return Volatility? Evidence from China," *Journal of Banking & Finance*, Vol.37, Issue 2, pp.660-669.
- Lensink, Robert, Aljar Meesters, and Ilko Naaborg, (2008), "Bank Efficiency and Foreign Ownership: Do Good Institutions Matter?" *Journal of Banking & Finance*, Vol.32, Issue 5, pp.834-844.
- Morey, Matthew, Aron Gottesman, Edward Baker, and Ben Godridge, (2009), "Does Better Corporate Governance Result in Higher Valuations in Emerging Markets? Another Examination Using a New Data Set," *Journal of Banking & Finance*, Vol.33, Issue 2, pp.254-262.
- Otchere, Isaac, (2005), "Do Privatized Banks in Middle- and Low-income Countries Perform Better Than Rival Banks? An Intra-industry Analysis of Bank Privatization," *Journal of Banking & Finance*, Vol.29, Issue 8-9, pp.2067-2093.
- Taboada, Alvaro G., (2011), "The Impact of Changes in Bank Ownership Structure on the Allocation of Capital: International Evidence," *Journal of Banking & Finance*, Vol.35, Issue 10, pp.2528-2543.