九州大学学術情報リポジトリ
Kyushu University Institutional Repository

銀行株主とコーポレート・ガバナンス

内田, 交謹
九州大学大学院経済学研究院 : 准教授 : コーポレート・ファイナンス

https://doi.org/10.15017/16495

出版情報：經濟學研究. 76 (5), pp.105-122, 2010-02-15. 九州大学経済学会
バージョン：
権利関係：

KYUSHU UNIVERSITY

銀行株主とコーポレート・ガバナンス

内　田　交　謹

1．はじめに

しばしば指摘されるように、従来の日本企業はメインバンクと長期的な関係を維持してきた。メインバンクは企業の主要な貸し手であっただけでなく、主要株主でもあった。しかしながら、1980年代以降の規制緩和によって、日本企業の資金調達に占める銀行依存度が低下し、企業と銀行の関係は弱まったというのが一般的な見方である（Hoshi and Kashyap, 2001）。さらに1990年代後半以降には、不良債権問題や銀行株式保有制限法の施行を背景に日本企業の銀行持株比率が大幅に低下した。このことは、メインバンクの大株主としての側面も近年弱まっていることを意味している。

本稿の目的は、銀行持株比率の低下が企業パフォーマンスに与えた影響を検証することである。具体的には、2001年度～2004年度の間のある年に銀行持株比率が５％以上低下した企業を抽出し、会計パフォーマンスの変化を分析する。このような分析を行うことで、メインバンク関係が弱まったという事実について、コーポレート・ガバナンスの観点から評価することが可能になる。先行研究では、主に、企業・銀行間関係と企業パフォーマンスのクロス・セクショナルな関係が分析されてきたが、本稿は企業・銀行間関係が弱体化する前後でのパフォーマンス変化を分析することで、銀行中心のコーポレート・ガバナンスのメリット・デメリットについて、これまでにない方法を用いた分析を提示することになる。

銀行株主が企業パフォーマンスに与える影響については、いくつかの考え方がある。一般に銀行は企業の内部情報にアクセスでき、モニター能力に優れていると考えられる（James, 1987; Lummer and McConnell, 1989）。このため、銀行は日本のコーポレート・ガバナンスにおいてポジティブな役割を果たしてきたと考えられる（Aoki et al., 1994; Lichtenberg and Pushner, 1994）。一方で、銀行による株式保有が株式持ち合いの中核を担っていたことを考慮すると、銀行による株式保有は経営者を敵対的買収の脅威から解放し、経営者エントレンチメントを生じさせ、企業価値を低下させると考えることもできる。さらに、Rajan (1992) が指摘するように、銀行は借り手企業にmonopoly powerを行使することで、株主の富を収奪する可能性がある。銀行による株主の富の収奪については、日本企業を対象にした先行研究においても支持されている（Morck and Nakamura, 1999; Morck et al., 2000; Pinkowitz and Williamson, 2001; Weinstein and Yafeh, 1998）。

また、銀行による株式保有は、企業価値に対して間接的な効果を持つことが考えられる。コーポレート・ガバナンスの分野では、負債が経営者に対する規律づけ機能を果たすことが指摘されている。こ

れは、負債比率の高い企業では、経営者に対して倒産のプレッシャーが生じること、負債が多いとフリー・キャッシュフローが削減され、経営者による過大投資が抑制されることに起因している(Jensen, 1986)。しかしながら、銀行との関係が強い企業では、この負債の規律づけ機能が十分に働かない可能性がある。なぜなら、日本の銀行は財務破綻に陥った企業に対して金融支援を行うことが多いため、経営者に対する倒産のプレッシャーが弱くなる可能性があるためである。また、銀行が流動性に乏しい企業に資金を供給し、過剰な投資の実行を可能にすれば、負債によるフリー・キャッシュフローの削減効果も十分には期待できないことになる（内田（2003)）。

本稿の分析結果は次のように要約される。第一に、銀行持株比率が5％以上低下した企業について、その前後で会計パフォーマンスの改善が観察された。この会計パフォーマンスの改善については、銀行持株比率の低下と直接関係しているという結果は得られなかったが、企業の事前の負債比率と正の関係にあった。これらの結果は、銀行持株比率の低下が負債の規律づけ機能を強化することで、パフォーマンス改善に寄与することを示唆している。言い換えれば、銀行による株式保有は、負債の経営規律づけ機能を弱くすることで、企業価値にネガティブな影響を与えていたと考えられる。最後に本稿では、銀行持株比率低下時に外国人持株比率が大きく上昇した企業ほどより大きなパフォーマンス改善を得るという結果も得られた。

本稿の分析結果は、重要なインプリケーションを有している。第一に、銀行による株式保有が企業パフォーマンスを低下させるという考え方について、追加的なevidenceを提示したという意義がある。先行研究は主にクロス・セクショナルな分析を行っているのに対し、本稿では銀行持株比率の大幅な変化に伴うパフォーマンス変化を分析しているという意味で新しい分析になっている[1]。しかも、2000年代前半の銀行持株比率の低下は主に銀行サイドの事情によって生じており、企業の内生的行動ではない。したがって本稿は、銀行持株比率と企業パフォーマンスの関係について、自然実験に近い環境での分析を提示していることになる。また、銀行による株式保有が負債の規律づけ機能を弱めるという結果は、銀行中心のコーポレート・ガバナンスにおける新たなコストを発見したという意味を有している（Rajan, 1992; Houston and James, 1996; Morck et al., 2000; Pinkowitz and Williamson, 2001; Weinstein and Yafeh, 1998)。

本稿の構成は次のとおりである。2節では、銀行持株比率が低下した背景について説明する。3節では、先行研究を紹介するとともに、本稿で検証する仮説を提示する。4節はサンプル抽出法とデータについて説明する。5節では、実証結果を提示する。最後に、6節で本稿の要約が提示される。

2．銀行持株比率低下の背景

米国・英国と異なり、日本では、銀行が企業の株式を発行済株式の5％を上限に保有できる。実際、メインバンクは企業の主要な貸し手となっているだけでなく、大株主になっていることが多かった。

1　株主構成変化と企業パフォーマンス変化の関係を分析した研究としては、McConnell et al.（2008）がある。

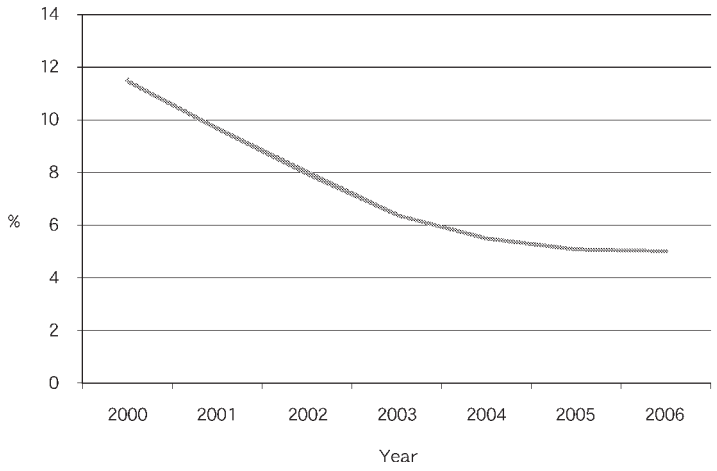
日本企業は、敵対的企業買収を防ぐために株式持ち合いを形成してきたが、その中核には、メインバンクによる株式保有があった（Morck and Nakamura, 1999; Sheard, 1989）。

しかしながら、1990年代に生じた不良債権問題を契機に、日本の銀行は保有株式を売却するようになった。銀行は不良債権を処理する際に巨額の損失を計上せざるを得ず、BIS自己資本比率が低下する恐れがあった。このため、銀行は保有株式の売却益を計上することでBIS自己資本比率の低下を防ぐ必要があったのである。Miyajima and Kuroki（2007）によれば、日本の銀行は1991年～1996年の期間には株式を買い越していたが、不良債権問題が深刻化した1997年に売り越しに転じたとされている。

また、2002年に時価会計が導入され、株式を大量に保有する銀行の会計利益が株価変動に大きく左右されるようになったことも、銀行による株式売却を促進した。日本政府は、銀行の健全性が株価動向に大きく左右される状況を問題視し、2001年４月に銀行保有株制限法を制定した。そこでは、2004年９月までに、保有株式をTier 1自己資本の水準にまで減らすことが要求されたのである。この結果、日本の銀行は保有株式を大量に売却することになったのである。

銀行株式保有制限法は、銀行による株式大量売却によって株価が大幅に低下することを防ぐために、銀行に対して銀行等保有株式取得機構（Banks' Shareholdings Purchase Corporation; BSPC）を設立し、株式の買い支えを行うことを求めた。BSPCは2002年１月に設立され、2002年～2004年の期間に1.6兆円の銀行保有株を買い取った。さらに、日本銀行も2002年９月に銀行保有株の買い取りを行うことを発表し、2004年９月までに約2.2兆円の銀行保有株式を購入した。この結果、日本企業における銀行持株比率は2000年代初頭に大幅に低下することになった（図１参照）。

図１　上場企業の平均銀行持株比率



（出所）*Nikkei NEEDS*大株主データより筆者作成。

3．先行研究と仮説

一般に、銀行は企業の内部情報にアクセスでき、モニター能力に優れているため、一般の投資家に比べて情報優位にあると考えられる。James (1987) は、銀行による貸出契約が発表された前後で、企業の株価が有意に上昇することを示している。Lummer and McConnell（1989）は、既存の銀行貸出契約の改定の発表に対して、株式市場が好意的な反応を示すと指摘している。このように、銀行が情報優位な投資家であるとすると、銀行はコーポレート・ガバナンスにおいて重要な役割を果たすと考えられる。Aoki et al.（1994）は、日本のコーポレート・ガバナンスにおいてメインバンクが重要な役割を果たしてきたと主張している。Kaplan and Minton（1994）は、企業の経営悪化時に銀行が役員派遣を行うことを示している。Kang and Shivdasani（1995）は、メインバンク関係の強い企業ほど、企業業績の悪化に連動して（非定期的な）経営者交代が行われていることを指摘している。またKang and Shivdasani（1997）は、1986年～1990年の間に業績悪化した日本企業について分析し、メインバンクの持株比率が高い企業ほど資産リストラや人員削減を行う確率が高いことを示している。仮にメインバンクがコーポレート・ガバナンスにおいて好ましい役割を果たしており、株式保有がその機能を高めるとすれば、銀行の株式保有は企業価値に正の影響を与えると予想される。実際、Lichtenberg and Pushner（1994）は、金融機関持株比率と企業のパフォーマンスの間に正の関係が存在すると指摘している。Hiraki et al.（2003）は、銀行の一方的な（持ち合いではない）株式保有が企業価値に正の影響を与えることを示している。この考え方に基づき、次の仮説が提起される（銀行モニター仮説）。

銀行モニター仮説：*銀行持株比率の低下は、銀行のモニタリング機能の低下を招き、企業のパフォーマンスを低下させる。*

銀行モニター仮説とは反対に、銀行の株式保有が企業価値を低下させるという考え方も可能である。銀行は、株主としてではなく、債権者として企業のモニターを行う可能性がある。そのため、銀行はNPVが正のリスクの高い投資を企業が実行するのを妨げる可能性がある (Hosono et al., 2004)。Aoki et al.（1994）は、メインバンクは財務的困難に陥った企業には積極的にガバナンス機能を果たすのに対し、財務的に健全な企業には介入しないと主張している。さらに、銀行の株式保有が敵対的買収の防衛策である株式持ち合いの中核を形成していることを考慮すると、銀行の株式保有は経営者エントレンチメントを誘発すると考えることができる。Morck and Nakamura（1999）は、銀行グループに所属する企業に対して、銀行は多様なステークホルダーの利害を考慮した行動を取っていると指摘している。Morck et al.（2000）は、銀行持株比率が企業の設備投資と正の関係にあり、設備投資がTobin's Qにマイナスの影響を与えていると指摘している。

企業・銀行間関係が企業価値を低下させるもう一つの要因として、銀行による独占力（monopoly power）の行使を指摘できる (Rajan, 1992)。銀行は低コストで借入企業の情報を蓄積できるため、企

業と銀行の取引関係は長期的になり、借入企業は他の資金調達手段への変更にコストがかかる状況に直面する。この結果、銀行は、借入企業に独占力を行使し、株主の富を収奪できると考えられる。この時、企業・銀行間関係は企業価値を低下させると予想される。Weinstein and Yafeh（1998）は、日本企業の負債／売上高比率が会計パフォーマンス（営業利益／売上高）と負の関係にあると指摘している。Pinkowitz and Williamson（2001）は、日本の銀行は企業に対し、大量にキャッシュを保有させていると指摘している。

エントレンチメント／独占力仮説：*銀行持株比率の低下は、経営者エントレンチメント及び銀行の独占力を低下させ、企業パフォーマンスを上昇させる。*

これまで、銀行持株比率の低下が企業パフォーマンスに直接与える効果に関する二つの仮説を提起した。本稿ではさらに、銀行持株比率の低下が負債の規律づけ機能を強化するかを分析する。一般に、コーポレート・ガバナンスの先行研究では、負債は経営者に対して倒産のプレッシャーを与えるため、経営者に対する規律づけ機能を果たすと指摘されている。しかしながら、日本では、財務的危機に陥った企業に対して銀行が金融支援を行うことが多いため、銀行との関係の強い企業では、負債の規律づけ機能が十分に機能しない可能性がある。Hoshi et al.（1990）は、金融系列との関係が強い日本企業は、財務破綻に陥った後の売上・投資の低下が相対的に深刻でないことを示している。Hoshi and Kashyap（2004）、Peek and Rosengren（2005）は、近年の日本の銀行は、本来は清算されるべき企業に対して信用を供与し続けてきたと指摘している。なお、Goto and Uchida（2009）、Xu（2007）は、株式保有が財務破綻企業に対する金融支援を行うインセンティブを銀行に与えると指摘している。したがって、銀行持株比率の高い企業では、倒産のプレッシャーを通じた負債の規律づけ機能が弱まる可能性がある。

Jensen（1986）は、負債は企業のフリー・キャッシュフローを払い出させることで、過大投資問題を軽減すると主張している。しかしながら、銀行が流動性に乏しい企業に対して信用を供与する場合には、このメカニズムも機能しないと考えられる。Hoshi et al.（1991）は、銀行との関係が強い日本企業では、投資のキャッシュフロー制約が弱まっていることを指摘している。Morck et al.（2000）は、銀行持株比率の高い企業はより多くの設備投資を行っており、その結果企業価値が低下していることを示している。これは、銀行株主が収益性の低い投資の実行を許容することを示唆している。これらの考え方に基づき、次の仮説が提示される。

負債の規律づけ機能仮説：*銀行持株比率の低下は負債の規律づけ機能を強化するため、負債比率の高い企業では、銀行持株比率低下前後で企業パフォーマンスが改善する。*

4．サンプルとデータ

本稿のサンプル企業は、東京証券取引所、大阪証券取引所上場企業から抽出する。最初に、*Nikkei NEEDS*大株主データベースにアクセスし、全上場企業の銀行持株比率を計算した。具体的には、各firm-yearについて、データベースに収録されている株主のうち民間銀行の持株比率の合計を計算し、銀行持株比率とした。

その上で、2001年度～2004年度のある年度で、銀行持株比率が５％以上低下した企業をイベント企業として抽出した。この期間は、銀行株式保有制限法によって、日本の銀行が株式をBSPCや日本銀行に売却する必要のあった時期である。2000年度末時点の銀行持株比率平均が11.5％であり、５％の銀行持株比率低下は銀行株主が保有株の40％を売却したことを意味する。なお、銀行持株比率が５％以上低下しても、その年に発行済株式数が増加した企業は、イベント企業から外している。これは、銀行が株式を売却したことをイベント企業の条件とするためである。ある企業が2001年度～2004年度の２つ以上の年度において５％以上の銀行持株比率の低下を経験した場合、最初の年度のみイベントとして採用する。株価データと企業財務データは、それぞれ*Nikkei NEEDS Portfolio Master*、*Nikkei NEEDS FinancialQuest* から入手する。必要なデータが入手できない企業を分析から除いた結果、444社のイベント企業が採用された。

以下の分析では、各変数について、業種・年度特性を考慮した調整後変数を作成する。調整後変数は、調整前の変数から同業種のコントロール企業におけるその変数の平均値を控除したものである。調整後変数を用いることで、より正確に企業のパフォーマンスや財務的特性を捉えることができる。コントロール企業は、2000年度～2004年度において銀行持株比率が２％以下しか変化しなかった477社である。

表１は、イベント年（銀行持株比率が５％以上低下した年；Year 0）とイベント企業の業種を示したものである。パネルＡをみると、銀行持株比率の大幅な低下は、日本銀行による銀行保有株の買い取りが始まった2002年度に最も多く生じている。また、銀行保有株式制限法の下で銀行がBSPCに株式を売却し始めた2001年度にも、銀行持株比率の低下が多く生じている。一方で、銀行持株比率の低下傾向はほぼ2003年度で終わっていることが示されている。パネルＢをみると、卸売、機械、電気機器の企業がイベント企業に多く含まれている。

表２は、イベント年における株主構成の変化を示したものである。銀行持株比率は平均で17％から８％へと低下し、平均的なイベント企業では銀行持株比率が９％低下している（１％水準で有意にゼロと異なる）。一方で表２を見る限り、他の投資家の持株比率に明確な上昇傾向はみられない。個人投資家と外国人の持株比率は統計的に有意に上昇しているが、その平均はそれぞれ0.9％と0.7％にすぎない。また、非金融機関法人持株比率と役員持株比率については、有意な上昇が観察されていない。これらの結果は、日本銀行とBSPCが銀行保有株の最も主要な買い手であったことに起因している。

表１　イベント年とイベント企業の業種分析

		N	%
パネルＡ：イベント年の分布			
	2001	132	29.73%
	2002	160	36.04%
	2003	119	26.80%
	2004	33	7.43%
合計		444	
パネルＢ：イベント企業の業種分布			
水産・農林業		3	0.68%
鉱業		1	0.23%
建設業		34	7.66%
食料品		31	6.98%
繊維製品		19	4.28%
パルプ・紙		4	0.90%
化学		29	6.53%
医薬品		15	3.38%
石油・石炭製品		4	0.90%
ゴム製品		5	1.13%
ガラス・土石製品		8	1.80%
鉄鋼		11	2.48%
非鉄金属		5	1.13%
金属製品		17	3.83%
機械		48	10.81%
電気機器		42	9.46%
輸送用機器		23	5.18%
精密機械		10	2.25%
その他製品		15	3.38%
電気・ガス業		5	1.13%
陸運業		6	1.35%
海運業		4	0.90%
倉庫・運輸関連業		7	1.58%
情報・通信業		1	0.23%
卸売業		50	11.26%
小売業		24	5.41%
証券、商品先物取引業		1	0.23%
その他金融業		5	1.13%
不動産業		5	1.13%
サービス業		12	2.70%
合計		444	

表2　イベント企業の株主構成

	Year-1	Year 0	Year 0−Year-1	t 値／Z 値
銀行持株比率				
平均	17.08%	7.94%	-9.14%	-35.60 ***
メディアン	15.80%	8.08%	-7.08%	-18.26 ***
非金融機関法人持ち株比率				
平均	22.92%	22.96%	0.04%	0.20
メディアン	18.23%	18.12%	-0.20%	-4.02 ***
役員持株比率				
平均	3.19%	3.02%	-0.17%	-2.93 ***
メディアン	0.58%	0.53%	0.00%	-1.81 *
個人持株比率				
平均	33.94%	34.83%	0.89%	3.74 ***
メディアン	34.40%	34.28%	0.87%	4.66 ***
外国人持ち株比率				
平均	6.95%	7.64%	0.69%	4.47 ***
メディアン	3.19%	4.06%	0.09%	3.64 ***
N		444		

***：１％水準で有意
**：５％水準で有意
*：10％水準で有意

イベント企業のパフォーマンスについて分析する前に、そもそもイベント企業がどのような特徴を有していたのかを明らかにすることは重要であろう。表３は、主要変数の記述統計を示している。ここでは、Year-1（イベント年の前年）の調整前及び調整後のデータが示されており、銀行持株比率が低下する前の企業の財務的特徴が明らかにされている。これをみると、イベント企業は同業種のコントロール企業に比べて、事前の銀行持株比率が有意に高いことが分かる。銀行株式保有制限法によって株式売却を迫られた銀行は、大量保有していた銘柄を売却したと考えられる。また、イベント企業はコントロール企業に比べて規模が大きく、負債比率、銀行借入と現金保有水準が低いという特徴を有している。先行研究との関連でこれらの結果を解釈すると、銀行は、独占力をそれほど行使していなかった企業の株式を売却したと考えることができる。Tobin's Q については、イベント企業とコントロール企業で、５％水準で有意な差は見られなかった。最後に株式ボラティリティーについては、イベント企業のメディアンが有意に低いという結果が得られている。

表 3　記述統計

	調整前変数			調整後変数			
	平均	標準偏差	メディアン	平均	t 値	メディアン	Z 値
銀行持株比率	17.08%	7.35%	15.80%	10.66%	29.02 ***	9.39%	17.88 ***
総資産(百万円)	265128	726389.6	81057	123146.8	3.57 ***	421.6309	3.20 ***
負債比率(有利子負債／(有利子負債＋総資産－総負債))	32.90%	27.07%	27.07%	-2.13%	-1.62	-5.35%	-2.42 **
負債比率(有利子負債／売上高)	63.62%	537.94%	20.74%	25.83%	1.05	-10.43%	-5.16 ***
借入金／有利子負債	64.61%	40.88%	89.85%	-11.35%	-5.74 ***	7.36%	-3.77 ***
Tobin's*Q*	1.05	0.40	0.97	-0.03	-1.25	-0.02	-1.66 *
現金／総資産	9.65%	8.12%	7.61%	-1.55%	-4.12 ***	-2.93%	-6.67 ***
株式ボラティリティー	1.27	3.57	0.88	-0.10	-0.57	-0.29	-6.32 ***
N				444			

(注) 株式ボラティリティー以外は、Year-1のデータ。
株式ボラティリティーはYear-2からYear 0までの36ヶ月間の月次株式収益率の標準偏差
***：１％水準で有意
**：５％水準で有意
*：10％水準で有意

5．実証結果

(1) 銀行持株比率低下の決定要因

前節の単変数の分析では、イベント企業は規模が大きく、負債比率、銀行借入、現金保有水準が低いことが指摘された。本節では、他の変数の影響をコントロールした上でなお、これらの要因が企業の銀行持株比率低下確率に影響するかを分析する。具体的には、イベント企業に１、コントロール企業にゼロとなるダミー変数を従属変数としたロジット分析を行う。なお、分析期間は2001年度～2004年度で、イベント企業のイベント年以外のデータは分析から削除している。モデル(1)は通常のロジット・モデルで推定を行っているが、コントロール企業について、同一企業の異なる年次のデータがサンプルに含まれていることを考慮して、random effectsを付けたロジット・モデルの推計結果も提示している（モデル(2)）

分析結果は表４に示されている。銀行持株比率の係数は有意に正であり、先の単変数の分析と同様に、銀行株式保有制限法の下で、銀行が大量保有していた銘柄を売却したことが示唆される。また、規模が大きく、負債比率が低く、現金保有の少ない企業が銀行持株比率の大きな低下を経験する確率が高いことが示されている。銀行借入／総負債の係数は有意にゼロと異ならないものの符号は負となっている。これらの結果は、銀行が、元々強い独占力を行使していなかった企業の株式を売却したという考え方と整合的である。

先の単変数の分析では、イベント企業の株式ボラティリティーのメディアンがコントロール企業のそれに比べて有意に低いという結果が得られた(表３)。しかしながら表４のロジット分析では、株式ボラティリティーの係数が逆に有意に正になっている。したがって、企業規模や負債比率の影響をコントロールした場合には、銀行は、リスクの高い銘柄を売却する傾向があるということになる。この結果はMiyajima and Kuroki（2007）の結果と整合的であり、ボラティリティーが高く、銀行の会計利益の変動を高める可能性のある銘柄が売却される傾向にあることを示唆している。最後に、単変数の分析と同様に、イベント企業のTobin's *Q*はコントロール企業のそれと有意に異ならないという結

表4　銀行持株比率低下の決定要因

	(1)	(2)
従属変数	イベント企業に1、コントロール企業にゼロとなるダミー変数	
推理方法	Logit	Logit with random effects
銀行持株比率(Year-1)	28.619 ***	49.084 ***
	(20.01)	(16.94)
総資産自然対数(Year-1)	0.765 ***	1.179 ***
	(8.93)	(7.67)
負債比率(Year-1)	-1.061 ***	-1.458 **
	(-2.92)	(-2.31)
銀行借入／総負債(Year-1)	-0.364	-0.596
	(-1.54)	(-1.45)
Tobin's*Q*(Year-1)	-0.223	-0.378
	(-1.24)	(-1.03)
現金／総資産(Year-1)	-5.85E-06 ***	-8.58E-06
	(-3.03)	(-1.61)
株式ボラティリティー	7.787 ***	10.565 ***
	(5.45)	(3.55)
定数項	-11.621 ***	-18.043 ***
	(-10.92)	(-4.36)
年次ダミー	Yes	
業種ダミー	Yes	
Pseudo R2	0.469	——
N	2266	

(注) サンプルは、イベント企業(イベント年のみ)とコントロール企業の2001年度～2004年度。株式ボラティリティーはYear-2からYear 0までの36ヶ月間の月次株式収益率の標準偏差
***：1％水準で有意
**：5％水準で有意
*：10％水準で有意

果が得られた。この結果は銀行が株価の高い銘柄を売却するインセンティブを持つとするMiyajima and Kuroki (2007) と整合的ではない。1990年代後半の銀行は、不良債権処理によって生じる損失の穴埋めのために、株価の高い銘柄を売却して売却益を計上する必要があったと考えられるが、銀行株式保有制限法によって株式保有額を大幅に減少させる必要に迫られた2000年代前半においては、株価の低い銘柄も併せて売却していたと解釈できる。

(2) イベント企業のパフォーマンス推移

表5は、イベント企業のパフォーマンスの推移を示したものである。本稿では、銀行持株比率が大幅に低下した企業をイベント企業としており、銀行の売り圧力によって株価が低下する可能性がある

ため、企業パフォーマンスの尺度として、会計パフォーマンスを採用している。具体的には、ROA(営業利益／総資産)、売上高営業利益率（OISR)、売上高伸び率（SGROW）をパフォーマンスの代理変数として用いている。銀行持株比率低下前後でイベント企業のパフォーマンスが改善したかを分析するために、Year-1からYear 3の各年のパフォーマンスに加えて、Year-1 からYear 3の4年間にかけてのパフォーマンス変化（Year 3のパフォーマンス－Year-1のパフォーマンス；4年パフォーマンス変化）も併せて掲載している。

表5　イベント企業のパフォーマンス推移

	Year-1	Year 0	Year 1	Year 2	Year 3	4年変化 (Year 3-Year-1)
パネル A:ROA						
平均(調整前)	3.49%	3.43%	3.98%	4.36%	4.51%	1.02%
メディアン(調整前)	2.72%	2.88%	3.44%	3.68%	4.02%	0.67%
平均(調整後)	0.07%	0.10%	0.16%	0.36% **	0.68% ***	0.58% ***
t-statistic	0.371	0.610	0.951	2.072	3.249	2.808
メディアン(調整後)	-0.38%	-0.10%	-0.33%	0.02%	0.38% ***	0.35% **
Z-statistic	-0.716	-0.077	0.143	0.888	2.581	2.415
パネル B:OISR						
平均(調整前)	4.53%	4.74%	5.56%	5.72%	6.24%	1.71%
メディアン(調整前)	3.24%	3.46%	3.91%	4.21%	4.46%	0.60%
平均(調整後)	0.29%	0.57% *	0.67% *	0.54%	1.20% ***	0.85% **
t-statistic	1.019	1.666	1.838	1.354	2.789	2.006
メディアン(調整後)	-0.16%	-0.10%	-0.20%	-0.26%	-0.01%	-0.22%
Z-statistic	-0.101	0.153	0.111	-0.615	0.902	-0.151
パネル C:SGROW						
平均(調整前)	-1.95%	-0.74%	3.60%	5.85%	4.28%	6.23%
メディアン(調整前)	-0.67%	-0.52%	1.98%	2.56%	3.76%	4.01%
平均(調整後)	-1.45% **	-0.42%	0.45%	1.22%	0.15%	1.40%
t-statistic	-2.341	-0.629	0.722	0.458	0.186	1.428
メディアン(調整後)	-0.20%	0.06%	-0.64%	-0.56% **	0.29%	0.36%
Z-statistic	-0.825	-0.248	-0.807	-2.024	0.335	0.651
N			444			

(注) ROA＝営業利益／総資産、OISR＝営業利益／売上高、SGROW＝売上高伸び率。調整後パフォーマンスは、イベント企業のパフォーマンスから同業種のコントロール企業のパフォーマンス平均を控除したもの。
***：1％水準で有意
**：5％水準で有意
*：10％水準で有意

パネルAをみると、Year-1の時点では、イベント企業はコントロール企業と同程度のパフォーマンスをあげている。調整後ROAの平均とメディアンはそれぞれ0.07％と－0.38％であり、有意にゼロと異ならない。しかしながら、調整前ROAは時間の経過とともに改善しており、Year 3では、調整後ROAの平均、メディアン（0.68％、0.38％）が有意に正になっている。その結果、調整後4年ROA変化は5％水準で有意に正となっており、イベント企業が有意なROA改善を達成していることが示されてい

る。同様に、調整後OISRの平均も時間の経過とともに上昇しており、Year 3では有意に正になっている(パネルB)。調整後4年OISR変化も平均については有意に正であり、OISRが有意に改善していることが示されている。さらにパネルCをみると、調整後4年SGROW変化の平均値が有意ではないものの正になっている。これらの結果は、エントレンチメント／独占力仮説及び負債の規律づけ機能仮説と整合的である。逆に、この単変数の分析では、銀行モニター仮説は支持されないことになる。

(3) 調整後パフォーマンス変化の回帰分析

前節の単変数の分析では、エントレンチメント／独占力仮説及び負債の規律づけ機能仮説が支持された。本節では、これらの仮説のどちらがより妥当しているかを検証するために、調整後4年パフォーマンス変化についての回帰分析を行う。もっとも重要な独立変数は、銀行持株比率低下（銀行持株比率変化にマイナス1をかけたもの)[2]とYear-1の負債比率である。エントレンチメント／独占力仮説では、銀行持株比率の低下が直接パフォーマンスに正の影響を与えると予想される。一方、負債の規律づけ機能仮説は、事前の負債比率がイベント企業のパフォーマンス変化に正の影響を与えると予想する。なお、負債比率については、従属変数の計算式を考慮して、(a)有利子負債／（有利子負債＋総資産－総負債)、(b)有利子負債／売上高の2つを利用する。具体的には、調整後4年ROA変化の回帰分析では負債比率(a)を、調整後4年OISR・SGROW変化の回帰分析では負債比率(b)を用いることにする。

これらの変数に加えて、Year 0における役員持株比率変化及び外国人持株比率変化を独立変数に加える。銀行がBSPCや日本銀行以外に株式を売却するケースでは、銀行持株比率の低下に伴い、役員や外国人の持株比率が上昇する可能性がある。多くの先行研究が、ある範囲の経営者の持株比率と企業価値の間に正の関係を発見している（Cui and Mak, 2002; Davies et al., 2005; Lichtenberg and Pushner, 1994; Kole, 1995; McConnell and Servaes, 1990, 1995; Morck et al., 1988, 2000; Short and Keasey, 1999)。さらにMcConnell et al.（2008）は、経営者が自社株を購入するというアナウンスメントがあった際の株価反応と経営者持株比率変化の関係を分析し、経営者持株比率と企業価値の間に逆U字型の関係が存在するという考え方と整合的な結果を得ている。日本企業については、Chen et al.（2003）とHiraki et al.（2003）が役員持株比率と企業価値の間に単調な正の関係が存在すると指摘している。これらの先行研究の結果に基づき、本稿では、役員持株比率の増加したイベント企業がより大きなパフォーマンス改善を達成しているかを検証する。

日本企業においては、外国人株主は銀行株主に比べて、より株主価値を意識していると指摘される。実際、CalPERSなどの外国人機関投資家は、経営陣に対して、企業価値を高めるリストラクチャリングや株主重視型のガバナンス手段の採用を要求することがあると言われている。Hiraki et al. (2003)は、外国人持株比率と日本企業のTobin's *Q*の間に正の関係が存在すると指摘している。これらの事実より、銀行持株比率が低下した際に外国人持株比率が上昇したイベント企業では、より大きなパフォーマンス改善が生じていると予測できる。なお企業規模の影響をコントロールするために、総資産（売

2　ここでは、解釈を容易にするために、銀行持株比率変化ではなく銀行持株比率低下を用いる。

上高）自然対数を独立変数に加えることにする。

回帰分析の結果は表6に示されている。まず、銀行持株比率低下の係数をみると、モデル(2)では有意に負、モデル(1)と(3)では、有意にゼロと異ならないという結果になっている。これらの結果はエントレンチメント／独占力仮説と整合的ではなく、イベント企業の有意なパフォーマンス変化は銀行持株比率の低下によって直接もたらされたものではないということになる。

この結果については、いくつかの解釈が可能であろう。第一に、イベント企業は銀行持株比率が大幅に低下する前の時点でそれほど銀行の独占力に直面しておらず(表3、4)、したがって銀行持株比率が大幅に低下しても、独占力が大きく低下することはなかったということである。第二に、銀行持株比率低下がエントレンチメントあるいは銀行の独占力低下の適切な代理変数になっていない可能性を指摘できる。直観的には、銀行が日本銀行やBSPC以外の一般の投資家に株式を売却した場合の方が、エントレンチメントあるいは銀行独占力が大きく低下すると考えられる。しかしながら、銀行持株比率が大きく低下している場合(銀行が大量に株式を売却する場合)には、BSPCや日本銀行が主要な買い手になっているかもしれない。仮にそのような傾向が存在していれば、銀行持株比率低下はエントレンチメントあるいは銀行独占力低下の適切な代理変数として機能せず、パフォーマンス変化との間に正の関係が検出されにくくなるであろう。実際、銀行持株比率低下と個人株主、非金融法人株主、外国人株主の持株比率変化の間には有意な相関が存在しなかった(相関係数はそれぞれ0.02、0.01、-0.07であった)。最後に、モデル(2)の結果は、銀行持株比率の低下そのものは企業パフォーマンスに対して正の効果を持ち、銀行モニター仮説が支持されると考えることもできる。しかしながら、平均的なイベント企業がパフォーマンスの有意な改善を達成していることを考慮すると、仮に銀行モニター仮説が統計的に支持されるとしてもその効果は経済的に大きなものではなく、他の要因（負債の規律づけ機能の強化など）によって相殺されていると考えるべきであろう。以上を要約すると、本稿の分析では、銀行持株比率の低下そのものが直接企業のパフォーマンス改善をもたらすという明確な結果は示されなかったことになる。

一方、表6では、負債比率の係数が全てのモデルで有意に正となっている。モデル(1)の推定結果は、他の独立変数をその平均値で固定した場合、負債比率の1標準偏差分の上昇が調整後4年ROA変化を0.58%から1.48%へと0.9%押し上げることを示唆している。よって、負債比率のパフォーマンス改善への影響は経済的に大きなものであると考えられる。この結果は負債の規律づけ機能仮説を支持しており、イベント企業のパフォーマンス改善が主に負債の規律づけ機能強化によってもたらされていることを示唆している。日本の先行研究において、負債比率と企業パフォーマンスの間に有意に負のクロス・セクショナルな関係が検出されていることを考慮すると、この結果は非常に興味深い（Chen et al., 2003; Hiraki et al., 2003; Weinstein and Yafeh, 1998)。

他の独立変数についてみると、外国人持株比率変化が正の係数を有しており、モデル(1)とモデル(2)では統計的にも有意である。銀行持株比率が低下する際に、外国人持株比率が上昇すれば、より大きなパフォーマンス改善が得られることになる。先行研究が外国人持株比率と企業価値の間にクロス・セクショナルな正の関係がみられることを指摘していることを考慮すると（Hiraki et al., 2003)、こ

表 6　調整後パフォーマンス変化の回帰分析

	(1)	(2)	(3)
	調整後4年 ROA変化	調整後4年 OISR変化	調整後4年 SGROW変化
銀行持株比率低下(Year 0)	-0.054	-0.110 **	0.024
	(-1.18)	(-2.07)	(0.12)
負債比率(有利子負債／(有利子負債＋総資産－総負債)(Year-1)	0.033 ***		
	(3.68)		
負債比率(有利子負債／売上高)(Year-1)		0.004 ***	0.004 ***
		(3.87)	(3.67)
役員持株比率変化(Year 0)	-0.064	0.076	-0.274
	(-0.42)	(0.52)	(-0.64)
外国人持株比率変化(Year 0)	0.101 *	0.188 **	0.563
	(1.87)	(2.23)	(1.31)
総資産自然対数(Year-1)	4.071E-04		
	(0.26)		
売上高自然対数(Year-1)		0.002	-0.020 **
		(0.44)	(-2.25)
定数項	-0.006	-0.004	0.226 **
	(-0.34)	(-0.08)	(2.24)
Adj.R^2	0.042	0.069	0.205
N		444	

(注) ( )内はt値(heteroskedastic-consistent standard errorsを用いて計算)。
***：1％水準で有意
**：5％水準で有意
*：10％水準で有意

の結果は外国人株主が企業価値にポジティブな影響を与えるという考え方について、追加的な証拠を示したという意義を持っている。なお、役員持株比率変化については、有意な係数が得られなかった。

(4) 企業・銀行間関係と企業パフォーマンス：ディスカッション

本稿は、銀行持株比率の低下が、負債の経営規律づけ機能を強化し、企業パフォーマンスを改善することを明らかにした。言い換えれば、銀行による株式保有は、負債の経営規律づけ機能を弱め、企業パフォーマンスにネガティブな影響を与えることになる。この結果は、銀行持株比率の高い企業は設備投資水準が高く、結果として企業価値が低くなるというMorck et al.（2000）の結論と整合的である。

もちろん、株式保有だけが企業・銀行間関係の重要な要素ではない。しかしながら、近年では、企業･銀行間関係の負の面を強調する研究が多く提示されている。既に指摘したように、Weinstein and Yafeh（1998）は、日本企業の負債／売上高比率が会計パフォーマンス（営業利益／売上高）と負の関係にあると指摘している。さらに、一般に銀行依存度の高い企業は、代替的な資金調達手段を持たないため､経済環境の悪化等で銀行が貸出を縮小せざるを得ない状況になった時に､より大きなパフォーマンス低下に直面することが指摘されている。Kang and Stultz（2000）は、1990年以前の時点で銀行依存度の強かった企業は、バブル経済崩壊直後の1990年～1993年において、より大きな株価下落に直面したことを指摘している。Nogata et al.（2009）は、銀行借入の多い企業ほど2007年8月～2008年

12月までの金融危機の期間において、より深刻な株価低下に直面したことを指摘している[3]。

一方で、メインバンクは企業の経営危機時に様々な金融支援を行うことが知られており、特に1990年代後半以降には、しばしば債権放棄や債務株式化を行った。メインバンクによる金融支援については、法的倒産に比べれば効率的な経営破綻処理であるという見方もあるが（内田・後藤（2002））、一方で金融支援を受けた企業のパフォーマンスは改善していないという実証結果もある（Inoue et al.（2008b））[4]。さらにGoto and Uchida（2009）は、銀行が債権放棄・債務株式化を行うのは、巨額の会計損失を計上した企業が債務超過に転落し、上場廃止に陥るのを防ぐためであると指摘している。よって、銀行の金融支援についても、少なくとも企業パフォーマンスを最大化する役割を担っているとは言い難いであろう。

これら先行研究の結果と本稿の結果を考え合わせると、企業・銀行間関係が弱まっているという事実は、株式価値最大化の観点からみれば好ましい傾向と考えることができる。

6．おわりに

よく知られているように、従来の日本企業はメインバンクと長期的な関係を維持してきた。メインバンクは企業の主要な貸し手であっただけでなく、企業の主要な株主でもあった。しかしながら1980年代以降規制緩和が進む中で、特に大企業の銀行借入依存度が低下し、メインバンク関係は弱まったと考えられる。さらに1990年代後半には、不良債権問題を契機に銀行による株式売却が増大し、2000年代前半には、銀行株式保有制限法によって銀行が保有株式の大量売却を迫られた。これらの事実は、近年ではメインバンクの大株主としての側面も大きく弱まっていることを示唆している。

はたして、銀行の株式保有は、企業パフォーマンスにとって好ましい効果を持っていたのであろうか？　近年の銀行持株比率の低下は、主に銀行側の事情によって生じている（企業の内生的な行動ではない）ため、この問題を分析する上で適切なデータを提供してくれる。このような問題意識の下、本稿では、2001年度～2004年度のある年に銀行持株比率を５％以上低下させた企業について、その前後における企業パフォーマンスの変化を分析した。

結果は次のように要約される。第一に、銀行持株比率が５％以上低下した企業について、その前後で会計パフォーマンスの改善が観察された。この会計パフォーマンスの改善は、銀行持株比率の低下と直接関係しているという結果は得られなかったが、企業の事前の負債比率と正の関係にあった。これらの結果は、銀行持株比率の低下が負債の規律づけ機能を強化することで、パフォーマンス改善に寄与することを示唆している。また、銀行持株比率低下時に外国人持株比率が大きく上昇した企業ほどより大きなパフォーマンス改善を得るという結果も得られた。この結果は、外国人持株比率と企業価値の間にクロス・セクショナルな正の関係が見られるというHiraki et al.（2003）の結果を補足す

3　同様の傾向は1997年の東アジア経済危機時の韓国企業についても指摘されている（Baek et al., 2004）。
4　Inoue et al.（2008a）は、銀行中心の金融支援よりも第三者が関与した金融支援の方が、アナウンスメント時に高い株価反応を得ていると指摘している。

るものである。

本稿の実証結果には、いくつかの重要なインプリケーションがある。銀行中心のコーポレート・ガバナンスに関する先行研究は、銀行が独占力を行使する、あるいは株主の利害に沿って行動しないためにコストが生じることを強調してきた（Rajan, 1992; Houston and James, 1996; Morck and Nakamura, 1999; Morck et al., 2000; Pinkowitz and Williamson, 2001; Weinstein and Yafeh, 1998）。これに対して本稿の結果は、銀行中心のコーポレート・ガバナンスには、負債の規律づけ機能が弱まるというコストが存在することを指摘している。本稿の実証結果はまた、企業の株主構成が企業価値に与える影響を考える際に、その直接的な効果を考えるだけでなく、他のガバナンス手段に与える影響も併せて考える必要があることを示唆している。

近年の実証研究では、企業・銀行間関係が企業パフォーマンスに好ましい影響を与えないと指摘されることが多い（Inoue et al., 2008ab; Kang and Stultz, 2000; Nogata et al., 2009）。本稿の分析結果はこれらの研究結果と整合的であり、メインバンク関係の弱体化が、企業パフォーマンスの観点から見れば好ましい効果を持つことを示唆している。

［参考文献］

英文文献

Aoki, M., Patrick, H., Sheard, P. (1994), “The Japanese main bank system: an introductory overview,” in: Aoki, M., Patrick, H. (Eds.), *The Japanese Main Bank System: Its Relevance for Developing and Transforming Economies*. Oxford University Press, New York, pp.3–50.

Baek, J-S., Kang, J-K., Park, K.S. (2004), “Corporate governance and firm value: evidence from the Korean financial crisis,” *Journal of Financial Economics* 71, pp.265–313.

Chen, C., Guo W., Mande, V. (2003), “Managerial ownership and firm valuation: evidence from Japanese firms,” *Pacific-Basin Finance Journal* 11, pp.267–283.

Cui, H., Mak, Y. (2002), “The relationship between managerial ownership and firm performance in high R&D firms,” *Journal of Corporate Finance* 8, pp.313–336.

Davies, J., Hillier, D., McColgan, P. (2005), “Ownership structure, managerial behavior, and corporate value,” *Journal of Corporate Finance* 11, pp.645–660.

Demsetz, H., Villalonga, B. (2001), “Ownership structure and corporate performance,” *Journal of Corporate Finance* 7, pp.209–340.

Goto, N., Uchida, K. (2009), “How do banks resolve firms’ financial distress?,” *The University of Kitakyushu Working Paper*.

Himmelberg, C., Hubbard, G., Palia, D. (1999), “Understanding the determinants of managerial ownership and the link between ownership and performance,” *Journal of Financial Economics* 53, pp.353–384.

Hiraki, T., Inoue, H., Ito, A., Kuroki, F., Masuda, H. (2003), “Corporate governance and firm value in Japan: evidence from 1985 to 1998,” *Pacific-Basin Finance Journal* 11, pp.239–265.

Hoshi, T., Kashyap, A. (2001), *Corporate Financing and Governance in Japan: The Road to the Future*. MIT Press, Cambridge.

Hoshi, T., Kashyap, A. (2004), "Japan's financial crisis and economic stagnation," *Journal of Economic Perspectives* 18, pp.3–26.

Hoshi, T., Kashyap, A., Scharfstein, D. (1990), "The role of banks in reducing the costs of financial distress in Japan," *Journal of Financial Economics* 27, pp.67–88.

Hoshi, T., Kashyap, A., Scharfstein, D. (1991), "Corporate structure, liquidity, and investment: evidence from Japanese industrial groups," *Quarterly Journal of Economics* 106, pp.33–60.

Hosono, K., Tomiyama, M., Miyagawa, T. (2004), "Corporate governance and research and development: evidence from Japan," *Economics of Innovation and New Technology* 13, pp. 141–164.

Houston, J., James, C. (1996), "Bank information and the mix of private and public debt claims," *Journal of Finance* 51, pp.1863–1889.

Inoue K, Kato, H.K., Bremer, M. (2008a), "Corporate restructuring in Japan: who monitors the monitor?," *Journal of Banking and Finance* 32, pp.2628–2635.

Inoue, K., Uchida, K., Bremer, M. (2008b), "Post-restructuring performance in Japan," Presented at Asian FA-NFA 2008 International Conference.

James, C. (1987), "Some evidence on the uniqueness of bank loans," *Journal of Financial Economics* 19, pp.217–235.

Jensen, M. (1986), "Agency costs of free cash flow, corporate finance and takeovers," *American Economic Review* 76, pp.323–329.

Jensen, M., Meckling, W. (1976), "Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure," *Journal of Financial Economics* 3, pp.305–360.

Kang, J-K., Stultz, R. (2000), "Do banking shocks affect borrowing firm performance? an analysis of the Japanese experience," *Journal of Business* 73, pp.1–23.

Kaplan, S.N., Minton, B.A. (1994), "Appointments of outsiders to Japanese boards: determinants and implications for managers," *Journal of Financial Economics* 36, pp.225–258.

Kang, J-K., Shivdasani, A. (1995), "Firm performance, corporate governance, and top executive turnover in Japan," *Journal of Financial Economics* 38, pp.29–58.

Kang, J-K., Shivdasani, A. (1999), "Corporate restructuring during performance declines in Japan," *Journal of Financial Economics* 46, pp.29–65.

Kole, S.R. (1995), "Measuring managerial equity ownership: a comparison of sources of ownership data," *Journal of Corporate Finance* 1, pp.413–435.

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

Lummer, S., McConnell, J. (1989), "Further evidence on the bank lending process and the capital-market response to bank loan agreements," *Journal of Financial Economics* 25, pp.99–122.

McConnell, J., Servaes, H. (1990), "Additional evidence on equity ownership and corporate value," *Journal of Financial Economics* 27, pp.595–612.

McConnell, J., Servaes, H. (1995), "Equity ownership and the two faces of debt," *Journal of Financial Economics* 39, pp.131–157.

McConnell, J., Servaes, H., Lins, K.V. (2008), "Changes in insider ownership and changes in the market value of the firm," *Journal of Corporate Finance* 14, pp.92–106.

Miyajima, H., Kuroki, F. (2007), "The unwinding of cross-shareholding in Japan," In Aoki, M., Jackson, G., Miyajima, H. (eds), *Corporate Governance in Japan*, Oxford University Press, New York, pp.79–124.

Morck, R., Nakamura, M. (1999), "Banks and corporate control in Japan," *Journal of Finance* 54, pp.319–339.

Morck, R., Nakamura, M., Shivdasani, A. (2000), "Banks, ownership structure, and firm value in Japan," *Journal of Business* 73, pp.539–567.

Morck, R., Shleifer, A., Vishney, R. (1988), "Management ownership and market valuation," *Journal of Financial Economics* 20, pp.293–315.

Nogata, D., Uchida, K., Moriyasu, H. (2009), "Corporate governance and stock price performance during the financial crisis: Evidence from Japan," Available at SSRN: http://ssrn.com/abstract =1501723.

Peek, J., Rosengren, E. (2005), "Unnatural selection: perverse incentives and the misallocation of credit in Japan," *American Economic Review* 95, pp.1144–1166.

Pinkowitz, L., Williamson, R. (2001), "Bank power and cash holdings: evidence from Japan," *Review of Financial Studies* 14, pp.1059–1082.

Rajan, R.G. (1992), "Insiders and outsiders: the choice between informed and arm's length debt," *Journal of Finance* 47, pp.1367–1400.

Sheard, P. (1989), "The main bank system and corporate monitoring and control in Japan," *Journal of Economic Behavior and Organization* 11, pp.399–422.

Shleifer A., Vishny, R. (1986), "Large shareholders and corporate control," *Journal of Political Economy* 94, pp.461–488.

Short, H., Keasey, K. (1999), "Managerial ownership and the performance of firms: evidence from the UK," *Journal of Corporate Finance* 5, pp.79–101.

Weinstein, D.E., Yafeh, Y. (1998), "On the costs of a bank-centered financial system: evidence from the changing main bank relations in Japan," *Journal of Finance* 53, pp.635–672.

Xu, P. (2007), "Corporate governance in financial distress: the new role of bankruptcy," In Aoki, M., Jackson, G., Miyajima, H. (eds), *Corporate Governance in Japan*, Oxford University Press, New York, pp.179–204.

日本語文献

内田交謹（2003）『企業財務の機能と変容　第二版』創成社。

内田交謹・後藤尚久（2002）「債権放棄の経済的機能――イベント・スタディによる実証分析――」『日本経済研究』第45号、128－146頁。

〔九州大学大学院経済学研究院　准教授〕