

## 第4章 株式所有構造から見たコーポレート・ガバナンス<sup>1</sup>

### 1. 銀行のガバナンス

1990年代の地域銀行は、バブル崩壊後の経済の長期低迷によって、増大する不良債権の処理に追われた。その一方で、地域銀行が地盤とする地方経済では高齢化や産業の空洞化など構造変化が進行し、主力業務である貸出が再び大きく成長していく環境ではなくなっていた。このため地域銀行の収益は1990年代後半からの赤字決算が続いた状況から徐々に改善し（序章の図表4参照）、不良債権処理のメドがつくようになったのは2000年代初頭の景気回復期に入ってからであった。不良債権の減少とともに地域銀行の貸出は回復していくが、2000年代になっても貸出業務だけで収益を大きく押し上げるまでには至らなかった。

このような厳しい経営環境が続く中で、地域銀行は新しい戦略を模索していく。1990年代から上位の一部行を除いて国際業務から撤退し、自行の経営地盤を固める地域銀行が増加した。さらに、多くの地域銀行で人員削減と派遣社員の拡大などのほか、他行とのシステム統合などの合理化・費用削減策を実施した。また、第2章で見た証券投資業務を強化し、資金運用収益の改善を図る一方、第3章で見たように新たな収益源として投資信託の窓口販売業務に傾注するなど、収益力増強に地域銀行の経営者は力点を置くようになった。

地域銀行が収益志向を強めた背景には、序章でも述べたように、①銀行の赤字決算が続いたこと、②経営破綻も続き社会から銀行に向けられる視線も厳しくなったこと、③金融行政の変化とセーフティネットの整備により、経営が悪化した銀行の整理・再編に、金融当局が躊躇する必要がなくなったことがある。1990年代からの「失われた10年」の中で、製造業の中のいくつかの企業群では、企業体質の改善や事業再構築に躊躇し、再成長に立ち遅れるといったことが見られた<sup>2</sup>。地域銀行も大きな環境変化への対応に立ち遅れれば、その存続までもが危惧される事態に

<sup>1</sup> 本章は日本証券アナリスト協会『証券アナリストジャーナル』（査読付き）掲載の拙稿「地域銀行における株主構成とコーポレート・ガバナンス」（第49巻第1号、2011年1月、pp.85-98）を加筆・修正して再構成したものである。

<sup>2</sup> 青木〔2008〕は、1990年代後半に業績が好調な企業ほど事業集約化を積極的に行った可能性を示唆し、またそのような積極的な事業再編がさらにその後の企業のパフォーマンスを良好なものとして、「勝ち組」と「負け組」の差をより一層拡大させた可能性を指摘している。

直面するようになり、地域銀行の経営者も収益力を高めて資本の充実を図り、安定性を確保することの重要性を意識するようになってきたのである。

さらに、地域銀行の収益志向に拍車をかけるようになったのは、地域銀行の株主構成の変化であった。1990年代末から始まった株式持合い解消の流れに地域銀行も逆らうことはできず、地域銀行の経営者は安定株主の消滅と「モノ言う」株主の外国人の登場といった株主構成の変化とともに、いわゆる「市場からの圧力」を意識するようになってきたのである。

それでは「市場からの圧力」とはどのようなものか。それは市場によって地域銀行が評価され、経営者はその評価を意識して経営に向わざるを得なくなるということだろう。それは地域銀行の経営者に対する規律付けの効果、すなわちコーポレート・ガバナンス効果となって働く可能性がある。

コーポレート・ガバナンスは、わが国では「企業統治」と訳され、一般的には「企業経営者に対する規律付け（あるいは、それをもたらす仕組み、ないしはメカニズム）」と言われる。しかしその意味する内容は様々である。例えば、「市場の圧力」などと言うように、経営者の規律付けをもたらす主体として、株主と企業経営者との関係という狭い定義による枠組みで考察する場合がある。さらに、債権者、従業員や顧客などその企業に関する利害関係者（ステークホルダー;stakeholder）も含めた広い概念で、各主体を位置づけた分析枠組みを定義する場合もある<sup>3</sup>。また「外部ガバナンス」とは株主や債権者など企業の外部にいる利害関係者が経営者に対してモニタリングや牽制を通じて規律をもたらす仕組みや機能を指す。他方、「内部ガバナンス」は経営者への管理チェック機構、すなわち取締役会や監査役会の仕組みや機能、また報酬契約や経営者の選抜制度など、企業内部に存在するメカニズムを通じて規律がもたらされる仕組みや機能を意味する。このように分析の切り口も豊富である。

銀行に対するガバナンスとしては、ステークホルダー、たとえば預金者による規

---

<sup>3</sup> 1999年のOECD閣僚理事会で承認した「コーポレート・ガバナンス原則」では、「コーポレート・ガバナンスは、経済効率性を改善し、成長を促進し、投資家の信頼を高める上での一つの重要な要素である。コーポレート・ガバナンスは、会社経営陣、取締役会、株主及び、ステークホルダー（利害関係者）間の一連の関係に関わるものである」（日本コーポレート・ガバナンス・フォーラム編 [2006] 41頁）と定義され、「コーポレート・ガバナンスは、会社の目標を設定し、その目標の達成するための手段や会社業績を監視するための手段を決定する仕組みを提供するものである」（同41頁）と説明されている。

律付けや監督官庁によるモニタリングも考えられる<sup>4</sup>。これらの視点も重要であるが、株主による規律付けの効果は、安全性をより重視する預金者や金融監督当局による規律付けとは自ずとその内容が異なると考えられる。株主による規律付けは長期的な企業価値を高めるように経営することの重要性を強調すると考えられる。

本章では、1990年代と2000年代で地域銀行の株主構成に大きな変化があることに注目して、地域銀行の経営者の意識が収益志向（企業価値向上志向）へと変化してきたことを考察する<sup>5</sup>。2000年代からの地域銀行の行動変化をもたらした要因の一つにこのような経営者の意識変化があるのではないかと視点は、本論で展開してきた地域銀行の行動変化の基底をなすものであると考えている。

本章での具体的な分析として、地域銀行の株主所有構造が経営パフォーマンスに与える影響について検討する。つまり、規律付けをもたらす牽制機能に関して異なる特徴を持つ2つの大株主、すなわち都長信銀・地域銀行を株主とする「銀行株主」と年金基金・投資信託・外国人を株主とする「機関投資家株主」に着目し、これら大株主がもたらす2つのメカニズムを考察する。そして、地域銀行の大株主の構成が変わることによって、経営者の意識が変化し、経営執行の態度に影響することで経営パフォーマンスが変化したことを明らかにする。

本章の構成は以下のとおりである。第2節では、地域銀行の「外部ガバナンス」に関連する先行研究を検討し、本研究の対象として地域銀行の株主構成を取りあげる理由と目的について明確にする。第3節では、地域銀行の株主構成についてデータを概観し、1990年代と2000年代の特徴を把握する。第4節では地域銀行の株主構成の経営パフォーマンスに関する仮説を提示し、実証分析の結果を示すとともにその解釈を行う。最後に第5節では、まとめと今後の課題について展望を行う。

---

<sup>4</sup> Aoki and Patrick(eds.) [1995] を代表とするメインバンク・システムでの分析については議論があるが、企業をモニターするのは銀行であるが、銀行をモニターするのは金融当局であるとしている。また、細野 [2002, 2003] や前多 [2009] は預金者や債権者による銀行に対する規律付けを分析するほか、富山 [2001] は金融当局のモニタリングによる規律付けを分析している。

<sup>5</sup> コーポレート・ガバナンスに関する議論は、これまでのところ、テーマとして「会社はだれのものであるか」といった議論と「企業の規律をもたらすのは誰か」という議論の2つに集約されると考えられる。前者については、岩井 [2005] のように学際的に議論されるなど広く行われている。一方、後者の議論もメインバンク・システムについての検討や、国別比較や戦前・戦後での比較など様々な視点から議論されている。本章は後者の視点からの議論を行うことを目的としているが、その場合、いわゆる「株主主権論」は否定的に議論されることが多い。これは本文中で詳しく見るように1990年代までは、地域銀行を含む日本の企業経営者は、安定株主の存在により、株主からの牽制を抑制することに成功し、事実上株主からのガバナンスが機能してこなかったことに由来するからだと考えられる。しかし、その状況は2000年代以降に変化しつつあるのではないかとこののが、本章で外部ガバナンスに着目した理由である。

## 2. 地域銀行の外部ガバナンスに関する論点

### 2.1. 先行研究

地域銀行の株主構成では都長信銀が上位を占めるという時代が1990年代まで長く続いていた。このため、地域銀行の外部ガバナンスについての先行研究では、都長信銀が地域銀行の株式を所有することで、地域銀行の経営効率性や収益性に影響を及ぼすのではないかという視点からの分析が多い。たとえば、斎藤 [1998a,b]、粕谷・武田 [2000]、花崎 [2008]、花崎・小黒 [2003]、花崎・ウィワッタナカンタン・相馬 [2005] (以下花崎他 [2005])、Konishi and Yasuda [2004]、岡村 [1999]、Dinc [2006]、岡崎・星 [2002] が挙げられる。

斎藤 [1998a] は、地域銀行の大株主は都銀や大手生保などの大手金融機関であり、それらは地域銀行の業務に関して専門的知識を持つために情報の非対称性が小さくエージェンシー問題が発生しないと仮定する。つまり主要な株主である大手金融機関は効率的にモニターできる能力と知識があるため、地域銀行の経営者行動に影響を与えることができると仮定して、大手金融機関の株式所有比率と地域銀行の経営（貸出行動）の関係を地域銀行（上場を対象）の株式投資収益率の分散を用いて検証した。そして、企業集団（旧財閥グループ）に所属する大手金融機関株主は地域銀行経営に影響を与える一方、独立系の金融機関株主（興銀、長銀、日本生命と第一生命）は影響を与えていないとする。

花崎・小黒 [2003]、花崎他 [2005] は地域銀行に限定せず、わが国の銀行全体のガバナンスを取り上げている。そして、銀行に規律をもたらす機能として、①市場競争の機能、②金融当局からの機能、③預金者や一般投資家を主体とする資本市場からの機能、④大株主によるモニタリング機能があるとして分析した。まず市場競争が経営の効率性を高めるという①の考え方について、1990年代前半までの日本は、「金融自由化の分野やスピードは、金融当局によって厳密にコントロールされてきたため、銀行業におけるコンテスタビリティは総じて低いまま」（花崎他 [2005]）であり、市場競争によるガバナンス機能は働いてこなかったとする。②の金融当局による銀行監督によるモニタリングについても、そのモニタリング能力の問題や天下りがあることによって民間銀行と金融監督者は結託するとみる。すなわち、「金融当局は、預金者や投資家の忠実なエージェントとして銀行を監督する立場にあるが、その機能は効果的に発揮されているとは言い難い」（花崎他 [2005]）

とする（尚、大瀧・花崎・堀内 [2008] は天下りによる結託の可能性について理論的分析を行っている）。そして③の資本市場からの機能については極めて微弱で有効ではなかったと主張する。これは、1990年代半ばまで護送船団行政の下で銀行も保険会社も保護され、破綻しても金融システム全般への影響を遮断できるように「包括的なセーフティネットまでも用意されていた」ため、預金者をはじめ金融資本市場の投資家は、個別銀行の経営状態をモニターし、規律を与えるインセンティブを持たなかったからである。さらに、④の銀行の大株主の役割についても、銀行の株式所有構造は、1980年から2000年まで上位大株主の顔ぶれにほとんど変更がなく、所有比率もほぼ一定で極めて安定していること、しかも所有者の中でも大きな比率を占めるのは保険会社や銀行などの同じ金融機関が多く、金融機関は上で述べたように破綻を免れていたためにモニタリングを行うインセンティブが働かなかったことを指摘している<sup>6</sup>。特に、花崎他 [2005] は、生命保険会社と銀行の長期間営業上のつながりがあったこと<sup>7</sup>や、1990年代の生保の財務危機の際には劣後債を銀行が引き受ける一方、生命保険会社は新規に発行される銀行株を引き受けるなど互恵的な所有行動をとったことなどから、銀行のモニターとして保険会社は信頼たり得ないと指摘する。その結果、銀行の経営者は「経営が堅固に囲いこまれた状態」に置かれ、銀行経営に非効率性が生じているとの仮説（エントレンチメント仮説）を示し、その仮説を支持する実証結果を示している。一方、Konishi and Yasuda [2004] は安定株主比率と銀行経営リスクは単純な関係ではないと示唆する。安定株主の比率が増加していくと銀行経営リスクは減少傾向を示すが、その比率がある程度以上上昇すると、銀行経営陣への規律が低下する（エントレンチメント効果）ようになり、銀行経営リスクが高まるという。

他方、1990年代に問題となったわが国の銀行の不動産融資に関して、株主からの規律の側面についてのいくつかの研究が存在する。Dinc [2006] は、1980年代

---

<sup>6</sup> またモニタリングを行うインセンティブを殺ぐ要因として銀行の横並び意識とそれを助長する行政もあったことが挙げられよう。たとえば銀行は1981年まで、行政指導により銀行の配当率は一律年率10%（5円）までに抑制されていた（岡崎・星 [2002]）。これらのことは銀行自主的な経営政策を取る要素を奪い、横並び意識を強くするように作用した。配当率に差がないために銀行間比較は意味がなく、株主も銀行経営をモニタリングする動機が薄れたと考えられる。

<sup>7</sup> 斎藤 [1998a] は、生命保険会社が地域銀行株式を保有するのは政策目的が少なからずあり、純投資として所有しているという説得的な証拠を見出せないと指摘する。政策目的のひとつとして企業向け団体保険の獲得があげられる。生保は地域銀行の株式を保有することで密接なビジネス関係を構築し、生保と提携した地域銀行は、地域銀行の顧客に保険料を地域銀行から借入れさせて一括支払いをさせることで終身年金保険の販売に寄与するという。

の不動産向け貸出が伸張した時期に、銀行の5大株主の株式シェアが増加すると銀行は不動産融資を減少させることを示し、銀行株主は銀行経営者に不動産融資を抑制させる効果をもったことを示している<sup>8</sup>。この結果は、花崎他 [2005] が示唆したエンタレチメント銀行は不動産融資の伸び率が高くなるとする主張とは全く逆の結果である。一方、岡崎・星 [2002] は、都長信銀を対象に、その株価が不動産関連融資比率（不動産業への貸出額の総貸出額に対する比率）によってどのような影響を受けたのかを検証した。そして、1980年代後半に株式市場は都長信銀の不動産融資への傾斜をマイナスに評価したことはなく、その評価を変更したのは地価の下落が明らかになった以降であることを示している。この結果は、株式市場に集約される「株主の声」は、都長信銀の不動産融資傾斜に否定的ではなかったことを示唆し、経営に対する株主の影響力が弱いため、不動産融資拡大を止められなかったとする見方は適当ではなく、株主の影響力が強かったとしても、株主は不動産融資を止めることを求めなかったと解釈している。これら岡崎・星 [2002] の検証結果は、株主の銀行経営者への影響力の強弱を直接示すものではないが、1980年代から90年代にかけて、株主も不動産融資のリスクを正しく認識せず、結果として銀行経営陣への規律が働かなかったことを示唆する<sup>9</sup>。

以上のように、株主あるいはその中の大株主である都長信銀や地域銀行など「銀行株主」からの地域銀行へのガバナンスについての研究では、経営パフォーマンスにプラスではなかったとする研究が多く、エンタレチメントをもたらしたとする研究も多い。しかし、いずれの研究も1990年代までの「銀行株主」が大株主として固定的であったことを前提に成立した議論であり、それが大きく変化した2000年代については、地域銀行のガバナンスを改めて考察しなおす必要がある。本章では先行研究が示した洞察を踏まえた上で、2000年代の株主構成の変化や経営環境の変化が地域銀行の経営者の意識変化をもたらしたとの推論を中心にして、地域銀行のコーポレート・ガバナンスについて検討していく。

---

<sup>8</sup> Dinc [2006] は、この効果は株主が銀行系列に属する場合は欠如することも合わせて示している。

<sup>9</sup> 岡崎・星 [2002] の分析と同様に、Anderson and Campbell II [2004] も「外部ガバナンス」は効果的ではなかったと指摘している。また堀内・花崎 [2000] も都長信銀による銀行へのコーポレート・ガバナンスは機能せず、経営規律が弛緩していたのではないかと指摘している。

## 2.2. 本章の目的と考え方

### 2.2.1. 株主による経営者への「無言の圧力」

本章では、地域銀行の経営者に対する株主からの規律付けに焦点をあてて分析する。その理由は、地域銀行が 2000 年代になって収益志向の経営姿勢に変化したとみられる背景に、大株主がエンtrenchメントをもたらした「銀行株主（都長信銀や地域銀行株主）」から、経営者に規律を求める年金基金や投資信託、外国人投資家といったいわゆる「機関投資家株主」へと交代したことが一つの要因であったと考えられることにある。すなわち、実際に「機関投資家株主」が地域銀行の経営者に直接的に圧力をかけることはなくとも、地域銀行の経営者が大株主の交代をひとつの「変革」ないし「無言の圧力」として受け止め、その結果、経営者の意識が収益志向へと変化したと考えられるのである。

それでは、株主による「無言の圧力」の根拠は何であろうか。それは株主だけが企業の経営者（取締役）の選任・解任権を持つことに由来する。この株主権が株主からの経営者（取締役）に対する規律付けの源泉である<sup>10</sup>。つまり、株主には「経営者が規律ある経営を行わず企業価値の向上を怠り、企業価値を損ねるような行動をとった場合、その経営者を解任して経営資源をより効率的に運用できる新たな経営者に任せること」ができる。この行為をここでは「ガバナンス行動」と定義する。一般的なコーポレート・ガバナンス論においても、株主がこの「ガバナンス行動」をとる権利をもつことが経営者への牽制となり規律をもたらすと考えている。たとえば、Martin and McConnell[1991]や Mitchell and Lehn[1990]はパフォーマンスが劣悪な企業の経営者に規律をもたらす要因として、これら「ガバナンス行動」が重要であるという実証結果を示している。本来、経営者は規律ある経営行動をとることで企業業績の向上と株主価値の増大をもたらす、多数の株主からの支持を獲得することができる。支持する株主が多数派であれば、たとえ敵対的買収をしかけられても現経営者に反対する議案は否決され、あるいは業績が向上した企業は買収コスト（株価）が高くなるために買収失敗の可能性が高くなり、経営者は存続できる。こ

---

<sup>10</sup> 「銀行の貸し手としてのガバナンス機能」などの表現もあるが、経営者に対して、実際に「圧力」が実現するには、以下のプロセスを経る必要がある。すなわち、銀行からの要請を拒否した場合、銀行は貸出拒絶→当該企業の資金調達困難化→当該企業の業績悪化→株主の経営者への不支持拡大→株主総会での取締役解任決議可決、である。結局、株主総会での経営者支持が重要なポイントとなる。実際にはこのプロセスの最終段階を待たず、経営者辞任のケースが多いために、「銀行の圧力で経営者が辞任した」というように見えるのである。

れが株主による経営者に対する「規律メカニズム」である。そして、「規律メカニズム」が機能すれば企業業績には結果的にプラスに作用する。

実際にわが国でこのような「ガバナンス行動」が頻繁に生じている訳ではなく、特に地域銀行では全く生じていない。しかし、地域銀行の経営者も「無言の圧力」を感じるようになったと考えている。それは、2000年代になって企業価値向上を経営者に求める「機関投資家株主」が地域銀行の大株主として登場したことが大きな転機になったと考えられるからである。詳細は後述するが、「機関投資家株主」は1990年代中盤から議決権を積極的に行使するようになり、経営者に意見を表明するようになった（いわゆる「モノ言う株主」）。さらに「機関投資家株主」は直接「ガバナンス行動」を起こさなくても、条件次第でそれに賛成票を投じる株主である。すなわち、「機関投資家株主」は、「敵対的買収」の提案がなされた場合、現経営者と買収者によって提案される新経営者・新経営計画およびその実行の結果を比較する。そして、買収者提案の方が業績向上の可能性が高くなると判断するならば、投資収益率の上昇期待から買収者提案を支持するよう行動するのである。

地域銀行を含めた上場企業の経営者は「機関投資家株主」が大株主として登場するようになると、そのような株主の意向（あるいは「市場の声」）を無視できず意識するようになったと見られる。また、2000年代以降に日本企業が敵対的買収の圧力にさらされる事例が増えたことも意識変革を後押ししたと考えられる。たとえば、MAC（通称村上ファンド）による昭栄や東京スタイルの株式大量取得、ステイール・パートナーズによるソトーやユシロ化学工業に対する敵対的買収事件、ライブドアによるニッポン放送の敵対的買収をめぐる攻防など、これら「アクティビスト・ファンド」<sup>11</sup>の動向は注目を集めた。このような敵対的買収について、日本企業はあまり経験がなかったために、経営者は脅威と受け止め、「外国人投資家＝モノ言う株主」の代名詞のようにも言われるようになった。上場企業の経営者は自社がこれら「アクティビスト」の標的ではなくても、それら「アクティビスト」や

---

<sup>11</sup> アクティビスト・ファンドは、ターゲットとする企業を絞り込んだ上で、効果的に影響力を発揮するために上位の株主順位となるように株式を大量取得し、大株主となって経営陣に対し経営効率向上の要求をする。その結果、企業収益や効率性向上による株価上昇で投資資金回収と収益獲得を図るという手法をとる。宮島[2007]は日本における「アクティビスト・ファンドの活動は正の株価効果をもち、ターゲットの財務政策に影響を与えつつあること」を指摘する。日本で「外国人投資家・株主」といった場合、年金基金・投資信託とアクティビスト・ファンドは投資の手法・期間・目的が異なるため、本来なら区別して考えるべきであるが、一緒にして論じられている場合も多い。



アクティビストに賛成する可能性のある「機関投資家株主」の考え方を意識するようになったと見られる。地域銀行も上場企業である以上、その例外ではなく、また「機関投資家株主」の株主比率が大きくなってきたことから、「ガバナンス行動」が実際にはなかったとしても「市場の声」を意識するようになったと考えられる。その結果、経営者は「機関投資家株主」の意向を考慮した上で、経営を執行するようになる。すなわち、「機関投資家株主」が自社を「ガバナンス行動」の直接的な標的として実際に行動を起こさなくとも、経営者は「機関投資家株主」の意向を尊重して収益志向の経営を行うようになる。これが「無言の圧力」のメカニズムである。米国の例として、Guercio and Hawkins[1999]は、年金基金が株主提案した後に企業政策は有意に変化したことを見出している。また、インデックス運用などを行う年金基金は標的とする企業だけでなく、それ以外の多くの企業にも同時に変化を引き起こすスピルオーバー効果を望む傾向があることを指摘している。日本の例では、胥 [2007] が村上ファンドとスティー爾・パートナーズが標的とした企業の選定や敵対的買収の効果について分析し、フリーキャッシュフローが豊富な企業が標的とされたことを見出している。胥 [2007] は「モノ言う株主の圧力は、1980年代に米国の敵対的買収が企業価値向上に貢献したように、早期退出を促し企業価値を高める役割を果たす可能性が大きい」（胥 [2007] 214 頁）と指摘している。

## 2.2.2. エントレンチメント状態とその変化

一方、上述の「規律メカニズム」を踏まえると、「エントレンチメント（状態）」は「たとえ業績が悪く、将来もその向上が見込めないとしても、『ガバナンス行動』が起きないと経営者が確信し、経営者の地位が温存されている状態」と定義できる（本章でもこの定義を採用する）。経営者は企業価値を高める経営行動をとる役割を期待されている。これに対し、自己の地位保全のみを目的とするならば、「ガバナンス行動」の圧力が生じないようにすればよい。すなわち、経営努力によって企業価値を向上させなくても、安定株主工作のような機会主義的行動をとることで経営者の地位を温存することができる<sup>12</sup>。1990年代まで株式持合いを行なう企業では、

<sup>12</sup> 「エントレンチメント」の意味を本文中にあるように定義すれば、企業価値が損なわれても、「ガバナンス行動」を支持しない株主が多数派となって経営陣に味方する限り、別の一部の株主によって株主総会でいくら時間をかけられようが、グリーンメーラーが登場しようが、零細株主からいくら提案を受けようが、経営陣に圧力がかかっているとは言えないのである。

お互いに安定株主となり、現経営者を支持することで、他の株主からの圧力をかわし、エンtrenチメント状態になることができたのである。また、「メインバンク」<sup>13</sup>である都市銀行等も、モニタリングの一環として株式保有の動機がある一方で、メインバンクとしての地位を維持するために企業との株式持合いに応じた。しかし、そのようなエンtrenチメント状態に経営者が置かれると経営管理が弛緩し、企業業績にマイナスに作用する可能性が高くなる。前節で紹介した先行研究の多くは、1990年代まで安定株主として存在した都長信銀は、株式保有先の企業経営者（地域銀行を含む）にエンtrenチメント状態をもたらし、企業業績にはマイナスの効果を与えたとしている。

2000年代に入ると、都長信銀は不良債権処理の原資とするために保有株式を持合い分も含めて大量に売却した（これには大企業の直接金融へのシフトで、メインバンクとしてのメリットが薄れたことも背景にある）。また、都長信銀は合わせて地域銀行の株式も大量に放出した。その結果、地域銀行においても株式持合いの解消と「銀行株主」という安定株主の喪失が生じ、代って「機関投資家株主」が大株主として登場した。「機関投資家株主」は次節で見るように「銀行株主」のような経営者にエンtrenチメントをもたらす株主ではないために、地域銀行の株主構成の大きな変化は、地域銀行の経営陣への規律付けの作用を大きく変化させたと推察される。

### 2.2.3. 「機関投資家株主」と「銀行株主」

「機関投資家株主」は、投資収益率の最大化を目的とする運用を行うため、株式投資先企業の経営状態ないし価値変化をもたらす要因に関する情報収集・分析を常時行っている。また、企業経営者のモニタリングも行っている。実際に「機関投資家株主」による投資先企業への議決権や提案権の行使等の株主行動は、1990年代後半から目立つようになった。米国最大規模の公務員年金である CalPERS（カリフォルニア州公務員退職年金基金）は、1990年代から日本においても「モノ言う株

---

<sup>13</sup> メインバンク・システムについては、Aoki and Patrick(eds.) [1995]、Hoshi and Kashyap [2004]などを参照されたい。メインバンクによる貸出先企業へのモニタリング機能は、銀行の franchise value を生み出す金融規制によって裏付けられていたという示唆（Hellmann, Murdock and Stiglitz [1997]）がある一方、1980年代から90年代にかけての日本の金融自由化が銀行部門の発生していた franchise value を消滅させ、メインバンクの情報機能に打撃を与えて、メインバンク・システムの変容が起きたというのが通説の見方である（Aoki and Patrick(eds.) [1995]、Hoshi and Kashyap [2004]、花崎 [2008]）。

主」として存在感を急速に増した。1992年に野村証券と大和証券に社外取締役の導入を突然要求し、1993年には住友銀行の配当政策に反対の投票を行うなど、日本の資本市場や投資家（株主）のことを考えるべき立場にある金融業を標的としたことで、その存在をアピールすることに成功した。1994年には日本企業13社の会社提案を否認し、1998年にはコーポレート・ガバナンスの対日原則を作成・公表するなど、日本企業の経営者に株主価値向上を目指す経営を行うよう要求を明確に示すようになった。

その後、CalPERSの動向にその他の米国の年金基金や日本の年金基金も追随する。議決権の行使を企業への経営介入であるとして棄権されることが多かった年金基金は一転して行使するようになっていく。旧厚生年金基金連合会（現企業年金連合会）は、『年金資産運用の基本方針』（1999年7月改定）で「（運用）受託機関は、専ら投資家たる連合会の利益増大のために株主議決権を行使するものとする」（厚生年金基金連合会[1999]4頁）との方針を定めた。また『株主議決権行使に関する実務ガイドライン』（2001年10月）では、運用受託機関に対して議決権行使の体制作りと議決権行使状況の報告を求め、議決権行使の実効性を上げるような措置をとった<sup>14</sup>。さらに、連合会は2002年4月に委託運用に加えて株式自家運用を開始すると同時に、自家運用保有銘柄についての議決権行使も開始し、『株主議決権行使基準』（2003年2月）を定め、役員数の適正化、社外取締役の活用、連続赤字企業の役員再任拒否などを打ち出し、投資先企業への株主要求を具体的に示すようになった。このような連合会の動きに、共済組合や国の年金を運用する年金積立金管理運用独立行政法人など、他の大型の年金基金も議決権行使基準の策定や運用受託機関への行使の指示などで同調するようになり、議決権行使で株主としての要求を表明するようになったのである<sup>15</sup>。

---

<sup>14</sup> 日本の年金基金は、直接自ら株式に投資し株主権行使をするような自家運用をほとんど行わず、運用受託機関（信託銀行、生命保険会社、投資顧問会社）に委託して運用する委託運用を行っている。このため、株主権行使も受託運用機関に委ねることになる（本文中信託口が年金基金の資金であると言っているのはこの委託運用が背景にあるからである）。運用受託機関は委託者である年金基金への忠実義務・注意義務を負う（受託者責任）ほか、厳しく運用パフォーマンスを評価され、運用受託機関の間で比較される。成績が劣後する場合は委託先が変更されることも頻繁で、運用受託機関が年金基金の意向を無視して自らの利益を追求する行動をとることはほぼ不可能である。旧厚生年金基金連合会が議決権行使について積極的になり、その行使を積極的に働きかけてきた当初、コスト増になることや議決権行使を行う投資先企業もまた顧客であったりすることなどから、運用受託機関はあまり前向きではなかった。しかし、運用受託競争があるために、結局自ら議決権行使のガイドラインの作成など積極的に取り組むようになり、そのような姿勢を顧客である年金基金にアピールすることで評価を獲得するよう行動してきている。

<sup>15</sup> 年金基金が議決権行使に代表される株主権を利用して経営陣に対して意見表明を行うようになったことには、

一方、敵対的買収も増加するようになり、株主の要求と現経営陣との対立も散見されるようになった。前節で示した事例以外に、楽天による東京放送買収への動き（2005年）、村上ファンドによる阪神電気鉄道への買収への動き（2005年）など、注目を集める事件が続いた。さらに商法改正・会社法導入などコーポレート・ガバナンスに関する法制度も整備されるようになってきた。

また、機関投資家株主の行動は、その対象とならなかつた企業経営者にも「株主の声」を意識させる効果（Guercio and Hawkins[1999]の指摘するスピルオーバー効果）があると見られ、「無言の圧力」の実効性を上げることに貢献したと考えられる。さらに前節で述べたように「機関投資家株主」は直接「ガバナンス行動」を起こさなくても、条件次第でそれに賛成票を投じるという行動パターンも「圧力」をより強くしていると考えられる。

本章では大株主の所有比率と株主構成を重要視する。それは経営者がエントレンチメント状態にあるのか、あるいは株主からの牽制を経営者が「無言の圧力」として受け止めて規律ある経営を行っていくのかの判断指標となる。すなわち、「機関投資家株主」の株式所有比率が高くなり「銀行株主」のような安定株主の所有比率を上回るようになると、たとえば「敵対的買収」提案が出された場合でもその提案が実現する可能性が高くなるために経営者への牽制が効くようになると考えることができる。逆に、安定株主の所有比率が「機関投資家株主」の所有比率よりも高ければエントレンチメント状態が存続している可能性が高いと判断できる。さらに、エントレンチメント状態が続けば、当該地域銀行の経営陣の規律が弛緩するために経営パフォーマンスにはマイナスに作用し、「機関投資家株主」が高い所有比率を持った場合、直接的行動がなくとも、地域銀行の経営者には「無言の圧力」として意識するため、規律が働いて経営パフォーマンスにプラスとなる可能性が高いということになる。

また、2000年代においても「銀行株主」を引き続きエントレンチメントをもたらす株主だという前提の下に議論を進める。それは、後述するように子会社化するようなケース以外で銀行が他社の株式を保有する場合、投資収益目的であるとは考

---

いわゆる90年代のバブル崩壊以降の証券市場の不振（株式投資収益率の低下）が背景にある。90年代に日本の企業の利益率指標は低迷し、米国のそれと比較すると、米国優位という状況が続いた。その要因として日米の経営力格差が指摘されている（岸本 [2006]）。バブル崩壊といったマクロ的なショックが原因なら致し方ないが、経営規律の弛緩による企業価値低下は、年金基金等投資収益を求める投資家には看過できないのである。

えにくく、系列関係などを考慮し安定株主としての役割のための政策保有や持合い目的で保有するケースが相変わらず多いと見られるからである。なぜなら、そもそも銀行の負債は満期の短い預金が多く、年金基金や生命保険会社のように、長期の投資期間を想定して、リスクを負担しつつ高リターンを目指した運用を行う理由は小さいと考えられるからである。事実、家田・大庭〔1998〕は金融機関の政策保有株式の価格変動リスクについて分析し、1990年代後半における株価低迷により、財務面から経営の不安定性を顕在化させ、本来の株式保有目的を見直さざるをえなくなると指摘している<sup>16</sup>。さらに、2000年代以降では、特に①株式の含み益がほぼ消失し、資本のバッファーとしての役割もほとんどなくなってきたこと、②銀行破綻が続出して健全性が厳しく問われる一方、株価下落による損失が財務の安全性に与える影響が大きいこと、③2002年に銀行等保有株式取得機構が組織されるなど銀行の株式放出が支援される環境が整備されてきたこと、などから、株式保有の必要性はさらに薄れてきていると考えられる。そのような状況下でもあえて銀行が株式保有を継続するのは、政策保有目的をよほど重要視したためだと考えざるをえないだろう。政策保有目的の場合、経営者がエンタレチメント状態になり業績が向上せず、投資収益が減少しても売却する意図はない。このため2000年代においても、「銀行株主」はエンタレチメントをもたらずと考えられるのである。

尚、この考え方に対し、地域銀行の経営が困窮した際、都長銀等が救済のために当該地域銀行の株式保有を継続あるいは買い増して、大株主としての地位も利用しつつ役員派遣や経営支援などを行うケースも考えられる。その際には旧経営陣は退任させられることが多いと想定される。さらに救済措置が成功すれば当該地域銀行の業績が向上することになり、上で述べた「機関投資家株主」の場合と同様に銀行株主の比率が大きくても地域銀行の経営パフォーマンスにプラスに作用するのではないかとの反論もあるかもしれない。しかし、上で示したエンタレチメントの定義では「ガバナンス行動の圧力」がポイントになっていることに注意が必要である。つまり、当該地域銀行が都長銀に自ら望んで救済を求めた場合には、たとえ前経営者が退任せざるを得なかったとしても、それは圧力によるものではない。このため、引き続きエンタレチメント状態が続いていると見ることができる。一方、もし前経営者が銀行株主からの役員派遣や退任に反対するなら、それは大株主であ

<sup>16</sup> 地域銀行の株式投資については、第2章を参照されたい。

る銀行株主に、言わば「敵対的」であることを示唆する。そして、その反対を乗り越えて「銀行株主」が当該地域銀行を救済して業績を回復させるのなら、それは上で定義した「機関投資家株主」と同じように「銀行株主は経営パフォーマンスを改善させる」ことになるだろう。しかし、実際には、地域銀行の経営が困窮化した場合に、救済に乗り出した都長銀等の措置を拒否して経営陣が居座り続けたり、あるいは拒否を受けた都長銀が地域銀行に対して実際に「ガバナンス行動」を起こしたり、などのような事例はこれまで観察されていない。このためそのようなケースは必ずしも考える必要はないのではないかと判断されよう。

一方、株主としての生命保険会社は以下のように考える。花崎他〔2005〕は生命保険会社も銀行株主と同様にエンtrenchメントをもたらす株主として位置づけている。しかし、2000年代に生命保険会社の株主としての性質に変化があると見られること<sup>17</sup>、本章の目的が生命保険会社の株主行動を分析対象とするのではないこと、エンtrenchメントをもたらす株主として「銀行株主」に焦点をあてているため、生命保険会社を外した方が本章で主張する議論の中で留保なしで説明ができると考えられることから、本章では生命保険会社をエンtrenchメント株主の範囲に含めないこととした。

以上の考え方に基づいて、本章では地域銀行のコーポレート・ガバナンスに関して、株式所有比率と地域銀行の経営パフォーマンスの関係を中心に分析する。その際、先行研究が主な分析対象とした1990年代から、あまり分析されていない2000年代に焦点を当てる。また、1990年代までのデータをもとに株式所有比率と銀行の経営パフォーマンスについて分析した花崎他〔2005〕の結果と比較しながら考察を進める。具体的には、①1990年代に銀行経営者にエンtrenchメントをもたらしたとされる銀行株主は引き続き、2000年代もエンtrenchメントをもたらして経営パフォーマンスに負の影響を与えているのか、②2000年代に株主構成が大きく変化した中で台頭した「機関投資家株主」は、地域銀行の経営者が機関投資家株主の存在を意識し（市場の圧力）、収益志向の経営になった結果、経営パフォー

---

<sup>17</sup> 生命保険会社は年金基金の運用受託機関でもあり、年金基金への受託者責任を果たすために株主議決権行使のガイドラインを定めて、議決権の行使を開始した。このことは、従来のようなエンtrenchメントをもたらすような株主ではなくなってきたことを示唆する。ちなみに都長信銀も地域銀行もこのような議決権行使のガイドラインの公表はおろか、策定もしていないことは、株式保有目的が投資収益目的ではなく政策保有目的ではないかということを示している。生命保険会社の株式投資については小林〔2007〕を参照されたい。

マンスに正の影響を与えているのではないか、という点について検証する。

### 3. 地域銀行の株主構成

#### 3.1. 株主構成の変遷

##### 3.1.1. 分析対象とデータについて

本章では1990年度（1991年3月末時、以下同）から2007年度までの地域銀行を分析対象とするが、期中で破綻した地域銀行は破綻後にサンプルから欠落する一方、合併・統合が起きた場合には、それまでの地域銀行とは別の銀行と認識して取り扱っている。よってこのパネルデータはアンバランスド・パネルデータとなっている。また、分析対象とするデータセットは以下の二つの条件を考慮する。

ひとつは上場している地域銀行のみを対象とすることである<sup>18</sup>。地域銀行経営者への株主からの牽制が機能するのか、すなわち、前節で示した株主による「規律メカニズム」が働くための前提条件は、対象となる地域銀行の株式が公開・上場されていることである。株式譲渡は非上場・非公開企業でも可能ではある。しかし、投資家間での自由な譲渡が不可能な場合、「ガバナンス行動」は実際には難しい。先行研究では明示的にするにせよ、暗黙とするにせよ、株主による規律メカニズムを議論する際には、上場会社のみを対象としている。本章でも対象とする地域銀行は株式が公開されている上場会社のみとする（補論1参照）。無論、株式未公開の地域銀行もいくつか存在するが、そのガバナンスについては別途検討が必要である。

第二の条件は、都長信銀が傘下に置く地域銀行は分析対象から除外することである。上場された地域銀行の中でも、大手都銀の子会社となったり、あるいは子会社ではないものの実質的にその傘下に入ったりする地域銀行が、2000年代以降に特に目立つようになった。1990年代でも都長信銀は地域銀行との間で親密な関係先を囲い込むかのように、株式保有や業務提携、役員派遣を行ってきた。しかし、2000年代においては株式持合い解消が象徴するように、都長信銀は一部で関係の希薄化を進める一方、戦略的に重要だと判断する地域銀行については子会社化など関係強化を図り、選別的な動きを見せている。そのような動きがある中で、地域銀行のコーポレート・ガバナンスを考えると、地域銀行の経営者の自由度の有無をどこで判

---

<sup>18</sup> 福岡銀行と経営統合し、ふくおかフィナンシャルグループの傘下となった熊本ファミリー銀行などのような地域銀行は、上場廃止となっているため、その時点でデータから除外される。

別するかが重要だと考えられる。経営の自由度がなく都長信銀の傘下ですべて経営が支配されているならば、名称は地域銀行であり都長信銀の株式所有比率が低くても都長信銀と一体経営されていると判断すべきだと考えられるからである。本章では、都長信銀（あるいはそのグループ）の有価証券報告書等を調査し、連結子会社または持分法適用関連会社の対象となっている地域銀行については、都長信銀が自行の連結財務諸表に影響があることを十分認識した上で、経営への関与を強めた地域銀行と判断できるため、株式保有比率とは関係なく実質的に都長信銀がそれら地域銀行の支配権を掌握しているを見なすことにした<sup>19</sup>。逆に役員派遣や業務提携などの関係があったとしても、子会社や適用関連会社でなければ、その地域銀行の経営者は経営判断の自由度を確保しているを見なせよう。以上のことから本章での分析は、都長信銀が連結子会社または持分法適用関連会社の対象としている地域銀行は分析対象から除外することとした（補論 1 参照）。以上で示した条件を考慮すると、分析対象となる地域銀行の数は年度によってバラつきがあるが、大体 76 行から 94 行となる。

地域銀行の株主については、都長信銀、地域銀行、外国人、生損保、信託口、事業法人、持株会、個人その他に分類した。信託口は信託銀行の信託勘定で保有される株式を表し、投資信託や年金信託（年金基金）等の所有分を表す。持株会は自社株会や従業員持ち株会などとも呼ばれ、自行の株式に投資することを目的に従業員によって組成された組織で、その保有分を表す。

各行の財務諸表データは概ね日経 NEEDS の金融データから得ており、データベースにない場合は有価証券報告書から得た。また各銀行の株主データは有価証券報告書から入力した。これらでも入手できなかった各行のホームページの決算報告書等からデータを得た。尚、有価証券報告や決算報告書に掲載されている大株主データは上位 10 位までの株主名とその保有株数・所有比率しか掲載されていないので、以下の分析は 10 大株主の所有比率をもとにしている。

次節では、地域銀行の株主構成について 1990 年代と比較した 2000 年代の変化とその特徴を確認する。そして、特に地域銀行の大株主としての「銀行株主」と「機

---

<sup>19</sup> 持分法適用会社とするかどうかは、単に株式所有比率だけでなく、実質支配基準で決めるとされていることから、適用会社である場合には、株式所有比率が低くても実質的にその地域銀行の経営の自由度は低いと判断して支障はないと考えられよう。



関投資家株主」の動向について考察する。

### 3.1.2. 株主構成の変遷

図表 1 は、1991 年（3 月末時）から 2008 年（同）までの地域銀行の株主構成（株式所有比率）の推移を示したものである。各銀行の 10 大株主に含まれる株主を分類ごとに、各年の単純平均で計算している。

1990 年代まで、地域銀行の最大株主は都長信銀で、構成比率は 14%弱程度であったが、1990 年代終盤から徐々に低下し、2008 年では 4.2%になった。1990 年代の第 2 位の保有主体は生損保であったが、2002 年以降に若干低下し、2008 年に 5.0%となっている。また株主としての地域銀行は、1990 年代は 1%程度であったが、2000 年代入り後に倍増して 2%程度で推移している。

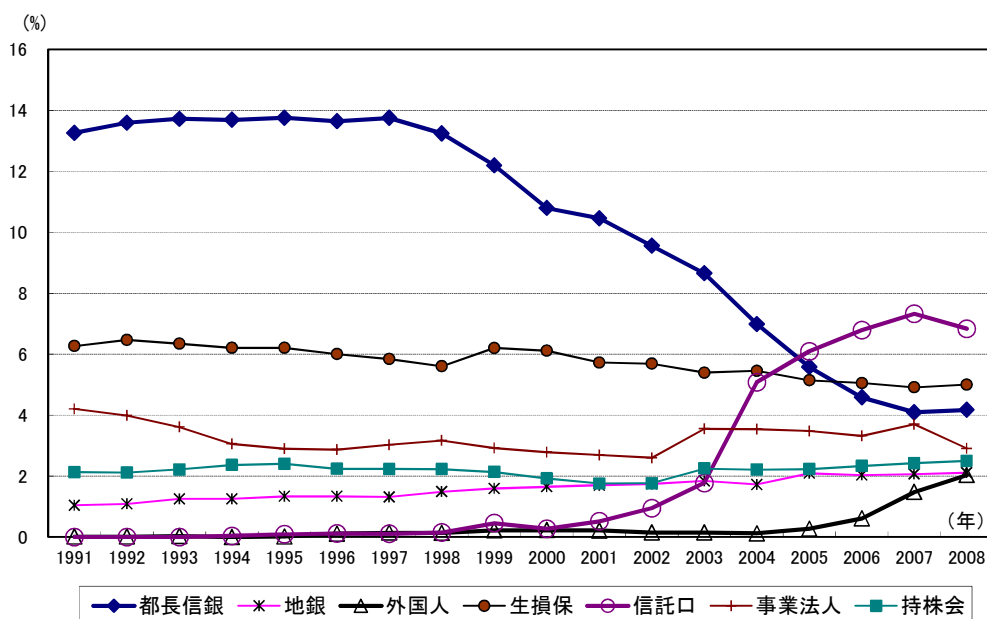
一方、都長信銀の 2000 年代の低下とは対照的に、信託口は 2002 年以降急速に構成比率を増加させている。また、外国人も信託口と同様に構成比率を増加させ、足元ではさらに増加速度を上げている。2008 年の所有比率は信託口 6.8%、外国人 2.0%である。

以上のように、地域銀行の株主構成比率は、1990 年代は安定して推移し、都長信銀・生損保という金融機関による安定株主が多くを占めていたのに対し、2000 年代以降は都長信銀の構成比率が低下する一方、信託口、外国人といった投資収益志向型の「機関投資家株主」の所有比率が上昇している。これら「機関投資家株主」の所有比率の変動について、地域銀行の支配権の移動に注目して少し詳しく見てみよう。

地域銀行の中で支配権の移動を伴う株式所有比率の変動を示したのは東京スター銀行のみである。東京スター銀行は経営破綻した東京相和銀行を前身としており、破綻後に外資系投資ファンドが買収して 100%保有の子会社として再スタートさせた。ただし、今回対象とするデータセットから東京スター銀行は除外している（補論 1 参照）。このため、図表 1 で示した外国人の投資比率の上昇に東京スター銀行の影響はない。また、株式所有比率と支配権の関係は、議決権総数の 3 分の 1 以上を保有しているかどうかの一つのメルクマールとなるが<sup>20</sup>、信託口と外国人の中で

<sup>20</sup> 会社法では、定款変更、M&A といった特別決議事項の決定に株主総会で 3 分の 2 以上の賛成が必要とされる。また支配権の論議の際は、議決権のない優先株を発行している場合もあるため、厳密には株式総数ではな

図表1 地域銀行の10大株主の所有構造の推移



(注) 1991年(3月末時)から2008年までの株主構造を各年・各行の所有比率の単純平均で算出した。  
(出所) 大蔵省『有価証券報告書』から作成した。

最大の所有比率は、信託口では西日本シティ銀行で 22.35% (2007 年時点)、外国人では関東つくば銀行<sup>21</sup>の 21.29% (2007 年時点) であった。しかもこれは信託口、あるいは外国人という同種の株主の中での合計値であり、さらに信託口と外国人の両者の和とした「機関投資家」の所有比率を見ても 3 分の 1 を超えるものは存在しなかった。

また、発行済株式総数の 5% を超えて保有した者に 5 営業日以内の提出が義務付けられている大量保有報告書を見ると、「外国人金融機関」(証券会社や運用会社を含む) はいずれも投資目的で支配権のための所有ではないという「特例対象株券」<sup>22</sup>であることを表明しており、この点からも支配権の移動を伴う株式所有はなかつ

く「議決権の過半数」などというように議決権ベースで表現すべきであろう。事実、金融危機後の公的資金注入のために優先株の発行をした地域銀行も多い。しかし、本章で用いた株主の所有比率データは優先株を除いて算出しているため、その所有比率は議決権等の株主権を示す所有比率としてそのまま利用できる。このため「議決権」と「株式総数」をあえて区別する必要は本章ではないが、その意味については注意が必要である。

<sup>21</sup> 関東つくば銀行はモルガンスタンレー・インターナショナルの保有比率が大きく 2007 年 3 月末時点には 8.7% で筆頭株主となっていた。外国人所有比率が 2 番目に大きかったスルガ銀行 (2008 年 3 月末時点で 13.48%) ではエス・ジー・インベストメントが 4.8%、3 番目に大きかった沖縄銀行 (2008 年 3 月末時点、9.53%) ではノーザントラスト (サブ・アカウント・アメリカン・クライアント) が 9.53% でいずれも筆頭株主となっていた。

<sup>22</sup> 大量保有報告は通常は取得日から 5 営業日以内に報告書を提出する義務がある (金融商品取引法第 27 条の 23)。特例対象株券、すなわちその株式保有が投資収益目的であり、経営権の支配を目的としない保有であるとする事で、この報告義務は予め定めた毎月の基準日から 5 日間以内に報告すればよいというように報告規制が緩和される。

たと判断されよう。

ただし、このことはそれら「外国人金融機関」が自らは買収者ではないということを示すだけであり、別に買収者が現れて株式公開買付（TOB）を行った場合は、これら「外国人金融機関」は買収価格次第で買付に応じる可能性が高いことを否定しない。先に定義した経営者への「規律メカニズム」においては、「ガバナンス行動」が実現する可能性が高くなれば経営者への規律がもたらされると考えた。この点から考えると、「機関投資家株主」のタイプが必ずしも買収目的ではなく、「外国人金融機関」であっても、投資収益が向上する場合には買収者の買付提案に応じる可能性が高く、いつでも買収者に譲渡（あるいは転換）する株主であることから、買収者とほとんど同じタイプの株主だと言えよう。「ガバナンス行動が実現する可能性を示す株式所有比率の水準に経営者への規律付けがもたらされる意味がある」という本章の視点から考えれば、以上のような「外国人株主」や「機関投資家株主」の詳細なタイプ分けはあまり問題とはならないと考えられる。以上のことから、「機関投資家株主」はひとつのタイプの株主体として考えていくことができる。

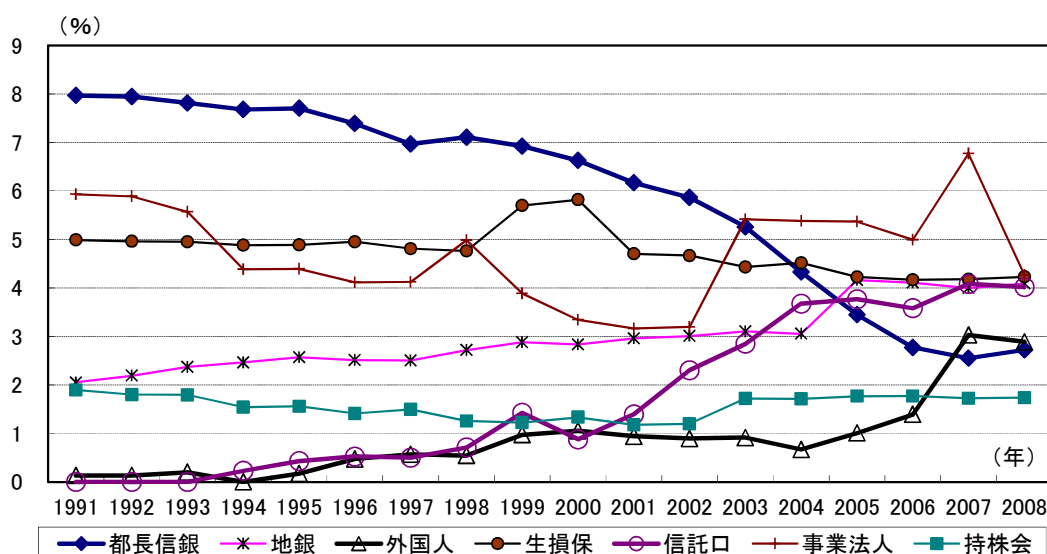
図表 2 は各年での各主体の所有比率の標準偏差を示している。1990 年代までは標準偏差も安定して推移していたのに対し、2000 年代以降は、都長信銀、生保で低下する一方、信託口や外国人で増大しているのが目立つ。特に都長信銀の所有比率の標準偏差は 8%から 2%台へと大きく低下している。都長信銀は、子会社にするような地域銀行以外に保有する銀行株式のほとんど放出したために、平均保有比率も低下し、それに伴い標準偏差も大きく低下したのではないかと見られる<sup>23</sup>。一方、地域銀行の所有比率の標準偏差が若干増加（1-2%程度）している。これは福岡銀行や東北の一部の地域銀行で、統合・合併への動きや連携強化への動きも件数としては非常に少ないが 2000 年代以降に出てきたことのほか、都長銀が株式持合いを解消していったために、安定株主を求めて地域銀行間での株式持合いも少々あったのではないかと考えられる。

他方、信託口の標準偏差は平均値の上昇と並行して上昇、すなわち株式所有比率にバラツキが見られるようになってきている。先に見たように、信託口の多くを占

---

<sup>23</sup> 先に述べたように、都長信銀は一部の地域銀行の株式を大量に取得し子会社化するなどといった行動をとった。ここでは、そのようなケースは分析対象としないためにデータから除外している。このため、ここで分析対象としたのはそれ以外の地域銀行である。

図表 2 地域銀行の 10 大株主の所有構造 構成比平均値の標準偏差



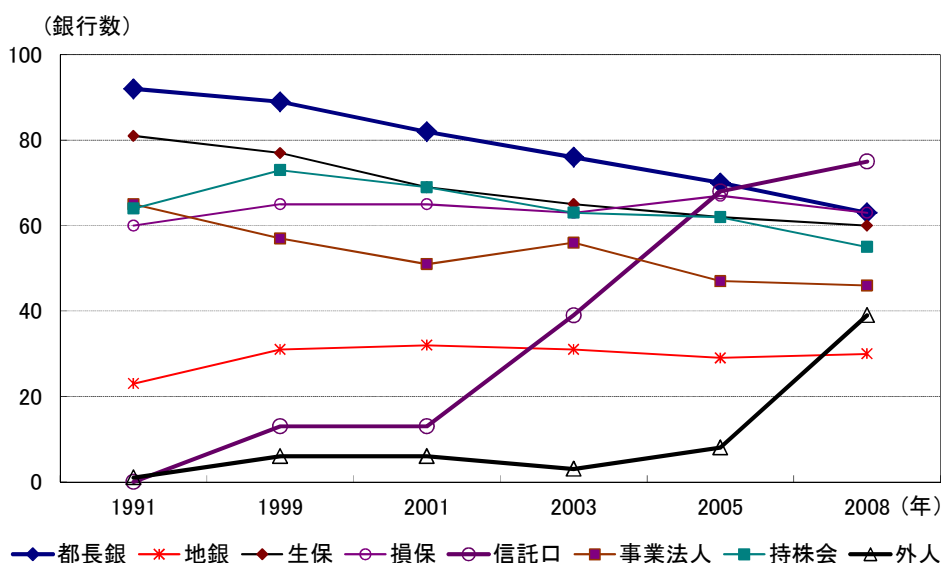
(注) 図表 1 の単純平均値に対する各年の標準偏差を表示している。

(出所) 大蔵省『有価証券報告書』その他から作成。

めるのは年金基金や投資信託であり、特に年金基金は東証株価指数 (TOPIX) をベンチマークとする運用を行う傾向が強い。東証株価指数は時価総額加重方式の指数であるために、その時価総額に応じて、銘柄の構成比率が決定されるため、運用者もその構成比率に応じてポートフォリオを構築する傾向が強い。結果、時価総額の大きい銘柄は投資金額も多く、小さい銘柄は少ない投資金額となる。このことは、各銘柄で株式総数のうちどれだけの比率を保有するかを一律に決めているわけではないために、地域銀行株への投資が広がるとともに各地域銀行の株式所有比率にバラツキが生じていったものと考えられる。

外国人の株式所有比率の標準偏差は 2007-08 年頃に急上昇するが、直近は 3% 程度となっている。先に見たように支配権を目的に株式を所有する外国人はこのデータセットには含まれていないが、外国人の中には年金基金のような東証株価指数 (TOPIX) と同様のポートフォリオを構築する投資家以外にも、投資収益を短期で求め、少ない銘柄に集中して投資するようなヘッジファンドや投資ファンドなども含まれている。また横並びが崩れて地域銀行の業績にも格差がつくようになる一方、持ち合い解消により地域銀行株式が放出され、特定の地域銀行株式であっても大量取得しやすくなった結果、外国人の株式所有比率は地域銀行間でバラツキが大きくなってきたものと考えられる。

図表3 地域銀行の上位10大株主になっている投資主体の地域銀行数



(注) 各株主主体が各地域銀行で10大株主となっている地域銀行数を示す。たとえば都長信銀の1991年は92行の地域銀行で10大株主となっていたことを示す。  
 (出所) 大蔵省『有価証券報告書』その他から作成した。

次に、図表3で上位10大株主になっている投資主体の地域銀行数についても見てみよう。これは各投資主体の株主としてのプレゼンスを示すものだと見ることができる。まず信託口を見ると、1990年代から2001年頃まではほとんど10大株主として登場せず、地域銀行13行程度で顔を出す程度であった。それ以後、急速に増加して2008年には都長信銀を上回り、投資主体としては最多の75行の地域銀行で10大株主に名前を出すようになってきている。一方、外国人は2005年頃までは一桁台の地域銀行で顔を出すだけであったが、2008年は増加し、39行の地域銀行で10大株主となった。

このことは、上で指摘した信託口（年金基金等）と外国人でその投資行動に相違があることと関係がある。すなわち、年金基金（信託口）はTOPIXをベンチマークとする運用が主体で、株式市場全体に投資するパッシブ運用の比率も高く、投資額が増えれば地域銀行全般への投資を維持あるいは増大させることになった。このため、地域銀行全般での保有比率が増大し10大株主として登場する地域銀行の数が増えたと見られる。外国人の場合は、先に見たように地域銀行株式全般に投資するといった行動もある一方で、ヘッジファンドやアクティブ運用のように、高い投資収益を求めて銘柄を絞り込む投資手法や、あおぞら銀行や東京スター銀行の場合

図表 4 地域銀行の株式所有集中度の推移

年	筆頭株主		上位3株主		上位5株主		上位10株主		銀行数
	平均値	中央値	平均値	中央値	平均値	中央値	平均値	中央値	
1991	5.09	4.88	12.83	13.03	18.88	18.66	29.66	28.78	94
1992	5.09	4.94	12.86	12.99	18.97	18.51	29.86	28.74	94
1993	5.00	4.94	12.81	12.96	18.98	18.60	29.99	29.24	96
1994	4.94	4.90	12.68	12.70	18.80	18.50	29.64	29.10	97
1995	4.91	4.80	12.64	12.70	18.78	18.50	29.71	29.20	97
1996	4.90	4.80	12.66	12.40	18.82	18.60	29.73	29.50	95
1997	4.93	4.90	12.64	12.50	18.66	18.25	29.41	28.75	98
1998	5.15	4.90	12.90	12.50	18.92	18.40	29.72	28.60	97
1999	4.84	4.90	12.49	12.30	18.46	17.30	28.91	27.40	92
2000	4.60	4.45	11.76	11.10	17.39	16.75	27.17	25.75	88
2001	4.45	4.30	11.41	10.90	16.90	15.80	26.64	25.40	85
2002	4.32	4.20	11.09	10.80	16.41	15.80	26.06	24.80	80
2003	4.57	4.61	11.34	11.13	16.62	16.33	26.13	25.46	80
2004	4.98	4.69	12.11	11.42	17.68	16.75	27.86	27.13	78
2005	5.20	4.78	12.40	12.03	17.93	17.41	27.72	27.54	77
2006	5.22	4.84	12.37	11.92	17.75	17.55	27.27	27.15	77
2007	5.40	4.85	12.84	12.04	18.23	17.76	27.71	27.16	76
2008	5.99	4.87	13.36	12.17	18.72	17.90	28.14	27.37	76
全期間	4.97	4.80	12.42	12.00	18.21	17.60	28.51	27.40	1577

(注) 筆頭株主、上位 3 株主、上位 5 株主、上位 10 株主までのそれぞれの累積の株式所有比率 (%) を示す。  
 (出所) 大蔵省『有価証券報告書』その他から作成した。

のような買収ファンドによる集中投資なども多い。その結果、10 大株主として外国人が登場した数は信託口と比較して少なくなったのではないかと推察される。

次に図表 4 で株主の集中度を概観しよう。筆頭株主、上位 3 株主、上位 5 株主、上位 10 株主の所有比率について平均値と中央値の推移を示している。平均値は 1990 年代まではいずれも安定して推移し、2000 年頃にやや低下している。これには株式持合い解消も影響したと見られる。詳細に見ると、筆頭株主、上位 3 株主の平均値は 2003 年頃から上昇して推移し、上位 5 株主、上位 10 株主では 2004 年頃から上昇している。一方、中央値を見ると、いずれの指標においても、1990 年代と比較して 2000 年頃に若干低下するものの、ほぼ同水準で推移している。また中央値と平均値はすべての指標で 1990 年代はほぼ同水準であったが、2000 年代入り後は上位 10 株主以外でその差が開いていることが分かる。これらのことから、地域銀行株の中でも一部の銘柄で株主の集中度が進んだことが示唆される。

次に地域銀行にエントレンチメントをもたらす可能性のある都長信銀・地域銀行株主（銀行株主）の所有比率の動向について考察する。地域銀行にとって銀行株主は 90 年代までは非常に重要な大株主であったが、2000 年代になってから所有比率

図表 5 地域銀行の大株主としての都長信銀・地域銀行（銀行株主）

(年)	上位3株主		上位5株主		サンプル 総数
	銀行数	比率	銀行数	比率	
1991	19	20.2%	12	12.8%	94
1992	22	23.4%	15	16.0%	94
1993	23	24.0%	17	17.7%	96
1994	25	25.8%	16	16.5%	97
1995	25	25.8%	16	16.5%	97
1996	22	23.2%	13	13.7%	95
1997	23	23.5%	14	14.3%	98
1998	21	21.6%	13	13.4%	97
1999	19	20.7%	12	13.0%	92
2000	16	18.2%	11	12.5%	88
2001	16	18.8%	8	9.4%	85
2002	12	15.0%	7	8.8%	80
2003	10	12.5%	4	5.0%	80
2004	1	1.3%	1	1.3%	78
2005	2	2.6%	1	1.3%	77
2006	1	1.3%	0	0.0%	77
2007	0	0.0%	0	0.0%	76
2008	0	0.0%	0	0.0%	76

(注) 都長信銀と地域銀行だけで地域銀行の上位3株主と5株主を占有する地域銀行数を計測した。  
(出所) 大蔵省『有価証券報告書』その他から作成した。

に大きな変化が生じていたことは先に見たとおりである。この点についてさらに確認するために、上位3株主と上位5株主がすべて銀行株主だけで占められている地域銀行について調べた（図表5）。上位3株主が銀行株主だけで占められている地域銀行は、1990年代半ばまででは全体の20%から25%弱程度を占めていたが、1990年代半ばを過ぎると徐々に減少し、1999年には20%程度になった。その後、2004年から急低下し2007年以降はゼロになっている。上位5株主でも1990年代半ばまででは全体の16~17%程度の地域銀行で銀行株主が大株主として占めていたが、1993年をピークに減少している。特に2001年以降に減少幅が大きくなり、2004年以降は0ないし1行だけとなっている。このように、地域銀行の株主として銀行株主は2000年代以降に急速にその地位が変化したことが確認できる。尚、上位5株主と上位3株主で銀行株主比率の低下傾向にやや相違が見られる。これは1990年代の後半から銀行株主は保有する株式の売却を行うことで、含み益を実現化させて不良債権処理の償却などに充当したが、保有する銘柄の売却にあたり、メインバンクとして保有する貸出先の株式よりも、メインバンクではなくあまり親密ではな

図表 6 地域銀行の大株主としての信託口・外国人（機関投資家株主）

年	銀行数	比率	サンプル 総数
1991	0	0.0%	94
1992	0	0.0%	94
1993	0	0.0%	96
1994	0	0.0%	97
1995	1	1.0%	97
1996	1	1.1%	95
1997	2	2.0%	98
1998	2	2.1%	97
1999	5	5.3%	95
2000	4	4.3%	94
2001	4	4.3%	93
2002	5	5.5%	91
2003	7	7.1%	99
2004	25	24.3%	103
2005	45	44.6%	101
2006	56	56.6%	99
2007	58	59.2%	98
2008	58	60.4%	96

(注) 都長信銀よりも機関投資家株主（信託口と外国人の合計）の株式所有比率が大きい地域銀行を計測した。

(出所) 大蔵省『有価証券報告書』その他から作成した。

い企業の株式から売却してきたことが指摘されている（宮島・黒木 [2003]）。地域銀行株式売却の場合も同様に、親密先、すなわち株主順位で自行が上位を占める地域銀行の株式よりも、下位になっている地域銀行の株式から売却を進めたことが推測される。その結果、上位 5 株主においては 1990 年代半ばから銀行株主だけで上位を占める地域銀行の比率が低下したのに対し、上位 3 株主での低下が、それに遅れて 2000 年代以降になったのではないかと推測されるのである。

一方、地域銀行の株主として 2000 年代以降、急速に存在感を増したのは、投資信託・年金基金・外国人の「機関投資家株主」である。この点を確認するために、これら「機関投資家株主」が都長信銀よりも株主として大きな比率を占める地域銀行について調べた（図表 6）。

その結果、「機関投資家株主」が都長信銀よりも株式所有比率が大きい地域銀行は、1995 年から登場し始め、1990 年代後半は徐々に増加していくが、2004 年を境に急速に増加している。そして 2008 年には「機関投資家」は、60%を超える 58 行の地域銀行で都長信銀よりも大きい保有比率を示すようになっている。



以上、地域銀行の株主構成について 1990 年代と 2000 年代を比較することでその特徴を明確にしてきたが、要約すると以下の 3 点を指摘することができる。

- 株式所有の集中度は、特に上位株主で上昇傾向にあることが認められる。また一部の地域銀行での集中度も高まったことが確認される。
- 地域銀行の所有主体は 1990 年代では都長信銀が最大の所有者であったが、2000 年代にその株式保有比率を大きく下げている。
- 2000 年代に入ってから都長信銀に替わって株式所有比率が大きくなり、大株主としての存在感を急速に増してきたのは投資信託や年金基金（信託口）と外国人のいわゆる投資収益志向型の「機関投資家株主」である。

### 3.2. 地域銀行の大株主と銀行行動

地域銀行の株主構成と経営パフォーマンスについての実証分析に先立ち、銀行とその大株主との関係を論じた先行研究を確認する。その際、キーとなる概念は先に見た「エントレンチメント」と、投資信託や年金基金（信託口）・外国人など「機関投資家株主」の存在感が増したことによる経営者への「無言の圧力」である。このため、銀行経営者にもたらされた「エントレンチメント」と「機関投資家株主」による経営者への規律づけに着目して先行研究を検討する。

#### 3.2.1. 銀行業におけるエントレンチメント

Gorton and Rosen [1995] は、米国の銀行経営者が自ら株主として一定の比率を持つようになると、私的利益を享受して過度にリスクのある貸付を行う傾向があることを示し、1980 年代に問題視された預金保険の存在によるモラルハザードよりも、エントレンチメントの方が銀行行動を説明する上で重要な役割を果たしていると指摘している。一方、Anderson and Fraser [2000] は銀行経営者の自行の株式保有と銀行のトータルリスクや個別リスクが正の相関を示すことを検証し、経営者の株式保有比率が銀行のリスクテイク行動の重要な決定要因であることを示唆した。同様のことは Saunders, Strock, and Travlos [1990] や Demsetz, Saldenber, and Strahan [1997] でも示され、銀行経営者への株式市場からの規律が働きにくくなるという意味でのエントレンチメントの状態に銀行経営者が置かれたとき、銀行経営者の利益を反映した経営判断が優先される可能性があることを指摘した。

わが国の銀行のガバナンスについてエントレンチメント仮説を提示し、検証を行ったのは、先にも紹介した花崎・小黒 [2003]、花崎他 [2005] である。花崎・小黒 [2003] は、銀行経営者へのモニタリングは競争環境、株主・預金者、金融監督者など、どのルートからも有効に機能しえず、日本の銀行はエントレンチメントの状態に置かれていたと指摘する。さらに、彼らは株主からのモニタリングについて焦点をしぼり、エントレンチメント仮説を検証し、それを支持する結果を得ている。また花崎他 [2005] はエントレンチメント仮説の検証にあたり、「銀行経営者は外部から適切にモニタリングを受けていないとエントレンチメント状態になり、過度のリスク行動をとるようになる」との推論を行う。過度なリスク行動とは、銀行の貸出行動に焦点をあてたもので、「貸出の結果、その業績が悪化するならば、その貸出はリスクであった」との判断基準で定義している。花崎他 [2005] は「日本の銀行は、最近に至るまで、融資部門の所属する行員の評価は、貸出債権のパフォーマンスではなく、貸出額の多寡に基づいていた」ことから貸出量の拡大に拍車がかかり、リスクな貸出であっても抑制が効かなかったと示唆する。またバブル崩壊後の 1990 年代においても、銀行経営陣は株主からの経営パフォーマンスの改善要求圧力がなかったことや経済が回復すれば不良債権も片付くのではないかという期待、自己資本比率が BIS 基準を下回るような抜本的な不良債権処理は責任問題になることを経営陣が恐れたことなどから、貸出が抑制されず、リストラも先送りされ、リスクな貸出の処理に歯止めがかからなかったと主張する。

### 3.2.2. 外国人株主による経営者への牽制

銀行や生命保険会社以外の機関投資家、すなわち、外国人や年金基金、投資信託といった機関投資家によるガバナンスについては、欧米の研究については小佐野 [2001] で詳細に研究が紹介されている。米国を中心とする研究では「機関投資家の株式所有割合と企業の市場価値・成長性に正の相関があるという結果を得ている」という (小佐野 [2001])。欧米の機関投資家、中でも米国の公的年金基金や投資信託による株式所有比率が 1990 年代に増大し、議決権行使など株主権も積極的に活用するようになり、投資先へのプレゼンスが目立つようになってきた。

日本においても 1990 年代から外国人投資家の株式所有比率が増大し、他のタイ

プの株主と比肩するまでに至った<sup>24</sup>。またその株主としての行動も第2節で指摘したように「モノ言う株主」でもあるため、外国人株主の存在は認知されるようになった。また、同じく第2節で指摘した「アクティビスト・ファンド」の多くも外国人であったことから、外国人株主のプレゼンスが高まり、2000年代以降のガバナンス研究でも取り上げられてくるが多くなっている。

佐々木・米澤[2000]は、1992年から98年までの上場企業を対象とした分析で、年金基金の持株比率とトービンのQとの関係を調べ外国人持株比率はトービンのQにプラスで有意に働くという結果を得ている。一方、大村・増子[2003]は、主成分分析をもとにして経営パフォーマンスとガバナンスに対する取り組み姿勢について分析し、外国人持株比率の上昇はトービンのQを上昇させることが検出されたことを示している。岡部・藤井[2004]は1989年と99年の2期でトービンのQと株式所有構造の関係を分析し、外国人による株式保有は、企業パフォーマンスに対して一貫して正の効果を持っていたことを確認している。西崎・倉澤[2003]も金融機関、海外投資家、機関投資家等の外部の大口株主によるモニタリングが企業価値に与える影響について理論的・実証的に考察している。1980から99年度の期間で推定した結果、外国人の保有比率は正で有意であり、外国人のモニタリング活動等は、企業価値を高めるもので、1990年代に重要性を増していると指摘している。植村・渡辺[2006]も地域銀行の経営パフォーマンスについて2000年代以降を対象に主成分分析を行い、規模の大きい上位行では外国人持株比率の高いところほど経営パフォーマンスが高いとその影響を確認している。

ここで取り上げた先行研究では外国人の保有比率が高い企業ほど企業価値が高いという結果が多いが、外国人投資家が高い企業価値を示す企業の株式を多く保有するからではないかという逆の因果性を強調する反論もある。例えば、Cho[1998]は、アメリカの製造業を対象とした分析を行い、企業のパフォーマンスと株式所有構造について分析し、逆の因果性を指摘している。この反論に対し、岩壺・外木[2006]は分散不均一性を用いた同時方程式の識別を利用して、外国人の保有比率(外資比率)と企業価値の因果関係を考慮した分析を行い、その結果、「外国人投

---

<sup>24</sup> 東京証券取引所によれば、東証一部上場企業の株式所有比率の構成は、1987年3月時点で、外国人5.3%(都・長・地域銀行は14.9%、事業法人等30.1%、個人20.1%)であったが、2003年3月には、外国人17.3%(都・長・地域銀行は7.7%、事業法人等21.5%、個人20.6%)と大きく増加し、大株主としての存在が大きくなった。

資家は企業価値が低くなると所有株式を増やす一方で、外資比率の上昇は企業価値の上昇をもたらす」ことを確認した。

以上の先行研究から、外国人投資家が株式を保有する場合、通常は高い投資利益率を指向するが、株式保有企業に対して“voice”（株主としての発言権）によって企業を規律付けて、企業価値向上による高い投資収益率も求めるという解釈を支持すると言えよう。このため、そのような外国人株主が多い企業の経営者は、「無言の圧力」をより感じるようになるのではないかと考えることができよう。

### 3.2.3. 株主としての年金基金による経営者への牽制

一方、年金基金が株主としてのプレゼンスが上がったのは、第2節でも指摘したように、1990年代末から2000年代初めであった。そのような日本の年金基金による株主行動についての研究は、先に挙げた佐々木・米澤[2000]、米澤・佐々木[2001]などの一連の研究がある。これらは、1992年から96年までを推定期間としたものであるが、米澤・佐々木[2001]において一部で年金資金持株比率が有意になった以外は、総じて有意な結果にはなっていない<sup>25</sup>。一方、若園[2006]は、先行研究で総じて年金基金のガバナンス機能があまり認められないのは、2000年代以降に年金基金の株主行動が活発化した時期を含んでいないためであるとして、2002年以降の期間を含めて分析を行っている（推定期間は1999年から2004年）。その結果は、年金基金の株主行動が活発化し始める以前の期間に相当する2001年までは、年金基金の株式所有比率はROEに対し統計的に有意ではなかったが、活発化した後の2002年以降の期間では正で有意となり年金基金による株主行動の活発化が企業業績に影響を与えたという可能性を示唆している。また外国人の所有比率は一貫してROEに対し正で有意であったことも確認している。

## 4. 実証分析

株主をプリンシパル、経営者をエージェントとして捉えると、Jensen and Mckling[1976]等によって示され、展開されてきたエージェンシー理論で株主と経営者の関係を考えることができる。プリンシパルとエージェントの利害は一致せず、

---

<sup>25</sup> ほかには西崎・倉澤[2003]の研究結果もあるが、西崎・倉澤[2003]は年金資金を金融機関と区別していない。ただし結果はトービンのqを向上させる効果をもったというものだった。

また両者の情報も非対称的であるような状況下では、エージェントの行動は必ずしもプリンシパルの意向通りになるとは限らない。エージェントに対するプリンシパルによる規律が働かないことで非効率な経営となって発生するコストをエージェンシー・コストと呼んでいる。先のエントレンチメントの議論を考えると、経営者がエントレンチメント状態にあるときに、このエージェンシー・コストが発生することがわかる。地域銀行も株式会社であり、経営者と株主（所有者）が分離する銀行が多く、また銀行業が持つ特殊的な情報（貸出先の経営状態などの情報）を得るには膨大な金銭的・時間的なコストがかかることは十分考えられる。その結果、十分なモニタリングが働かない可能性も高く、地域銀行の経営者の地位がエントレンチメント状態にあり、容易に株主から解任されない場合には、エージェンシー・コストは非常に高くなる可能性が考えられる。一方、モニタリングを厳しく行う株主が存在する場合には、地域銀行の経営者に対する規律が働き、エージェンシー・コストを低く抑えられることが考えられる。以上のようなエージェンシー理論が「エントレンチメント仮説」、そして後に説明する「経営者の意識変化仮説」の根拠として位置づけられる。

#### 4.1. エントレンチメント仮説と検定

前節での先行研究の示唆する内容と 2000 年代以降の地域銀行の株主構成の変貌を踏まえて、地域銀行の株主として都長信銀や地域銀行の「銀行株主」の株式所有比率が高いと、地域銀行の経営者はエントレンチメント状態となり経営パフォーマンスにマイナスの影響を及ぼす（これを本章における「エントレンチメント仮説」と呼ぶ）ことについての検証を行なう。特に、花崎・小黒 [2003]、花崎他 [2005] は 1990 年代までの全国銀行を対象に検証したが、本章では 2000 年代以降の地域銀行において、このような「エントレンチメント仮説」が支持されるか検証する。尚、期間区分は 1 章、2 章と同様に、1990 年代を 1995 年度から 2001 年度、2000 年代を 2002 年度から 2007 年度として分析する。これは後述の機関投資家仮説の検定や次節の推定も同様である。ただし、本節の検定では適宜、それ以外の期間についても検討している。

まず、エントレンチメント仮説の検証仮説を以下のように正式に定義する。

仮説 1 : 「都長信銀・地域銀行（銀行株主）が大株主である地域銀行は、そうでない地域銀行に比べて、経営パフォーマンスが劣る」

地域銀行においてこの仮説が当てはまるという根拠は以下のようになる。地域銀行も株式会社であり、株主から経営を委託された経営者が経営を行っている。このため、一般企業で起きる可能性が指摘されるエンツレチメント問題が地域銀行においても起きる可能性は否定できない。花崎[2008]が指摘するように、日本の銀行は（地域銀行も含めて）「内部昇進が主流で経営者と一般行員が一体的な企業体」であり、全行員の代表として銀行経営者が存在するという位置づけだという（その指摘に大きな異論はないであろう）。その結果、バブル崩壊によりリストラクチャリングを行い、経営構造の改革が必要な段階においても、地域銀行の経営者は改革を断行できないということが起こりえよう。それは Boot[1992]が指摘するように、リストラクチャリングの断行が経営者による不適切な経営の結果だったことを世間に知らせ、自分たちの評判が悪くなることも考えられよう。しかし、日本の地域銀行のように行員と一体的に経営してきた結果であるにも関わらず、その責任をリストラクチャリングにより行員だけが取らされることに行員も経営者も抵抗感があったからではなかろうか。いずれにせよ、エンツレチメントに置かれた地域銀行の経営者が経営構造改革を断行しないために、経営パフォーマンスは落ちる。しかし、互恵的な関係にある銀行間での株式持ち合いなどによって地域銀行の経営者にエンツレチメントがもたらされていたために、経営パフォーマンスの下落があっても、地域銀行の経営者は容認されていたと考えることができよう。

仮説 1 については、銀行株主の株主比率が大きいほどエンツレチメント問題が深刻になると考えれば、銀行株主の株式所有比率が大きい地域銀行とそうでない地域銀行との間で経営パフォーマンスに格差が発生していると考えられる。ここで注意したいのは、先にもふれた経営が悪化した地域銀行を都長銀等が救済措置を施すようなケースである（これを「地域銀行救済ケース」と呼ぼう。尚、3.1 で述べたように都長信銀等の子会社や関連会社は対象外としたので、それ以外の地域銀行の場合である）。もし、その救済が成功した場合には、当該地域銀行の経営パフォーマンスが向上しよう。このとき、当該都長信銀が救済地域銀行の大株主であった場合は、この仮説 1 とは逆の結果が出る可能性が推測される。救済することによる便

益は株式所有比率に比例して大きくなると考えられるからである。このような「地域銀行救済ケース」が対象データで支配的な場合には仮説1を支持しない結果が想定されよう。本章は都長銀による救済措置の効果やその成功・失敗を直接検証するものではないが、検証結果の解釈の際にそれを視野に入れることにする。尚、この仮説1を検証するに際し、経営パフォーマンスを計測する指標として、ROE（＝当期利益÷純資産の平残）、ROA（＝コア業務純益<sup>26</sup>÷総資産の平残）を用いてチェックを行う（ROE、ROAを指標として利用する理由は補論2を参照）。

検証は、地域銀行の大株主の顔ぶれを見て、上位5株主にすべて銀行株主（都長信銀・地域銀行）が占める地域銀行（これを以下、「エンタレンチメント型」とよぶ）とそれ以外の地域銀行にグループ分けし、1990年代と2000年代における両者のパフォーマンスを比較することで行う（このエンタレンチメント型に該当するのは図表5における「上位5株主」の列に該当する地域銀行である）。尚、この手法は花崎・小黒[2003]と同様である。

図表7は、上で示したグループ分けに基づいて、2つのパフォーマンス指標における両グループの平均値を算出し、その平均値の差の検定（t検定）を行ったものである。1990年代前半（1990-1994年度）においてエンタレンチメント型の収益性はそれ以外の銀行の収益性に比べて、平均的にみて劣ることが分かる。1990年代後半（1995-2001年度）については、ROAでエンタレンチメント型の収益性がそれ

図表7 地域銀行の株主構成とパフォーマンス (1)

	期間(年度)	エンタレンチメント型	それ以外
ROA	1990～1994	0.569 ***	0.710
	1995～2001	0.519 ***	0.585
	2002～2007	0.558	0.656
ROE	1990～1994	1.947 ***	4.362
	1995～2001	-4.313	-4.617
	2002～2007	-11.117 **	1.402
銀行数	1990	12	82
	1995	13	82
	2002	4	76
	2007	0	76

(注) エンタレンチメント型は、上位5株主がすべて銀行株主である地域銀行を示す。  
\*\*\*は1%水準で有意、\*\*は5%水準で有意であることを示す。

<sup>26</sup> コア業務純益については第2章の補論1を参照されたい。

以外の地域銀行の収益性よりも低くなっている（統計的にも有意）。

他方、2000年代（2002-2007年度）では、ROA、ROEいずれの指標でもエントレンチメント型の収益性がそれ以外の地域銀行の収益性よりも低く、ROEは統計的に有意であった。このように、エントレンチメント型とそれ以外の地域銀行のパフォーマンスを比較すると、全般的にエントレンチメント型のパフォーマンスは、2000年代においても引き続き劣っていることが分かった。このことは上で指摘した「地域銀行救済ケース」が示すような結果が観察されなかったことも示唆する。以上の結果から、仮説1を支持されるのではないかと解釈されよう。

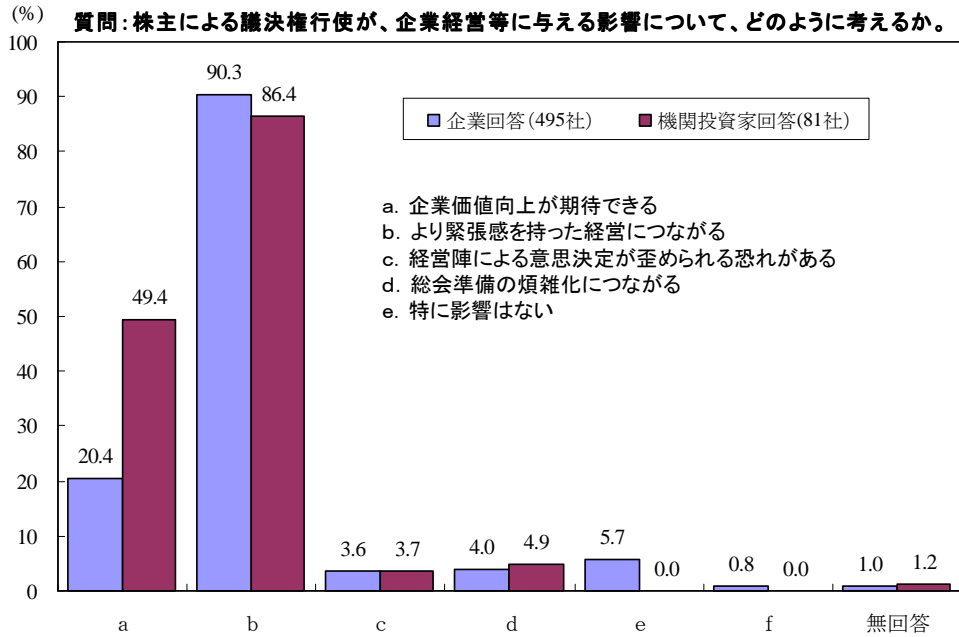
#### 4.2. 「経営者の意識変化仮説」と検定

第3節でみたように外国人や年金基金等の「機関投資家株主」が地域銀行の大株主として高い所有比率をもつとき、「無言の圧力」を地域銀行の経営者が意識し、収益志向に向かうようになることが考えられる。このような圧力は、「機関投資家株主」の保有比率が増加すると「ガバナンス行動」が成功する可能性が高まることを梃子にして、地域銀行の経営者の意識が変化し、経営効率や収益性を向上させるという「規律メカニズム」が働くことで実現される。そこで、この「規律メカニズム」について、様々な調査結果を用いてその作用がある程度実現していることを確認する。それを踏まえた上で、機関投資家株主の登場を地域銀行の経営者が意識して、収益志向となり経営パフォーマンス向上へと作用することについて検討する。まず、株主がその権利を行使することで、経営者にどのような影響がもたらされるかについて確認しよう。図表8は、企業と機関投資家それぞれに、「株主による議決権行使が、企業経営等に与える影響について、どのように考えるか」という質問についての回答結果である。「より緊張感を持った経営につながる」との回答は、企業で90.3%、機関投資家で86.4%と最も多く、「特に影響はない」との結果は極めて少ないことが分かる。この結果は、企業自身が機関投資家による議決権行使による「規律メカニズム」を認めた証左ではないかと考えられる。また、「企業価値向上が期待できる」との回答も次いで高いことが分かる。

このような議決権行使の影響力を駆使する機関投資家、中でも外国人株主はどのように議決権を行使してきたのであろうか。先に述べたように、日本の企業の株主構成の中で外国人株主の比率は増加してきている（図表9参照）。1990年には4.7%

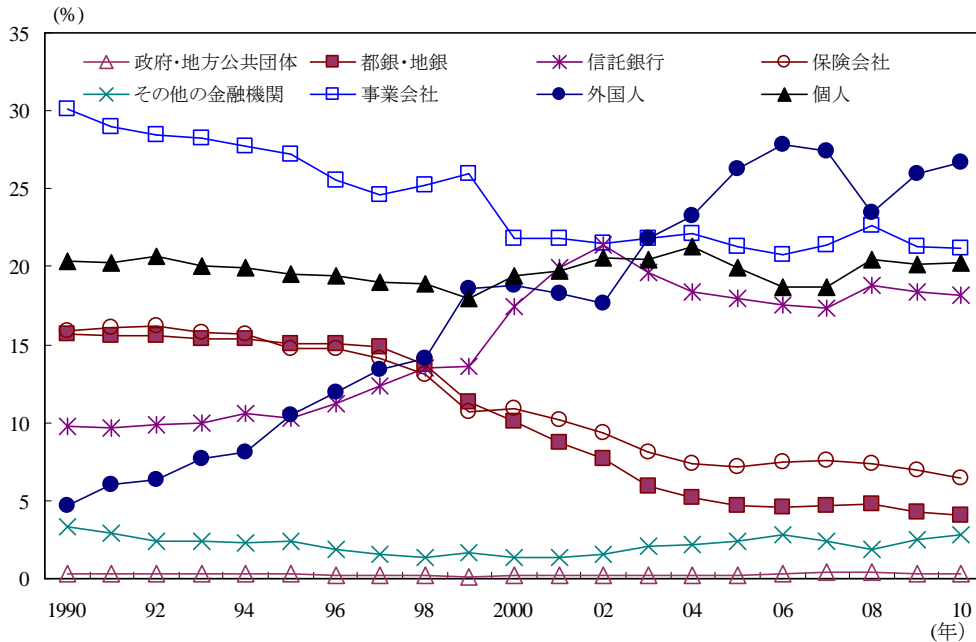


図表 8 議決権行使が企業経営に与える影響



(注) 複数回答あり。企業回答、機関投資家回答それぞれで集計。  
 (出所) 生命保険協会『平成 17 年度 生命保険協会アンケート調査結果』

図表 9 わが国の投資部門別の株式所有構成の推移



(注) わが国証券取引所上場企業を対象。  
 (出所) 東京証券取引所「平成 22 年度株式分布状況調査」

図表 10 株主総会の議案に対して「否」等の指示をした外国人の機関投資家等がいた割合

	全 体	内資本金			(参考) 地域銀行の資本金		
		300～500億円	500～1000億円	1000億円超	平均値 (億円)	中央値 (億円)	銀行数
1995年	12.1%	31.4%	28.9%	47.3%	1027.06	764.57	97
1996年	11.2%	23.6%	24.1%	53.5%	1046.84	778.69	97
1997年	11.5%	22.7%	26.7%	55.3%	979.49	742.11	99
1998年	17.5%	39.6%	52.3%	66.7%	1009.26	806.64	98
1999年	19.2%	44.0%	61.7%	73.2%	939.90	775.50	97
2000年	21.2%	32.7%	61.3%	79.1%	1074.07	796.46	96
2001年	22.9%	48.7%	73.2%	73.8%	1173.54	903.67	95
2002年	29.7%	49.7%	72.7%	77.2%	1243.64	924.39	96
2003年	43.7%	74.3%	86.0%	82.9%	1154.88	846.06	99
2004年	54.9%	84.1%	93.1%	82.2%	1058.22	773.19	105
2005年	63.5%	88.2%	88.0%	89.2%	1167.01	811.22	103
2006年	54.9%	84.1%	93.1%	82.2%	1250.03	834.75	101
2007年	59.3%	83.5%	84.6%	89.9%	1410.13	909.52	99
2008年	59.9%	80.7%	87.9%	87.0%	1471.85	983.13	98
2009年	58.8%	84.0%	85.7%	88.3%	1331.27	902.26	96

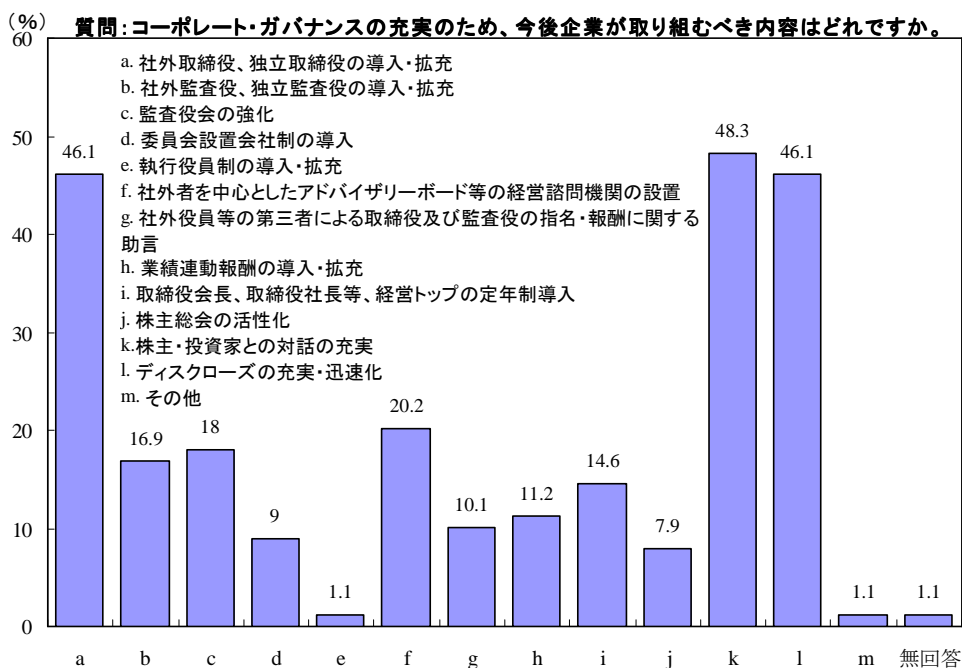
(注) 回答社数は2009年時点で1897社。

(出所) 『株主総会白書』 商事法務研究会、1995年版～2009年版

でしかなかったが、2010年は26.7%で他の株主を抑えて最大の株主となっているし、地域銀行の株主としても2000年代に最大となったのは図表1で確認した通りである。このような最大株主である外国人の議決権行使は、企業経営者への影響としては他の株主よりも強いものになる（あるいはそのように期待される）と考えるのは自然であろう。図表10は株主総会における議案に対し、「否」等の指示を示した外国人の機関投資家がいた比率を示す。全体では1990年代中盤から増加し、最近では60%程度になっていることが分かる。尚、資本金で見た企業規模が大きくなるほど、その比率は上昇し、規模が大きな企業に対するほど外国人株主は会社側が示した議案に対する不満を隠さず、「否」として議決権を行使していることが分かる。

それでは、外国人を含む機関投資家は企業がコーポレート・ガバナンスの機能向上のためにどのような内容に対して取組むことが必要だと考えているのであろうか。図表11の機関投資家向けアンケート調査結果を見ると、機関投資家は「株主・投資家との対話の充実」や「ディスクロージャの充実・迅速化」といった、いわゆる「IR（インベスター・リレーションズ）」活動を多くあげる一方、企業の統治機構改革に関する項目（回答のaからi）の中では、圧倒的に「a. 社外取締役、独立取締役の導入・拡充」を挙げる回答（46.1%）が多いことが分かる。

図表 11 機関投資家が要求する企業が取り組むべき事項



(注) 回答社数は機関投資家 89 社。回答は 3 つまで選択可能。

(出所) 生命保険協会『平成 21 年度 生命保険協会アンケート調査結果』

図表 12 地域銀行の社外取締役人数・比率の推移

	銀行数	社外取締役が いる銀行数	取締役人数 (平均)	社外取締役 人数(平均)	社外取締役 比率(%)
1999年	96	16	13.6	1.3	8.3%
2002年	95	22	11.4	1.3	11.5%
2006年	89	20	10.0	1.6	15.6%
2011年	78	30	10.2	1.7	17.1%

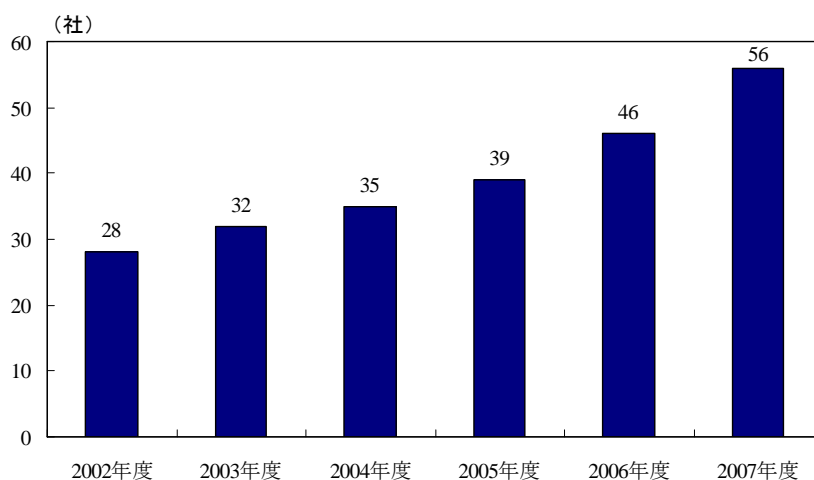
(出所) 東洋経済新報社『役員四季報』各号から作成した。

図表 13 地域銀行の社外取締役人数・比率 (外国人株主所有比率別)

	外国人株主 所有比率	銀行数	取締役人 数(平均)	社外取締役 人数(平均)	社外取締役 比率(%)
2006年	10%未満	67	9.6	0.2	2.6%
	10%~20%	17	11.3	0.4	3.4%
	20%~30%	2	10.0	1.5	15.0%
	30%以上	3	9.3	2.7	24.8%
2011年	10%未満	55	9.8	0.5	6.1%
	10%~20%	18	11.2	0.8	8.0%
	20%~30%	5	10.6	1.8	16.9%
	30%以上	0	-	-	-

(出所) 2006 年は「金融財政事情」2006 年 12 月 4 日号から作成した。2011 年は東京証券取引所「コーポレート・ガバナンス情報サービス」データベース (2011 年 11 月末時) から作成した。

図表 14 3 月期決算発表時における地域銀行のアナリスト向け説明会実施社数



(出所) 米ヶ田 [2008]

このような機関投資家株主の意向に対し、地域銀行ではどのように対応してきたのであろうか。図表 1 や 6 で見たように地域銀行の外国人株主の所有比率は 1990 年代までは低く、「無言の圧力」もほとんどなかったために、地域銀行はそれら株主の意向への対応はほとんどなかった。対応が実際にとられるようになったのは 2000 年代以降である。図表 12 を見ると、社外取締役がいる銀行数は増加するとともに、取締役人数は絞られていく。社外取締役の人数は徐々に増加し、その比率も上昇している。特に外国人株主の構成比が急速に上昇した 2000 年代以降を図表 13 で詳細に見ると、外国人株主の所有比率が高い地域銀行ほど社外取締役の比率も高くなることが分かる。2006 年と 2011 年を比較すると、2011 年の方が社外取締役の比率はどの区分でも高く、導入が進んできていることが分かる。地域銀行も外国人等機関投資家の意向に沿うような取締役会改革を行なってきたと言えよう。

また地域銀行もこの「IR 活動 (インベスター・リレーションズ)」を活発に行うようになり、特に 2004 年頃からは外国人投資家の持株比率向上を目的に、東京だけでなく海外に出向いて IR を行うような地域銀行が増えてきている (ニッキン [2004])。地域銀行が開催するアナリスト向け説明会の実施状況も年々増加しており (図表 14)、機関投資家が求める情報提供や対話要望に地域銀行の経営者は積極的に対応してきていることが分かる。

これらのことから、外国人など機関投資家は、投資を拡大して株主比率を高める一方、議決権行使を中心とする手段を使用して、経営者に対する意見表明を行ない、

経営者に緊張感をもたらしていることが分かる。そして、経営者は社外取締役の導入や IR 活動の充実化など、株主が要求する内容に応えるようになってきている。機関投資家株主による経営者への働きかけは、買収や取締役の強制的な交代など直接的な行動ではなく、経営者が自らの意識を改革するようになることで、より規律ある緊張感をもった経営が実現するようになってきたと言えよう。

他方、社外取締役の導入などの統治機構改革が企業業績の向上にもたらす効果については以下の点が指摘される。外部から取締役会に参画する社外取締役に期待されることは、経営者へのアドバイザー機能と経営者に対する監督機能だと見られる。もちろん米国のエンロン事件を持ち出すまでもなく、社外取締役を招聘したら、それで企業規律が完全にもたらされ、業績も必ず向上するというわけではない<sup>27</sup>。しかし、最新のデータを用いた宮島・新田 [2007]、あるいは清水 [2011] は社外取締役の招聘は企業のパフォーマンスを有意に高める効果を持つことを示唆している<sup>28</sup>。これらは地域銀行以外の業種についての検証であるが、これまでの議論を踏まえると、地域銀行でも効果があることは十分予想されよう。

以上の検討を踏まえると、外国人等機関投資家株主は議決権の行使を積極的に行い、経営者に緊張感を持たせている可能性が高いことを確認した。また社外取締役の導入、情報開示の充実など、機関投資家株主の意向に沿う形で経営改革されていることも窺えた。そのような機関投資家株主の影響力の背景には、株式所有比率が上昇し、最大株主となってきたことで経営者が無視できず、意識しなければならなくなったことが大きいと見られる。

以上の検討を踏まえ、地域銀行の経営者の意識が変化し、収益志向となったことで、実際の経営パフォーマンスが向上したのか（経営者の意識変化仮説）についての検証を行う。この仮説を正式に定義すると以下のようになる。

仮説 2：「外国人や信託口（年金基金や投資信託）、すなわち、機関投資家株主の株式保有比率が増大した地域銀行は、経営者の意識が変化して収益志向となり、経営パフォーマンスは向上する」

<sup>27</sup> 宮島・新田 [2007] は「米国企業を対象とする、社外取締役と企業パフォーマンスに関する実証研究は、ポジティブな効果を強調するものと、明確な効果が確認できないとするものに分かれる」と指摘する。

<sup>28</sup> ただし、社外取締役の企業業績への効果についての実証研究では否定的な結果を示す研究もあることは留意すべきである。その中には、社外取締役だけでなくその「独立性」が重要であるといった指摘もある。

この経営者の意識変化の代理変数として機関投資家株主の株式保有比率を採用する。尚、仮説2に関して、逆の因果性を指摘する意見もあるかもしれない（たとえば、岩壺・外木 [2006]、小佐野 [2001]、Cho [1998]）。すなわち、企業業績から株式所有構造への影響の問題である。しかし、「規律メカニズム」が働いた結果、地域銀行の経営者の意識が収益志向に変化し、実際に社外取締役の導入等の対応をとってきたのは上で見た通りである。そのことは仮説2を補強する傍証となろう。

このため、以下ではこの仮説2を前提に議論を進める。

まず、機関投資家が大株主となっている地域銀行とそうでない地域銀行で経営パフォーマンスに格差が明確に表れるのかについて検証しよう。方法としては機関投資家、すなわち信託口と外国人の合計所有比率が都長信銀のそれよりも大きい地域銀行（以下、機関投資家型の地域銀行とよぶ）とそれ以外の地域銀行にグループ分けし、1990年代と2000年代における両者のパフォーマンスを比較する（この機関投資家型の地域銀行に該当するのは図表6で対象とした地域銀行である）。

図表15は、このようなグループ分けに基づいて、2つのパフォーマンス指標における両グループの平均値を算出し、その平均値の差の検定（t検定）を行ったものである。2000年代（2002-07年度）においては、両方の指標で機関投資家型の収益性がそれ以外の地域銀行の収益性よりも高く、しかもすべて統計的にも有意であったことが分かる。しかし、1990年代では、統計的にも有意ではないが、機関投資家型のROEはそれ以外の地域銀行のROEよりも低くなっている。ただし、1990

図表15 地域銀行の株主構成とパフォーマンス (2)

	期間(年度)	機関投資家型	それ以外
ROE	1995～2001	-4.374	-4.587
	2002～2007	3.702 ***	-1.552
ROA	1995～2001	0.566	0.578
	2002～2007	0.679 **	0.627
銀行数	1995	1	96
	2002	5	75
	2007	58	19

(注) 機関投資家型地域銀行は、信託口と外国人株主の合計所有比率が都長信銀の合計所有比率よりも大きい地域銀行を示す。1990～1994年度で機関投資家型に該当する地域銀行は1行しかないため、検証は省略している。

(注) \*\*\*は1%水準で有意、\*\*は5%水準で有意であることを示す。

年代の機関投資家型の地域銀行の数は極端に少なく（1995年1行、2002年5行）、また負でもあることから参考程度に留めておいた方がよいかもしれない。

このように、収益性の観点から機関投資家型とそれ以外の地域銀行のパフォーマンスを比較すると、機関投資家型の地域銀行のパフォーマンスは、2000年代において明確にそれ以外の地域銀行よりも優れていることが分かった。また両者の差は2000年代においてより明確であり、仮説2を支持するものとなっている。

以上の結果から、地域銀行の株主構成と企業業績の間には、上で設定した仮説1および2と整合的な結果となっている。そこで、さらに精緻に分析するために、次節では計量分析を行う。

#### 4.3. 推定モデルと推定手法

上記で設定した2つの仮説の検証にあたり、上でふれた逆の因果性問題をできるだけ緩和するために、後述する株式所有構造を示すガバナンス変数を説明変数として採用するに際して1期前のデータを用いることとする。

推定方法は、操作変数を用いた一般化積率法（Generalized Method of Moment; GMM）で対応する（その際、仮説2だけでなく1についても行う）<sup>29</sup>。ガバナンスに関する研究で逆の因果性の問題に対処するためにGMMを利用する例は比較的多く見られ、たとえば岡田・佐藤[2005]は銀行による企業支配度と当該企業のリスクテイク度との関係について検証し<sup>30</sup>、Mura[2007]は英国の企業に関し、経営者の株式所有と企業業績について検証している。

推定にあたって被説明変数はROAとする。前節の検定ではROAとROEの2つの変数について見てきたが、ROAとROEは類似する変数であることから、ROAについて検証することとした。

---

<sup>29</sup> 仮説1についてもGMMで推定するのは、筆者の想定を超えるかもしれない逆の因果性があるかもしれないからである。尚、この逆の因果性問題を回避して、株式所有構造とコーポレート・ガバナンスについて分析する1つの方法に、宮島[2008]のように、株式所有構造と経営者の交替について分析する方法が挙げられる。しかしながら、これは本章冒頭で定義した「内部ガバナンス」を対象にしたもので、必ずしも「外部ガバナンス」による業績面への因果性を分析することではないのではないかと考えられる。

<sup>30</sup> 岡田・佐藤[2005]は銀行による企業のガバナンスについて検証するに際し、「相対的銀行支配度 $\equiv b_1$ 銀行対非銀行持株比率 $+ b_2$ 銀行貸出集中度 $+ b_3$ 非銀行株主集中度、 $b_1 > 0$ 、 $b_2 > 0$ 、 $b_3 < 0$ 」（岡田・佐藤[2005]15頁）として表し、この銀行支配度が企業のリスクテイク度（ROAの期待値に対する実現値のグロス誤差率の対数値）に影響を及ぼすとして推定を行っているが、同時に「銀行は各企業のリスクテイク度を観察することができ、その結果、リスクテイク度がより低いと考えられる企業と取引するかもしれない」（同16頁）と逆の因果性の可能性も示し、GMMでの推定を試みている。

GMM の推定の際に一期前の被説明変数を説明変数に加えた式での推定を行う。これは ROA に持続性 (Persistent) のある変数だと考えられるからである。しかし、説明変数にラグ付き被説明変数を含めると内生性の問題が生じる。このため、用いる GMM としては、ダイナミック GMM の 1 つである Arellano and Bond [1991] で提案された方法を用いて推定する。この推定式においては説明変数を内生変数として扱い説明変数自身の階差 (t-1 期以前) を操作変数として用いるものである。

推定式 (被説明変数が ROA の場合) は以下の(1)式のようになる。

$$ROA_{i,t} = \alpha_0 + \eta_i + \tau_t + \nu_{i,t} + \alpha_1 ROA_{i,t-1} + \alpha_2 (\text{ガバナンス変数})_{i,t-1} + \beta_1 (\text{規模})_{i,t} + \beta_2 (\text{成長性})_{i,t} + \beta_3 (\text{貸出のウェイト})_{i,t} + \beta_4 (\text{安定性})_{i,t} \quad \dots (1)$$

添え字の  $i$  は各行、 $t$  は年を示す。 $\eta_i$  は個別効果、 $\tau_t$  は時間効果、 $\nu_{i,t}$  は真のショック (idiosyncratic shock) である。説明変数は各分類で示したものであり、具体的には以下のような変数を考える。

株主の構成を示すガバナンス変数としては、銀行所有比率<sup>31</sup>、都長信銀所有比率、機関投資家所有比率、信託口所有比率、外国人所有比率を採用する。また地域銀行の業績に影響を与えるコントロール変数を分類して考える。コントロール変数は具体的には、①地域銀行の規模を示す変数として総資産額の対数値 (以下、総資産額と略す)、総預金額の対数値 (以下、総預金額と略す) を用いる。②地域銀行の成長性を示すものとして貸出額増加率、預金額増加率、③地域銀行の資産構成を示す変数として貸出比率、預貸率、また④地域銀行の経営の安定性を示すものとして、自己資本比率を採用した。各変数の記述統計は図表 16 のようになる。

尚、Arellano and Bond [1991] の方法は第 1、3 章の分析でも採用している。そこで採用した杉原・笛田 [2002] が示唆する方法を本章の分析でも適用して、2 段階 (one-step 及び two-step) で求めた推定量のうち、係数は two-step、t 検定等は one-step を利用する。また、2 階の系列相関の検定 (AR(2)) に際しては one-step ものを利用した。推定期間は第 1 章、2 章と同様に 1990 年代は 1995 年度から 2001 年度、2000 年代は 2002 年度から 2007 年度としている。

<sup>31</sup> 銀行所有比率等各変数の定義や計算方法については、図表 16 の注を参照。



図表 16 記述統計

	1995-2001年度				2002-2007年度			
	平均値	標準偏差	最大値	最小値	平均値	標準偏差	最大値	最小値
ROA	0.575	0.214	1.333	-0.521	0.655	0.257	2.567	-0.719
銀行所有比率	14.313	9.474	73.600	0.000	10.940	13.024	87.200	0.000
都長銀所有比率	12.804	8.777	72.800	0.000	8.217	10.372	72.160	0.000
地銀所有比率	1.509	2.749	16.400	0.000	2.723	8.724	85.400	0.000
機関投資家所有比率	0.648	4.182	100.000	0.000	6.314	10.003	99.980	0.000
信託口所有比率	0.336	1.225	10.700	0.000	4.771	4.129	22.350	0.000
外国人所有比率	0.313	3.956	100.000	0.000	1.543	9.295	99.980	0.000
自己資本比率	4.088	2.233	7.311	-46.043	4.915	1.291	8.840	0.744
総資産額(対数値)	14.478	0.760	16.307	12.470	14.355	0.863	16.269	12.386
総預金額(対数値)	14.351	0.744	16.035	12.370	14.248	0.837	16.118	12.304
貸出額増加率	1.040	9.270	151.118	-63.350	1.559	5.499	70.389	-12.259
預金額増加率	1.523	10.810	172.703	-20.891	1.617	4.944	70.211	-7.830
貸出比率	0.702	0.062	0.893	0.483	0.676	0.067	0.821	0.474
預貸率	79.830	8.660	168.066	53.659	75.126	6.647	99.496	51.779
不動産建設融資比率	18.789	3.967	42.569	9.066	17.938	5.774	39.621	7.415
地域経済	-1.314	6.135	17.187	-22.114	1.459	8.024	83.100	-17.700

(注)

- 「銀行所有比率」は各行各年の「都長信銀有比率」と「地銀所有比率(地域銀行の株式所有比率)」の和、「機関投資家所有比率」は各行各年における信託口の株式所有比率と外国人の株式所有比率の和で算出した。
- 「貸出額増加率」・「預金額増加率」・「人件費増加率」は対前年変化率、「貸出比率」は貸出総額÷総資産額、「預貸率」は貸出総額÷預金総額、「自己資本比率」は自己資本÷総資産額で算出した。「不動産建設融資比率」は不動産業・建設業向け融資総額÷貸出総額、「地域経済」は県別付加価値額の対前年変化率で算出した。いずれも100倍して表示している。

(出所) 大蔵省『有価証券報告書』その他から作成した。

#### 4.4. 推定結果とその解釈

##### 4.4.1. エントレンチメント仮説についての検証

まずはエントレンチメント仮説についての検証から見ていこう。図表 17 は 1990 年代における被説明変数 ROA に関する推定結果を示している。銀行所有比率、都長銀所有比率、地銀所有比率の係数は、いずれのモデルでもマイナスで有意となっている。これは銀行による所有比率が大きくなるほど、地域銀行の ROA へのマイナスの影響が大きくなることを意味する。これらの結果は、エントレンチメント仮説を支持するものになっている。すなわち、先に見たように、1990 年代においては地域銀行の株式所有者として都銀等銀行株主の所有比率は比較的高く、地域銀行の経営者に対する存在感も大きかったと見られる。このような銀行株主は地域銀行の経営陣にとって安定株主として存在した結果、地域銀行経営陣に弛緩をもたらし、その業績に負の影響を与えるエントレンチメント効果が働いていたと解釈される。2000 年代についての推定結果を図表 18 で見ると、銀行所有比率、都長銀所有比率

図表 17 エントレンチメント仮説についての検証 (1990 年代)

期間 被説明変数 ROA	1995-2001年度					
	A1 t値	A2 t値	B1 t値	B2 t値	C1 t値	C2 t値
ROA(-1)	-0.224 (-2.237) **	-0.214 (-2.179) **	-0.255 (-2.051) **	-0.168 (-1.995) **	-0.250 (-2.145) **	-0.182 (-1.754) *
銀行所有比率(-1)	-0.011 (-2.134) **	-0.010 (-1.980) **				
都長銀所有比率(-1)			-0.012 (-1.979) **	-0.011 (-1.846) *		
地銀所有比率(-1)					-0.139 (-2.196) **	-0.122 (-2.251) **
総資産額(対数値)		-1.118 (-2.208) **		-0.780 (-2.428) **		-2.668 (-3.673) ***
総預金額(対数値)	-1.122 (-2.557) **		-1.472 (-2.920) ***		-1.956 (-2.934) ***	
貸出額増加率		-0.003 (-0.880)		-0.003 (-1.337)		-0.014 (-2.954) ***
預金変化率	0.002 (0.974)		0.006 (1.110)		0.004 (0.396)	
貸出比率		2.090 (1.401)		3.270 (2.939) ***		-1.414 (0.451)
預貸率	0.025 (1.632)		0.037 (1.916) *		-0.001 (1.769) *	
自己資本比率	0.036 (2.120) **	0.057 (1.726) *	0.110 (2.618) ***	0.113 (2.869) ***	0.138 (2.811) ***	0.176 (2.943) ***
サンプル数	517	517	517	522	522	522
銀行数	97	97	97	97	97	97
AR(2)	-0.037 (0.521)	-0.053 (0.422)	-0.085 (0.139)	-0.037 (0.562)	-0.027 (0.622)	0.029 (0.618)
Sargan検定	19.493 (0.301)	20.613 (0.244)	7.839 (0.798)	27.172 (0.249)	22.589 (0.309)	27.294 (0.127)

(注)

1. 定数項と時間ダミーの係数は掲載を省略した。
2. 「銀行所有比率」は各行各年の「都長信銀有比率」と「地銀所有比率」の和である。
3. 各変数の(-1) は1期前を表す。
4. 括弧内は t 値を示す。\*\*\*は 1%、\*\*は 5%、\*は 10%水準で有意を示す。
5. Sargan 検定は過剰識別制約に関する検定である。括弧内は p 値を示す。
6. AR(2)は2階の誤差の系列相関に関する検定である(帰無仮説は系列相関無し)。括弧内は p 値を示す。
7. 操作変数はいずれのモデルも説明変数の階差を採用した。モデル A1 の操作変数は、ROA が 2 から 3 期ラグまで、銀行所有比率は 1 から 2 期ラグ、自己資本比率は 1 から 2 期ラグ、預金変化率は 1 から 3 期ラグ、地域経済は当期から 2 期ラグ、預金総額、預貸率は 1 期ラグを採用した。  
 モデル A2 の操作変数は、ROA が 2 から 3 期ラグまで、銀行所有比率・自己資本比率は 1 から 2 期ラグ、預金変化率は 1 から 3 期ラグ、地域経済は 0 から 2 期ラグ、預金総額は、預貸率は 1 期ラグを採用した。  
 モデル B1 の操作変数は、ROA が 2 から 4 期ラグまで、都長銀所有比率、預貸率、預金変化率、預金総額は 1 期ラグ、自己資本比率は 1 から 3 期ラグ、地域経済は当期、不動産建設融資比率は 1 から 2 期ラグを採用した。  
 モデル B2 の操作変数は、ROA が 2 から 4 期ラグまで、都長銀所有比率、預貸率は 1 期ラグ、自己資本比率は 1 から 3 期ラグ、預金総額は 1 から 2 期ラグ、貸出額増加率・地域経済は 0 から 1 期ラグ、不動産建設融資比率は 0 から 2 期ラグを採用した。  
 モデル C1 の操作変数は、ROA が 2 から 5 期ラグまで、地銀所有比率は 2 期ラグ、自己資本比率、貸出比率は 1 から 2 期ラグ、それら以外は 1 期ラグを採用した。  
 モデル C2 の操作変数は、ROA が 2 から 5 期ラグまで、地銀所有比率は 2 期ラグ、預貸率、貸出額増加率、総資産額は 1 期ラグを採用した。

の係数は 1990 年代から引き続きエントレンチメント効果があることが推察される。しかし、地銀所有比率は有意水準が低く、係数もゼロに近いものもあり、エントレンチメント効果についてはほとんどなくなっているように見える。この解釈として、上で述べた「地域銀行救済ケース」から考えてみよう。すなわち、この「地域銀行救済ケース」が 2000 年代に支配的になり、エントレンチメント効果を上回った結果、銀行・地銀所有比率の係数が有意ではなくなったという解釈についてである。しかし、それは以下の点から疑問が大きいと判断せざるを得ない。すなわち、他の

図表 18 エントレンチメント仮説についての検証 (2000 年代)

期間 被説明変数 ROA	2002-2007年度					
	D1 t値	D2 t値	E1 t値	E2 t値	F1 t値	F2 t値
ROA(-1)	-0.391 (-3.231) ***	-0.443 (-3.789) ***	-0.380 (-7.746) ***	-0.436 (-3.289) ***	-0.400 (-4.388) ***	-0.463 (-7.943) ***
銀行所有比率(-1)	-0.036 (-1.810) *	-0.037 (-1.978) **				
都長銀所有比率(-1)			-0.046 (-2.373) **	-0.046 (-2.000) **		
地銀所有比率(-1)					-0.017 (1.657) *	0.003 (-1.975) **
総資産額(対数値)		-1.691 (-2.464) **		0.036 (0.010)		-0.269 (-0.944)
総預金額(対数値)	-0.767 (-1.922) *		-1.001 (-2.239) **		2.072 (0.646)	
貸出額増加率		-0.001 (-0.058)		-0.011 (-2.452) **		-0.005 (-1.906) *
預金変化率	-0.004 (-1.225)		0.005 (1.026)		0.006 (1.882) *	
貸出比率		-1.963 (0.904)		4.083 (2.366) **		3.116 (2.120) **
預貸率	-0.029 (0.540)		0.002 (0.794)		0.059 (2.330) **	
自己資本比率	0.150 (2.277) **	0.133 (2.417) **	0.148 (3.343) ***	0.129 (2.931) ***	-0.073 (-0.028)	0.120 (1.861) *
サンプル数	461	461	461	461	463	463
銀行数	85	85	85	85	85	85
AR(2)	0.027 (0.605)	0.037 (0.471)	0.072 (0.187)	0.058 (0.236)	0.029 (0.540)	-0.035 (0.417)
Sargan検定	22.915 (0.116)	19.865 (0.226)	19.366 (0.112)	20.090 (0.168)	10.622 (0.642)	20.614 (0.056)

(注)

1. 図表 16 の注 1-6 を参照されたい。
2. 操作変数はいずれのモデルも説明変数の階差を採用した。  
 モデル D1 の操作変数は、ROA が 2 から 4 期ラグまで、銀行所有比率は 2 期ラグ、預金変化率は 1 期ラグ、それら以外はラグなしを採用した。  
 モデル D2 の操作変数は、ROA が 2 から 4 期ラグまで、銀行所有比率は 2 期ラグ、自己資本比率はラグなし、預金変化率は総資産額は 1 期ラグを採用した。  
 モデル E1 の操作変数は、ROA が 2 から 3 期ラグまで、都長銀所有比率は 2 期ラグ、自己資本比率、預金変化率、預金総額は当期、預貸率、不動産建設融資比率、地域経済は 1 期ラグを採用した。  
 モデル E2 の操作変数は、ROA が 2 から 3 期ラグまで、都長銀所有比率は 2 期ラグ、総資産額、貸出額増加率、自己資本比率はラグなし、貸出比率は 1 期ラグ、地域経済、不動産建設融資比率は 0 から 1 期ラグを採用した。  
 モデル F1 の操作変数は、ROA が 2 から 3 期ラグまで、自己資本比率、預金変化率、地域経済は当期および 1 期ラグ、不動産建設融資比率は当期を採用した。  
 モデル F2 の操作変数は、ROA が 2 から 3 期ラグまで、地銀所有比率、地域経済は 1 期ラグ、預金総額は 2 期ラグ、貸出額増加率はラグなし、建設融資比率は 0 から 1 期ラグを採用した。

地域銀行が別の地域銀行を救済するに際しては、まず当該地域銀行の株式を保有維持ないしは買い増して救済措置をとって業績を回復させることが通常考えられるが、①そもそも地域銀行も含め銀行は保有する地域銀行株式の大量放出を進めていたことは指摘したとおりである(それが地域銀行の経営パフォーマンスにプラスにはならないにも関わらず、また実際に多くの地域銀行の業績が悪化した 1990 年代末から 2000 年代の初頭の時期でも売却は緩めることなく続けられている)。また急に地域銀行の経営が悪化したから救済のために株式を買い増すというのは合理的な説明ができず、データからも観察されない。②地域銀行自体が合併・統合を行っていたように、自行の経営だけで切迫した状況にあった時期でもあり、子会社や関連会社にしない(逆にいえば、それだけ関係性が薄かった)地域銀行を救済するほどの余力があったかは甚だ疑問であること、③システミック・リスクを顕在化さ

せることなく銀行を破綻させられるような法整備や破綻プロセスの経験が蓄積されてきた2000年代においては、金融当局の行政スタイルも1990年代から変貌し、救済のための地域銀行の合併をさせるようなことはなくなってきたと考えられること、④第二地銀を中心に、破綻や合併・統合が1990年代末期から実際に多くなっており、地域銀行が救済を求めるのは、都長銀はおろか地域銀行への救済を求めるケースはほとんどなくなったのではないかと推察されること、が考えられるからである。このため、2000年代に「地域銀行救済ケース」が支配的になったのではないかという解釈は成立しないのではないかと判断される。

以上のことから、2000年代の推定結果で銀行所有比率、地銀所有比率の係数があまり有意でないのは、銀行が保有する地域銀行株式が放出された結果、銀行株主の所有比率が低下し、安定株主としての地位が低下したために、地域銀行経営陣にもたらされたエンタレチメント効果が小さくなっていったからではないかと解釈される。これは4.1節での検討結果とも整合的である。

その他の説明変数について見ると、1990年代では、3つのモデルすべてで総預金額が負で有意であった。1990年代後半から不良債権は累増していったと見られるが、規模が大きい地域銀行ほど償却の負担も大きいことから、収益性には負の効果となって表れたのではないかと解釈される。また自己資本比率はいずれも正で有意となり、銀行の安全性が高いほどROAには正の効果を与えていることが分かる。

以上の推定結果から、1990年代は花崎・小黒[2003]、花崎他[2005]が示唆する結果と同様に、地域銀行におけるエンタレチメント仮説を支持するものと見られる。また、2000年代では一部でエンタレチメント効果はある程度認められた。

#### 4.4.2. 経営者の意識変化仮説についての検証

本節では4.2節で示した仮説、すなわち、株主構成が機関投資家株主の比率が高まることによって、実際に経営者への圧力が明確にはなかったとしても、地域銀行の経営者の意識が収益志向になるように変化し、経営パフォーマンスが向上するという「経営者の意識変化仮説」についての検証を行う。

図表19は1990年代における検証結果を示している。経営者の意識変化を示す代理変数である機関投資家（信託口・外国人株式所有比率の和）・信託口・外国人の株式所有比率の係数は、いずれのモデルにおいても有意ではなかった。これは、1990

年代においてはまだ機関投資家の株式保有比率が小さく、また安定株主として銀行の所有比率が大きかったために、機関投資家株主の意向を地域銀行の経営者は意識する必要がなかった。このため、地域銀行の経営者の収益志向は強くなかったと見られる。

その他の説明変数を見ると、総資産額と総預金額の係数がいずれのモデルでも負で有意となっている。これは規模が大きな地域銀行ほど不良債権の規模が大きく、銀行業績に負の効果をもたらしたと考えられる。また貸出比率はいずれも負で有意となっている。これは、貸出業務の比率が高い地域銀行ほど収益性には負の効果をもたらすことを示し、第2章でも述べたように、たとえば証券資産といった貸出以外の資産の比率が低い地域銀行ほど、収益構造が貸出に依存することになるため、収益性が低くなる傾向になると見られる。他方、貸出額増加率はいずれも正で有意となっている。これは不良債権処理を優先していた中でも、貸出を伸ばすことができた地域銀行の収益性は低いかもしれないが、プラスには作用していたことを示唆する。

次に、図表20で2000年代についての推定結果を見ると、いずれのモデルでも、株式所有比率を示す各係数は正で有意となり、機関投資家株主の所有比率が増加するとROAにはプラスの影響を与えていることが分かる。2000年代以降に銀行株主の株式所有比率が低下する一方で、機関投資家株主の所有比率が上昇した結果、地域銀行の経営者は機関投資家株主の意向を意識するようになっていったと見られる。その結果、収益志向の経営が取られるようになり、ROAにはプラスに作用したのではないかと解釈される。これは4.2節で検討した結果と整合的であり、この仮説を支持するものである。

その他変数では、貸出比率が正で有意となっていることが注目される。2000年代においては景気回復と不良債権処理の進捗により、貸出も回復してくるようになった結果、貸出比率が高い地域銀行ほどROAにはプラスの効果を与えるようになったと見られる。

以上、銀行株主による地域銀行に対するエントレンチメント仮説と、経営者の意識変化仮説について検証した。その結果、1990年代ではエントレンチメント仮説は支持されるものの、2000年代は必ずしも一部で明確ではない結果も見られるが、概ね支持する結果が得られた。他方、経営者の意識変化仮説については、1990年

図表 19 経営者の意識変化仮説についての検証 (1990 年代)

期間 被説明変数	1995-2001年度											
	G1		G2		H1		H2		I1		I2	
ROA	t値		t値		t値		t値		t値		t値	
ROA(-1)	-0.125 (-1.067)	-0.145 (-1.122)	-0.124 (-0.705)	-0.125 (-0.862)	-0.113 (-0.767)	-0.158 (-1.434)						
機関投資家所有比率(-1)	-0.044 (-1.086)	0.007 (0.351)										
信託口所有比率(-1)			-0.055 (-0.693)	-0.017 (-0.052)								
外国人所有比率(-1)									-0.047 (-1.209)	0.015 (0.066)		
総資産額(対数値)	-3.299 (-3.056) ***		-3.246 (-3.074) ***		-3.243 (-2.965) ***							
総預金額(対数値)		-4.380 (-3.317) ***			-2.147 (-2.422) **						-4.487 (-3.341) ***	
貸出額増加率	0.021 (3.016) ***		0.020 (3.404) ***						0.021 (3.002) ***			
預金変化率		0.029 (3.703) ***			0.012 (2.401) **						0.041 (3.600) ***	
貸出比率	-3.592 (-2.252) **		-3.409 (-2.508) **						-3.541 (-2.184) **			
預貸率		-0.008 (-0.897)			0.036 (0.619)						0.001 (0.050)	
自己資本比率(-1)	0.025 (0.894)	0.014 (0.114)	0.023 (0.893)	-0.026 (-0.512)	-0.006 (0.585)	0.018 (0.268)						
サンプル数	522	522	526	522	522	522						
銀行数	97	97	97	97	97	97						
AR(2)	-0.035 (0.593)	0.040 (0.526)	-0.076 (0.271)	-0.046 (0.683)	-0.020 (0.749)	0.011 (0.865)						
Sargan検定	4.291 (0.933)	3.000 (0.991)	4.973 (0.932)	7.599 (0.749)	4.443 (0.925)	1.727 (0.998)						

(注) 1. 図表 16 の注 1-6 を参照されたい。

2. 「機関投資家所有比率」は各行各年における信託口と外国人の株式所有比率の和である。

3. 操作変数はいずれのモデルも説明変数の階差を採用した。

操作変数はモデル G1 は ROA が 2 から 3 期ラグまで、機関投資家比率は 2 期ラグ、貸出額増加率、貸出比率、預貸率、地域経済は当期を採用した。

モデル G2 の操作変数は、ROA が 2 から 3 期ラグまで、機関投資家所有比率は 2 期ラグ、貸出比率、地域経済、預貸率、預金変化率はラグなし、自己資本比率は 1 期ラグを採用した。

モデル H1 の操作変数は、ROA が 2 から 3 期ラグまで、信託口所有比率は 2 期ラグ、貸出比率、預貸率、地域経済、貸出額増加率は当期を採用した。

モデル H2 の操作変数は、ROA が 2 から 3 期ラグ、信託口所有比率は 2 期ラグ、自己資本比率、貸出比率、預金変化率、預貸率、地域経済は 1 期ラグを採用した。

モデル I1 の操作変数は、ROA が 2 から 3 期ラグまで、外国人所有比率は 2 期ラグ、貸出額増加率、貸出比率、預貸率、地域経済は当期を採用した。

モデル I2 の操作変数は、ROA が 2 から 3 期ラグまで、外国人所有比率は 2 期ラグ、貸出比率、地域経済、預貸率、貸出額増加率は当期を採用した。

代は支持する結果は得られなかったものの、2000 年代は支持される結果になった。

これらは、大株主として銀行株主の所有比率が 2000 年代から減少して大株主としての地位が低下していく一方で、信託口や外国人など機関投資家株主の所有比率が 2000 年代以降に拡大し、逆に大株主としての地位が上昇したと密接に関係があることが示唆された。すなわち、1990 年代は都長信銀や地域銀行株主が最大の安定株主として存在していたことから、地域銀行の経営者はエンタレチメント状態となり、経営者の収益志向が強くなかったために業績には負の影響があったと解釈される。しかし 2000 年代になって銀行株主の株式所有比率が低下するにつれ、地域銀行の経営者にはエンタレチメント状態がもたらされにくくなったのではないかと考えられる。他方、年金基金や外国人などの機関投資家株主の発言や行動など日本の株式市場におけるプレゼンスが 90 年代後期から大きくなってきた中で、

図表 20 経営者の意識変化仮説についての検証 (2000 年代)

期間 被説明変数	2002-2007年度					
	J1	J2	K1	K2	L1	L2
ROA	t値		t値		t値	
ROA(-1)	-0.337 (-5.693) ***	-0.346 (-2.680) ***	-0.489 (-7.726) ***	-0.460 (-1.794) *	-0.422 (-6.646) ***	-0.457 (-6.174) ***
機関投資家所有比率(-1)	0.067 (1.972) **	0.044 (1.849) *				
信託口所有比率(-1)			0.027 (2.043) **	0.044 (2.179) **		
外国人所有比率(-1)					0.083 (2.327) **	0.028 (2.073) **
総資産額(対数値)	-0.886 (-0.741)		-1.211 (-1.931) *		0.979 (0.382)	
総預金額(対数値)		-1.092 (-1.840) *		-1.133 (-0.090)		-1.749 (-2.007) **
貸出額増加率	-0.020 (-1.883) *		0.000 (-0.284)		-0.012 (-1.887) *	
預金変化率		0.002 (0.848)		0.020 (2.146) **		-0.012 (-0.057)
貸出比率	7.307 (2.188) **		3.032 (2.396) **		5.061 (2.113) **	
預貸率		0.007 (1.694) *		-0.008 (0.358)		-0.022 (1.008)
自己資本比率(-1)	-0.240 (-0.995)	-0.176 (-1.182)	-0.020 (-0.371)	0.100 (0.960)	-0.082 (-1.555)	-0.149 (-1.883) *
サンプル数	458	458	461	461	458	458
銀行数	85	85	85	85	85	85
AR(2)	0.053 (0.276)	0.048 (0.649)	0.012 (0.800)	0.062 (0.654)	-0.021 (0.627)	0.061 (0.190)
Sargan検定	18.302 (0.107)	26.205 (0.071)	27.411 (0.158)	9.556 (0.730)	16.936 (0.152)	19.501 (0.147)

(注) 1. 図表 16 の注 1-6 を参照されたい。

- 「機関投資家所有比率」は各行各年における信託口と外国人の株式所有比率の和である。
- 操作変数はいずれのモデルも説明変数の階差を採用した。

モデル J1 の操作変数は、ROA、機関投資家所有比率は 2 から 3 期ラグ、貸出比率、不動産建設融資比率は 1 期ラグ、貸出額増加率は当期および 2 期ラグを採用した。

モデル J2 の操作変数は、ROA が 2 から 3 期ラグ、機関投資家所有比率は 2 から 3 期ラグ、総資産額は 1 から 2 期ラグ、貸出額増加率、預金変化率は 1 期ラグ、地域経済は 0 から 1 期ラグ、不動産建設融資比率は 0 から 2 期ラグを採用した。

モデル K1 の操作変数は、ROA が 2 から 4 期ラグまで、信託口所有比率、総資産額は 2 期ラグ、貸出比率は 2 から 3 期ラグ、自己資本比率は 1 から 2 期ラグ、貸出額増加率、地域経済、不動産建設融資比率は 1 期ラグを採用した。

モデル K2 の操作変数は、ROA が 3 から 4 期ラグまで、信託口所有比率、自己資本比率は 2 期ラグ、貸出比率、貸出額増加率、預金総額、地域経済、不動産建設融資比率は 1 期ラグを採用した。

モデル L1 の操作変数は、ROA が 2 から 3 期ラグまで、外国人所有比率は 2 から 3 期ラグまで、自己資本比率、貸出比率、地域経済、貸出額増加率は当期を採用した。

モデル L2 の操作変数は、ROA が 2 から 3 期ラグまで、外国人所有比率、不動産建設融資比率は 2 および 3 期ラグ、預金総額、預金変化率、貸出比率、地域経済は 1 期ラグを採用した。

2000 年代には地域銀行の株主構成においても上位を占めるようになった。その結果、機関投資家株主の存在を地域銀行の経営者は意識するようになり、実際に地域銀行の経営者への直接的な働きかけはなかったとしても、「無言の圧力」となって地域銀行の経営者が収益志向になるように意識変化が起きたと考えられる。その結果、地域銀行の業績に正の影響をもたらすようになったと考えられる。

## 5. まとめと今後の課題

地域銀行の株主構造は 1990 年代と比較して 2000 年代は非常に大きく変化した。年金基金や外国人など投資収益を重視する機関投資家の株式所有比率が増大する一方、安定株主として地域銀行の経営者にとって機能してきた都長信銀や他の地域

銀行の株式所有比率は縮小した。本章ではこのような地域銀行の株主構成の大きな変化を念頭において、地域銀行の経営者に対して株式所有者からもたらされる「規律メカニズム」に関し、その業績に与える影響についての実証分析を行った。

本章の分析から、得られた結論は以下の通りである。第一に、都長信銀や地域銀行等の銀行株主が地域銀行の安定株主として存在した 1990 年代においては、地域銀行の経営者にエンtrenchメント状態となり、経営が弛緩した結果、地域銀行の ROA で見た収益性はマイナスとなって影響したことが見られた。また 2000 年代でも銀行株主によるエンtrenchメント効果は引き続き一部で観察されたが、銀行株主が地域銀行株式を売却し、株主からいなくなる中で、その効果はほとんどなくなってきたことも観察された。第二に、1990 年代においては外国人や年金基金、投資信託など機関投資家株主が大株主として存在しなかったために、地域銀行の経営者への牽制が機能せず、企業業績を向上させる効果は認められなかった。しかし、2000 年代になると、機関投資家株主の所有比率が大きくなり、議決権行使等の株主からの牽制が増加したことなどもあり、地域銀行の経営者は機関投資家株主の意向を意識し始めたと見られる。このため、社外取締役の導入などの経営改革が広がり始め、地域銀行の経営者は収益志向となり、実際にその業績に正の効果をもたらされるようになった。それは、機関投資家株主が地域銀行の経営に必ずしも直接的な経営介入をしたわけではなく、言わば「無言の圧力」によって経営者に緊張感をもたらされて意識が変化し、収益志向の経営がもたらされたのである。また、序章で見たように、地域銀行を取り巻く環境（金融自由化、金融監督体制の変化、赤字決算の継続など）も収益向上を意識せざるを得なくなった中で、株主構成の変化が起きたことが地域銀行の経営者の収益志向をさらに後押ししたと考えられる。

ただし、本章の分析ではカバーされず、今後検討すべき課題は多い。第一に、本章では 2000 年代に地域銀行の大株主構造が大きく変化したことに焦点をしばって分析を試みたが、同時に地域銀行を取り巻く環境の変化も検討すべきである。たとえば、2002 年には金融再生プログラムを発表するなどといった金融行政の転換、金融ビッグバンに伴う金融サービス競争の拡大、会社法の改正、日本経済が 2000 年代初めから景気拡大に入っていたことなども地域銀行のガバナンスの背景として重要である。これらは今後の課題である。第二に、生命保険会社の株主としての性質に変化の可能性があることからエンtrenchメントをもたらす株主とはみな



さないこととして分析を行った。生命保険会社の株主行動を分析目的としないためであるが、これについては別途検討する必要がある。第三に、上場する地域銀行で都長銀の子会社以外の地域銀行のみを分析対象としたが、対象外とした地域銀行のコーポレート・ガバナンスについては別の視点からの検討が必要である。第四に、社外取締役の招聘や経営者の交代など「内部ガバナンス」に関する分析についても今後の検討課題である。第五に、預金者など地域銀行の債権者による経営者への牽制についても、ペイオフ解禁など 2000 年代以降に実施された変化を踏まえた分析を検討すべきである。最後に、本章は経営の悪化した地域銀行に都長銀が救済措置や経営支援に乗り出すに際し、子会社や関連会社にしたり、あるいは役員派遣や業務提携をしたりなどのような行動やその効果については、直接的な分析の対象とはしなかった。合併や上位行の傘下に入った地域銀行の収益性と株主構成との関係についての分析もガバナンスについて理解を深める上で重要な研究テーマであり、今後の課題としたい。

## 補論 1. データ

### 1. 未上場の地域銀行

本章では上場している地域銀行を対象とし、未上場の地域銀行は対象とはしない。未上場の地域銀行は第二地銀を中心にいくつか存在するが、分析期間である 1992 年から 2008 年までの間に上場を果たした地域銀行や破たんしてなくなった地域銀行もあるために、未上場の地域銀行の数は一定ではない。ちなみに 2004 年 3 月時点では、全地域銀行 102 行のうち、未上場の地域銀行は以下の 19 行であった。

荘内銀行 東京スター銀行 八千代銀行 高知銀行 大光銀行 北都銀行 但馬銀行 仙台銀行 茨城銀行 神奈川銀行 富山第一銀行 福邦銀行 静岡中央銀行 大正銀行 島根銀行 西京銀行 佐賀共栄銀行 長崎銀行 沖縄海邦銀行

尚、東京スター銀行は 2005 年 10 月から 2008 年 7 月まで東証一部に上場していたが、これはデータセットに含めないこととした。その理由は①外資系投資ファンドのローンスターが株式総数の 68.1%を所有し、その他の外国人株主の所有比率と

合わせると外国人株主の所有比率は 75%以上になり、他の地域銀行と比較すると異質な地域銀行であり異常値として処理することが適当だと判断されたこと、② 2008 年 2 月には別の投資ファンドのアドバンテッジ・パートナーズによる TOB により、監理ポストに移行され、2008 年 3 月末時点で市場取引は事実上の停止状態にあったことから、データとして有効なのは 2 年分しかなかったこと、である。

## 2. 都銀の子会社・関連会社の地域銀行

都長信銀あるいは都銀グループが子会社や持分法適用関連会社としている地域銀行は以下の表の通りである。表中の括弧内は、持分法適用関連会社や子会社となっていると見られる期間であり、その期間中は本章で対象とする地域銀行から除外する。尚、都銀グループも 90 年代末から再編・統合やグループ化が進んでいる。このため、各地域銀行は最終的に属する都銀グループでまとめている。

都銀グループ	持分法適用関連会社・子会社
三菱 UFJ フィナンシャルグループ	泉州銀行 (2000 年 3 月～)、中京銀行 (2002 年 3 月～)、岐阜銀行 (2000 年 3 月～)、大正銀行 (2001 年 3 月～)
三井住友フィナンシャルグループ	関西銀行 (1999 年 3 月～2004 年 1 月)、関西アーバン銀行 (2004 年 2 月～)、わかしお銀行 (1996 年～2003 年 3 月)、みなと銀行 (1999 年 3 月～)
みずほフィナンシャルグループ	千葉興業銀行 (2003 年 3 月～)
りそなグループ	奈良銀行 (2001 年 12 月～2005 年 12 月)、近畿銀行 (1999 年 3 月～2001 年 12 月)、大阪銀行 (1999 年 3 月～2000 年 3 月)、近畿大阪銀行 (2001 年 12 月～)

## 補論 2. 採用した経営パフォーマンス指標について

本章では、ガバナンスの分析にあたって、企業の業績を示す指標として ROE と ROA を採用した。ROE は株主資本から見た、また ROA は総資本から見た収益性を示すため、ROE (ROA) が高いほど株主資本 (総資本) を効率よく使い、利益を上げて能力の高い経営がなされていることを示すからである。ROE、ROA のい

補論図表 1 企業に経営目標として公表を要望したい経営指標（機関投資家）

	2006年	2007年	2008年	2009年
ROE(株主資本利益率)	84.1	82.2	87.7	79.8
ROA(総資本利益率)	29.5	22.2	27.5	30.3
DOE(総資本配当率)	26.1	38.9	33.0	30.3
経済付加価値(EVA等)	17.0	11.1	13.2	12.4
ROIC(投下資本利益率)	-	-	9.9	19.1
資本コスト(WACCなど)	-	-	20.9	25.8
FCF(フリーキャッシュフロー)	22.7	16.7	18.7	27.0
売上高利益率	26.1	15.6	28.6	36.0
売上高・売上高の伸び率	34.1	26.7	28.6	36.0
利益額・利益額の伸び率	54.6	40.0	34.1	46.1
EPS(1株当たり利益)・EPS成長率	43.2	38.9	35.2	28.1
市場占有率(シェア)	12.5	13.3	16.5	20.2
その他	3.4	5.6	2.2	1.1
回答なし	0.0	0.0	0.0	1.1
回答社数(社)	88	99	91	89

(注) 単位：％ 機関投資家へのアンケート調査の回答を示す。複数回答あり。

(出所) 生保協会アンケート調査 2006年から2009年から作成

補論図表 2 経営に際して最も重視している経営指標（企業）

	2006年	2007年	2008年	2009年
ROE(株主資本利益率)	57.3	57.6	61.4	49.8
ROA(総資本利益率)	36.3	16.9	38.4	33.4
DOE(総資本配当率)	3.8	6.8	9.4	7.4
経済付加価値(EVA等)	9.2	8.3	7.1	5.0
ROIC(投下資本利益率)	-	-	6.0	6.2
資本コスト(WACCなど)	-	-	5.9	3.8
FCF(フリーキャッシュフロー)	21.5	21.2	20.5	22.0
売上高利益率	54.4	55.6	61.0	57.4
売上高・売上高の伸び率	47.3	49.7	42.7	40.6
利益額・利益額の伸び率	62.1	66.6	61.1	56.4
EPS(1株当たり利益)・EPS成長率	19.8	21.4	19.0	
市場占有率(シェア)	20.8	19.5	20.3	16.9
配当性向(配当/当期利益)				38.1
配当総額または1株あたりの配当額				21.0
総還元性向((配当+自己株式取得)/当期利益)				6.7
配当利回り(1株あたり配当/株価)				4.0
自己資本比率(自己資本/総資本)				23.9
DEレシオ(有利子負債/自己資本)				17.0
その他	20.0	18.1	17.8	13.8
回答なし	0.8	0.2	0.2	1.2
回答社数(社)	480	590	630	658

(注) 単位：％ 企業へのアンケート調査の回答を示す。複数回答あり。

(出所) 生保協会アンケート調査 2006年から2009年から作成

補論図表3 企業がこの5年間で重視した経営指標（外国人株主保有比率別）

	30%超	30%以下 10%超	10%以下 1%超	1%以下
売上・利益の絶対額	4.80 (1)	4.36 (2)	4.39 (1)	4.28 (1)
収益性にかかわる指標	4.60 (2)	4.53 (1)	4.39 (1)	4.22 (2)
売上・利益の成長率	4.53 (3)	4.07 (4)	4.07 (3)	4.08 (3)
資本効率にかかわる姿勢	4.47 (4)	4.01 (5)	3.70 (8)	3.52 (8)
主要製品の市場占有率	4.33 (5)	3.89 (9)	3.76 (7)	3.48 (9)
株価・時価総額	4.20 (6)	3.94 (7)	3.79 (4)	3.61 (7)
フリー・キャッシュ・フロー	4.13 (7)	4.01 (5)	3.78 (5)	3.95 (4)
配当性向・配当額	4.13 (7)	3.94 (7)	3.69 (9)	3.69 (5)
安全性にかかわる指標	4.07 (9)	4.12 (3)	3.77 (6)	3.69 (5)
新製品比率	3.57 (10)	3.44 (10)	3.22 (10)	3.23 (10)
EVAなど経済付加価値	3.33 (11)	3.44 (10)	3.10 (11)	2.95 (11)

- (注1) 調査票では、それぞれの指標をこの5年間どの程度重視してきたかについての回答を求めている。回答は、それぞれについて「全く重視せず」(1)から、「きわめて重視する」(5)の5段階でいずれか1つを選択する。表中の数値は回答結果の平均値、括弧内の数値は項目の順位を示す。
- (注2) 調査は、東京・大阪・名古屋の各証券取引所、ジャスダックの公開企業（2005年9月6日現在）の公開企業、および生命保険会社の3,643社を対象に2005年11月末に実施した。
- (出所) 吉村〔2007〕から作成

いずれも株主や投資家から経営を負託された経営者が、その経営目標とするのに適当な指標だと言われている。実際、補論図表1を見ると、機関投資家が投資先の「企業に経営目標として公表を要望したい経営指標」としてROEを挙げる回答が非常に多いことが分かる（ROAも高いが、30%程度にとどまっているのは、同様の指標であるROEを第一に上げているからだと思われる）。一方、企業が「経営に際して最も重視している経営指標」（補論図表2）においてもROEは「売上高利益率」や「利益額・利益額の伸び率」に次いでおり、企業側でも重要視されていることが分かる。これは、別の調査結果である補論図表3においても、「収益性に関わる指標」は（それを重要視すると見られる）外国人株主の保有比率の大小に関わらず上位にあり、たとえば「株価・時価総額」よりも重要視されているのである<sup>32</sup>。株価はあくまでも当該企業の株式市場における評価を示すものであり、「企業価値」と必ずしも常に一致するとは限らない。これは株価が企業価値を基礎としつつも、経済全体の変化の影響を受けるといった意味で市場のセンチメント等から形成されるためである。経営者は企業経営によって「企業価値」を引き上げることしかできないし、投資家や株主は経営者に資金を提供し、経営者がその資金を事業に投下し

<sup>32</sup> 補論図表3は必ずしも銀行業だけを対象とした調査ではないが、銀行業だから特別な指標（たとえば株価）を重視するなどといった理由はないと考えられることから、全業種を対象とする補論図表3の調査結果であっても十分に参考になると考えた。

て高い収益を効率よく上げるようにということしか要請できないはずである。このような投資家や株主の要請や経営者の目的に合致する指標はまさに ROE や ROA であるために、企業経営者や投資家に目標として最も支持されているのである。特に ROA は銀行業においては重視されている。

ただし、株価を投資家や株主が軽視しているわけではない。投資家は市場での投資金額に対する収益性が問題になるために、購入・売却価格となる株価が重要な要素になるが、それは「企業価値」に対する割安・割高の判断に関係するからである。株価は「企業価値」から乖離しても、長期的には一致すると一般的には考えられ、割安時に購入して「企業価値」に株価が一致した時点まで保有して売却すれば、投資収益をあげることができるからである。その意味で株価は投資家にとって重要な要素となる。しかし、株主と経営者の関係というコーポレート・ガバナンスを分析する本章の枠組み・目的から考えると、経営者に「企業価値」を高めてもらうことで、結果として株式市場での評価額である株価も上昇するため、投資家の意向にも合うと考えるのであり、その要請に応えるのが経営者であると位置づけられる。そしてその成果を図る妥当な指標として ROE や ROA があげられるのである。

コーポレート・ガバナンスに関する先行研究においても、ROE や ROA を指標として採用する例も多く、たとえば花崎・小黑 [2003]、若園 [2006]、宮島・新田 [2007] では ROA や ROE を被説明変数に採用している。

#### 参考文献

- 青木英孝 [2008] 「事業ポートフォリオの再編と企業統治」宮島英昭編『企業統治分析のフロンティア』、日本評論社、2008年、pp.115-141.
- 家田明・大庭寿和 [1998] 「銀行の政策保有株式のリスク管理について」『金融研究』第17巻第5号、日本銀行金融研究所、1998年11月、pp.29-56.
- 岩井克人 [2005]、『会社はだれのものか』、平凡社、2005年.
- 岩壺健太郎・外木好美 [2006] 「外国人投資家の株式所有と企業価値の因果関係—分散不均一性による同時方程式の識別—」, *CEI Working Paper Series*, No.2006-13、一橋大学経済研究所、2006年12月.
- 植村修一・渡辺善次 [2006]、「地域銀行のガバナンス—株主構成変化の含意—」, *RIETI Discussion Paper Series*, No.06-J-013、経済産業研究所、2006年3月.
- 大瀧雅之・花崎正晴・堀内昭義 [2008]、「誰がモニターをモニターするのか—金融機関の規律づけと実体経済のパフォーマンス」大瀧雅之編『平成長期不況—政治経済学的アプローチ』、東京大学出版会、2008年、pp.3-53.
- 大村敬一・増子信 [2003]、『日本企業のガバナンス改革』、日本経済新聞社、2003年.
- 岡崎哲二・星岳雄 [2002]、「1980年代の銀行経営」村松岐夫・奥野正寛編『平成バブルの研究

- 上 形成編』、東洋経済新報社、2002年、pp.313-358.
- 岡田敏裕・佐藤嘉子 [2005]「銀行のガバナンス構造、企業のリスクテイク行動とパフォーマンス」『日本銀行ワーキングペーパーシリーズ』、No.05-J-4、日本銀行、2005年3月.
- 岡部光明・藤井恵 [2004]「日本企業のガバナンス構造と経営効率性」『総合政策学ワーキングペーパーシリーズ』第34号、慶應義塾大学、2004年4月号、pp.1-35.
- 岡村秀夫 [1999]、「銀行のガバナンス構造と経営効率性」『経済論集』第49巻第2号、関西大学、1999年9月、pp.151-168.
- 小佐野広 [2001]、『コーポレート・ガバナンスの経済学』、日本経済新聞社、2001年.
- 粕谷宗久・武田浩一 [2000]、「地方銀行のガバナンス —地方銀行の経営に対する都市銀行の影響を中心に—」『経済研究』第51巻第1号、一橋大学経済研究所、2000年1月、pp.40-53.
- 岸本太一 [2006]「マクロ・レベルの利益率日米比較」伊丹敬之編著『日米企業の利益率格差』、有斐閣、2006年、pp.61-106.
- 厚生年金基金連合会 [1999]、『年金資産運用の基本方針』、厚生年金基金連合会、1999年.
- 小林毅 [2007]、「機関投資家としての生命保険会社とコーポレート・ガバナンス」『生命保険論集』第160号、(財)生命保険文化センター、2007年9月号、pp.75-88.
- 斎藤達弘 [1998a]、「株式市場における地方銀行の評価 —株式所有構造の影響についてのパネル分析—」『現代ファイナンス』第3号、1998年3月、日本ファイナンス学会、pp.63-91.
- 斎藤達弘 [1998b]、「地方銀行の経営行動と市場評価」『証券アナリストジャーナル』第36巻第10号、1998年10月、日本証券アナリスト協会、pp.67-78.
- 佐々木隆文・米澤康博 [2000]、「コーポレート・ガバナンスと株式価値」『証券アナリストジャーナル』第38巻第9号、2000年9月号、日本証券アナリスト協会、pp.28-46.
- 清水一 [2011]、「社外取締役の導入、委員会制度への移行と企業価値--パネルデータによる分析」『大阪経大論集』第61巻第5号、大阪経大学会、2011年1月、pp.31-47.
- 胥鵬 [2007]、「どの企業が敵対的買収のターゲットになるのか」宮島英昭編著『日本のM&A』、東洋経済新報社、2007年、pp.197-221.
- 杉原茂・笹田郁子 [2002]「不良債権と追い貸し」『日本経済研究』第44号、日本経済研究センター、2002年3月.
- 西崎健司・倉澤資成 [2003]、「株式保有構成と企業価値 —コーポレート・ガバナンスに関する一考察—」『金融研究』第2003.6号、日本銀行金融研究所、2003年、pp.161-200.
- 高木仁 [2006]、『アメリカの金融制度』、東洋経済新報社、2006年.
- ドゥワトリポン,M.・ティロール,J. [1996]、『銀行規制の新潮流』、北村行伸・渡辺努訳、東洋経済新報社、1996年.
- 富山雅代 [2001]「銀行のガバナンス構造と役員交代」『日本経済研究』第42号、日本経済研究センター、2001年3月.
- ニッキン [2004]、「地域銀行、海外IR活動を積極展開、第四銀行・札幌北洋など外国人持ち株向上へ」『ニッキン』、日本金融通信社、2004年3月19日号.
- 日本コーポレート・ガバナンス・フォーラム編 [2006]、『OECDコーポレート・ガバナンス』、明石書店、2006年.
- 花崎正晴 [2008]、『企業金融とコーポレート・ガバナンス』、東京大学出版会、2008年.
- 花崎正晴・小黒曜子 [2003]、「銀行の所有構造とパフォーマンス」林敏彦・松浦克己・米澤康博編『日本の金融問題』、日本評論社、2003年、pp.167-187.
- 花崎正晴・ユパナ・ウィワッタナカントン・相馬利行 [2005]、「金融危機を生んだ構造 銀行の所有構造にみるガバナンスの欠如」東京大学社会科学研究所編『「失われた10年」を超えてI：経済危機の教訓』、東京大学出版会、2005年、pp.41-74.
- 細野薫 [2002]、「何が銀行を規律付けるのか? - 株式市場、預金者および政府 -」、名古屋市立大学ディスカッション・ペーパー-315、2002年.
- 細野薫 [2003]、「銀行に対する市場規律と政府の救済政策」林敏彦・松浦克己・米澤康博編『日本の金融問題』、日本評論社、2003年、pp.143-166.

- 堀内昭義・花崎正晴 [2000]、「日本の金融危機から何を学ぶか」宇沢弘文・花崎正晴編『金融システムの経済学』、東京大学出版会、2000年、pp.55-82.
- 堀江康熙 [2001]、『銀行貸出の経済分析』、東京大学出版会、2001年.
- 前多康男 [2009]、「わが国の金融市場における市場規律の活用の可能性について」『金融研究』第2009.3号、日本銀行金融研究所、2009年、pp.23-46.
- 宮島英昭 [2007]、「日本のM&Aの経済分析：その国際的特徴と経済的役割」、*RIETI Discussion Paper Series 07-J-026*、経済産業研究所、2007年.
- 宮島英昭 [2008]、「戦前期日本における企業統治の有効性 経営者交代メカニズムからのアプローチ」宮島英昭編『企業統治分析のフロンティア』、日本評論社、2008年、pp.314-339.
- 宮島英昭・黒木文明 [2003]、「株式持合い解消の計量分析：Mark II」ワーキングペーパー、WIF-03-008、早稲田大学ファイナンス総合研究所、2003年10月.
- 宮島英昭・新田敬祐 [2007]、「日本型取締役会の多元的進化:その決定要因とパフォーマンス効果」神田秀樹・財務省財務総合政策研究所編『企業統治の多様化と展望』、金融財政事情研究会、2007年2月.
- 米ヶ田昭弘 [2008]、「地域銀行におけるIRの現状と課題」『リージョナルバンキング』2008年5月号、第二地方銀行協会、pp.14-21.
- 森祐司 [2011]、「地域銀行における株主構成とコーポレート・ガバナンス」『証券アナリストジャーナル』第49巻第1号、2011年1月号、日本証券アナリスト協会、pp.85-98.
- 吉村典久 [2007]、『日本の企業統治』、NTT出版、2007年.
- 米澤康博・佐々木隆文 [2001]、「コーポレート・ガバナンスと過剰投資問題」『フィナンシャル・レビュー』第61号、財務省財務総合政策研究所、2001年12月、pp.90-105.
- 若園智明 [2006]、「年金基金の受託者責任とガバナンス機能の有効性」『証券経済研究』第53号、日本証券経済研究所、2006年3月、pp.77-96.
- Anderson, Ronald C. and Donald R. Fraser [2000], "Corporate Control, Bank Risk Taking, and the Health of the Banking Industry," *Journal of Banking & Finance* Vol.24, 2000, pp.1383-1398.
- Anderson, Christopher W. and Campbell II, Terry L. [2004], "Corporate Governance of Japanese banks," *Journal of Corporate Finance*, Vol. 10, 6, 2004, pp. 327- 354.
- Aoki, Masahiko and Hugh T. Patrick (eds.) [1995], *The Japanese Main Bank System: Its Relevance for Developing and Transforming Economies*, Oxford University Press, 1995.
- Arellano, Manuel, and Stephan Bond [1991], "Some Tests of Specification for Panel Data: Monte Carlo Evidence and an Application to Employment Equations," *Review of Economic Studies*, Vol. 58, No. 2, 1991
- Boot, Arnoud W.A. [1992], "Why Hang on to Losers? Divestitures and Takeovers," *Journal of Finance*, Vol. 47, 1992, pp.1401-1423.
- Cho, Myeong-Hyeon [1998], "Ownership structure, investment, and the corporate value: an empirical analysis," *Journal of Financial Economics*, 47, 1998, pp. 103-121.
- Demsetz, Rebecca S., Saidenberg, Marc R., and Strahan, Philip E. [1997], "Agency Problems and Risk Taking Banks," *Working Papers* Federal Reserve Bank of New York, September, 1997.
- Dinc, I. Serder [2006], "Monitoring the Monitors: The Corporate Governance in Japanese Banks and Their Real Estate Lending in the 1980s," *Journal of Business*, Vol. 79, No. 6, 2006, pp. 3057-3081.
- Garvey, Gerald T. and Swan, Peter L. [1994], "The Economics of Corporate Governance: Beyond the Marshallian Firm," *Journal of Corporate Finance*, 1994, Vol. 1, No. 2, pp.139-174.
- Guercio, Diane D., and Hawkins, Jennifer [1999], "The motivation and impact of pension fund activism," *Journal of Financial Economics*, Vol. 52, Issue 3, pp. 293-340.
- Gorton, Gary and Rosen, Richard [1995], "Corporate Control, Portfolio Choice, and the Decline of Banking," *Journal of Finance*, Vol. L, No. 5, December, 1995, pp. 1377-1420.
- Hellmann, Thomas., Murdock, Kevin. and Stiglitz, Joseph. [1997], "Financial Restraint: Towards a New Paradigm" in M. Aoki, H-K. Kim & M. Okuno-Fujiwara, (eds), *The Role of Government in East Asian Economic Development Comparative Institutional Analysis*, Oxford University Press, 1997
- Hoshi, Takeo and Anil Kashyap [2004], *Corporate Financing and Governance in Japan*, MIT Press, 2004
- Jensen, M.C., and W.H. Meckling [1976] "Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and

- Ownership Structure" *Journal of Financial Economics*, Vol.3, No.4, pp. 305-360.
- Konishi, Masaru and Yasuda, Yukihiro[2004], "Factors affecting bank risk taking: Evidence from Japan," *Journal of Banking & Finance*, No. 28, 2004, pp. 215-232.
- Marin, Kenneth. J., and John J. McConnell [1991], "Corporate Performance, Corporate Takeovers, and Management," *Journal of Finance*, Vol. 46, No. 2, Jun., 1991, pp. 671-687.
- Mitchell, Mark L. and Kenneth Lehn [1990], "Do Bad Bidders Become Good Targets?" *Journal of Political Economy*, Vol. 98, No. 2, Apr., 1990, pp. 372-398.
- Mura,Roberto [2007], "Firm Performance: Do Non-Executive Directors Have Minds of Their Own? Evidence from UK Panel Data," *Financial Management* Autumn, 2007;36,3, pp.81-112.
- Saunders, Anthony, Strock, Elizabeth and Nickolaus G. Travlos[1990], "Ownership Structure, Deregulation, and Bank Risk Taking," *Journal of Finance*, Vol. XLV, No. 2 ,1990, June, pp. 643-654.