

銀行経営のガバナンス*

岡村 秀夫

1 はじめに

金融機関の経営破綻が相次いでいる。三洋証券の会社更生法申請、北海道拓殖銀行の経営破綻による資産譲渡・清算の決定、そして四大証券の一角を占める山一証券の自主廃業、と一九九七年一月は日本の金融史上に残る一ヶ月となった感がある。さらに、本年は大企業の総会屋への資金供与疑惑が次々と摘発された。金融機関の破綻と大企業の不祥事が相まって、コーポレート・ガバナンス論に注目が集まっている。本稿では、企業経営を適切にコントロールするメカニズム、そして銀行経営への適用という観点からコーポレート・ガバナンスについて検討する。

コーポレート・ガバナンス論は何を対象にしているのか。しばしば、日本語では「企業統治」論と訳されるため、企業と法制度の関係が注目されがちである。また、企業に法制度を遵守させ、社会と調和した存在たらしめるための倫理的側面に焦点をあてる論者もいる。筆者は、もちろん上記のような法制度面あるいは倫理面の重要性を否定するものではない。だが、本稿では企業の経済的側面に焦点を当て議論を進めていく。その理由は、企業の目的は生産活動を通じた企業価値の最大化であり、生産活動を目的としている企業の分析には経済面からのアプローチが最も有用であると考ええるからである。

銀行もまた企業の一つである。しかし、非金融業に属する企業とは異なる特徴がある。銀行経営のガバナンス・メカニズムに関連する点については、負債の大部分を預金が占めていること、預金保険制度の存在、公的規制・保護などを挙げることができる。銀行経営のガバナンス・メカニズムを検討する際には、非金融企業との共通点、相違点を念頭に置きながら議論を進める必要がある。

本稿では主に企業の金融面（財務面）に焦点をあてる。二節で企業経営のガバナンス・メカニズムに関して筆者なりの整理を行い、続く三節で銀行の特殊性を考慮しつつ銀行経営のガバナンスについて検討する。最後に四節では今後を展望する。

2 コーポレート・ガバナンス論の対象

企業の目的は何か。言い換えると、コーポレート・ガバナンス論の対象は何だろうか。しばしば、「企業は株主のものであり、企業の目的は株主利益の最大化である」との主張がなされるが、この主張を、コーポレート・ガバナンスを論じる際に株主の利益や株主権のみに注目すればよい、と解釈することには問題がある。

例えば、企業の金融面に注目すると、事前に元本の償還と利払いの方法が定められた負債を所有する債権者と、残余請求権を保有する株主という異なるタイプの資金提供者が存在する。債権者と株主の受け取る所得のパターンが異なるので、債権者と株主の間には利害対立が生じる可能性がある。株主の機会主義的行動を事前に予想する債権者は、資金提供の条件を厳しくするかも知れない。企業には株主と債権者以外にも様々な関係者が異なる利害をもって関与しており、企業を取り巻く関係者の利害を調整することができれば、より効率的な生産が可能になるかも知れない。企業の重要な構成員である従業員について見ると、従業員の技能の蓄積は生産性を大きく左右する。技能を習得するインセンティブ体系を適切に設計すれば、企業の生産性を高めることができるだろう。

一般に所有と経営の分離が行われており、異なるタイプの経済主体間には情報の非対称性と利益相反の問題が存在し得るので、コーポレート・ガバナンスを論じる際には、株主だけではなく、企業のような利害関係者（ステークホルダー）についても考慮する必要がある。そこで、コーポレート・ガバナンス論の視点を次のように整理できるのではないだろうか。

- (1) 経営者が非効率的な行動をとらないように監視し、コントロールするメカニズム
- (2) 企業の利害関係者（ステークホルダー）間の調整と、それと通じた経営上の意思決定
- (3) 法制度、規制、慣習
- (4) 企業行動の規範、倫理

そして、以上の四点を通じて企業価値を最大化することが企業の目的と考えられる。（経済学的視点は主に、(1)と(2)である。）また、実証分析を行う際の指標としては、様々な利害関係者の存在を考慮すれば、株価の時価総額ではなく、企業が生産する付加価値（利益に加えて、給与、利子、減価償却費なども含めた指標）の総額を用いる方が適当な場合もある。

次節では、上記(1)と(2)を主に念頭に置きながら、企業経営を効率的に行わせるためのメカニズムについて、主に企業の金融面に焦点を当てて検討を行う。

3 企業経営のガバナンス・メカニズム

古くはBerle-Means（一九三二）にみられるように、特に大企業については、専門的経営者が経営を行うことが一般的であり、そのため経営者と株主の間に生じる利益相反をいかに解決するか、という問題に対して様々なアプローチが試みられてきた。「情報の経済学」が発展する中で、エイジエンシー・アプローチによる分析は、企業の資本構成や経営者に対する報酬契約などによって効率的な経営を行わせ得ることを明らかにした。そして、近年進展を見せている不完備契約の理論では、経営上の決定権の配分に資本構成が影響を与えることに注目している。また、コーポレート・ガバナンスの課題についても、単純に経営者を株主の利益に沿うようにコントロールする方法を検討するだけではなく、株主・債権者・経営者・従業員・取引先など様々な関係者の利害を調整しながら効率的な経営を実現する方法を明らかにすることである、という考え方が定着しつつある。

本節では、企業の金融面に依拠したガバナンスのメカニズムについて検討する。企業が外部から資金調達を行う際には、株式発行と負債発行の二種類がある。資金提供者には、利益請求権のタイプに応じて異なるタイプの経営に参与する権利が与えられるのが一般的である。そのため、株主がガバナンスを行う手段としては、株主権の行使という直接的コントロールと株式売却という市場を通じたコントロールがある。言い換えると、株主が経営者に対する直接の「発言」と、株価低下を導く株式の売却という「資金の移動」（株主から見れば、自らのポートフォリオの変更）の二種類のコントロール手段がある。また、債権者についても同様に考えることができる。以下では、まず株主によるガバナンスについて、次に債権者によるガバナンスについて、それぞれ検討する。

(1) 株主によるガバナンス

株式会社形態をとる企業の場合、株式は多くの株主に分散して所有される一方で、経営は株式をほとんど所有しない専門的経営者によって行われることが一般的である。企業経営にあたっては、様々な関係者の利害を調整し、企業価値を最大化することが求められる。だが、経営者と他の関係者の利害が対立するなら、経営者が利己

主義的な行動をとらないようにコントロールしなければならぬ。株主が経営者の行動をコントロールする手段としては、主に株主総会における議決権の行使や取締役の選任などによる直接的コントロール(法的根拠はないが、株主が経営者に対して発言や要求を行うことも直接的コントロールと考えられるだろう)と、株式の売却や株価低下による敵対的買収の可能性増大などは市場を通じたコントロールを考へることが出来る。

直接的コントロールについては、株式所有の集中度が高いほど有効であると考えられる。つまり、大株主ほど効率的な経営を行わせるために必要なコストを上回るメリットを享受できると考えられるからである。また、機関投資家などの専門的投資家ほど効率的に経営をコントロールすることが可能であるかもしれない。

市場を通じたコントロールについては、非効率な経営を行った場合には、株主が株式を売却することによって株価の低下という形で評価が経営者に伝えられ、さらに敵対的買収による経営者の交代(あるいはその可能性)によって経営が効率化する、というメカニズムが考へられる。

ところで、株主によるガバナンスについて検討する際、日本の主要企業において典型的に見られる株式持合の効果も考慮する必要がある。標準的なファイナンス理論に従えば、株式持合は利潤証券としての株式の価値には影響を与えない。しかし、株式は支配証券としての側面も持ち、その意味で株式持合は影響を与え得る。倉沢(一九九三)、米澤(一九九五)、橋本・長久保(一九九七)など多くの論者が指摘しているように、株式持合は安定株主を確保して敵対的買収の可能性を低下させ、経営者の自主性を増加させる有効な手段である。だが、このことは必ずしも経営の効率性低下には結びつかない。まず、株主の機会主義的行動を防ぎ、中長期的視点から経営を行うことを可能にするというメリットがある。また、わが国の企業の多くを労働者自主管理型と考へるなら、従業員および従業員の代表としての経営者が努力の成果を享受できるシステムの方が、生産性向上に適しているかもしれない。そこで、労働者や経営者などの内部者に一定の自主性を保証し、実質的な残余請求権者とするために株式持合が有効であると考えられることもできる。従って、株式持合が経営の効率性に与える影響について上記のような長所が表れるのか、それとも株主によるガバナンス機能の低下によって非効率になるという短所が表れるのか、ということを明らかにするために実証分析が有用だろう。

(2) 債権者によるガバナンス

債権者は、企業経営が順調に行われている時には、事前に定められた利子を受け取り、定められた期日に元本の償還を受ける。だが、一旦企業経営が破綻し、債務不履行となると企業の経営権は経営者から債権者に移転する。この点に注目したAghion-Bolton(一九九二)は、企業が負債発行による資金調達を行っている場合、経営危機(倒産)時には経営者から債権者に経営権が移転することが、経営に規律を与えていることを示した。広田・池尾(一九九六)では、倒産時に経営権が移転することによる負債の再組織化機能が、日本企業の経営を規律づける役割を従来果たしてきた可能性を指摘している。また、債権者は経営が非効率だと考へれば、期限が到来した契約を更新せずに資金を引き揚げたり、あるいは再契約時に条件を変更することによって、一定のコントロールを行うことが可能かも知れない。

債権者によるガバナンスに関しては、メインバンクによる貸出先企業のガバナンスを指摘する向きがあるかも知れない。しかし、メインバンクによるガバナンスについては、Aghion-Boltonらが指摘したメカニズムだけが機能していたのではなく、貸出と平行して行われた株式所有、継続的取引関係、人的関係などの複合した関係が存在しており、また背景に日本経済が資金不足基調であったこと、直接金融が限界的な役割しか果たしていな

かったことも考慮する必要がある。

経営者に対する直接的コントロールについては、主に企業経営が順調に行われている時は株主に、経営破綻時・倒産時には債権者に、それぞれコントロールの権限が属している。また、株式の売却あるいは資金の引き揚げという方法で、つまり株主や債権者は自らのポートフォリオを変更することによって、経営者に圧力をかけ得る。次節では、銀行経営のガバナンスに関して、銀行の特殊性を考慮しながら、株主と債権者によるガバナンスの有効性を検討する。

4 銀行経営のガバナンス

(1) 銀行の特殊性

銀行の特殊性には何を挙げることができるだろうか。銀行のバランスシートに注目すると、非金融企業とは異なり、負債の大半が預金という特別なタイプの負債であることが分かる。従って、銀行経営における債権者のガバナンスについて検討する際には、銀行が保有する負債の特殊性を考慮しなければならぬ。預金は極めて多数の預金者に分散して保有されており、預金保険制度によって一定額までの預金は保証されているため、預金者が非金融企業の債権者と同様に銀行経営に関心を持つてガバナンスを行い得るとは想定しにくい。つまり、非金融企業の債権者―銀行に代表される―とは異なり、銀行経営に関しては預金者が経営について直接「発言」を行う形でのガバナンスは機能しないだろう。そして、銀行に対する規制・保護や、近年に至るまで銀行の倒産が発生しなかったという事実は、預金の移動によって銀行の経営者に効率的経営を行うように圧力をかけ得る機会を失わせていたと考えられる。

株主や債権者の他に、金融当局が銀行経営のガバナンスを行っていたという見方もあるが、Horuchi-Shimizu (一九九七)では少なくとも「天下り」による銀行経営の規律付け機能は見いだされないと結果が示されている。金融当局は銀行の破綻防止や金融システムの安全性確保などには一定の役割を果たし得ても、銀行経営のガバナンスを行い効率性を改善する能力を十分に有しているとは考えられないし、また過去にも有効であったとは考えにくい。規制緩和が進められる中で、金融当局の役割は銀行経営に対する直接的かつ裁量的な指導・規制・保護から、金融市場におけるルール遵守の監督や金融システムの安定性確保に移行するものと考えられる。

以上の議論から、銀行経営のガバナンスに関しては、負債によるガバナンスや金融当局によるガバナンスの有効性は従来高くなかったと考えられる。株主によるガバナンスについては、銀行だけに見られる特殊性はそれほど多くないだろう。そこで、銀行経営における株主のガバナンスの有効性を検討するために、一九八八年度から一九九五年度までの八年間のデータを用いて行った分析の結果について次節で紹介する。

(2) 銀行経営の効率性と株式所有構造

以下では、銀行経営における株主によるガバナンスの有効性を検証するために、銀行の株式所有構造が経営の効率性に与える影響をパネルデータを用いて分析する。分析対象は都市銀行一〇行(第一勧業銀行、さくら銀行、富士銀行、東京三菱銀行、あさひ銀行、三和銀行、住友銀行、大和銀行、東海銀行、北海道拓殖銀行)、長期信用銀行三行(日本興業銀行、日本長期信用銀行、日本債券信用銀行)、信託銀行七行(三井信託銀行、三菱信託銀行、安田信託銀行、東洋信託銀行、中央信託銀行、日本信託銀行、住友信託銀行)の計二〇行であり、分析期

表1 基本統計量

	平均	標準偏差	最小値	最大値
付加価値額(百万円) / 従業員数(人)	25.86	11.08	9.74	77.67
従業員数(人)	9,355.88	5,593.98	1,739.00	22,919.00
業務純益(百万円)	132,921.08	109,349.66	-4,168.00	519,054.00
減価償却費(百万円)	15,986.63	12,933.66	677.00	47,675.00
人件費+福利厚生費(百万円)	95,553.17	60,627.60	19,088.00	247,713.00
総資産(百万円)	28,687,824.33	19,408,224.22	1,334,930.00	66,590,841.00
10大株主集中度(%)	25.01	7.60	17.16	75.91
log(付加価値額(百万円) / 従業員数(人))	16.99	0.39	16.09	18.17
log(従業員数(人))	8.95	0.65	7.46	10.04
log(総資産(百万円))	30.66	0.94	27.92	31.83

(注1) (付加価値額) = (業務純益) + (減価償却費) + (人件費+福利厚生費)

(注2) (10大株主集中度) = [(持株比率上位10位までの株主が保有する持株数合計) / (総発行済株式数)] × 100

(出所)

有価証券報告書、野村総合研究所国内企業財務データベース、日経NEEDSデータベース
 「配当状況調査」(全国証券取引所協議会)、「株式分布状況調査」(全国証券取引所協議会)
 「企業系列総覧」(東洋経済新報社)

表2 銀行の株式所有構造と
経営の効率性

(操作変数法による推定)
 (*: 5%水準で有意)

	係数	係数/標準誤差
10大株主集中度	3.01*	2.01
log(従業員数)	5.49*	2.42
log(総資産額)	-3.70*	-2.55
Adjusted R-squared	0.30	

である。

間は一九八八年度から一九九五年度まで八年間である。分析期間を一九八八年度以降とした理由は、経営の効率性を最もよく表し得る利益指標は業務純益であると考え、その業務純益が一九八八年度(一九八九年三月期)決算から公表され始めたため

するための方法を検討することではなく、企業の様々な関係者の利害を調整していくことに焦点が当てられており、株主と並ぶ重要な利害関係者は従業員であると考えられる。そのため、従業員余剰を含めた付加価値の方が企業の生産性をより反映すると考えられる。

被説明変数は、業務純益・人件費・福利厚生費・減価償却費の合計額を付加価値額とし、従業員数で割った一人当たり付加価値額である。説明変数には、「従業員数」、「総資産額」、株主構成を表す変数として上位10位までの株主が保有する株式数合計の総発行済株式数に対する比率(以下「10大株主集中度」)を用いた。さらに、各銀行ごとの特殊要因を取り除くために各銀行ごとのダミー変数を加えている。

データの基本統計量は表1に、銀行の株式所有構造が経営の効率性に与える影響の推定結果については表2の通りである。表2では、10大株主への集中度が高いほど一人当たりの生産性が高いという結果となっている。だが、この結果から直ちに、株式所有の集中度が高いことが株主によるガバナンスの有効性を高めていると結論付けることはできない。すなわち、10大株主への集中度の高さは、株式持合比率が高いことを意味し、2節(1)で述べたように株式持合のメリットが表れている可能性があるためである。株式持合によって経営者・従業員が長期的視点に立って経営に参画することのメリットについては、企業の内部組織や報酬体系などの分析が必要であり、別の機会に分析を試みたい。そのため本稿では、株式所有の集中によって、株主によるガバナンスの有効性を高める可能性、あるいは株式持合のメリットが有効になる可能性、の両者を指摘するにとどめる。

本稿では、コーポレート・ガバナンスのメカニズムとして企業の金融面に注目し、株主によるガバナンスと

債権者によるガバナンスについて整理を行った。そして、両者が銀行経営において有効性を持ち得るかどうか検討を行った。実証分析の結果から、株式所有の集中度と銀行経営の効率性には正の関係が示された。だが、結果の解釈については、株主によるガバナンスの有効性、あるいは株式持合によるメリット、の二つの可能性が考えられるものの、いずれの効果も機能しているかということについては今後の検討課題として残された。

相次ぐ銀行の経営破綻においては、預金の流出によって淘汰のスピードが加速されている感がある。また、インターバンク市場でも銀行の経営状態によって資金調達条件が大きく異なる状況が生まれている。さらに、銀行の株価は、都銀間でさえも大きな差が開くようになってきている。銀行経営についても、ようやく株主や債権者によるガバナンスが機能し始めたのかも知れない。株主や預金者が銀行経営についての確な評価を下し、その評価に応じて金融機関の選別を行うことによって、また一般的に言って、市場参加者が金融取引におけるリスクとリターンの関係をより厳しく評価することによって、日本の金融システム全体が効率的になることを期待したい。

*本稿は、京都大学経済研究所教授・橋本俊詔氏と筆者が共同で行った研究の一部に基づいている。もちろん、本稿における誤りは筆者自身の責に帰するものである。

〈参考文献〉

池尾和人(一九九二)、「BIS規制の経済学」、『経済研究』vol.42 No.3

——(一九九四)、「堀内論文に対するコメント」、『金融研究』第一三巻第三号、日本銀行金融研究所

——(一九九六)、「現代の金融入門」ちくま書房

伊藤秀史編(一九九六)、『日本の企業システム』、東京大学出版会

倉澤資成(一九九二)、「株式持合の財務効果」、『日本経済研究』No.26

首藤恵・松浦克己・米澤康博(一九九六)、『日本の企業金融』、東洋経済新報社

橋本俊詔・長久保達太郎(一九九七)、「株式持合いと企業行動」、「ファイナンシャル・レビュー」一九九七年一月号、大蔵省財政金融研究所

政金融研究所

広田真一(一九九六)、「日本の金融・証券市場とコーポレート・ガバナンス」、橋本俊詔・筒井義郎編『日本の資本市場』第一〇章、日本評論社

日本評論社

広田真一・池尾和人(一九九六)、「企業金融と経営の効率性」、伊藤秀史編『日本の企業システム』第二章、東京大学出版会

深尾光洋・森田泰子(一九九七)、「企業ガバナンス構造の国際比較」、日本経済新聞社

堀内昭義(一九九四)、「日本におけるコーポレート・ガバナンス・メカニズムと有効性」、『金融研究』第一三巻第三号、日本銀行金融研究所

行金融研究所

村瀬英彰・梁松堅(一九九五)、「日本企業の株式所有構造と経営者への利益分配」、倉澤資成・若杉隆平・浅子和美編『構造変化と

企業行動』第二章、日本評論社

米澤康博(一九九五)、『株式市場の経済学』、日本経済新聞社

米沢康博・宮崎政治(一九九六)、「日本企業のコーポレート・ガバナンスと生産性」、橋本俊詔・筒井義郎編『日本の資本市場』第二章、日本評論社

一一章、日本評論社

Aghion, P. and P. Bolton (1992). "An Incomplete Contract Approach to Financial Contracting". Review of

Economic Studies 59, pp473-494.

Berle, A. A. and G. C. Means (1932) . *The Modern Corporation and Private Property*. Macmillan.

Hart, O. (1995) . *Firms, Contracts, and Financial Structure*. Clarendon Press, Oxford.

Horiuchi, A. and K. Shimizu (1997) . "An Analysis of the Issue Who Monitors the Monitor: The Impact of Amakudari on Bank Performance". (1997年12月10日東京大学経済学研究所報告)

Shleifer, A. and W. Vishny (1996) . "A Survey of Corporate Governance". *NBER Working Paper No.5554*.