

地方銀行の株主としてのグループ金融機関*

斎 藤 達 弘

要 旨

本稿の目的は、本邦地方銀行について、大手金融機関株主の中から企業グループに所属する都市銀行と生命保険会社をグループ金融機関株主として取り上げ、それらの株主が貸出行動にどのような影響を与えていているのか、また株式市場はそれらの株主の存在をどのように評価しているのかをパネル・データを用いて検証することにある。本稿では、次の三点について検証する。

第一は、同じ企業グループに所属する都市銀行と生命保険会社の地方銀行に対する株式所有がどのような関係にあるのかである。同じ企業グループに所属する都市銀行と生命保険会社の株式持ち分比率の間に正の相関関係が観察できれば、企業グループとしての協調的行動が存在している可能性を示唆している。この解釈には、そもそも企業グループは緩やかな関係にあり、地方銀行の株式所有について協調的行動をとるようなことはないという反論が予想される。しかし、協力しようと考えれば容易に協力できる関係にあることも事実だろう。あるいは、地方銀行を通じた地域ビジネスの展開という企業グループ戦略の存在も考えられよう。

第二は、都市銀行や生命保険会社の株式所有が地方銀行の貸出行動に影響を与えてているのか、与えているとするといずれの影響が強いのかである。具体的には、株式持ち分比率と企業グループの系列企業への貸出比率および業種別貸出比率との関係を検証する。同じ企業グループに所属する都市銀行と生命保険会社が協調的に行動しているかどうかは、それらの推定結果により推測することができる。

第三は、株式市場がそれらの株主の存在をどのように評価しているのかである。これは、株式持ち分比率と地方銀行の株式の β 値の関係を検証することにより推測できる。

* 本稿の作成にあたっては、初期の段階で仁科一彦氏（大阪大学）から貴重なコメントをいただきました。ここに記して感謝いたします。いうまでもなく、本稿にありうべき誤りは著者の責任です。また、この研究の一部について、日本証券奨学財団から研究助成を受けています。あわせて、ここに記して感謝いたします。

分析結果は次のようである。貸出行動については都市銀行の影響が多く観察できるものの、その影響の強さでは生命保険会社の方が大きい。株式市場は、地方銀行を評価するさいに、都市銀行と生命保険会社の株式持ち分比率をそれぞれに評価している。

目 次

- | | |
|--------------------|----------|
| I. はじめに | IV. 実証分析 |
| II. 分析方法、サンプル、データ | V. おわりに |
| III. 株式持ち分比率に関する分析 | |

整理しておこう。

I. はじめに

本稿の目的は、本邦地方銀行について、大手金融機関株主の中から企業グループに所属する都市銀行と生命保険会社をグループ金融機関株主として取り上げ、それらの株主が貸出行動にどのような影響を与えていているのか、また株式市場はそれらの株主の存在をどのように評価しているのかをパネル・データを用いて検証することにある¹⁾。地方銀行の主たる大株主は、都市銀行、長期信用銀行、そして生命保険会社であり、これらの大手金融機関株主が一方的に株式を所有している。都市銀行や長期信用銀行などの大手銀行が、主たる大株主と株式持ち合い関係にあることと対照的である。なお、本稿における地方銀行には、データの制約から第二地方銀行は含まれていない。

小田切（1992）や汪（1995）は、銀行が貸出先企業の株式を所有する目的について考察している²⁾。しかし、本稿が取り上げる金融機関間の関係については言及されていない。なぜ、都市銀行や生命保険会社が地方銀行の株式を所有するのだろうか。まずは、その目的について

都市銀行が地方銀行の株式を所有する目的は、合理的な資産選択の観点からは説明が困難である。都市銀行が運用資産のリスク分散を求めるならば、都市銀行と地方銀行という業態の違いはあるものの収益の相関は高いと考えられることから、同じ銀行業に所属する地方銀行の株式の所有は回避するだろう。このように考えると、都市銀行が地方銀行の株式を所有する主たる目的は、純投資よりも政策投資に求められる。

一方で、生命保険会社が地方銀行の株式を所有する目的は、資産運用における株式ポートフォリオの一部として地方銀行の株式を所有しているため、収益を追求する純投資の側面を軽視することはできないと考えられる。ところが、生命保険会社による地方銀行の株式持ち分比率のデータを時系列に観察してみると、地方銀行の株式への投資環境が変化していると考えられる期間において、その変化に対応した株式持ち分比率の変化を観察することはできない。言い換えると、生命保険会社が純投資を目的とした投資戦略にしたがって地方銀行の株式を所有しているという積極的な証拠は見いだせない。こ

地方銀行の株主としてのグループ金融機関

のことから、生命保険会社もまた、政策投資を目的として地方銀行の株式を所有していると推測する³⁾。一般に、生命保険会社の政策投資の目的は、効率のよいビジネスである社員向け団体生命保険の獲得にあるといわれている⁴⁾。

次に、都市銀行や生命保険会社に株式を所有されている地方銀行のコストとベネフィットを考えてみよう。コストとしては、株主としての要求あるいは介入が強まることにより経営の裁量が狭くなることがあげられる。一方で、ベネフィットとしては、敵対的な買収や買い占めなどに対する防御が期待できることやエクイティ・ファイナンスを円滑に進められることなどがあげられる。

それでは、地方銀行にとって、都市銀行が大株主であることと生命保険会社が大株主であることに違いはあるのだろうか。その違いは、これらの株主がどのような政策目的を持っているのか、言い換えると、地方銀行の経営行動にどのような影響を与えるようとしているのかに依存している。都市銀行や生命保険会社が地方銀行の株式を所有する政策目的はさまざまに考えられるが、本稿の分析では、地方銀行の業務の中核にあると考えられる貸出行動への影響を取り上げる⁵⁾。そこには、株式持ち分比率の大きさが発言力や影響力の根源になっているという考え方がある。次の三点について検証する。

第一は、予備的分析として、同じ企業グループに所属する都市銀行と生命保険会社の地方銀行に対する株式所有がどのような関係にあるのかである。同じ企業グループに所属する都市銀行と生命保険会社の株式持ち分比率の間に正の相関関係が観察できれば、企業グループとしての協調的行動が存在している可能性を示唆している。この解釈には、そもそも企業グループは

緩やかな関係にあり、地方銀行の株式所有について協調的行動をとるようなことはないという反論が予想される。しかし、協力しようと考えれば容易に協力できる関係にあることも事実だろう。あるいは、地方銀行を通した地域ビジネスの展開という企業グループ戦略の存在も考えられよう。

第二は、都市銀行や生命保険会社の株式所有が地方銀行の貸出行動に影響を与えているのか、与えているとするといずれの影響が強いのかである。具体的には、株式持ち分比率と企業グループの系列企業への貸出比率および業種別貸出比率との関係を検証する。同じ企業グループに所属する都市銀行と生命保険会社が協調的に行動しているかどうかは、それらの推定結果により推測することができる。

第三は、株式市場がそれらの株主の存在をどのように評価しているのかである。これは、株式持ち分比率と地方銀行の株式のβ値の関係を検証することにより推測できる。

本稿の構成は次のようである。第2節では、分析方法、サンプル、そしてデータについて解説する。第3節では、企業グループに所属する都市銀行と生命保険会社の地方銀行に対する株式持ち分比率の相関関係について考察する。第4節では、株式持ち分比率と貸出ポートフォリオおよび市場評価との関係を検証する。第5節では、まとめをする。

II. 分析方法、サンプル、データ

1. 分析方法

パネル分析においては、説明変数のほかにそれぞれの主体に固有の効果を導入する。この個

別効果を確率変数として取り扱うのか、非確率変数として取り扱うのかにより、変量効果モデルあるいは固定効果モデルが選択される。畠中(1996)やBaltagi(1995)は、都道府県のように関心を持つ対象が特定の集合である場合には固定効果モデルを用いることを勧めている。本稿の分析対象は地方銀行という特定の集合であることから固定効果モデルを選択する。さらには、経済のマクロ・ショックの影響を取り除くために時系列ダミーを取り入れた two-way fixed effects error component model を用いてパネル分析をする。パネル分析についての基本的な考え方は、畠中(1996)、和合・伴(1995)、Baltagi(1995)、Hisao(1986)などを参考されたい。なお、本稿の分析における具体的な計算方法については斎藤(1998)を参照されたい。

2. サンプル

分析期間は、バブル期の始まりから本格的に不良債権処理が開始される前までを考えて、1984年度から1992年度までの9年間とする。サンプルは、市場評価の分析に用いるヒストリカル β 値の推定期間を考慮して、1980年3月末時点で上場している地方銀行で、かつ東京証券取引所において主要な取引が行われている地方銀行とする。サンプルには39行の地方銀行が含まれ、以下、このサンプルを指して地方銀行とよぶこととする⁶⁾。

地方銀行について、次のような株主に注目する：

三菱銀行、住友銀行、富士銀行、第一勧業銀行、明治生命、住友生命、安田生命、朝日生命。

これらの株主は、多くの地方銀行において大株

主となっているだけでなく、同じ企業グループに所属する都市銀行と生命保険会社の比較、都市銀行間の比較、そして生命保険会社間の比較をする目的で構成されている。なお、三和グループと三井グループは、ほかの企業グループと比較して地方銀行の株式持ち分比率が小さいことから、分析対象には含めていない。

3. データ

それぞれの地方銀行の株式所有構造にとって重要なことは、株式持ち分比率の順位とその水準である。そこで、地方銀行に対する株式持ち分比率のデータ・セットは次のように二段階で整えている。

- ①「金融機関の投融資－地方銀行編－」(経済調査協会)に掲載されている株式持ち分比率のデータを取る。ところが、「金融機関の投融資－地方銀行編－」は、各年度について株主上位10だけを記載対象としているため、同じ株式持ち分比率であっても、株主順位が10位から11位になると、記載されるデータはゼロになる。
- ②このような不都合を修正するために、「金融機関の投融資－地方銀行編－」において株式持ち分比率のデータがプラスからゼロに、またはゼロからプラスに変化している年度については、「企業系列総覧」(東洋経済新報社)により、株主順位11位から20位までを確認して、データを取り直している。

その結果、データ・セットについて、それぞれの株主の株式持ち分比率を時系列でみると、一つの例外(住友銀行の武蔵野銀行に対する株式持ち分比率)を除いて、すべてプラスの数値であるか、すべてゼロであるかのいずれかになっ

表1 分析に用いる変数の基本統計量

	平均値	中央値	標準偏差	最小値	最大値
地方銀行に対する株式持ち分比率(%)					
三菱銀行	1.847	1.670	1.773	0.000	5.780
住友銀行	0.532	0.000	1.085	0.000	4.700
富士銀行	0.910	0.000	1.587	0.000	4.980
第一勵業銀行	0.699	0.000	1.336	0.000	4.880
明治生命	2.172	2.350	1.524	0.000	6.440
住友生命	0.742	0.000	1.089	0.000	3.740
安田生命	1.090	0.000	1.428	0.000	5.400
朝日生命	0.609	0.000	0.911	0.000	2.930
地方銀行の企業グループ別貸出比率(%)					
三菱系	0.755	0.535	0.713	0.001	3.705
住友系	0.724	0.540	0.718	0.000	3.419
芙蓉系	0.508	0.374	0.496	0.000	3.261
第一勵業系	0.395	0.269	0.391	0.000	2.653
地方銀行の業種別貸出比率(%)					
建設業	7.885	7.731	1.459	5.265	12.245
金融業	5.668	4.846	2.967	1.298	18.853
不動産業	7.899	7.338	3.140	2.579	18.797
ヒストリカルβ値					
36ヶ月	0.556	0.581	0.302	-0.094	1.591
60ヶ月	0.507	0.514	0.276	-0.063	1.169
制御変数					
国内貸出残高(百万円)の対数値	14.156	14.048	0.644	12.611	16.000

注) 基本統計量はプールされた観測値について計算している。

ている。つまり、これらの株主の株式持ち分比率の順位が分析対象期間において一度でも10位以内に入った場合は、分析対象期間のすべてについて株式持ち分比率のデータを取り、一度も10位以内に入らない場合は、実際には1%前後の株式持ち分比率で株式を所有していてもゼロとして取り扱っている。

本稿が分析対象とする地方銀行の経営行動は、企業グループ別貸出と業種別貸出である。前者については、「金融機関の投融資－地方銀行編一」に掲載されている東証一部上場の系列企業への貸出額の国内総貸出額に対する比率を用いる。後者については、1984年度から1989年度までの間で、全国銀行貸出の増加額の70%近

くを占め、現在、金融機関が多くの不良債権を発生させている点に注目して、建設業、金融業、そして不動産業の三つを取り上げる。これらの三つの産業を総称して、不良債権業種とよぶことにする。なお、不良債権業種への貸出比率のデータは「有価証券報告書」から計算している。

バブル期において、不良債権業種への貸出は、担保価値がある、もっとも貸倒リスクの小さい安全な貸出とみなされていたと思われる。本稿の分析は、株主が地方銀行の貸出行動に影響を与えていたかどうかを検証することが目的であり、そのためのサンプルとしてこれらの産業を取り上げている。

ところが、地方銀行によるこれらの産業へ貸出を、株式市場がどのように捉えていたのかについては推測することができる。株式市場の評価にはヒストリカル β 値（以下、 β 値とよぶ）を用いる。わが国の株式市場の β 値については信頼性の問題が指摘されるが、本稿の分析では企業金融論における標準的なリスク尺度として β 値を用いることにする。

β 値は、期末時点から過去36ヶ月と過去60ヶ月を推定期間として、地方銀行の月次投資收益率を被説明変数に、金融・保険業の業種インデックスの月次投資收益率を説明変数にして、最小二乗法により推定する。ここでは、地方銀行だけを対象とした分析であるから、TOPIXではなく、金融・保険業の業種インデックスを用いることにする。それぞれの月次投資收益率は「株式投資收益率」（日本証券経済研究所）から取っている。なお、取引のない期間は、欠損値として β 値の推定から外している。

さいごに、制御変数として、地方銀行の規模を表す国内総貸出残高の対数値（以下、国内貸出と表記する）を用いる。ここまでに説明したパネル分析に用いる変数の基本統計量を表1に示している。

III. 株式持ち分比率に関する分析

1. 株式持ち分比率の水準

表1に示した都市銀行と生命保険会社の地方銀行に対する株式持ち分比率の平均値をみると、三菱銀行（1.847）と明治生命（2.172）が高い数値を示している。これを三菱グループとしてみると、約4%の株式持ち分比率になる。中央値みると、三菱銀行（1.670）と明治生

命（2.350）だけがゼロではなく、それらの値は平均値とそれほど大きな乖離はない。このことは、三菱銀行と明治生命が広範に地方銀行の株式を所有していることを示している。次に富士銀行と安田生命が高い数値を示し、芙蓉グループとしてみると2%近い持ち分比率になる。住友グループと第一勧業銀行グループは、ともに1.3%程度の同じ株式持ち分比率である。

2. 株式持ち分比率の水準に関する相関関係

株式持ち分比率の水準がどのような関係になっているのかを、表2のパネルAに示す相関行列を用いて観察する。この相関行列について、同じ企業グループに所属する都市銀行と生命保険会社の間、都市銀行の間、生命保険会社の間という観点から特徴をあげる。

同じ企業グループに所属する都市銀行と生命保険会社についてみると、三菱グループと芙蓉グループに正の相関関係が観察できる。それぞれの相関係数は、三菱グループが+0.213、芙蓉グループが+0.479である。この結果は、三菱グループと芙蓉グループについて、協調的行動が存在する可能性を示唆している。表1の観察から明らかなように、三菱グループの三菱銀行と明治生命は平均的に地方銀行の株式を所有している一方で、芙蓉グループは、特定の地方銀行に対して富士銀行と安田生命が同時に株式を所有している。その結果、芙蓉グループの株式持ち分比率が突出して高くなっている地方銀行（千葉興業銀行、大垣共立銀行、四国銀行など）がある。

都市銀行の間については、三菱銀行と住友銀行の間（+0.174）、富士銀行と第一勧業銀行の

表2 株式持ち分比率とその変化についての相関行列

	三菱	住友	富士	一勵	明治	住友	安田	朝日
パネルA：株式持ち分比率								
三菱銀行	1.000							
住友銀行	0.174	1.000						
富士銀行	-0.215	-0.165	1.000					
第一勵業銀行	-0.148	-0.068	0.243	1.000				
明治生命	0.213	-0.173	-0.198	0.024	1.000			
住友生命	0.162	-0.047	-0.262	-0.240	0.318	1.000		
安田生命	-0.503	-0.270	0.479	-0.134	-0.216	0.176	1.000	
朝日生命	-0.199	-0.009	0.032	0.033	0.310	0.076	0.047	1.000
パネルB：持ち分比率の変化								
三菱銀行	1.000							
住友銀行	0.072	1.000						
富士銀行	0.042	0.002	1.000					
第一勵業銀行	0.083	0.167	0.067	1.000				
明治生命	0.082	0.038	0.034	0.051	1.000			
住友生命	0.012	0.008	0.026	-0.015	-0.032	1.000		
安田生命	0.010	-0.006	0.098	-0.009	-0.015	0.026	1.000	
朝日生命	-0.021	0.006	0.049	0.020	0.171	0.078	0.127	1.000

注) 株式持ち分比率の変化は年度変化。

間 (+0.243) に正の相関関係が、三菱銀行と富士銀行の間 (-0.215), 住友銀行と富士銀行の間 (-0.165) に負の相関関係が観察できる。生命保険会社の間については、明治生命と住友生命の間 (+0.318), 明治生命と朝日生命の間 (+0.310), そして住友生命と安田生命 (+0.176) の間に正の相関関係が、明治生命と安田生命の間 (-0.216) に負の相関関係が観察できる⁷⁾。

都市銀行の間や生命保険会社の間の相関関係はどのように解釈できるだろうか。正の相関関係について、政策投資の観点からは、地方銀行の株式を所有することによって政策目的が遂行できるならば、ライバル相手と拮抗する株式持ち分比率を維持することになると考えられる。一方で、純投資の観点からは、それぞれの株主の銘柄選択基準に類似点が多く、その結果、正の相関関係が観察できると考えられる。反対に

負の相関関係については、政策投資の観点ではそれぞれの株主の政策に違いがある、純投資の観点ではそれぞれの株主の銘柄選択基準に違いがあるといえよう。

それでは、都市銀行および生命保険会社による地方銀行の株式の所有目的はどのように捉えることが適切だろうか。これらの株主の投資目的を直接に検証することは困難である。そこで、株式持ち分比率の変動から、その目的を推測することになる。すでに指摘したように、純投資を目的とした株式ポートフォリオの一部として地方銀行を所有しているならば、投資環境が変化するに伴って地方銀行の株式持ち分比率が増減するはずである。ところが、本稿の分析対象期間である1984年度から1992年度までの間は、金融・資本市場の規制緩和が進められてきたことから、地方銀行の株式の投資環境は著しく変化したと考えられるが、ポートフォリオ運

用による株式持ち分比率の変化は観察できない。このことから、都市銀行についても、生命保険会社についても、何らかの政策投資を目的として地方銀行の株式を所有していると考えられる。

3. 株式持ち分比率の変化に関する相関関係

表2のパネルBは、株式持ち分比率の変化の相関行列である。相関係数の数値は小さいものの全体としてプラスの数値が多くなっている。このことは、分析対象期間において、多くの株主が株式持ち分比率を引き上げていることを表している。その中でも、住友銀行と第一勧業銀行 (+0.167)、明治生命と朝日生命 (+0.171)、そして安田生命と朝日生命 (+0.127) が大きな値を示している。住友銀行と第一勧業銀行は、三菱銀行や富士銀行と比較して地方銀行に対する株式持ち分比率の平均値は小さく、キャッチ・アップのために競って株式の取得を進めたのではないかと推測する。また、生命保険会社の中でもっとも小さい平均値の朝日生命も、ほかの生命保険会社に追随して株式持ち分比率を引き上げたのではないかと考えられる。

同じ企業グループに所属する都市銀行と生命保険会社については、いずれの企業グループについても正の相関関係が観察できるが、統計的に有意ではない。この結果は、本稿の分析対象期間において、同じ企業グループに所属する都市銀行と生命保険会社が地方銀行の株式取得について協調的行動を取っていないことを意味している。しかし、表2のパネルAの観察から明らかのように、株式持ち分比率の水準については三菱グループと芙蓉グループに正の相関関係があり、むしろ本稿の分析対象期間以前に、協

調的行動による株式取得がほぼ一段落しているという解釈が適切だろう。辰巳 (1984) は、1970年代、都市銀行が地方銀行の株式を取得している状況を「金融機関系列化」と表現している。この金融機関系列化は、1980年代を通して維持され、堀内 (1988) においても「一般に日本の大手金融機関は中小金融機関の大株主であり、人的関係ももっている」と表現されている。

IV. 実証分析

1. 系列企業への貸出比率

企業グループに所属する都市銀行と生命保険会社が株主として存在する場合、地方銀行がその株主の所属する企業グループの系列企業に貸出をする背景はどのように考えられるだろうか。まずは、貸出を受ける企業の立場を考えてみよう。1980年代後半は、東証一部に上場している大企業は、資金調達先を銀行から資本市場にシフトしている期間である。銀行借入を減少させる趨勢の中で、系列企業が地方銀行から借入をする積極的な動機は見いだすことは困難である。

次に、株主としての都市銀行についてはどうだろうか。ここでは、三つのケースを考えてみよう。

①1980年代後半、都市銀行は BIS の自己資本比率規制を達成するために、貸出を抑制する動きにあった。そのため、都市銀行の肩代わりで、地方銀行が系列企業に貸出をしている可能性が考えられる。地方銀行にとっては、貸出ポートフォリオのリスク分散を目的として、あるいは安定的な貸出先

の確保を目的として、系列企業への貸出を希望する可能性がある。地方銀行による系列企業への貸出が、都市銀行の肩代わり貸出で、地方銀行にとってベネフィットが大きければ、都市銀行の株式持ち分比率と系列企業への貸出比率の間に有意な関係は期待できない。

②都市銀行が肩代わり貸出を望んでいるとしても、地方銀行がそれを望んでいない場合もあるだろう。たとえば、大企業への貸出は利ざやが小さく、収益にはそれほどの貢献が期待できない場合である。ここで、都市銀行が株式持ち分比率の大きさを梃子に発言力行使するような状況を考えるならば、株式持ち分比率は系列企業への貸出比率にプラスの影響を与えることになる。

③企業グループに所属する都市銀行は、すでに系列企業の株式を所有し、さらには系列企業への貸出を行っている。資産運用ポートフォリオのリスク分散を考えるならば、株主となっている地方銀行がいっそうに系列企業への貸出を増加させることは、ポートフォリオのリスクを高める結果になる。したがって、都市銀行の株式持ち分比率が大きくなると、地方銀行の系列企業への貸出比率が小さくなるという関係が期待される。

なお、①と③の場合、都市銀行が地方銀行の株式を所有する目的は、地方銀行の貸出政策への影響以外になる。

このように、都市銀行と地方銀行の関係はさまざまなケースが考えられる。貸出市場においては、都市銀行と地方銀行は競合関係にあり、都市銀行が中小企業への貸出を増加させることの直接の影響は地方銀行にある。一方で、中小

企業の国際化が進むに伴って、地方銀行もまた国際化を進める必要が生じてきている。その結果、都市銀行との業務提携が重要となっている。このような状況におかれた地方銀行の立場を、堀内（1988）は「中小金融機関にとってはこれらの関係が有利に作用する場合が多いが、意識としてはアンビバレントになると思われる」と表現している⁸⁾。

一方で、生命保険会社が地方銀行の株式を所有する目的が、社員向け団体生命保険の獲得あるならば、上記の③の考え方が適用でき、株式持ち分比率が大きくなると、地方銀行の系列企業への貸出比率が小さくなるという関係が期待される。

地方銀行の企業グループの系列企業への貸出比率と株式持ち分比率の関係を検証する。被説明変数は地方銀行の企業グループの系列企業への貸出比率、説明変数はそれぞれの株主の株式持ち分比率と制御変数の国内貸出である。表3は分析結果を示している。以下、この節において、分析結果が統計的に有意であることは、p値が0.05以下であることとする。

都市銀行の係数では、第一勧業銀行だけが有意にプラスであり、そのほかの都市銀行の係数はいずれも有意ではない。地方銀行による系列企業への貸出が、地方銀行にとってベネフィットの大きい都市銀行の肩代わり貸出であるならば、都市銀行の係数は有意にはならないという期待と整合的な結果である。

生命保険会社の係数では、住友生命が有意にマイナスに、安田生命と朝日生命の係数が有意にプラスになっている。住友生命については、生命保険会社の株式持ち分比率が大きくなると、地方銀行の系列企業への貸出比率が小さくなるという期待通りの結果が得られている。一

表3 企業グループ別貸出比率に関する分析結果

説明変数	被説明変数：地方銀行の企業グループ別貸出比率			
	三菱系	住友系	芙蓉系	一勧系
三菱銀行	0.039 (0.40)			
明治生命	0.040 (0.61)			
住友銀行		0.027 (0.66)		
住友生命		-0.169 (0.05)		
富士銀行			0.051 (0.62)	
安田生命			0.250 (0.02)	
第一勧業銀行				0.291 (0.00)
朝日生命				0.437 (0.06)
国内貸出	-1.115 (0.00)	-1.170 (0.00)	-1.090 (0.00)	-0.786 (0.00)
adj R ²	0.108	0.136	0.129	0.158
F	22.244 (0.00)	28.640 (0.00)	26.884 (0.00)	33.530 (0.00)

注) () 内はp値。

方で、安田生命と朝日生命については、株式持ち分比率が大きくなるほど、地方銀行の系列企業への貸出比率もまた大きくなるという関係にあり、ポートフォリオ理論の観点からは説明が困難である。

同じ企業グループに所属する都市銀行と生命保険会社が、株式持ち分比率を通して系列企業への貸出を協調的に進めているのであれば、都市銀行についても生命保険会社についても、その係数は有意にプラスになると期待される。企業グループ別にみると、第一勧業銀行グループに所属する第一勧業銀行と朝日生命について、株式持ち分比率と貸出比率の間に正の相関関係が観察できる。旧財閥系とよばれる三つの企業グループに対比して、新興または銀行系とよば

れる第一勧業銀行グループは、企業グループとして協調的に地方銀行の株式を所有することにより地方銀行の貸出政策に影響を与えていたる可能性を示唆している。

さいごに、すべての企業グループについて、貸出の係数は有意にマイナスになっている。つまり、規模の小さい銀行ほど企業グループの系列企業への貸出比率は高くなっている。このような結果が得られる理由は、系列企業を東証一部上場企業に限定しているために、それらの借入金額が地方銀行の通常の貸出金額と比較して相対的に大きいためと考えられる。

2. 不良債権業種への貸出比率

不良債権業種として、建設業、金融業、そし

て不動産業を取りあげる。表1をみると、地方銀行の建設業への貸出比率の平均値(7.885)と不動産業のそれ(7.899)はほぼ同じ数値になっている。ところが、標準偏差をみると、不動産業(3.140)は建設業(1.459)の約2倍になっている。このことは、地方銀行の不動産業への貸出態度にばらつきがあったことを示している。

地方銀行の不良債権業種への貸出比率と株式持ち分比率の関係を検証する。被説明変数は地方銀行の不良債権業種への貸出比率、説明変数はそれぞれの株主の株式持ち分比率と国内貸出である。表4に分析結果を示している。

統計的に有意な係数の符号に注目すると、建設業については富士銀行と第一勧業銀行の係数

がマイナスに、金融業については安田生命の係数がプラスに、住友銀行と住友生命の係数がマイナスに、不動産業については富士銀行と住友生命の係数がプラスに、三菱銀行、住友銀行、そして安田生命の係数がマイナスになっている。ところが、この結果には必ずしも株主の選好が反映しているとはいえない。株主の選好が反映しているという解釈を与えるためには、それぞれの株主が不良債権業種にどのような態度で貸出を行っていたのかを検証しなければならない。それらの態度と分析結果を照合することにより、地方銀行に対して影響を与えていたのかどうかが明らかになる。

ここでは、都市銀行と生命保険会社の有意な係数の絶対値の大きさに注目して、銀行と生命保険会社の違いについて考察する。表4の結果をみると、都市銀行の方が有意な係数が得られているケースが多いが、係数の絶対値を比べてみると、生命保険会社の方が大きくなっている。このことについては、次のような二通りの解釈が考えられる。

①都市銀行と比較して、生命保険会社の方が、地方銀行の貸出戦略について株主として「発言」している。つまり、生命保険会社株主が地方銀行の貸出に関して明確な影響を与えている可能性である。

②生命保険会社の銘柄選択基準を反映している。つまり、生命保険会社が地方銀行の株式に投資するさいに、ここで示されたような特徴を持つ銘柄を選択している可能性である。

いずれの解釈がより現実を説明していると考えられるだろうか。②の場合、生命保険会社株主は「発言」よりも「退出」を選択するのであるから、生命保険会社の地方銀行に対する株式

表4 業種別貸出比率に関する分析結果

説明変数	被説明変数：地方銀行の業種別貸出比率		
	建設業	金融業	不動産業
三菱銀行	0.046 (0.67)	0.182 (0.54)	-0.537 (0.01)
住友銀行	0.203 (0.07)	-0.837 (0.01)	-0.588 (0.00)
富士銀行	-0.503 (0.03)	-1.065 (0.09)	0.785 (0.00)
第一勧業銀行	-0.849 (0.00)	0.354 (0.44)	0.380 (0.20)
明治生命	-0.003 (0.99)	0.375 (0.47)	-0.281 (0.40)
住友生命	-0.025 (0.87)	-1.289 (0.00)	0.936 (0.00)
安田生命	-0.232 (0.35)	1.779 (0.01)	-1.355 (0.00)
朝日生命	-0.268 (0.71)	1.583 (0.42)	-1.835 (0.15)
国内貸出	0.557 (0.22)	5.244 (0.00)	8.500 (0.00)
adj R ²	0.111	0.077	0.391
F	6.453 (0.00)	4.666 (0.00)	29.119 (0.00)

注) () 内はp値。

持ち分比率は増減するはずである。しかし、そのような変動は生命保険会社の地方銀行に対する株式持ち分比率のデータからは観察できない。前述のように完全な解釈のためにはさらなる実証分析が必要であるものの、ここでの分析結果から、生命保険会社は同じ金融業に所属する地方銀行に対しては、一般にいわれているようなサイレント・パートナーではないという仮説が提示されたことになる。つまり、消去法ではあるが、②よりも①の方がより現実を説明しているのではないかと考えられる。

ところが、小宮（1989）は、「(生命保険会社の)企業経営上の発言権は、一般的にごく限られたものに止まるように思われる」と推論している。その根拠は、生命保険会社は株式を所有している企業に対して役員を派遣していないこと、銀行は企業の資金繰りはじめ財務全般の助言者あるいは監視役となっているのに対して、生命保険会社は企業とのつながりが弱いことなどに求められている。

前述の②が支持できれば、小宮（1989）の推論は正しいことになる。しかし、投資基準に基づいた銘柄選択を行えば、当然に株式持ち分比率に変動が観察できるはずである。すでに指摘したように、そのような変化は観察できない。本稿の結果は、小宮（1989）の推論に対して新しい問題を提示している。すなわち、生命保険会社の企業経営上の発言権は、地方銀行については制限的ではないと考えられる。この点については、堀内（1988）が「大手金融機関が系列化を進めるにあたっては、他の金融機関から支配されることなく、できるだけ多くの金融機関を出資を通じて支配下におくことが、海外の大手金融機関をも巻き込んで展開される金融再編成における戦略の要諦となる」と述べ、相互会

社という会社形態である大手生命保険会社が競争上、有利になる可能性があることを指摘している。

さいごに、国内貸出の係数について、金融業と不動産業がプラスに有意になっている。この結果は規模の大きい銀行ほどそれらの業種への貸出比率が高くなっていることを示している。バブル期におけるこれらの産業への貸出金額は大きく、地方銀行の中でも規模の大きい銀行ほど貸出競争に参加していたことを示唆している。

3. 株式市場の評価

株式市場が地方銀行を評価するときに、どのような情報を用いているのかは必ずしも明らかではない。ここでは、株式市場の参加者がどのような情報を利用しているのかという観点から、 β 値の説明変数として、株式持ち分比率と地方銀行の業種別貸出比率を取り入れる。また、株式市場の参加者がどの程度の投資スパンを考えているのかという観点から、 β 値の推定期間について、36ヶ月（中期）と60ヶ月（長期）の二通りを検証する。なお、制御変数としては、これまでの分析と同じく、地方銀行の規模を表す国内貸出を取り入れている。

議論を進める前に、表1に示されているヒストリカル β 値の平均値が、36ヶ月については0.556、60ヶ月については0.507と低い値になっている理由について述べておこう。1980年代半ば、都市銀行の一部が株式市場における自行株式の売買管理を緩和する方針を打ち出し、それ以降、大手銀行株式の市場取引高は急増し、それに伴って株式価格も急騰した（日本経済新聞社編（1989）を参照されたい）。その結果、時価加重型の業種インデックスは大手銀行株式の動

向を強く反映し、相対的に地方銀行の株式の β 値が低くなっている⁹⁾。なお、地方銀行の株式価格は、大手銀行から遅れて1980年代末から上昇している。

表5の最初と二番目のコラムは、36ヶ月 β 値が株式所有構造とどのような関係にあるのかについての分析結果を示している。株主の係数をみると、いずれのコラムにおいても、住友銀行と安田生命が有意にプラスに、住友生命が有意にマイナスになっている。二番目のコラムは不良債権業種への貸出比率を説明変数に加えて推

定している。金融業への貸出比率の係数が有意にプラスになっている。つまり、地方銀行の金融業への貸出比率が大きくなるほど、株式市場はリスクが大きいと評価することになる。

表5の三番目と四番目のコラムは、60ヶ月 β 値が株式所有構造とどのような関係にあるのかについての分析結果を示している。株主の係数をみると、いずれのコラムにおいても、住友銀行と安田生命が有意にプラスに、富士銀行と住友生命が有意にマイナスになっている。四番目のコラムは不良債権業種への貸出比率を説明変

表5 ヒストリカル β 値に関する分析結果

説明変数	被説明変数：ヒストリカル β 値			
	36ヶ月		60ヶ月	
三菱銀行	0.042 (0.21)	0.042 (0.22)	0.009 (0.72)	0.015 (0.55)
住友銀行	0.097 (0.01)	0.112 (0.00)	0.050 (0.04)	0.058 (0.03)
富士銀行	0.053 (0.46)	0.082 (0.27)	-0.121 (0.02)	-0.120 (0.02)
第一勵業銀行	-0.065 (0.22)	-0.045 (0.42)	0.012 (0.75)	0.028 (0.47)
明治生命	0.050 (0.41)	0.045 (0.46)	0.080 (0.06)	0.083 (0.06)
住友生命	-0.210 (0.00)	-0.192 (0.00)	-0.192 (0.00)	-0.200 (0.00)
安田生命	0.268 (0.00)	0.251 (0.00)	0.271 (0.00)	0.286 (0.00)
朝日生命	0.149 (0.51)	0.141 (0.53)	0.032 (0.85)	0.055 (0.74)
建設業		0.028 (0.12)		0.055 (0.26)
金融業		0.019 (0.01)		0.003 (0.53)
不動産業		0.008 (0.41)		0.013 (0.07)
国内貸出	-0.675 (0.00)	-0.863 (0.00)	-0.309 (0.00)	-0.445 (0.00)
adj R^2	0.215	0.226	0.200	0.203
F	12.973 (0.00)	10.294 (0.00)	11.958 (0.00)	9.115 (0.00)

注) () 内は p 値。

数に加えて推定している。ここでは、不良債権業種への貸出比率と β 値の間に統計的に有意な関係は観察できない。

ここで得られた分析結果について、係数が有意なケースに着目して考察する。まずは、都市銀行（住友銀行）と生命保険会社（住友生命と安田生命）の係数の絶対値を比較すると、生命保険会社の方が大きな値を示している。つまり、株式市場の参加者は、投資スパンに関係なく、生命保険会社の株式持ち分比率を重要視していることになる。この結果もまた、前述の小宮（1989）の推論に新しい問題を提示している。つまり、株式市場の参加者は、地方銀行について、同じ企業グループに所属する都市銀行と生命保険会社を比較すると、株主としての影響力は生命保険会社の方が大きいと考えている。

次に、同じ企業グループに所属する都市銀行と生命保険会社の係数の符号の違いを60ヶ月のケースについてみると、住友銀行がプラスである一方で住友生命はマイナスであり、富士銀行がマイナスである一方で安田生命はプラスになっている。つまり、株式市場の参加者は、同じ企業グループに所属する都市銀行と生命保険会社に異なる評価を与えていることになる。

表2のパネルAに示した株式持ち分比率の水準に関する相関分析から、住友グループについては、地方銀行株式の所有について協調的な行動は見いだせないことから、株式市場の参加者が住友銀行と住友生命のそれぞれに異なる評価を与える可能性は考えられる。ところが、芙蓉グループについては、富士銀行と安田生命の間には高い正の相関関係 (+0.479) があり、地方銀行の株式所有に協調的な行動が観察できるにもかかわらず、株式市場はそれぞれに

異なる評価を与えている。なぜこのような結果が得られるのかについては、なぜ芙蓉グループの株式所有が特定の地方銀行に集中しているのかという問題とあわせて、今後の検討課題として残されている。また、興味深いことに、三菱銀行と明治生命のいずれの係数も統計的に有意ではない。つまり、株式市場の参加者は、地方銀行に対する三菱グループの株式持ち分比率の大きさを評価には反映していない。

地方銀行の業種別貸出比率の係数をみると、36ヶ月では金融業が有意にプラスに、60ヶ月ではいずれの業種も有意な結果は得られていない。この結果から、株式市場の参加者は、概して、不良債権業種への貸出がシステム・リスクを高めるとは評価していなかったといえる。 β 値の推定期間の違いを株式市場の参加者の投資スパンの違いと捉えるならば、36ヶ月と60ヶ月の推定結果に違いが観察できるはずである。しかし、表5の分析結果において、統計的に有意な係数に注目する限り、株式市場の参加者の投資スパンについて明確な違いは見いただせない。

さいごに、国内貸出の係数は、いずれの推定においても有意にマイナスとなっている。これは、規模の小さい企業ほど β 値が大きくなるというよく知られた実証結果と整合的である。

V. おわりに

本稿では、地方銀行の大手金融機関株主の中から、企業グループに所属する都市銀行と生命保険会社をグループ金融機関株主として取り上げ、それらの株主が地方銀行の貸出行動にどのような影響を与えていたのか、また株式市場はそれらの株主の存在をどのように評価している

のかをパネル・データを用いて検証した。その結果は次のようにまとめられる。貸出行動については都市銀行の影響が多く観察できるものの、その影響の強さでは生命保険会社の方が大きい。株式市場は、地方銀行を評価するさいに、都市銀行と生命保険会社の株式持ち分比率をそれぞれに評価している。

近年、大手銀行の格付けが低下する一方で、地方銀行の格付けの高さがニュースとして取り上げられる機会が多い。なぜこのような現象が起こっているのだろうか。この問題の解決に、株式持ち分比率の大きさが発言力や影響力の根源になっているのではないかという考え方を基礎にした株式所有構造という観点が一つの糸口を与えると考える。

注

- 1) 近年、日本企業について、株式所有構造が経営行動に与える影響をパネル・データを使って分析している研究が増えている。これらの研究と本稿との違いは次の二つにある。第一は、これらの研究は非金融機関を分析対象としているが、本稿は金融機関（地方銀行）を対象としていることである。これは単なる分析対象の違いではなく、株主と経営者の間に仮定されるエージェンシー関係の特徴の違いが重要である。金融機関が金融機関の株主になっているエージェンシー関係では、株主と経営者の間に存在する情報の非対称性の程度は、非金融機関（経営者）と金融機関（株主）の間に存在するそれよりも著しく小さく、そのため株主が経営者の行動に直接に影響を与えて可能性が高いと考えられる。第二は、株式市場が株式所有構造の違いをどのように評価してゐるかを検証していることである。著者は、斎藤（1998）において、株式所有構造が地方銀行の経営行動や市場評価に与える影響を検証している。そこでは、企業グループの金融機関（都市銀行と生命保険会社を区別していない）と独立系金融機関（日本興業銀行や日本生命など）との比較を目的としている。そして、企業グループに所属する金融機関株主は影響を与えており、独立系の金融機関株主は影響を与えていないという意味で中立的な立場にある傾向を明らかにしている。一方で、本稿は、斎藤（1998）において残された課題であった、同じ企業グループに所属する都市銀行と生命保険会社との比較を目的としている。これら二つの論文はデータ・セットや分析手法を共有し、補完的な関係に位置づけられる。
- 2) 深尾（1998）は、銀行が大企業の株式を所有し続ける

理由は弱まっているにもかかわらず、相手企業による持ち合い株式の売却を懸念して、所有し続けていると指摘している。

- 3) 生命保険会社が純投資的目的として地方銀行の株式を取得・所有したのではないと考えられる理由はほかにもある。生命保険会社の総資産運用額に占める地方銀行の株式の時価総額はほとんど無視できるに等しいと考えられ、運用成果に与える限界的な便益は非常に小さいこと、地方銀行の株式が有望な投資対象であったとしても、株式市場の流動性が多額の売買を保証しないこと、純投資目的ならば、簿価が平均されない信託の枠組みを利用するため、生命保険会社の名前が株主名簿に登場することはないとなどである。ただし、生命保険会社が、社員向け団体保険の獲得だけを目的として地方銀行の株式を所有しているならば、地方銀行の貸出政策に影響を与えることはないだろう。
- 4) 生命保険会社の株式所有と社員向け団体保険のシェアの関係については、朝日新聞経済部（1989）が日本興業銀行と朝日生命の例を紹介している。
- 5) 地方銀行について、貸出行動と株式市場による評価を関連付けることには一定の合理性があることを述べておく。地方銀行は大手銀行と比較して、為替市場や債券市場などの市場に関連した業務の規模は小さく、そのため預金や貸出といった伝統的な銀行業務に依存する割合が高くなり、銀行経営が抱えるリスクの大部分を貸出が占めていると考えられる。
- 6) サンプルに含まれる地方銀行39行は次のようにある：青森、秋田、山形、岩手、七十七、東邦、群馬、足利、常陽、関東、武蔵野、千葉、千葉興業、東京都民、横浜、第四、北越、山梨中央、八十二、北陸、北國、福井、静岡、スルガ、大垣共立、十六、百五、池田、紀陽、広島、阿波、百十四、伊予、四国、福岡、十八、親和、大分、鹿児島。
- 7) 異なる企業グループに所属する都市銀行と生命保険会社の間については、富士銀行と安田生命のそれぞれが示す負の相関関係を除くと、三菱銀行と住友生命（+0.213）、三菱銀行と朝日生命（-0.199）、住友銀行と明治生命（-0.173）、第一勧業銀行と住友生命（-0.240）となっている。
- 8) そのような状況は今日においても存在している。多胡（1997）を参照されたい。
- 9) β 値の平均値の低さとその β 値の信頼性とは、必ずしも関係していない。 β 値の低さは推定に用いるインデックスに依存してからである。市場インデックスを TOPIX に代えて推定すると、 β 値の平均値は約 0.8 になる。

参考文献

- 朝日新聞経済部（1989）、『セイホ』朝日新聞社。
汪志平（1995）、『日本巨大企業の行動様式－1980年

代の所有と支配』北海道大学図書刊行会。

小田切宏之 (1992), 『日本の企業組織と戦略』東洋経済新報社。

小宮隆太郎 (1989), 「企業としての生保」今井賢一
・小宮隆太郎編『日本の企業』東京大学出版会。

斎藤達弘 (1998), 「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』No. 3, 63–91頁。

多胡秀人 (1997), 『地域金融ビッグバン』日本経済新聞社。

辰巳憲一 (1984), 『日本の銀行業・証券業』東洋経済新報社。

日本経済新聞社編 (1989), 『銀行「株」が問う経営』日本経済新聞社。

畠中道雄 (1996), 『計量経済学の方法』創文社。

深尾光洋 (1998), 「株式持ち合い解消、株主権全面に」『日本経済新聞』(経済教室) 3月20日付朝刊。

堀内俊洋 (1988), 『メインバンク競争と貸出市場』東洋経済新報社。

和合肇・伴金美 (1995), 『TSPによる経済データの分析 [第2版]』東京大学出版会。

Baltagi, B. H. (1995), *Econometric Analysis of Panel Data*, John Wiley & Sons.

Hisao, C. (1986), *Analysis of Panel Data*, Cambridge University Press.

(新潟大学経済学部助教授)