

市場規律の強まりの影響に関する研究

－ コーポレート・ガバナンスと銀行リスク－

浜田紘子総合政策学部 3年
嶋頼彦総合政策学部 2年

1999年度春学期
岡部研究会研究報告書
(1999年9月改訂)

本稿の作成にあたっては、懇切で思慮深いご指導をして下さった岡部光明教授（慶應義塾大学総合政策学部）に深く感謝したい。また、有益な議論を交わすことのできた岡部研究会のメンバーや学友にも感謝の意を表したいと思う。さらに、第2部に関しては、Yahoo社のwebsite <http://quote.yahoo.co.jp/rate/> に掲載されている銀行預金金利をもとに分析したものである。この研究のためにそのデータの利用をお許しくださったことに対して同社にも感謝したい。

なお、誤りに関する指摘やコメント等は、電子メールにて s97780hh@sfc.keio.ac.jp、（浜田） s98469ys@sfc.keio.ac.jp（嶋）まで送信されたい。

概要

最近およそ10年をみると、規制緩和、情報通信の技術革新、金融取引のグローバル化など、経済全体の環境が大きく変化している。その結果、経済主体の行動が市場規律によって支配される度合いが強まっており、また経済の仕組みもその影響を受けて変化しつつある。こうした視点に立ち、本論文の第1部では、日本のコーポレート・ガバナンスにおける機関投資家の役割とその先行きを論じる。第2部では、金利自由化に伴って目立ってきた銀行間における預金金利の格差の問題を取り上げ、その実状と意味についての実証分析を行なった。

近年、主要国では、コーポレート・ガバナンスにおける機関投資家の役割が大きくなっている。特に、米国においては、機関投資家の株式保有率の上昇に伴い、その意向を反映させるような制度的改革がなされていることなどを背景として、コーポレート・ガバナンスの形態に変化が生じてきている。従来は、株式売却という形をとった企業経営の監視が主流であったが、最近では株式を保有したまま株主としての立場から企業に直接はたらきかけ、経営の刷新を図らせようとする動きが活発化している。具体的には、公的年金基金であるカルパスがこの面で積極的な貢献をしており、「社外取締役の派遣」やそれを通じての「CEOと取締役会会長の分離」など、取締役会の改革が進められている。一方、日本では長い間メインバンクが有していたモニタリング機能の低下したため、企業行動の規律づけに空白が生じる一方、米国と同様、生命保険、投資信託、年金基金といった機関投資家の企業行動への影響力が強まる気配を見せている。ただ、それは、米国のように株式保有を増加させることによるというよりも、むしろ、年金基金が収益の悪化から運用機関の選別・監視を強めている結果による面が大きい。すなわち、年金運用を委託されている生命保険や投資信託が株式の選別投資傾向を強めており、このため、企業はそれを無視できなくなっている、という点が特徴的である。今後は(1)株式持ち合いの解消、(2)個人金融資産の流動化、(3)会計制度の変更(経営の透明性を高めるための連結決算制度の変更等)などが進展すると見込まれるため、機関投資家の株式保有や資産運用の変化を通じ、米国と同様に、日本においても機関投資家がコーポレート・ガバナンスを強めていくことが予想される。その場合、米国の経験に照らせば、(1)機関投資家の受託者としての責任を法制上一元化し明確化すること、(2)社外取締役の導入を法定することで取締役会全体を活性化させること、が有効なコーポレート・ガバナンスにとって重要な課題であると考えられる。

わが国における預金金利は1994年に自由化が完了した(但し、当座預金を除く)。ここでは、最近時点において各銀行の預金金利の水準にどのような格差がみられるかを実証的に分析した。その対象としては、インターネット上で利用できる143の銀行を取り上げ、それら銀行間の預金金利の格差を預金種類別、銀行業態別、地域別に検討した。預金の種類別にみると、金利のばらつきは、(1)預入期間が長期にわたるほど大きい、(2)預入金額が大口になるほど大きい、(3)固定金利よりも変動金利の方が大きい、との結果が得られた。これは、銀行が預金商品の差別化を図る場合、短期よりも長期、小口よりも大口、固定金利よりも変動金利の場合の方がそれぞれ対応しやすいことを示唆している。一方、銀行間の預金金利にこうした格差がみられるのは基本的には各銀行のリスクに格差があることによることが判明した。すなわち、リスクの大きい銀行(高い不良債権比率、低い自己資本比率、低い格付けの銀行)の場合、短期預金金利についてはほとんど差が認められなかったものの、長期預金金利については、リスクプレミアムを含んだより高い金利が付けられる傾向がみられた。銀行はリスクを下げ

ば預金金利を引き下げて利益を増やすことが可能であるため、リスク管理体制を強化する必要がある。一方、公的当局は銀行がそうした行動をとるための環境整備を行なう必要がある。

キーワード：コーポレート・ガバナンス、機関投資家、株主、カルパース（CalPERS）、受託者責任、社外取締役、預金金利自由化、変動金利と固定金利、流動性、リスクプレミアム、不良債権、自己資本比率

目次

第一部：日本のコーポレート・ガバナンスにおける機関投資家の役割

第二部：銀行間における預金金利の格差とその原因についての実証分析

第一部：日本のコーポレート・ガバナンスにおける機関投資家の役割

1. はじめに
2. 米国のコーポレート・ガバナンスにおける機関投資家
 1. 機関投資家によるコーポレート・ガバナンス定着の背景
 2. 機関投資家による具体的活動
3. 日本のコーポレート・ガバナンスにおける機関投資家
 1. 機関投資家の株式保有とポートフォリオ
 2. 機関投資家による具体的活動
 3. 機関投資家にコーポレート・ガバナンスを促した要因
 4. 今後予想されるその他の要因
4. 日米比較と今後の政策課題
 1. コーポレート・ガバナンスに関する日米比較
 2. 日本における今後の政策課題

(付論)メインバンク・システム

第二部：銀行間における預金金利の格差とその原因についての実証分析

1. 序論
2. 各種預金商品の特徴とその金利格差
 1. 普通預金
 2. 貯蓄預金

3. スーパー定期、スーパー定期300
4. 大口定期預金
5. 変動金利定期預金
3. 預金商品別にみた金利の分散
 1. 流動性
 2. 預入金額
 3. 変動・固定金利
4. 銀行の業態別金利と各行の戦略
 1. 総括
 2. 都市銀行
 3. 長期信用銀行、信託銀行
 4. 地方銀行
 5. 第二地方銀行協会加盟銀行（第二地銀）
5. 金利とリスクの関係
 1. 分析方法
 2. 金利と不良債権比率
 3. 金利と自己資本比率
 4. 金利と格付け
6. 地域別にみた金利格差
 1. 仮説の構築
 2. 地域別金利とリスク
 3. 地域別金利と経済状況
7. 結論
 1. 銀行・公的当局の政策課題
 2. 今後の研究課題

第1章

はじめに

近年、コーポレート・ガバナンスにおける機関投資家の役割が強まっている。米国では、株式保有の増加を背景にして以前から機関投資家によるコーポレート・ガバナンスは積極的に行われていた。それに対して、日本においては、長い間メインバンクによるモニタリングが機能していたため、従来コーポレート・ガバナンスにおける機関投資家の役割は皆無に等しかった。そのため、日本のコーポレート・ガバナンスを論じる上で、この観点から考察を行ったものは少ない。しかし、企業の資金調達における変化からメインバンク機能が低下し、日本のコーポレート・ガバナンスに空白が生じる一方、近年の資産運用における競争の激化を背景に、生命保険、投資信託、年金基金などの機関投資家がコーポレート・ガバナンスに関与し始めている。さらに、金融システムの変化により、今後、機関投資家における株式保有が増加し、その空白を補うものとして日本のコーポレート・ガバナンスにおける機関投資家の役割が大きくなることが予想される。

このような現状を踏まえ、本稿では、コーポレート・ガバナンスについて「機関投資家」に焦点を当てて論じている。具体的には、第2章で米国において機関投資家がコーポレート・ガバナンスへの影響力を強めた背景、影響力の強まりを示す行動とそれが企業経営（特に取締役会）に与える影響力の変化を調べることにより、米国では機関投資家がコーポレート・ガバナンスにおいて大きな役割を担っていることを明らかにする。続いて第3章では、視点を日本に移し、日本の機関投資家（生命保険、投資信託、年金基金）についても、株式保有の状況やコーポレート・ガバナンスに対して影響力を強め始めた背景、今後予想される制度的動きなどから、コーポレート・ガバナンスにおける重要性を強めていく可能性が大きいことを確認する。第4章では、第2章で述べた米国のコーポレート・ガバナンスと第3章で述べた日本のそれとを比較・検討することで、両国のコーポレート・ガバナンスにおける相違点についてまとめる。さらに、それらの相違点から、今後日本において機関投資家によるコーポレート・ガバナンスを発展させるにはどのような課題があるか、ということについて考察する。

第2章

米国のコーポレート・ガバナンスにおける機関投資家

2.1 機関投資家によるコーポレート・ガバナンス定着の背景

米国では既に、機関投資家が、株式の保有率増加などを背景にして、コーポレート・ガバナンスに対する影響を強めている。機関投資家とは、不特定多数の投資家から資金を集めて、投資家のために資産運用を専門的に行う投資家のことで、主なものとしては、生命保険会社、投資信託、年金基金などがある。機関投資家の最大の機能は、小口投資家にとってコスト高になる証券投資を代わって行うというものである。資産運用に伴う規模の経済性を生かすことで、リスクを分散させたり情報コストを効率的に低下させたりすることが機関投資家の目的である。一方、コーポレート・ガバナンスとは、日本語では「企業統治」と訳されている。コーポレートは「企業の」、ガバナンスは「統治」という意味がある。広い意味では、これは、家計部門の貯蓄を投資・生産活動という形

で運用する企業を監視し、必要な時に企業の経営に介入することを意味している。企業は資本市場から資金(資本)を調達し、それを投資して、他の生産要素と組み合わせることによって生産活動に当たり、将来の収益(所得)という形で還元しようとする。企業は生産主体であると同時に、トップ経営者を頂点に持つ意思決定システムでもある。経営者が勤勉に働き、資本市場から預かっている資産を効率的に運用しているかどうかを監視し、そうでない時にはしかるべき措置を取ることがコーポレート・ガバナンスの役割である。

そこで、まずは近年コーポレート・ガバナンスに対して影響力を強めてきた米国機関投資家について見ていきたいと思う。米国の機関投資家は特に1990年代に入ってその影響力を強めてきたが、その背景にはどういう要因が存在したのかを1970年代から80年代にかけての機関投資家を取り巻く状況の変化から説明することにする。

2.1.1 株式保有率の上昇

第一の理由は、米国の機関投資家の全投資家に占める比率が80年代を通じて徐々に拡大してきたことがある。米国では、グラススティーガル法によって商業銀行の株式所有が禁止されていることもあって、伝統的に個人株主の持ち株比率が最も高かったが、図表1の株主分布表に見られるように、1950年には約90%を占めていた個人投資家および公益団体の割合は1996年の段階で50%を下回っており、これとは対照的に機関投資家の持ち株割合が増加してきた。1950年には全株式の6%に過ぎなかった機関投資家の占める比率は、1996年には約半分を占めるに至っている。中でも、年金基金とミューチュアル・ファンド(株式投信)の伸びが大きい。これは、図表2から分かるように、確定拠出型年金、特に401Kプランのウエイトが高まり、個人が株式を直接資本市場で購入する直接投資から、機関投資家を通じた株式の購入した間接投資へ大きくシフトしたからである。このようにして機関投資家の持ち株が増えた結果、米国市場における最大の投資家としての地位を確保し、株主としての発言力を強める基盤を築くことになったことは言うまでもないが、同時に、持ち株企業の経営に不満があれば市場で売却すればよいというウォール・ストリート・ルールがもはや機能しなくなったことも、経営に関与するきっかけを作った。零細な単位で株式を所有する株主にとっては、会社運営に対して積極的行動をとることはコスト＝ベネフィットを考えた場合、非合理的であった。しかし、株式の保有額が大きくなると、それらを市場で売却することによりマーケット全体の株価が低下し、結果的に保有株式の価格の低下という追加的な損失が伴うため、機関投資家は株式の売却で意思表示するウォール・ストリート・ルールを放棄するようになった。それに代わって、直接経営に関与して業績を好転させ、結果として株価を引き上げる戦略に転換した。

2.1.2 インデックス・ファンドの普及

さらに、株式投資においてインデックス・が普及したことも売却不可能な状況を生み出し、発言力強化を促した。1973年の第一次オイルショック時に、米国の株式市場は約50%に及ぶ大暴落を経験し、特に機関投資家に好まれた銘柄の下落は大きく、一時は株価収益率で約50倍にまで買われたこれらの銘柄は、79年には10.3倍にまで落ち込んでいる。この株式暴落の経験から、機関投資家の資産運用は保守化傾向が強まり、運用対象ごと

に比重を定めたパッシブ運用を行うようになっていった。さらに、年金基金に関しては、1974年のエリサ法による受託者責任強化の一環としてのプルデント・マン・ルールの適用と、それと共に明文化された分散投資ルールにより、積極的に銘柄を入れ替えたり株式保有率を変化させるアクティブ運用に対し、インデックス・ファンドによる運用が合理的な運用として認識されるようになった。このような保守的な株式運用は80年代に入っても続く傾向が見られ、中でも、カリフォルニア州公務員退職基金（カルパース）、ニューヨーク州従業員退職基金、など公的年金を中心とした大型年金基金のインデックス比率が高くなっている（図表3参照）。インデックス・ファンドによる運用はアクティブ運用に比べて長期的な運用形態である上に、何百という株式を1パッケージとして購入するため、経営に不満がある場合でも、その銘柄のみの入れ替えは困難になる。このような特徴を持つインデックス運用の高まりにより、ウォール・ストリート・ルールが機能しなくなり、結果的に投資先企業への影響力を強めることになった。

2.1.3買収防衛策への反発

さらに、敵対的企業買収が活発化し、それに対する機関投資家の対応が変化したことも要因の一つと考えられる。米国においては、銀行は企業の株式を原則として保有できず、また、銀行や年金基金、生命保険などの機関投資家は特定の企業の株式やローンを集中して保有することを妨げられている。さらに、危機に陥った企業経営に対して、銀行などが救済のために関わることは、法律の上で銀行の債権者としての立場を毀損する危険を伴うために、銀行等は、日本の銀行の場合に見られるような、積極的な支援を展開することは不可能である。このように、米国の場合、企業経営に近い立場から経営を監視し、規律づけを与える銀行、機関投資家が不在であるために、敵対的企業買収が活発に行われやすい。これらは、1980年代に活発化し、資本市場を介して効率の悪い企業を淘汰するという経営の効率化という観点から当初は肯定的に受け止められていた。また、買収者は自らの買収を成功させるため、市場株価よりもかなり高い買収価格を示さねばならず、株価も買収を意識して高めに推移するため、機関投資家を含め、既に株式を持っているものにとって株価プレミアムの獲得という点から有益なものであった。しかし、80年代後半から、敵対的企業買収は、企業のエネルギーをいたずらに消耗させるため結局経済全体の活力を損なうというマイナス面が指摘され始めた。また、買収への対抗策としてポイズンピルやゴールデンパラシュートなどを採用する企業が増加する一方、これらの買収防衛策は株価を抑える要因となりかねず株主である機関投資家にとってデメリットが大きいことが次第に明らかになった。このため、機関投資家は株主としての意識を明確にし、買収防衛策の廃止を求めたり、買収の対象になることを事前に回避できるよう、株主提案などを積極的に行うようになった。

2.1.4制度的バックアップ

さらに、機関投資家の影響力の背景には、制度的な変化もある。前述したように年金基金に関しては、1974年にエリサ法が制定された。この法の中で投資に関する重要な規定は、注意義務と忠実義務からなるプルデント・マン・ルールである。これは日本の年金基金に一律に課せられている資産保有制限枠（リーガル・リスト）とは違い、委託者の定めた範囲内で自由に投資判断して行動できる一方で、受託者としての責任を明確に

するものであった。エリサ法の制定により、受託者責任が強化されたことが機関投資家のコーポレート・ガバナンスへと導いたことは言うまでもないが、それと同時に分散投資が義務づけられ、このことをきっかけとしてインデックス運用が普及したことから、この法の制定は影響力を強める背景の一つとして考えられる。

その後、1988年に企業年金基金を管轄する労働省がエイボン社に対して発した「エイボン・レター（AvonLetter）」と呼ばれる書状の中で、企業年金が保有する株式の投票権の扱いについて、エリサ法に則ってどう解釈するかを明らかにした。この書状の趣旨は、「株主総会で諮られる事項は、投資価値に大いに影響を与えるものであり、投票権の行使は年金運用の権限を与えられているインベスト・マネージャーの権限の範囲内であり、インベスト・マネージャーが投資者に対して負う信任義務である。」となっており、具体的には、資金運用家に（1）委任状投票の義務、（2）投票過程、投票決定の正確な記録をつけること、（3）投票の際には、基金投資価値に影響する要件のみを考慮する義務を課した。このような委任状投票政策の変更により、年金基金が保有する株式の議決権行使をする行動に合理的な根拠づけがなされたといえる。

一方、1992年には、アメリカ証券取引委員会（SEC）が大口株主間の意見交換のために開く会合に関する規制が緩和された。それによって、委任状の届出や勧誘手続きを経ずに株主が互いに口頭でコミュニケーションを取れるようになった。それまでは、大口株主が10名以上集う場合、事前にその内容を報告する必要があり、事実上、大口株主間の意見交換会の開催を妨げる結果となっていたが、新規則により、委任状の勧誘を行わない株主については、事後報告だけで意見交換を行なえることができるようになった。また、同時に委任状の届出制度と勧誘手続きも緩和された。SECは、さらに、カルパスを初めとする機関投資家が問題視していた、役員の高額報酬問題について、機関投資家がチェックできるようなレギュレーションを導入している。具体的には、役員報酬を過去三年にさかのぼって、委任状説明書に掲載すること、またストックオプションを金額表示で公表すること、の二点を導入した。

2.2機関投資家による具体的活動

前節で述べたように経済環境、制度的な変化を背景にして機関投資家はその影響力を強めてきた結果、彼らは特に株主としての権利を積極的に活用し始めた。もともとは、80年代の買収ブーム時に経営者が打ち出した防衛策に対して異議を唱えるための株主提案が中心であった。例えば、1989年のK マート社のポイズンピルに関する提案や、1990年のトランスアメリカ社のゴールデンパラシュートに関する提案がある。比較的新しい例では、1994年にも、米国の半導体大手インテル株主総会において、5年前に同社が設けた買収防衛規定をめくり、規定廃止を提案した株主と経営陣の間で激しい議論が交わされた。廃止を提案したのは、年金基金を通じて同社株の0.01%を持っている国際サービス従業員組合で、会社側は他社の例などを挙げて反対を呼びかけたが、廃止の提案は55.8%の支持を集め、ただちに制度の廃止が約束された。これらは、会社の合併・買収時において、株主の権利を侵害するような場合に限った提案であった。しかし次第に、このような特殊な場合のみならず、通常時のコーポレート・ガバナンス分野に深く関連する問題へと拡大し、それに伴って、その焦点は秘密投票制度の採用、株主諮問委員会の設立、取締役会制度の改革に当てられるようになってきた。特に近年、機関投資家が株主権を行使するためには、取締役会が経営陣から独立したものである必要がある、という認識から、取締役会制度の改革に関する企業への圧力はますます大きくなっている。コーポ

レート・ガバナンスという観点から問題になっているのは、本来株主の代表であり、企業経営のチェック機関として会社を総覧すべきはずの取締役会が、経営陣トップである最高経営責任者（CEO）に牛耳られている点である。米国の企業では、CEOが取締役会会長を兼任することはごく一般的であり、取締役候補者の指名をCEOが行うこともある。さらに、取締役会に提供される情報が経営陣によって操作される可能性もあるため、取締役会は会社を外部から監視するという本来の機能を果たしていないのではないか、という疑問を持たれるようになった。これを改善しようという動きから、現在のように取締役会制度の改革はコーポレート・ガバナンスの中心になり、機関投資家が積極的に改革に取り組むようになった。このことに関して、ここ2,3年の機関投資家（主にカルパース）の関与した取締役会の動きを中心に検証していくことにする。

まず、1997年の動きを見ると、タイムワナーが株主総会で、社外からの大物のCEOを取締役会へ招き入れると共に、取締役全員を毎年改選することを決めた。このように取締役会の独立性向上などを求める圧力が強まったのはタイムワナーの株価が長期低迷していたためで、大手機関投資家で構成する機関投資家協議会(CII)からの批判や全運輸労働組合の年金基金による株主提案がされていた。また、アップルコンピュータでは、会長兼CEOであったギルバート・アオリオ氏が突然解任された。アップル社はカルパースによるコーポレート・ガバナンスの「問題企業リスト」に加えられており、この数ヶ月前には、取締役会の改革要求が経営陣に対して突き付けられていた。解任後、アップル社は結局この要求を受け入れ、取締役会の抜本的改革を決めた。また、アップルコンピュータでは、会長兼CEOであったギルバート・アオリオ氏が突然解任された。アップル社はカルパースによるコーポレート・ガバナンスの「問題企業リスト」に加えられており、この数ヶ月前には、取締役会の改革要求が経営陣に対して突き付けられていた。解任後、アップル社は結局この要求を受け入れ、取締役会の抜本的改革を決めた。一方、その間にカルパースは、21世紀をにらんだ先進的なガバナンス原則を定めた原案を作成し、公表している。その内容は、(1)従業員を兼ねる取締役はCEOに限る(2)株主代表の取締役会会長は完全な独立性を維持する(3)10年以上勤務した取締役は独立性に欠けると見なす(4)70歳以上の取締役会メンバーは全体の1割以下にする、というもので、その内容は、いずれも取締役会の独立性を高め、CEOに対抗する力を与えるのが狙いである。

1998年にも、巨大機関投資家の圧力を受け、社外取締役による米国企業の有力CEOの解任が相次いだ。サンビームやシゲート・テクノロジーなどで著名なCEOが解任されたのに続き、エレクトロニック・データ・システムズ(EDS)のCEOも退任した。EDSはジェネラル・モーターズ(GM)からスピンオフした96年以降、IBMにシェアを奪われるなどで業績低迷からなかなか抜け出せず、カルパースからガバナンス体制に不備があるとして「問題企業リスト」に加えられ、経営刷新を要求されていた。株主総会では、カルパースが提出したCEOと会長職の分離案に多数の機関投資家が同調し、大量の賛成票が集まった経緯がある。

今年に入ってから、現時点で株主総会が行われていないこともあり、CEOの解任などは行われていないが、5月には失望的な株価や業績から企業統治の内容を見直す必要性があるとする米国企業9社に対して、社外取締役の人数を増やすことや独立した監査役を登用することを要求した監査役を登用することを要求した。

このように、機関投資家による取締役会制度の改革は、社外取締役の導入に始まり、CEOの解任にまで発展している。このような機関投資家の圧力によるCEOの解任は、1990年代初頭からGM、アメリカン・エクスプレス、IBM、ウェスチングハウス・エレクトリックな

どの大企業でも見られていたが、ここ2,3年でさらに勢いを増している。さらに、CEOが取締役会の会長を兼ねて双方を支配するのが当然となっていたことに対する反省から、会長とCEOを分離すると同時に、社外取締役を増やすという企業が増えており、米国役員派遣会社スパンサー・スチュアートの調査では、米国大企業百社の取締役会の平均規模は13人であるが、そのうち社内出身者が2人以下の企業が半分を占めた。既に会長とCEOが分かれているGMでは、14人のうち12人を社外取締役が占め、取締役会はCEOなど幹部社員に対する報酬や経営成績の評価などについて厳しく監視している。

米国のコーポレート・ガバナンスは、機関投資家の積極的な活動によって、具体的にはCEOと会長を分離させワンマン経営を阻止する一方、社外取締役の比率を高めることによって、企業の最高意思決定機関である取締役会が、株主の代表として経営からの独立性を飛躍的に高めるといって進行している。機関投資家の提唱するような独立した取締役が取締役会に加わった場合、このような取締役は経営者に対し率直に意見を述べることのできる立場にあり、このことは、説明責任(アカウンタビリティ)を促すという点で、経営者に対するより大きな脅威となることが予想される。また、機関投資家の継続的な圧力により、より多くの会社が過半数の独立した取締役や独立した指名委員会を導入している。これにより、取締役会は経営者に対し以前より率直な意見を表明できるようになりつつある。このように米国では、機関投資家が社外取締役を送り込み、かつその社外取締役が、経営からの独立性と専門性を高めることによって、外部の市場を通してではなく、内部の取締役会に入り込むことで、経営に密着したモニターが可能となっている。

第3章

日本のコーポレート・ガバナンスにおける機関投資家

次に、日本のコーポレート・ガバナンスについて、主要な機関投資家である生命保険、投資信託、年金基金の動向から見ていくことにする。

3.1 機関投資家の株式保有とポートフォリオ

初めに、コーポレート・ガバナンスに対する影響力の度合いを示す一つの指標として、これらの機関投資家の(1)株式保有と(2)ポートフォリオにおける株式の割合の変化から見てみたい。

(1)の株式保有については、図表4の株式分布の推移から見てみると、生命保険、投資信託、年金信託を合計した持ち株比率は80年代後半には上昇傾向にあったが、90、91年をピークに減少傾向が見られる。一方、これらを個別に見てみると、このような減少傾向が見られるのは生命保険と投資信託であり、年金信託に関しては年々持ち株比率が伸びていることが分かる。年金信託については持ち株数で見ても、1997年度の調査で前年度比507万単位(45.7%)増加している。

(2)のポートフォリオにおける株式の割合の変化については、それぞれの機関投資家毎に見ていきたい。

まず生命保険に関しては、図表5にあるように、1985年以降のバブル期に株式と外国証券が急速にその占率を高めているが、バブル崩壊後、国内社債を中心とする円金利資産を積み増して株式と外国証券の圧縮に努めている。さらに93年度以降は、企業の借入金需要の低迷及び社債による調達増加を反映して、公社債とりわけ社債の占有率が上昇している。このことは、市場リスクの大きな株式や外国証券から円金利資産への転換が進んでいることを示している。バブル崩壊後のポートフォリオの再構築によって、生命保険のポートフォリオは円金利資産が増加する一方、リスク資産である株式、外国証券はそのウエイトを下げていく。

次に、投資信託のポートフォリオについて、図表6の運用資産残高の推移から見てみると、バブルの崩壊による日本株式市場の急落が響き、単位型のものを中心として株式投資信託の残高は大幅に減少し、逆に金利低下の流れの中で、公社債投資信託が急増し、90年代では全体として40兆円台の運用資産残高で推移している。単位型株式投資信託は98年に入り1兆円を切れるまでに減少しており、ピーク時の89年と比較して30分の1以下となっている。98年8月末で、投資信託の運用資産残高約43兆8000億円のうち、約4分の3は公社債投資信託で、株式投資信託が残りの約4分の1を占めている。ただし、株式投資信託11兆2000億円の残高に対して、株式の組み入れ比率は全体の45.9%であるので、実際の株式投資への比率は投資信託全体の8分の1程度ということになる。このように生命保険同様、投資信託でもバブル崩壊による株価暴落の影響を大きく受けて、株式投資の割合は減少している。

最後に、年金基金のポートフォリオに関しては、年金基金の主たる契約形態である信託銀行の年金信託の状況から見ることにする(図表7参照)。1975年以降、巨額の財政赤字により国債発行残高が累増し、債券流通市場が飛躍的に拡大するという「国債主導型」の証券化の進展が背景となって、長期保有を前提とした債券運用は、低金利時代を迎える過程でキャピタル・ゲインによる高収益をもたらす核となった。しかし、低金利が定着した80年代後半になると、株式運用のウエイトが上昇した。従来は、運用規制に加え安全性・収益性から見て株式運用比率は、10%に満たない状況で推移していたが、金利水準の低下で債券への新規投資の妙味が薄れたのに対し、株式投資の魅力が相対的に増したことから、株式運用の比率は急速に高まり、1997年度においては、全体の36%を占めるまでに至っている。さらに、図表8の厚生年金基金の資産構成で見ても、1996年度から7年度にかけて全体の5%も株式の割合が上昇している。このように、年金基金においては全株式における持ち株数が増加しているだけでなく、資産構成においてもその割合を上昇させていることが分かる。生命保険や投資信託においては、バブル崩壊以降株価の暴落と共に持ち株数や株式の割合が減少傾向にあるのに対し、年金基金においてどちらも上昇傾向にあるのは、図表9にあるように、資産運用に関する規制が年々緩和され、資産配分において制限が加えられていた株式投資の割合が拡大した結果と考えられる。1999年4月には、従来運用と拡大運用の区分が撤廃され、資産配分規制が完全に撤廃されたことから、年金基金における株式保有はさらに進むことが予想される。米国の機関投資家が株式保有の増加を背景にコーポレート・ガバナンスに対して積極的になっていったことから、このような傾向は年金基金のコーポレート・ガバナンスにおける役割の増大につながるものと考えられる。

3.2機関投資家による具体的活動

次に、現時点で実際に行われている日本の機関投資家のコーポレート・ガバナンス活動について見ていきたいと思う。

生命保険会社の他、投資信託を請け負っている信託銀行や投資信託会社では、今年に入ってから株主としての権利意識が高まりを見せる行動がとられた。昨年では、三井信託銀行が株主議決権を行使したが、それまで白紙委任状で会社提案に事実上賛成してきた姿勢を改め、不祥事を起こした野村証券、三菱地所などに棄権票を送付し、事実上反対の意を示すだけにとどまっていた。しかし、今年に入ってから、日本生命保険、第一生命保険、住友生命保険、東洋信託銀行、三菱信託銀行、安田信託銀行、住友信託銀行の7社が議決権行使の指針作りに乗り出し、財務内容が極端に悪化した企業や役職員の不正や違法な活動を起こした企業を対象として、顧客の利益に反する議案には反対票を投じることを検討した。生命保険会社は企業年金と保険契約者から預かった資金を一括運用する一般勘定や特別勘定、信託銀行は厚生年金基金や税制適格年金の資金を運用する年金信託勘定で株式を保有する企業を対象としている。さらに、国内の投資信託会社としてははじめて、野村アセット・マネジメント投信が、投資信託や年金基金の運用で株式を保有している企業の株主総会で議決権を行使し、違法行為のあった企業、株主を軽視している企業などに対し、反対票を投じることを明らかにした。

一方、年金基金に関しては、実質的な株主でありながら、我が国の現行法制の下では資産運用機関に対し議決権行使の指図を行うこと自体が禁じられているため、厚生年金基金連合会は97年度から運用会社に対して議決権行使の実施状況をヒヤリングしている他、研究会を設立し、98年6月には「議決権行使のための行動指針」を作成するなどして、資産運用機関に対してコーポレート・ガバナンスへの積極性を要求するという形で活動を始めている。

このように、生命保険や投資信託は株主議決権の行使によって経営陣の議案に反対票を出すという形で、年金基金は資産運用機関に対するはたらきかけをすることによってそれぞれコーポレート・ガバナンスに関与し始めている。

3.3機関投資家にコーポレート・ガバナンスを促した要因

次に、長い間サイレントパートナーとして君臨してきた日本の機関投資家が、特に生命保険や投資信託においては株式の保有が減少傾向にあるにもかかわらず、前節で見たような行動を開始したのはどのような背景があったのだろうか。

生命保険、投資信託に関しては、最大の要因として年金運用競争の激化がある。図表10の運用機関別の比率を見てみると1986年度には70%を占めていた信託銀行が1997年度には全体の54%になり、生命保険に関しても1986年度の30%から徐々に比率を高め、一時は39%まで伸びたが、近年急激にその比率が低下していることが分かる。代わって、1989年から年金運用が解禁された投資顧問会社が14%まであげている。これは、取引関係から運用先を選び、運用に関しては委託先に任せきりだった年金基金が、人口構成の高齢化が進む中で低金利と株価低迷により年金財政が急激に悪化した結果危機感を募らせ、自らの財政状態改善のために、資金の運用委託先に対する選別・監視を強めているからである。

日本の企業年金は、将来の給付額をあらかじめ約束し、掛け金を積んでいく「確定給付型」であり、年金基礎率のうち予定利率は一律5.5%となっていた。だが、バブル崩壊後の超低金利と株価低迷で資産運用利回りが低下し、この5.5%の達成が難しくなっている。厚生省によると、96年度は全部で1878の厚生年金基金は、平均2.64%の運用利回りしかあげることができなかった。逆ざや状態が続き、保有する資産が必要な積立金に達していない基金は全体の66%を占め、全基金の合計資産が合計責任準備金に足りない事態となっている。深刻化する不況から企業には積み立て不足を補填する余力は乏しい。このような運用環境の悪化により、かつてのように母体企業の取引関係などで運用機関を選び、任せておけば特別な注文をつけなくても5.5%の予定利率が達成されるということは不可能になってきた。厚生年金基金連合会は今秋にも、債券や株式など運用対象ごとに運用実績や運用スタイルによって委託先を選別し、現在の半分から3分の2に集約することを予定しており、年金基金による選別・監視はさらに強まると思われる。特に、生命保険では、バブル崩壊以降株式の含み益がマイナスになる一方、図表11を見ても分かるように運用利回りが債務の予定利率を下回っているため、このような逆ざや傾向を受けて資金流出が続いている。さらに、97年には旧日産生命が、今年5月には東邦生命が破綻したことにより、これを機に生命保険からの資金流出は一層進むと思われる。

一方、このように年金基金が選別・監視を強めた結果、海外での運用力が高く評価されている欧米銀行系信託銀行も急速な伸びを示しており、99年3月末の時点で、1兆7319億円、前年同月末比45%と、年金受託額を大幅に増やしている。外資系は「受託者責任」を前面に掲げ、運用委託者の利益に反する議案を黙認することはしない。このような中で、日本の機関投資家の間でも、これまでのように投資先企業の株式総会の議案内容を十分に検討せず、白紙委任状を提出することで、事実上すべての議案に賛成したり、あるいは反対票を投じる場合も、事務部門の担当者が機械的に経営陣提案には賛成、株主提案には反対とすることで経営陣の方針を支持したりするというような、取引に引きずられて沈黙を続けるやり方では受託競争を勝ち抜けないという認識が強まっている。

以上のことから、日本において機関投資家がコーポレート・ガバナンスに積極的になったのには、(1)財政状態の悪化から年金基金による資産運用機関に対する選別・監視が強まり、(2)そのことが年金運用競争の激化を促した結果、生命保険会社や投資信託を請け負う会社が株主としての意識を強め、株主議決権の行使などの具体的な行動に結びついたという背景がある。

3.4 今後予想されるその他の要因

このように、今までのところ、日本の機関投資家には、株式保有の増加とは別にコーポレート・ガバナンスを強める大きなインセンティブが働いた。さらに、今後、機関投資家がコーポレート・ガバナンスを強めていくと予想される要因として、(1)株式持ち合いの解消と(2)個人金融資産の流動化(3)会計制度の変更、があると考えられるので、以下にそれについて述べていくことにする。

3.4.1 株式持ち合いの解消

日本では戦後、株主安定化や取引先企業との関係構築を目的として、銀行-企業間にお

いて株式の持ち合いが行われていた。このような株式の持ち合いは、本来「相互に株式を売却しない」という暗黙の了解の下に成立していたが、資金調達における銀行借入から資本市場調達へのシフト、銀行の不良債権問題の深刻化による銀行株価の低迷の中で、近年、事業法人による銀行株式の売却の動きが始まっており、株式持ち合いが徐々に解消に向かっていることが伺える（図表12参照）。このような持ち合いの解消は、機関投資家に対してより投機的な目的での株式保有を促進するものと考えられる。株式持ち合いの慣行の下では、株式は、投資利回りから収益を得るためのものではなく、長期の取引関係を維持するための手段として用いられていた。そのため、株主は、株式を売却する場合には売却先の了解を得ることが前提とされてきた。これは二つの会社が相互に株式を保有している場合には、一方が売ると他方も株式を売却して対抗することが可能であるという、相互牽制が働くことが背景にある。しかも、こうした機動的に売却し難い株式保有の慣行が、投資信託や年金基金が生命保険会社や信託銀行経由で保有する株式についても影響を及ぼして、投資収益中心の投資政策を困難にしてきた。こうした状況は、持ち合いが解消に向かうことによって変化し、投資家は純粋に高い収益性を求めて購入するようになることが予想される。

その結果として、機関投資家の保有する株式数が増加し、米国で見られるように、運用効率を高めるために非効率な経営を行っている投資対象企業の株式を売却する際のリスク分散やマーケット・インパクト・コストなどを考慮すると、株式を売却するよりも経営を監視し株式価値を高める方がより効率的であるという考え方が主流になることが考えられる。さらに、株主総会においては、経営には口を挟まず、逆に経営陣にとって不利な株主提案に対しては反対票を投じ、株主総会を形骸化させる大きな要因となっていた安定株主の影響力が弱まることによって、機関投資家の株主としての発言力が強まるものと思われる。

3.4.2個人金融資産の流動化

高度成長時代から今日に至るまで、家計部門は旺盛な貯蓄性向から一貫して最大の資金余剰部門であり、金融資産を蓄積してきた結果、図表13にあるように、1997年末で資産総額は1230兆円にも達している。ただし現状において、バブルの後遺症による一時的なリスク回避行動から、その5割以上の650兆円余が預貯金としてほとんどゼロに等しい金利しか付与されない状態で滞留していることも確かである。金融ビッグバンは、このように、硬直的な金融制度により、潤沢なストックが活かされていない状況を踏まえ、個人金融資産を有効に活用し、円滑な産業資本の供給を通じて新たな企業・産業の勃興を促進することを目的としている。90年のバブル崩壊以降、株式市場の長期低迷や株式投信の運用パフォーマンスの低さなど、投資家にとって必ずしも魅力的な投資機会を証券市場は提供してこなかった。しかし、金融ビッグバンはその歴史的、社会的な必要性から日本の金融システムをこれまでの銀行中心のものから証券市場を中心としたものへと転換するための改革であり、システムを中心たりうる証券市場にするための市場改革であると考えられる。その内容も、市場参加者や商品の規制緩和が進められ、競争促進によるサービスの質的向上が図られるものになっている。一方で、証券市場は、相対取引である銀行貸出と異なり、証券発行者（資金調達者）と不特定多数の投資家（資金供給者）の間での市場取引であり、情報の発信・仲介・受信の経路が複雑である。特に個人レベルにおいて、証券の本源的価値を分析することは容易でなく、その資産運用を専門家に委ねることが有効である。そこで重要になってくるのが機関投資家であり、資産運

用パフォーマンスの向上と共に、受託者責任もより一層求められるようになるだろう。

3.4.3 会計制度の変更

さらに、国際会計基準に基づく会計制度の大幅な変更も機関投資家によるコーポレート・ガバナンスに対する一つの促進剤となると考えられる。具体的には、(1)連結決算制度の変更、(2)時価会計制度の導入、(3)年金会計の変更で、ここ数年のうちに導入される予定になっている。

第一に、2001年3月期決算からは、連結決算制度が変わる。子会社の範囲が、従来の議決権(株式)の50%超を保有しているかどうかで決まる「持ち株基準」から、社長を歴代送り込むなど「実質的に支配」しているかどうかで判断する「支配力基準」に変更される。支配力基準になると、負債の付け替えや売り上げの水増しのために利用していた関連会社の子会社として連結の対象となってしまうため、財務諸表の粉飾決算が困難になり、経営財務の透明性が増す。また、連結決算制度の変更の中で、貸借対照表(企業の決算時点での資産、負債、資本の状態を表す)、損益計算書(一年間の売り上げ、費用などの損益の状況を表す)に次ぐ「第三の財務諸表」として、企業の資金状況の流れを表す米国流の「キャッシュフロー計算書」の開示も始まる。それにより、利益だけでなく、キャッシュフロー(現金、預金)の増減が用途別に開示されるようになる。さらに、「税効果会計」といって、損益計算書に表れる税額も、実際に支払う額ではなく、将来の税金の戻りなどを加味した、「理論上」の支払額を表示する方式が連結決算では強制適用となる。このような改革を通じてこれまで以上に企業の財務内容の透明性が求められる一方、株主にとっては経営効率の悪さなどをより把握しやすくなる。そうすると、企業経営に対する外部からの監視が強まり、機関投資家においても株主としての発言力を強める一つのインセンティブになると考えられる。

第二に、2001年3月期から「時価会計」が導入される。「時価会計」においては、企業が短期的に保有する株式などの価格変動を、実際に売らなくとも損益に反映させることになり、持ち株の時価が下がれば必ず損失として損益計算書に計上しなければならなくなる。さらに、2002年3月期からは長期的に保有する「持ち合い株式」などは、その価格変動を貸借対照表の資本の額に反映させることになる。その結果、株式などの相場の上下により企業の損益や貸借対照表が大きく変動する。そうなれば、業績が不安視される企業の株式を保有することは企業の財務諸表を悪化させることになり、企業にとって持ち合い株式保有のインセンティブは減少すると考えられる。従来、株式の持ち合い構造のために、機関投資家は安定株主としての役割を担わされ、その運用や株主総会での発言に制限が加えられていたが、持ち合いの解消が進むことにより、ハイリターンを求める純粋な投資家が増え、コーポレート・ガバナンスがより活発に行われるものと思われる。

第三に、2002年3月期から退職給付会計制度が導入される。企業は退職一時金、厚生年金基金、適格退職年金を一括して対象とする退職給付について毎期の退職給付債務を時価評価すると同様に時価評価した年金資産との差額を退職給付引当金として認識し、バランスシートに計上しなければならなくなる。つまり、退職給付債務(年金・退職金)の積み立て不足分の開示が義務付けられることによって、財政状態の悪化を隠蔽することができなくなる。これにより、企業年金に対する受託者としての責任がより明確になる。第一章で触れたように、米国ではエリサ法によって、従業員の年金受給権の確保が強力

に図られていると同時に、年金制度の運営の当事者である企業に対しても様々な義務が課されている。つまり、年金制度を運営する当事者である企業や運用機関を初めとする各種関係機関はすべて、制度運営の任に当たる受任者として位置づけられ、その任務を全うする義務、あるいは責任を負っている。したがって、企業は受任者として忠実に運営する義務を負い、年金加入者や需給権者に対して、報告と情報開示によってその保持する権利に関して十分に告知するよう義務づけられている。それに対し日本では、長い間簿価による資産評価が行われ、年金加入者や需給権者に対する運用状況の開示が十分ではなかった。時価評価の導入により、年金財政の情報開示が進むと共に、資産運用に対する成果の評価が厳しくなるため、収益率最大化のインセンティブが強まり、その結果として、年金基金による運用委託機関への監視・選別も強化されることが予想される。

第4章

日米比較と日本における政策課題

4.1 コーポレート・ガバナンスに関する日米比較

以上、第2節では米国の機関投資家の動向、第3節では日本の機関投資家の動向について見てきたが、これらをまとめると、図表14のようになる。

この表から分かるように、米国と日本ではいくつかの違いが見られる。まず1つめとして、日本では、機関投資家による株式保有が米国のそれと比べて依然として少ない。2つめとして、機関投資家がコーポレート・ガバナンスを強めるインセンティブとして、米国では株式保有の増加という最も直接的なことが要因になっているのに対し、日本では株式ではなくより間接的な要因が働いている。それらは、機関投資家にとって、自発的というよりはむしろ外的な圧力によるコーポレート・ガバナンスを促している。3つめとして、影響力を強める背景の中に、米国では機関投資家によるコーポレート・ガバナンスを促すような制度的バックアップがあるのに対して、日本ではそれに相当するものが見当たらないという点が挙げられる。株主という立場からは、日本でも、1993年に株主代表訴訟制度に関して費用の見直しが行われたが、エリサ法のような機関投資家に対する制度改革は行われていない。4つめとして、米国では主に取締役会の改革に重点が置かれ、取締役会を通じたコーポレート・ガバナンスが機能しているのに対して、日本では経営陣の議案に対して反対票を投じるという議決権行使がメインであり、株主総会を通じてコーポレート・ガバナンスが行われているという点である。つまり、米国の方がより経営に密着したコーポレート・ガバナンスが行われているということが言える。

前半の二つに関しては、前章で述べたように、今後、資産運用に関する規制緩和や株式持ち合いの解消、金融システム改革法や会計制度の変更などによって、特に現在でも株式割合が上昇している年金基金を中心として機関投資家による株式の保有が増加し、日本においても米国と同様のインセンティブが働くことが考えられる。株式保有の増加は、機関投資家にとって、ウォール・ストリート・ルールが機能しなくなるというだけでなく、企業に対する株主としての影響力を強めることによって議決権行使がより行いやすい状況を作り出し、コーポレート・ガバナンスをより活性化させるものと思われる。

4.2日本における今後の政策課題

一方、後半の二つの方は、機関投資家によるコーポレート・ガバナンスを強化するために見直すべき点であり、なんらかの策を講じる必要がある。近年、資産運用競争の激化などから受託者の責任が高まっているにもかかわらず、運用機関の受託者責任に関する規定は統一的な定めがなく、それぞれ個別の業法によって規定されており、また、法律上の強制力があるのか、望ましい実務慣行に過ぎないのか判然としない部分がある。既に掛け金の運用実績に応じて将来の年金額が変わる「確定拠出型年金制度」の原案がまとめられ、2000年秋をめどに導入が検討されており、そうなると今後、年金加入者や基金に自己責任原則が強く求められる一方、同様にそれを受託する側の機関投資家にも責任が求められる。この点、米国では、74年に制定されたエリサ法に「受託者責任」が明確化されているが、これが、機関投資家に対してコーポレート・ガバナンスを促す背景となっていることから、日本においてもエリサ法のような受託者責任規定の導入が行われるべきである。より具体的には、受託者の行動についての情報公開義務と受託者責任違反に対するペナルティーを明らかにすることが必要とされる。さらに、第3章の2節でも触れたように、年金基金に関しては、我が国の現行法制の下では、実質的な株主でありながら、運用機関に対し議決権行使の指図をすることは一切できないということになっている。このため、受託者責任を法制化するにあたり、このような制約が解消されると共に、現実的な議決権行使のあり方や経営監視機能を有効に発揮する具体的手法の検討が求められる。

また、コーポレート・ガバナンスの形態が違うということに関しては、米国では機関投資家の送り込んだ社外取締役が株主の代理として経営モニタリングに重要な機能を果たしていること、あるいは経営者に対する説明責任を高めるという観点から、機関投資家による取締役会の改革、具体的には社外取締役の導入が重要であると考えられる。しかし、米国では、取締役会の経営能力と独立性を高めることで、経営陣の怠慢や暴走を防ぎ、収益力や株価を引き上げる策を講じているのに対し、日本では株主の利益に反すると判断した経営陣の議案に対し、反対票を投じるにとどまっており、機関投資家による積極的な取締役会の改革は期待できない。これは初期の米国のコーポレート・ガバナンスがそうであったように、経営刷新というよりは個別の問題に対応したものである。今後株式保有の増加などから、さらに機関投資家によるコーポレート・ガバナンスが進み、米国のように、会社法の改正ではなく自主規制による取締役会の改革が進む可能性もあるが、一方で、社外取締役の導入を法規制によって義務づける方法の方がより確実である。米国では機関投資家の圧力が取締役会の改革に結びついたが、逆に取締役会の改革が株主の意見を経営に反映させやすくし、それによって機関投資家によるコーポレート・ガバナンスは促進される。また、社外取締役中心の取締役会による経営の監視は米国においてそうであるように、説明責任がより強く要請されることによってそれが経営者に対する圧力となり、経営がより透明性を増すと共に、経営者が自ら効率的な経営を目指すインセンティブを与えることにもなると考えられる。日本においても、ソニーなどのように既に社外取締役を導入している企業や導入を検討している企業などもあり、独立した経営監視役としての取締役会を目指した動きは進行しつつあるが、法的な対応によってそれらをより即急に促進させることが重要である。しかし、現状のままで単に社外取締役の導入だけを義務づけたとしても、取締役会の独立性や活性化にはつながっていかない。導入を義務づける際には、(1)企業と直接利害関係のない独立した社外取締役であること、(2)取締役の構成員数を減らして的確かつ迅速な意思決定を行うことが可能な人数とすること、また、実際に社内取締役の方がより情報を入手しやすいこと

から(3)社外取締役に対する情報提供を充実させるための支援体制を確立・強化すること、などの諸条件が必要となる。

以上、日米の比較から日本における機関投資家によるコーポレート・ガバナンスを促進させるための課題について検討してきた。これらを総合して言えることは、日本では、(a) 経営者、(b) 取締役会、(c) 株主としての機関投資家が、それぞれ(a') 取締役会、(b') 株主としての機関投資家、(c') 資産運用委託者、に対して負っている責任が不明確であり、それを確実に果たすためのシステムが整備されていないということである。受託者責任の強化、あるいは社外取締役の導入などはそれを強化するための一つの方法であり、今後日本のコーポレート・ガバナンスを機関投資家が担ってゆくためには、このように、それぞれが果たすべき責任を明確化することに重点を置いて改革を進める必要があるだろう。

以上

(付 論)

メインバンク・システム

米国では機関投資家を中心とした資本市場によるコーポレート・ガバナンスが機能してきたのに対し、日本においてはこのようなコーポレート・ガバナンスは機能しなかった。というのも、戦後の間接金融優位の状況下では、日本企業は急増する資金需要の大部分を、銀行を中心とする金融機関からの借入金で賄っていたからである。資金調達企業の立場から見れば、銀行融資以外の資金調達手段は未発達であったから、生産能力を急激に拡大するために銀行の融資に依存せざるを得なかった。このため、日本では、本来資本市場が担うべきコーポレート・ガバナンスの役割を「メインバンク」と呼ばれるシステムが担っていた。メインバンクとは、企業への貸し出しのみならず、決済口座を介した財務状況の把握、役員派遣などを通して企業との間に金融・情報・経営における多元的關係を築くことによって企業に対して強い影響力を持つ銀行のことで、相互に株式を持ち合うことによって、企業の安定株主としての役割を果たすと同時に、監視・介入機能の多くが委ねられた。メインバンクは、企業の成長を支援する立場から、経営が順調な場合は、経営に口を挟まず経営陣に対する裁量権の幅を広くすることで企業との良好な関係を維持しようとし、また企業の経営状態が悪化した場合には、再建、再成長のために他の銀行よりもより多くの融資を通じて、経営的・資金的援助を行った。

このようなメインバンクによる企業監視は、1970年前半まで続いた。しかし、その後日本経済の低成長化により資金需要が鈍化し、80年代後半から日本企業によるエクイティ・ファイナンス(時価発行増資、転換社債、ワラント債など)の活発化によって直接金融の比重が高まり、銀行貸出が以前ほど重要ではなくなったため、メインバンクによる監視機能は低下した。さらに、バブルの崩壊によって銀行が大量の不良債権を抱えたことにより、メインバンク自身の経営的・資金的能力が悪化したことも監視機能の低下を招く大きな原因となった。

図表

資料

図表1 米国の株主分布状況（金額ベース：百分率）

年	1950	1970	1990	1995	1996
私的（企業）年金基金	0.8	8.0	16.8	14.0	14.3
公的年金基金	0.0	1.2	8.4	8.9	9.5
生命保険会社	1.5	1.7	2.8	4.1	4.1
その他保険会社	1.8	1.6	2.3	1.7	1.7
ミューチュアル・ファンド	2.0	4.7	6.6	12.2	14.6
クローズド・エンド型投資信託	0.0	0.5	0.5	0.4	0.4
銀行信託部	0.0	9.6	5.4	2.4	2.2
外国人投資家	2.0	3.2	6.9	6.1	6.2
個人投資家および公益団体	91.3	68.0	49.9	49.4	46.4
その他	0.6	1.4	0.6	0.8	0.8
合計	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0

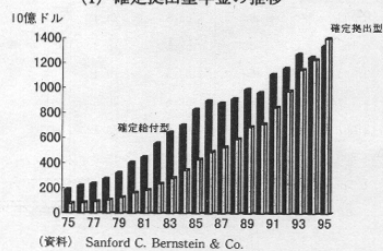
各年末。

Source : Flow of Funds Accounts of the United States, Federal Reserve 1997年6月

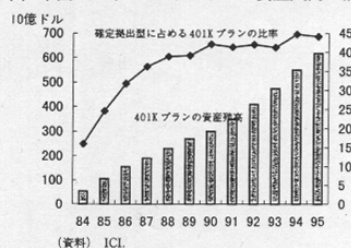
出典：関（1997）

図表2 米国における年金運用形態の変化

(1) 確定拠出型年金の推移



(2) 米国における401kプランの資産残高の推移



出典：日興リサーチセンター（1997）

図表3 米国上位15年金基金の株式投資状況, 1990年9月30日

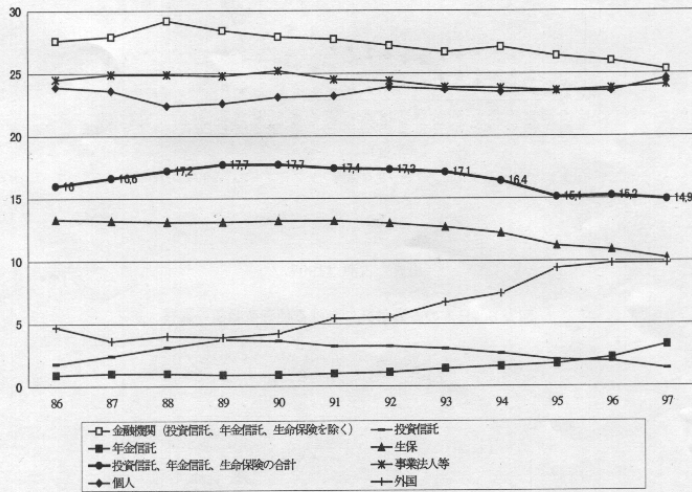
単位 100万ドル, %

基金名	インデックス 株式資産 (a)	総株式資産 (b)	総資産 (c)	(a)/(b)	(a)/(c)
New York State	13,914	18,938	43,737	73.5	31.8
California Emp.	13,800	21,508	54,000	64.1	25.6
New York St. Tea.	13,019	14,145	26,589	92.0	48.8
California Tea.	9,175	11,122	30,140	82.5	30.4
AT&T	7,639	16,312	38,876	46.8	19.6
Florida St. Board	5,868	8,863	19,268	66.2	30.5
General Electric	3,461	9,386	27,108	38.8	13.4
NYNEX	3,372	6,300	14,383	53.5	23.4
Du Pont	3,246	6,182	17,728	52.5	18.3
Ford Motor	3,000	9,295	20,800	32.3	14.4
Virginia Retire.	2,889	5,434	10,687	52.8	26.8
Maryland State	2,485	3,067	10,761	81.0	23.1
Washington St. Board	2,439	3,800	12,839	64.2	19.0
Southwestern Bell	2,382	4,249	8,303	56.1	28.7
Minnesota St. Board	2,188	5,010	12,098	43.7	18.1

[出所] Brancato [1991a].

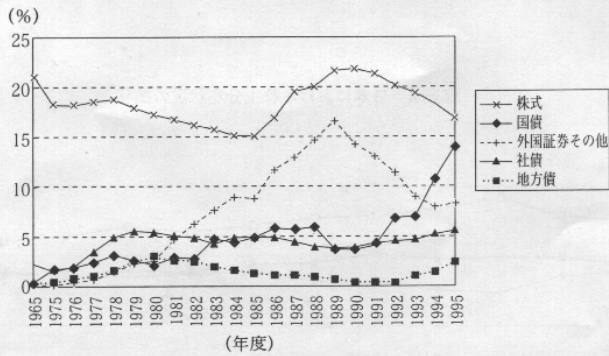
出典: 佐賀・三和 (1994)

図表4 日本における株主分布状況の推移



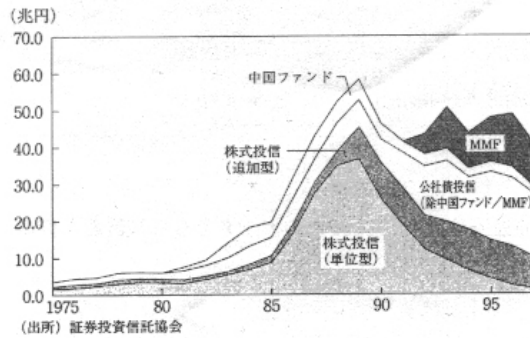
東京証券取引所 (1999) のデータをもとに著者が作成

図表5 日本の生命保険における有価証券別対総資産占率推移



(出所) 生命保険文化センター『生命保険ファクトブック』各年版より作成。

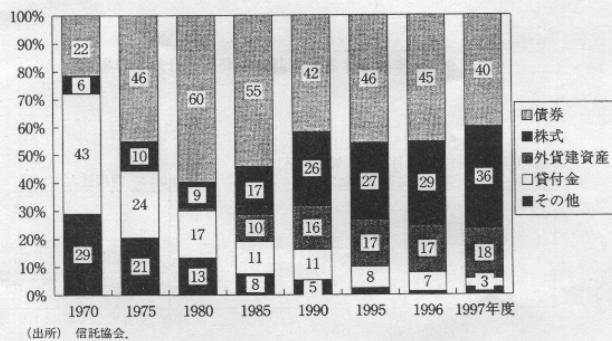
図表6 日本の投資信託における純資産総額の推移



(出所) 証券投資信託協会

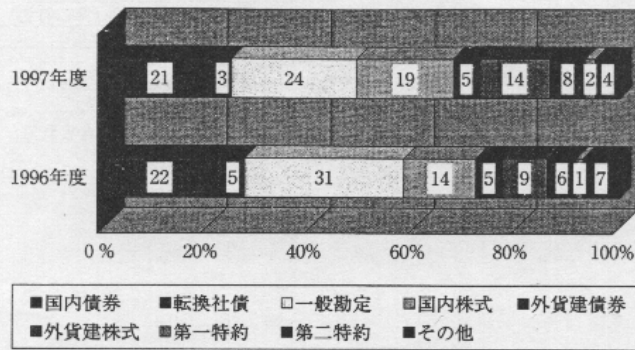
出典：ゴールドマン・サックス投信（1998）

図表7 日本の信託銀行における年金信託財産の推移



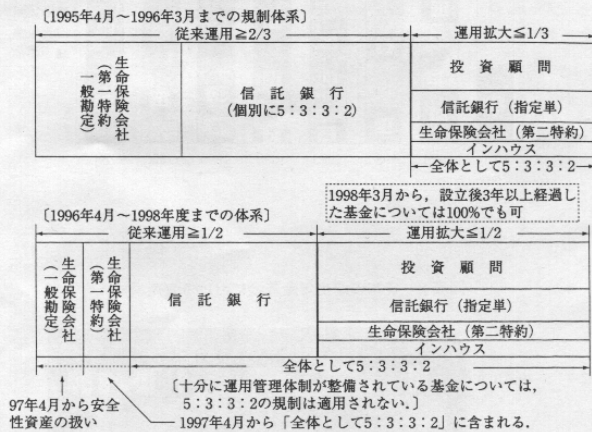
(出所) 信託協会。

図表 8 日本の厚生年金基金における資産構成



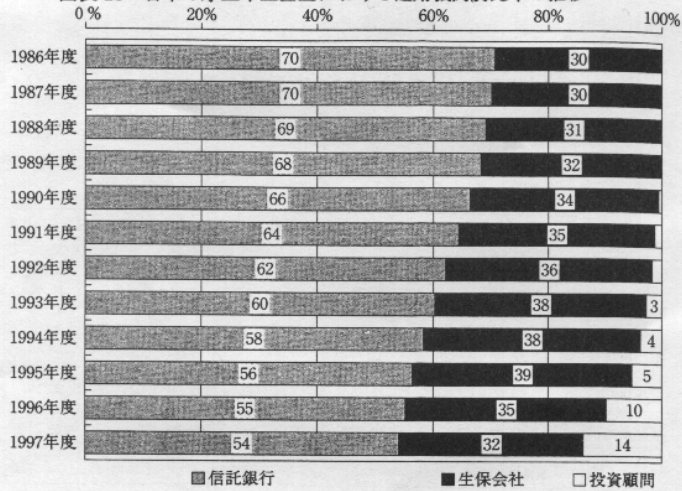
- (注) 1. 厚生年金基金連合会「資産運用実態調査」の数値である。
 2. 「その他」は、貸付金、不動産、現金等である。
 3. 「第一特約」「第二特約」は、この調査のデータの制約上、資産別に区分されていない。
 4. 95年度以前の間接金融から直接金融への移行に伴う投資対象の貸付金から有価証券へのシフトについては、基金の主たる契約形態である年金信託の状況を参照されたい。(図表8)

図表 9 日本における資産運用の資産配分規制の概要



- 1997年12月に5:3:3:2規制が撤廃。
- 1998年3月に設立後3年以上経過した基金について運用拡大の投資枠が事実上撤廃。
- 1999年4月に従来運用と運用拡大の区分が撤廃。 → 完全撤廃

図表 10 日本の厚生年金基金における運用機関別比率の推移

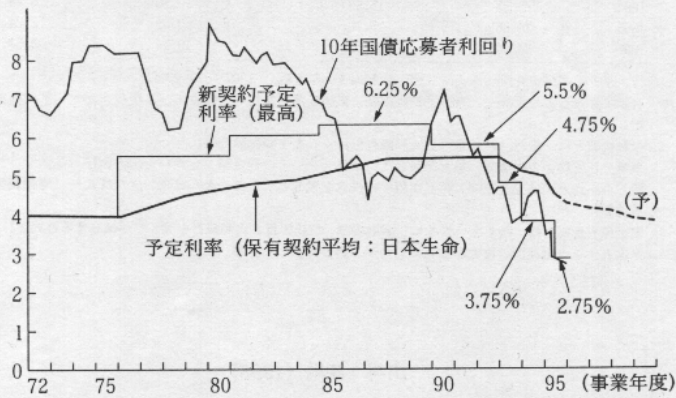


(注) 投資顧問には厚生年金基金連合会の自家運用分を含んでいる。
 (出所) 信託協会・生命保険協会。

以上図表 8 から 11 まで

出典：厚生年金基金連合会（1999）

図表 11 日本の生命保険における長期金利と予定率の推移



(出所) 名原 剛「生保 ALM の方向性を考察する」『金融財政事情』1996年2月5日、15頁に加筆 (ただし、「予定利率 (保有契約平均：日本生命)」は原図のまま)。

出典：古瀬（1997）

図表 12 日本における株式持合い比率の推移

(パーセント)

年度	市場全体		金融機関株式	
	安定保有比率	持ち合い比率	安定保有比率	持ち合い比率
1987	41.56	21.23	57.38	33.31
1988	41.67	20.75	57.42	33.02
1989	40.49	20.62	54.14	30.02
1990	41.24	21.58	54.63	31.16
1991	41.19	21.47	54.15	30.07
1992	41.40	21.40	54.10	29.56
1993	40.07	21.10	53.74	31.03
1994	40.65	21.15	52.96	30.19
1995	39.11	20.75	52.73	30.56
1996	37.82	19.63	49.96	28.24

年度	事業会社株式		銀行保有比率	生保有比率
	安定保有比率	持ち合い比率		
1987	23.97	13.90	9.18	9.24
1988	25.16	14.75	9.67	9.66
1989	25.13	15.60	9.89	8.95
1990	26.05	16.29	10.48	9.11
1991	26.51	16.38	10.59	9.37
1992	26.02	16.00	10.39	9.28
1993	25.51	15.84	10.18	9.03
1994	25.33	15.98	10.10	8.78
1995	24.68	15.70	10.09	8.24
1996	24.94	15.63	10.14	8.58

出所：ニッセイ基礎研究所「株式持ち合い状況調査96年度版」、1997年10月23日。
 注：有価証券報告書の大株主と有価証券明細表、東洋経済新報社の大株主データからニッセイ基礎研究所が推定したもの。
 金融機関とは、銀行（信託銀行と大和銀行を除く）と生命保険会社。
 事業会社とは、金融機関、損害保険会社、証券会社、その他金融、を除いた国内会社。
 持ち合い比率とは、2社間で相互に相手の株式を保有していることが確認できた株式が、時価総額に占める比率。
 安定保有比率とは、持ち合い株式に、金融機関（信託銀行と大和銀行を除く）が保有する株式と、事業会社が保有する金融機関の株式を加えたものが、時価に占める比率。

出典：深尾（1998）

図表 13 個人金融資産残高の推移

(単位：兆円、%)

項目	1993年末		94年末		95年末		96年末		97年末	
	金額	構成比	金額	構成比	金額	構成比	金額	構成比	金額	構成比
現・預金	592.5	55.1	624.7	55.2	658.2	55.7	687.4	56.9	723.1	58.8
現金通貨	35.6	3.3	36.9	3.3	40.3	3.4	42.6	3.5	45.9	3.7
要求払預金	64.3	6.0	69.1	6.1	83.1	7.0	93.8	7.8	105.2	8.6
定期性預金	492.5	45.8	518.5	45.9	534.7	45.3	550.9	45.6	571.9	46.5
信託	78.8	7.3	80.5	7.1	79.2	6.7	76.8	6.4	72.9	5.9
投資信託	35.3	3.3	31.2	2.8	33.2	2.8	31.7	2.6	28.8	2.3
保険	257.7	24.0	279.3	24.7	292.6	24.8	303.4	25.1	314.5	25.6
有価証券	110.4	10.3	114.8	10.2	117.9	10.0	109.2	9.0	90.1	7.3
債券	39.5	3.7	39.8	3.5	37.3	3.2	35.3	2.9	31.3	2.5
株式	70.9	6.6	75.0	6.6	80.5	6.8	73.9	6.1	58.7	4.8
合計	1,075.1	100.0	1,130.9	100.0	1,181.6	100.0	1,209.1	100.0	1,230.1	100.0

(注) 1. 債券は国債、政府短期証券、地方債、公団公庫債、金融債、事業債の合計 2. 株式は時価ベース
 3. 定期性預金は譲渡性預金、外貨預金を含む (資料) 日本銀行

出典：東京証券取引所（1999）

図表 14 コーポレートガバナンスに関する日米比較

	米国	日本
中心的株主 (個人を除く)	機関投資家	銀行・事業法人
影響力を強めた 背景	<ul style="list-style-type: none"> ・株式保有の増加 ・インデックス・ファンドの普及 ・買収防止策への反発 ・制度的バックアップ 	<ul style="list-style-type: none"> ・年金運用競争の激化 ・年金財政の悪化
主な活動内容	<ul style="list-style-type: none"> ・議決権行使 <ul style="list-style-type: none"> －社外取締役の導入・増員 ・社外取締役を通じた CEO の解任、会長との分離 	<ul style="list-style-type: none"> ・議決権行使 <ul style="list-style-type: none"> －経営陣の議案に反対票 ・議決権行使のガイドライン作成
コーポレート・ガバナンスの形態	取締役会の改革により 経営刷新を図る	個別議案に対応した 議決権行使にとどまる

第 2 章、第 3 章の記述をもとに筆者が作成

第二部

銀行間における預金金利の格差と、 その原因についての実証分析

嶋頼彦:総合政策学部2年

1 序論

我が国における預金金利の自由化は、1979年5月の譲渡性預金（CD）の導入に始まり、1994年10月、当座預金を除く流動性預金金利が完全自由化されたことによって完了した。護送船団方式によって守られてきた銀行も変革の時代を迎え、少しずつではあるが、預金金利にも変化がみられるようになった。しかしながら、自由化後の預金金利の実態がどのようになっているかについて実証分析がみられない。そこで、本稿では預金金利について様々な視点から実証分析を行なった。対象とする金融機関は預金商品を扱う金融機関のうち都市銀行、長期信用銀行、信託銀行、地方銀行、第二地方銀行協会加盟銀行（第二地銀）の合わせて143行とした。その金利は6月7日現在のものであり、数値はヤフー・ファイナンス金利情報（図表1）をもとにした。また、預金は銀行の個人向け主要商品である普通預金、貯蓄預金、スーパー定期、同300、大口定期預金、変動金利定期預金を対象とした。

2章では対象とした預金商品の特徴について、それぞれの預金商品が他とどのように異なり、どのようなサービスが実施されているのかを述べた。さらに、金利格差として全行の平均値と各預金商品をどの程度の銀行が扱っているのかを分析した。

3章では預金商品別にみて金利にどの程度ばらつきがみられるのかを流動性、預金金額、変動・固定金利の3つの角度から検証した。

4章では銀行別金利として、都銀、長信銀、信託銀、地銀、第二地銀と銀行を業態別に区分したとき、金利は異なるのかどうか調べた。また、どの預金を扱っているか、他行と比べてどの程度金利に差をつけているかを調べることによって、各銀行がどのような戦略をとっているのか考察した。

5章では金利とリスクの関係として、一般的に言われているリスクが高い銀行は金利を高く設定しているという論議について分析した。すると、一部この論議と異なる結果が出たため、なぜ、このようなことが起こりうるのか考えた。

6章では地域別金利として、金利を各銀行が基盤とする地域別にみた場合、地域によって金利に大きく開きがあることが判明した。したがって、なぜこのようなことが起こり

うるのか、二つの仮説をたてて検証した。一つはリスクを原因とするものであり、一つは地域経済状況を原因とするものである。これらと金利との関係について分析した。

最後に、7章では研究の結果、明らかになった銀行と公的当局の政策課題と今後の研究課題について述べる。

2 各種預金商品の特徴とその金利格差

2章では各預金商品の特徴とサービスについて述べる。さらに、全行の平均値を調べるとともに各預金商品をどの程度の銀行が扱っているのかを分析する。

2.1 普通預金

普通預金は預け入れ、払い出しが自由にでき、銀行が扱う預金の中で最も一般的なものである。また、公共料金の自動引き落としや給料、年金などの自動受け取りができる。つまり、流動性が最も高く、決済性を兼ね備えた預金である。ところが、その便利さのために、金利はどの預金と比べても最も低くなっている。

すべての銀行が扱っており、その平均は0.081%である。都銀、長信銀、信託銀では大和を除き、全て一律0.05%である。地銀、第二地銀をみても横並びであり、ほとんどの銀行が0.1%もしくは0.05%であって、それ以外の金利に設定している銀行は大和も含めて6行にすぎない。(図表2)

2.2 貯蓄預金

貯蓄預金は普通預金と同じくいつでも預け入れたり、引き出すことができるが、決済機能はなく、自動引き落としや自動受け取りの口座として指定できない。そのため、普通預金よりも金利が若干高い。預入残高に応じて段階的に金利を高く設定するとしている銀行が多く、その段階は10万円以上、30万円以上、50万円以上、100万円以上、300万円以上、1000万円以上の6段階が一般的であり、10万円未満は普通預金の金利と同じになる。しかし、現在の低金利のもとではどの段階であってもほとんど差はみられない。また、普通預金から貯蓄預金、もしくは貯蓄預金から普通預金と毎月一定額を自動的に振り替えるスイングサービスを実施している銀行もある。

全銀行の平均は10万円以上で0.112%、1000万円以上で0.124%とわずかに段階的に高くなっている。すべての銀行が扱っているわけではなく、長信銀の3行と安田、東洋、日本、住友の各信託銀では扱っていない。(図表3)

2.3 スーパー定期、スーパー定期300

1000万円未満の預け入れを対象に、銀行が金利を自由に決められる定期預金である。預入金額が300万円未満と300万円以上とに分類され、前者をスーパー定期、後者をスーパー定期300と区別する銀行が多いため、ここでもそのように呼ぶこととする。預入期間は1ヶ月、3ヶ月、6ヶ月、1年から7年まで1年ずつ、最も長いもので10年となっている。5年以上は長信銀しか扱えなかったが、金融の自由化によってどの銀行でも認められた。

全銀行の平均値を見ると、金利は預入期間が長くなればなるほど、そして金額が大きいスーパー定期300の方が高い。それは金額の大きさによる違いがわずかであるのに比べて、預入期間の方がより顕著である。(図表4)また、1ヶ月ものではスーパー定期と比べて同300の方が低くなっているが、これは住友信託が前者を取り扱わず、後者を0.07%と平均と比べて低い金利で扱っているためである。

ほとんどの銀行は1ヶ月ものから5年ものまではすべて扱っている。しかし、スーパー定期、同300のどちらにおいても三菱信託は1ヶ月ものを扱っておらず、日本興業は4年ものと5年ものを扱ってない。また、6年もの以降は取り扱う銀行が少なく、全銀行の3分の1程度である。(図表5、6、7、8、9)

2.4大口定期預金

1000万円以上の預け入れを対象に、銀行が金利を自由に決められる定期預金である。店頭表示の金利は基準であり、顧客との交渉によって金利を決定する。預入期間はスーパー定期と同じであり、預金の中では最も金利が高い。

全銀行の平均ではすべての預入期間においてスーパー定期を上回る。そして、その金利差は預入期間が長くなるほど明確となる。また、大口定期預金の10年ものが全銀行の平均で最も高い0.686%を示している。(図表4)

スーパー定期同様、ほとんどの銀行が1ヶ月ものから5年ものまで扱うが、奈良は2年ものまで、滋賀は3年ものまで、日本興業は4年ものまでしか扱っていない。6年もの以降は全銀行の3分の1程度しか扱わない。(図表10)

2.5変動金利定期預金

これまでの定期預金が預け入れた時点の金利が満期まで続く固定金利であったのに対し、預け入れ後、6ヶ月ごとに金利が変わるのが変動金利定期預金である。金利自由化によって、市場実勢に応じて金利が変動するような商品が可能となった。今後、金利が上昇するような状況では有利となる。預入金額は300万円未満、300万円以上、1000万円以上、預入期間は1年、2年、3年と区別するのが一般的である。

全銀行の平均では預入金額が大きく、預入期間が長いほど金利は高くなっている。それはスーパー定期と同様に、預入金額が大きくなるのに比べて預入期間が長くなる方がより金利は高くなる。(図表11)

どの預入金額においても、1年ものを扱っている銀行は40%弱、2年ものを扱っている銀行は70%強、3年ものはほとんどの銀行で扱っている。3年ものを扱っていない銀行は300万円未満、以上で日本興業、1000万円以上で奈良、みなとである。また、東京相和、安田信託、中央信託は変動金利定期預金を扱っていない。

3 預金商品別にみた金利の分散

3章では預金別のばらつきについて調べた。分析にあたってはデータの値が最大でも0.85%と小さいため、分散ではなく標準偏差を用いた。また、ここでは預金を3つの視点に分けて考えた。それは流動性（預入期間）、預入金額、固定・変動金利である。

3.1 流動性

預金は預入期間が短いため、いつでも引き出すことができる、流動性の高い流動性預金と預入期間が長いため、すぐには引き出すことができない、流動性の低い定期性預金とに分類される。一般的に流動性が低いほど金利は高くなる。それは流動性プレミアムがつくからである。

標準偏差は最も流動性が高いと考えられる普通預金で0.024、同様に貯蓄預金の平均は0.017であった。（図表12）逆に流動性が低いと考えられる定期性預金の中ではスーパー定期300の5年ものが0.062で最高値だった。さらに、スーパー定期、同300、大口定期では預入期間が短期から長期になるにつれて標準偏差は高くなっていく。（図表13）このことは変動性預金でも同様であり、2年ものと3年ものでは3年ものの方が標準偏差は高い。（図表14）これは各銀行における預金の商品性が短期より長期に反映されるからであろう。また、最も長い10年ものが5年ものに比べて低くなった要因としては、10年ものは最近になって認められたものであり、まだすべての銀行が扱っているわけではなく、扱っている銀行は全体の3分の1にも満たない。したがって、10年ものを扱えるかどうかには差があり、金利そのものにはまだ差がみられないと考えられる。

3.2 預入金額

預金が同じ性質を持っていたとしても、預入金額が異なれば金利は異なる。一般的に預入金額が大きくなるほど金利は高くなる。それは調達コストが関わるからだ。調達コストは預入金額が大きいものであろうと小さいものであろうとさほど変わらないため、銀行にとって大口の方が小口の預金に比べて金額あたりのコストを相対的に低く抑えられる。その分銀行にとって有利になるため、銀行は預入金額が大きくなるほど金利を高く設定できるのである。

標準偏差をしてみると、まず、流動性の高い貯蓄預金においては金額段階が大きくなるほど標準偏差は高まっていく。（図表12）流動性の低い定期預金についても同様に、同じ預入期間のスーパー定期、同300、大口定期では金額が大きくなるほど標準偏差は高くなる。（図表13）これも先ほどと同様に銀行にとって小口のものよりも大口の方が差別化を図りやすいからだろう。また、預入金額よりも預入期間の違いによって標準偏差は高くなる。

3.3 変動・固定金利

預金の金利は変動金利をとるか、固定金利をとるかによって異なる。変動金利とはその名の通り、金利が預入期間中に変動した場合、それを適用するものである。現在では6ヶ月ごとに変えるのが一般的である。一方、固定金利とは金利が変動しようとも預入時点での金利を継続するものである。

変動金利定期の金額別の3年もの、スーパー定期、同300、大口定期の3年ものとの標準偏差を比べてみるとすべて変動金利定期の方が上回っている。(図表13、14) 銀行にとって変動金利の方が逆ザヤを生じる危険が少ない。したがって、銀行は変動金利で預金を集めようとして差別化を図るため、固定金利よりも変動金利の標準偏差が高いと考えられる。

4 銀行の業態別金利と各行の戦略

4章では銀行を業態別に区分したとき、金利は異なるのかどうか調べた。また、どの預金を扱っているか、他行と比べてどの程度金利に差をつけているかを調べ、各行の戦略について考察した。

4.1総括

都銀、地銀、第二地銀の平均を比較すると都銀、地銀、第二地銀の順で金利が高くなっていく。しかし、普通預金、スーパー定期の3年もの、スーパー定期300、大口定期預金の5年もの、10年ものでは地銀の金利が第二地銀を逆転する。また、スーパー定期、同300、大口定期預金の10年ものは都銀の金利が一番高い。(図表15)

4.2都市銀行

普通預金をみると、一律0.05%の金利をつけているのに対して大和のみ0.07%と0.02%高い金利をつけている。これは普通預金に限らず、大和は他行よりも高い金利をつけている預金が多い。また、富士はスーパー定期、同300、大口定期の5年もの、10年もの金利が高く、10年ものにいたっては大和をも上回る。三和は貯蓄の1000万円以上と変動金利定期のすべての金利を他行と比べて高くする戦略をとっている。

4.3長期信用銀行・信託銀行

両者の間で特徴的なのはまず、貯蓄を扱っている銀行と扱っていない銀行に分かれることだ。安田信託や日本信託は変動金利定期も扱っていない。次に、住友信託のスーパー定期、同300、大口定期の金利が1ヶ月ものでは長信銀、信託銀のなかで最も低いが、3年もの以降は最も高い。また、これらの預金の10年ものは中央信託しか扱っていない。長期信用の金利はどの預金でも低く、全国最低値をとっているものも多い。

4.4地方銀行

普通、貯蓄、スーパー定期と同300の5年ものまで、大口定期の3年ものまで、変動金利定期の3年ものはすべての地銀が扱っている。大口定期の5年ものを扱っていない銀行は滋賀のみであり、60%近くの地銀が10年ものを扱っていない。

4.5第二地方銀行協会加盟銀行(第二地銀)

普通、貯蓄、スーパー定期と同300の5年ものまで、大口定期の2年ものまではすべての第二地銀が扱っている。大口定期の3年もの、5年ものを扱っていない銀行は奈良のみであり、80%以上の第二地銀が10年ものを扱っていない。

5 金利とリスク

一般的に銀行間における金利の違いはその銀行のリスクの違いによるところが大きいと言われている。リスクが大きい銀行は預金を確保するために金利を上げざるを得ないからである。この章では、その仮説をふまえながら金利とリスクの関係について検証した。

5.1 分析方法

リスクといっても様々な尺度があるが、ここでは不良債権比率、自己資本比率、格付けを取り上げ、それぞれとの相関関係を調べた。まず、不良債権比率と自己資本比率は各銀行の1999年3月現在の値を使用した。自己資本比率には国際基準であるBIS基準と国内基準を採用している銀行があるが、区別しないものとした。また、格付けには海外と日本の代表的な4つの格付け機関が公表している長期預金もしくは長期債の格付けを使用した。

まず、この分析の有意性をはかってみると、格付けと不良債権比率は負の相関関係を示している。(図表17)一般的に、不良債権比率が高い銀行ほど格付は下がるものであるため、この2つは有意である。また、格付けと自己資本比率は正の相関関係を示している。同様に、自己資本比率が高い銀行ほど格付けは上がるものであるため、この2つも有意である。

5.2 金利と不良債権比率

不良債権比率が高い銀行は不良債権を処理できずに、経営破綻をきたす可能性が高く、リスクが高いと預金者はみなすため預金が引き出される恐れがある。したがって、このような銀行では相対的に預金金利を上げざるを得ない。つまり、預金金利にはリスクプレミアムが付加されたものとなる。よって、金利と不良債権比率は正の相関関係を示すと思われる。しかし、実際に相関関係を調べてみると各預金商品によって大きく異なった。

正の相関関係を示した預金はスーパー定期、大口定期の10年ものだけであった。逆に負の相関関係を示したものは普通、スーパー定期、大口定期の1ヶ月ものと1年ものだけである。その他で相関関係はみられなかった。(図表18、19)

短期預金が不良債権比率に対して負の相関関係を示した理由としては不良債権比率が低い銀行であっても短期預金金利を上げてまで預金を集める必要はないからである。長期預金は安定的に預金を集められる。また、長期預金は金利リスクを伴うが、現在の低金利下では将来、金利水準が下がって貸出金利が預金金利を下回る、つまり逆ザヤを生じる危険性が少ないため、長期預金の方が有利となる。したがって、不良債権比率が低い銀行は短期よりも長期預金の金利を高く設定することによって預金を確保していると考えられる。

5.3金利と自己資本比率

不良債権比率が高い銀行と同じように、自己資本比率が低い銀行は預金が引き出される恐れがあるため、このような銀行は預金金利を上げざるを得ない。したがって、金利と自己資本比率は負の相関関係を示すと思われる。しかし、これも当てはまらないものがあった。

スーパー定期、大口定期の3年ものと5年ものでは相関関係がみられなかったが、その他の預金では短期、長期に関係なく負の相関関係を示した。(図表20、21)なお、正の相関関係を示したものはない。

5.4金利と格付け

4.1にあるように格付けと自己資本比率は正の相関関係があるため、自己資本比率と同様、格付けが低い銀行は預金確保のために預金金利を上げなければならない。したがって、金利と格付けにも負の相関関係があるものと思われる。

負の相関関係を示した預金はスーパー定期の3年もの、大口定期の10年ものだけであり、他にもスーパー定期、大口定期の長期ものは負の相関関係に近い値をとっている。その他は相関関係がなく、正の相関関係がみられたものもなかった。(図表22、23)

金利と格付けが長期により強い正の相関関係を示した理由は4.2と同じである。

6 地域別にみた金利格差

6章では各銀行の金利を地域別に分けて考察する。

6.1仮説の構築

全国の地方銀行、第二地銀の金利を地域別に見るとかなり差があることが分かった。全預金の平均をみると、四国地方の0.22を筆頭に東海地方の0.15までと大きく異なる。(図表24)また、預金それぞれに注目してもばらつきはみられた。地方銀行や第二地銀はそれぞれの地方に根づいた銀行である。ほとんどの銀行が1つの都道府県を基盤としている。したがって、預金者から考えるとある地域に住んでいる人が別の地域にある銀行の金利が高いからといって、預金をその別の地域にある銀行に預けるといったことは起こりにくい。なぜならば預金の預け入れ、もしくは引き出しが不便であり、サービスを受けにくいからである。そのように考えると、地域別の金利にばらつきがあるというのはおかしいということになる。なぜ、このようなことが起きているのだろうか。ここで、2つの仮説を考えた。1つめは4章にあるように金利はリスクに基づいて決まるものである。2つめは金利の違いは各地域の経済状況によるものである。この2つの仮説について検証した。

6.2地域別金利とリスク

4章ではすべての銀行についての金利とリスクの関係について調べたが、ここでは各銀行を10の地域に分け、地域ごとに金利とリスクの平均をとり、関係があるのかについ

て調べた。リスクをはかるものとして4章同様、不良債権比率、自己資本比率、格付けを用いた。ちなみに、地域別にとったこの3つの相関関係は4.1と同じような相関関係、むしろ4.1より強い相関関係を示した。

すると、金利と不良債権比率、自己資本比率、格付けの関係はどれも銀行全体における関係よりも弱まった。金利と不良債権比率との関係は4.2では長期で正の相関関係、短期で負の相関関係がみられたが、地域別では長期での正の相関関係は弱まり、短期での負の相関関係が強まった。金利と自己資本比率との関係は4.3ではほとんどの預金で負の相関関係がみられたが、地域別ではそれが弱まり、逆に正の相関関係を示した預金もあった。金利と格付けとの関係は4.4では長期では負の相関関係、短期では相関関係がみられなかったが、地域別では10年ものの負の相関は強まったが、それ以外では弱まり、短期になるにつれて正の相関がみられるようになった。

つまり、地域別にみた金利とリスクの関係はみられるものの、その関係は銀行全体における関係と比べると弱い。したがって、地域別にみた金利には他になんらかの要因が関わっていると考えられる。

6.3地域別金利と経済状況

地域別にみた金利にばらつきがあるもう一つの要因として、各地域における経済状況が異なるため金利も異なると考えることができる。よって、地域別金利と各地域の経済状況に関係があるのかどうか調べた。各地域の経済状況として有効求人倍率、新設住宅着工戸数、大型小売店販売額、乗用車新規登録・届出台数、公共工事着工総工事費をとりあげ、比較した。ちなみにこれらの値は高いほど景気が良いということになり、景気が良いということは資金の需要が高まるため金利も高くなる。つまり、正の相関関係を導けば地域別の金利と各地域の経済状況には関係があるといえる。

分析の結果、地域別金利と有効求人倍率、新規住宅着工戸数には正の相関関係がみられた預金もあったが、相関関係がみられない預金の方が多かった。(図表25)また、先ほどのように相関関係が短期にみられず、長期にみられるなどのようなことはなく、預金の流動性、預入金額とは関係がなかった。したがって、地域別金利と有効求人倍率、新規住宅着工戸数に正の相関関係があるとはいえない。さらに、その他の指標では正の相関関係がみられる預金がある一方、負の相関関係がみられる預金もあり、しかもそれは預金の流動性、預入金額に関係なくばらばらであった。したがって、地域別金利と地域経済状況には関係がないという結果になる。地域別金利にばらつきがみられたのは、偶然にリスクが高い銀行がある地域に集中したためであろう。

7 結論

7章では、以上の分析をふまえたうえで銀行と公的当局にとっての政策課題を考察するとともに今後の研究課題を指摘する。

7.1 銀行・公的当局の政策課題

以上、本稿では預金金利について様々な視点から分析したが、注目すべきは金利とリスクの関係である。金利自由化の下では銀行のリスクが金利に反映しているということが実証された。つまり、銀行はリスクを下げれば預金金利も下げることが可能である。銀行は預金金利を抑えれば資金を低い利率で集められるため、その分利益を確保できる。したがって、銀行は利益を上げるためにリスク管理体制を強化しなければならない。そのためにはいち早く不良債権を処理し、情報の公開など透明な経営が求められる。

一方、公的当局は銀行がリスク管理体制の利点を競争して、リスクを減らせるような環境を整えなければならない。日本の銀行は公的当局の保護と管理に依存し、保守的な横並び体質を醸成し固定化してきた。その結果、厳しいグローバル競争に勝ち抜く自己改革がなおざりにされた。さらに、バブル崩壊後、銀行は不良債権を抱えたため体力と競争力がいっそう弱まった。このような状況を打破するためには銀行が抜本的な自己改革を行ない、商品の開発能力や資産の運用能力を高めグローバルな競争力を飛躍的に強化することはもちろんのこと、それを促すためには公的当局が規制の撤廃など銀行が競争できる環境を整備しなければならない。

7.2 今後の研究課題

本稿では銀行の預金金利について様々な視点から分析したが、めまぐるしく変化する金利の一時点についてとらえただけである。したがって、金利がどのように変化するのか2時点間比較を行なう必要がある。さらに、金利は一つの要因によって決定されるのではなく、様々な要因が複雑に絡み合う。よって、多変量回帰分析を行なう必要もある。

また、現在は歴史的な低金利局面にあり、市場金利水準が極めて低いため、各金融機関が戦略的に預金金利を設定する余地が小さい時期である。さらに、金利の自由化からまだ日が浅く、預金の商品性の多様化があまり進んでいないため、預金金利も同程度の水準に収斂している。そのため、相関関係などの値ははっきりと強いものではなく、そのような傾向がみられるというだけである。したがって、今後、市場金利が上昇し、預金の商品内容の多様化が進展すれば、金融機関間の金利格差は現在よりも広がるであろう。その折に再度分析し、今回の分析結果を確固たるものにしたい。

参考文献

岡部光明（1999）『現代金融の基礎理論』、日本評論社。

翁邦雄（1996）『金利の知識』、日本経済新聞社。

島田晴雄（1997）『日本再浮上の構想』、東洋経済新報社。

第一勧銀総合研究所（1995）『日本の金利競争これからの10年』、東洋経済新報社。

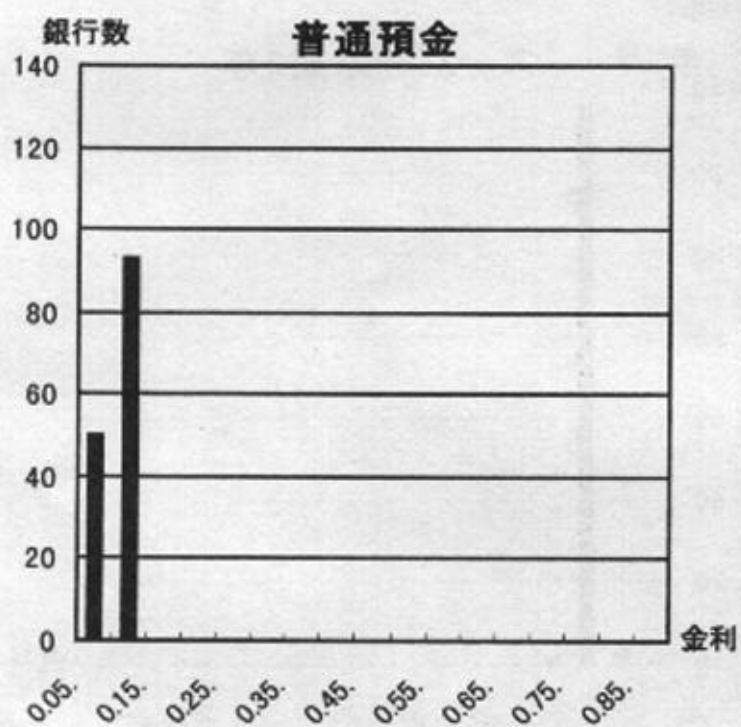
東洋経済新報社編『会社四季報』（1999、第3集）、東洋経済新報社。

日本経済新聞社編（1997）『金融商品の選び方』、日本経済新聞社。

ビジネス教育出版社編（1999）『これならわかる金利の読み方』、ビジネス教育出版社。

富士総合研究所（1997）『金利のしくみ』、日本実業出版社。

図表 2



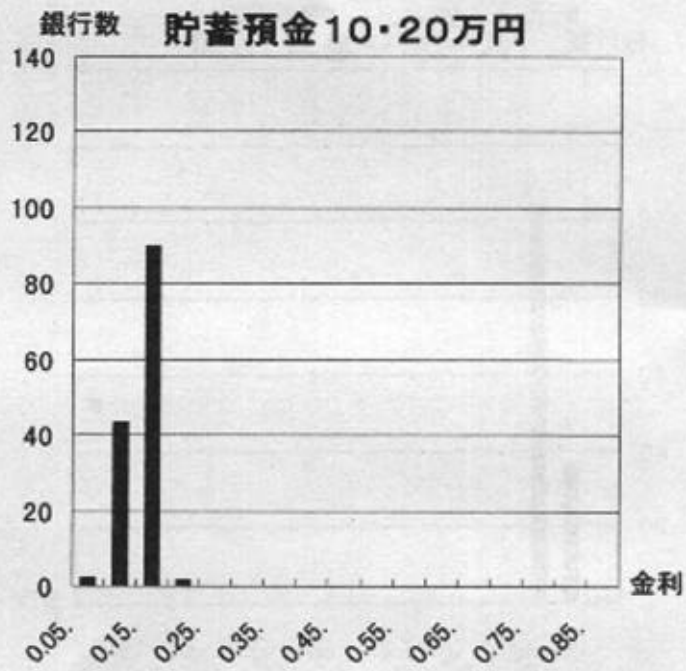
(注) 横軸の値の 0.1 とは

0.06 から 0.1 までを含む (以下同様)。

(資料) 「Yahoo! Finance 金利情報」

をもとに著者が作成 (以下同様)。

図表 3

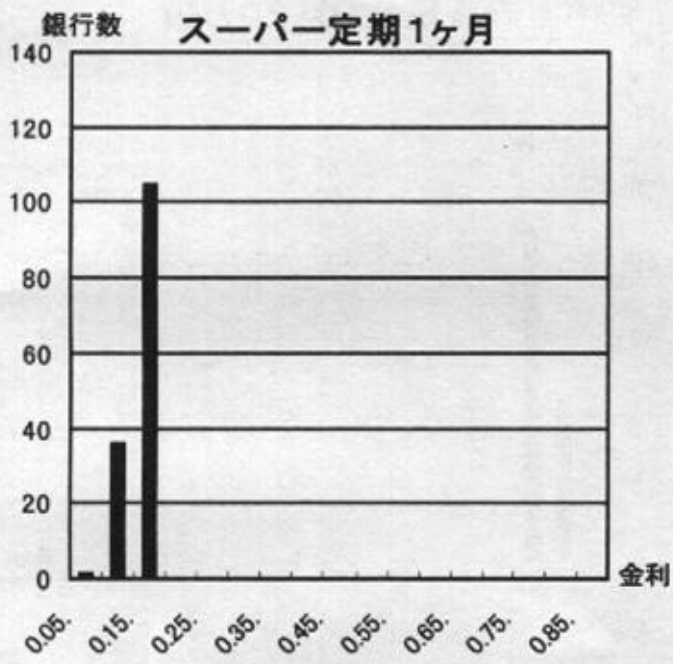


図表 4

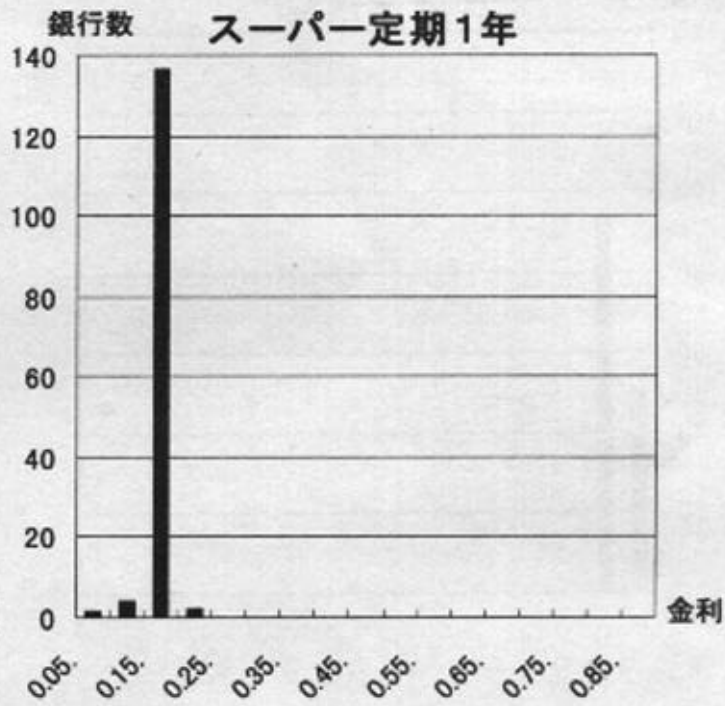
スーパー定期、同 300、大口定期預金の預入期間別平均金利

	1ヶ月	1年	3年	5年	10年
スーパー定期	0.114	0.139	0.167	0.275	0.588
スーパー定期300	0.114	0.143	0.190	0.320	0.634
大口定期預金	0.115	0.148	0.227	0.370	0.685

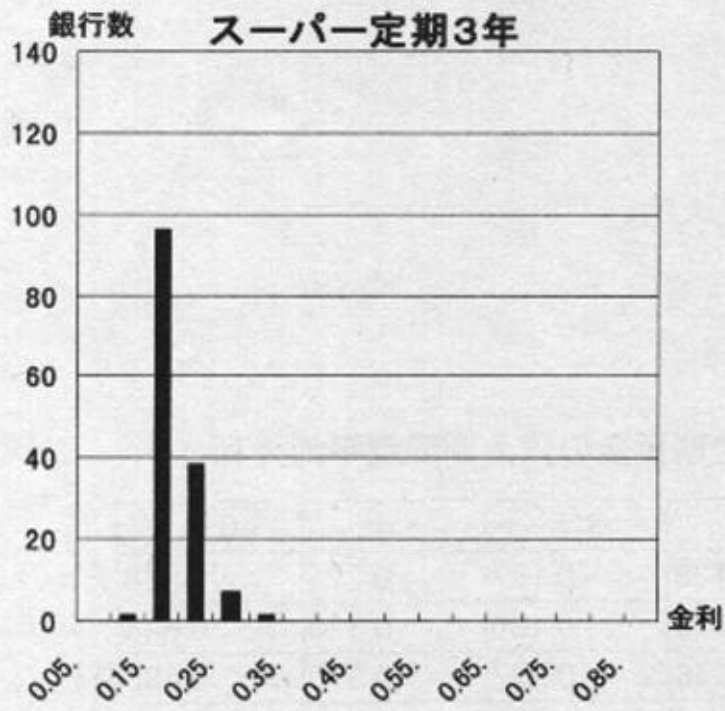
図表 5



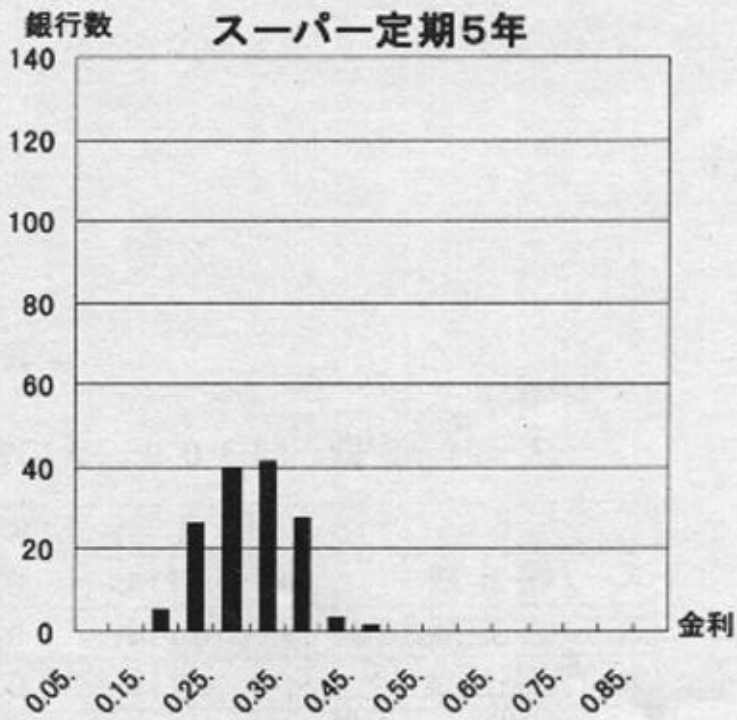
図表 6



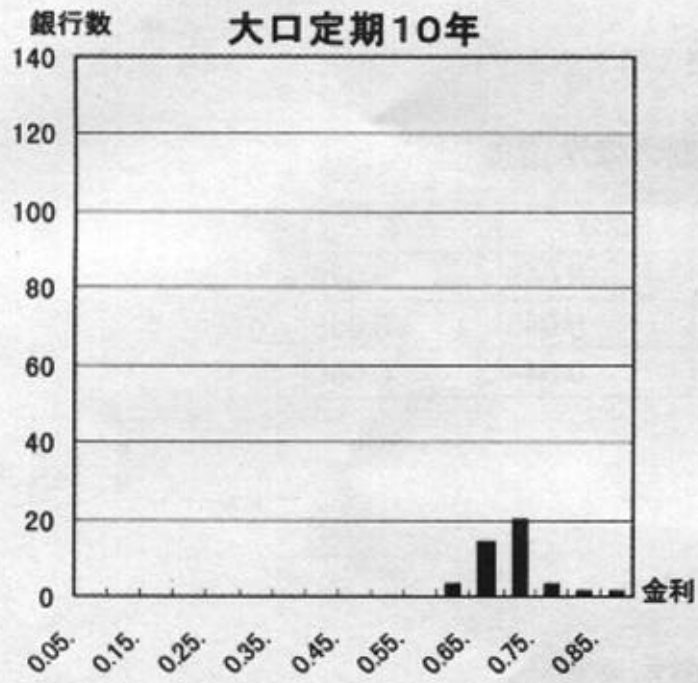
図表7



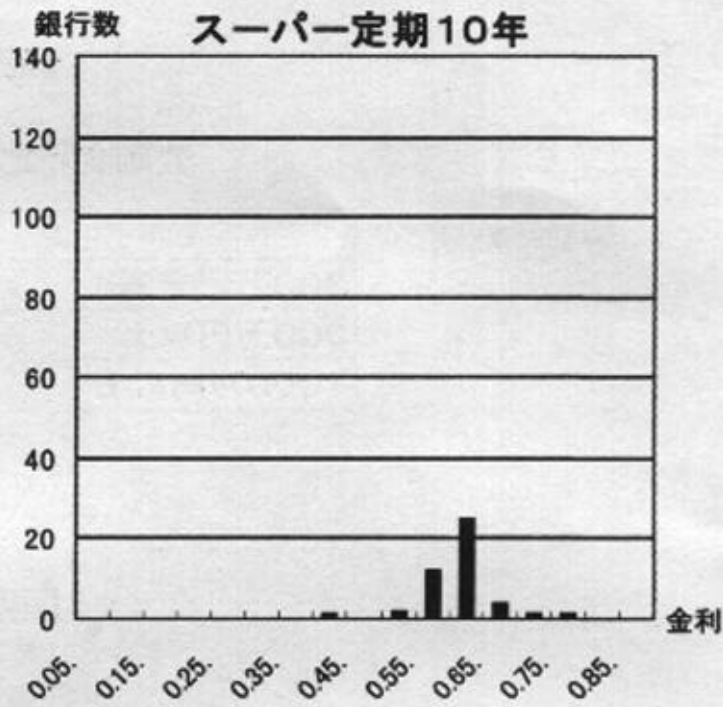
図表8



図表 9



図表 1 0



図表 1 1

変動金利定期の預入期間別平均金利

	2年	3年
300万円未満	0.166	0.214
300万円以上	0.169	0.218
1000万円以上	0.173	0.224

図表 1 2

普通預金、貯蓄預金の標準偏差

普通	10・20万円	30・40万円	50万円	100万円	300万円	1000万円
0.024	0.014	0.014	0.015	0.016	0.016	0.021

図表 1 3

スーパー定期、同300、大口定期の標準偏差

	1ヶ月	1年	3年	5年	10年
スーパー定期	0.012	0.018	0.031	0.059	0.052
スーパー定期300	0.012	0.023	0.040	0.061	0.053
大口定期	0.012	0.025	0.041	0.059	0.047

図表 1 4

変動金利定期の標準偏差

	2年	3年
300万円未満	0.045	0.078
300万円以上	0.045	0.069
1000万円以上	0.044	0.068

図表 1 5

銀行業個別金利

	普通	貯蓄10・ 20万	貯蓄30・ 40万	貯蓄50万	貯蓄10 0万	貯蓄300 万	貯蓄10 00万
都銀平均	0.052	0.095	0.095	0.093	0.095	0.095	0.101
地方銀行平均	0.087	0.112	0.115	0.116	0.118	0.118	0.125
第二地銀平均	0.084	0.114	0.116	0.122	0.124	0.124	0.131

	変動300 万未 2年	変動300 万未 3年	変動300 万以 2年	変動300 万以 3年	変動1000 万 2年	変動1000 万 3年	スーパー 1ヶ月
都銀平均	0.111	0.141	0.111	0.146	0.111	0.146	0.102
地方銀行平均	0.161	0.215	0.163	0.218	0.168	0.221	0.116
第二地銀平均	0.183	0.228	0.186	0.233	0.194	0.245	0.118

	スーパー 1年	スーパー 3年	スーパー 5年	スーパー 10年	スーパー 3001ヶ月	スーパー 300 1年	スーパー 300 3年
都銀平均	0.123	0.150	0.211	0.607	0.102	0.123	0.155
地方銀行平均	0.140	0.166	0.286	0.594	0.116	0.145	0.194
第二地銀平均	0.146	0.170	0.268	0.577	0.118	0.151	0.192

	スーパー 300 5年	スーパー 30010年	大口定期 1ヶ月	大口定期 1年	大口定期 3年	大口定期 5年	大口定期 10年
都銀平均	0.261	0.657	0.102	0.123	0.155	0.311	0.707
地方銀行平均	0.333	0.644	0.116	0.151	0.235	0.383	0.692
第二地銀平均	0.312	0.612	0.119	0.156	0.231	0.362	0.655

図表 1 6 格付け機関の記号の数値化

数値	MDY	S&P	JCR	R&I
9	Aa3	AA-	AAA-	AAA-
8	A1	A+	AA+	AA+
7	A2	A	AA	AA
6	A3	A-	AA-	AA-
5	Baa1	BBB+	A+	A+
4	Baa2	BBB	A	A
3	Baa3	BBB-	A-	A-
2	Ba1	BB+	BBB+	BBB+
1	Ba2	BB	BBB	BBB

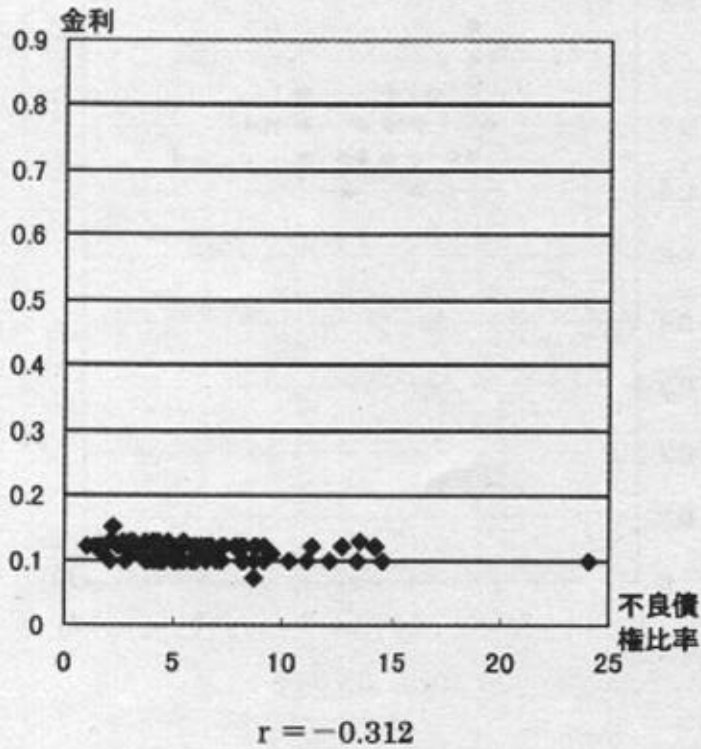
図表 17 リスクの相関関係

	不良債権比率	自己資本比率	格付け
不良債権比率		-0.162	-0.215
自己資本比率	-0.162		0.252
格付け	-0.215	0.252	

図表 18

金利と自己資本比率の相関

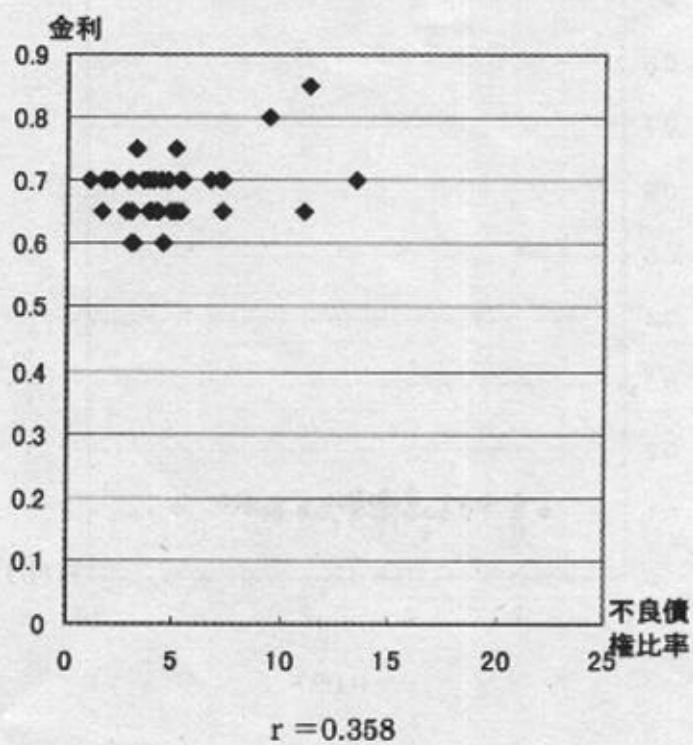
(大口定期 1 ヶ月)



図表 19

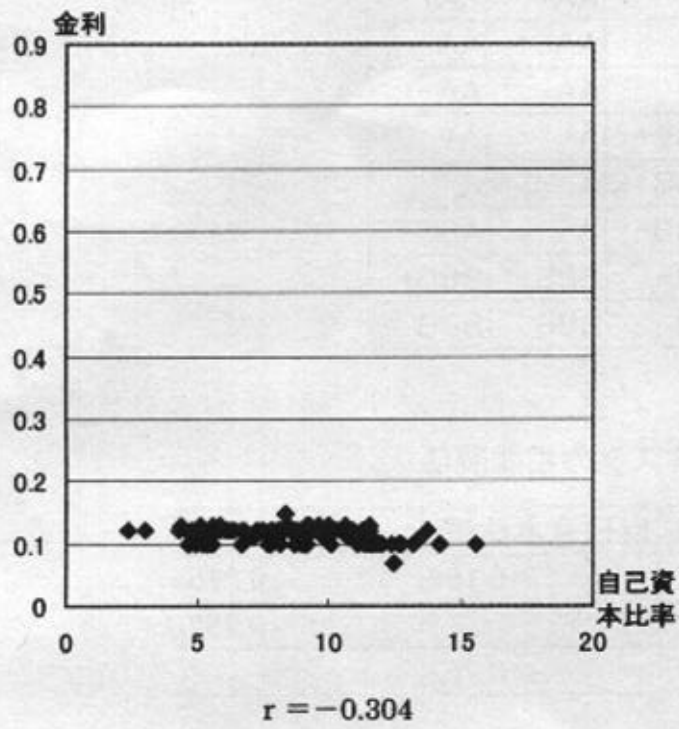
金利と自己資本比率の相関

(大口定期10年)



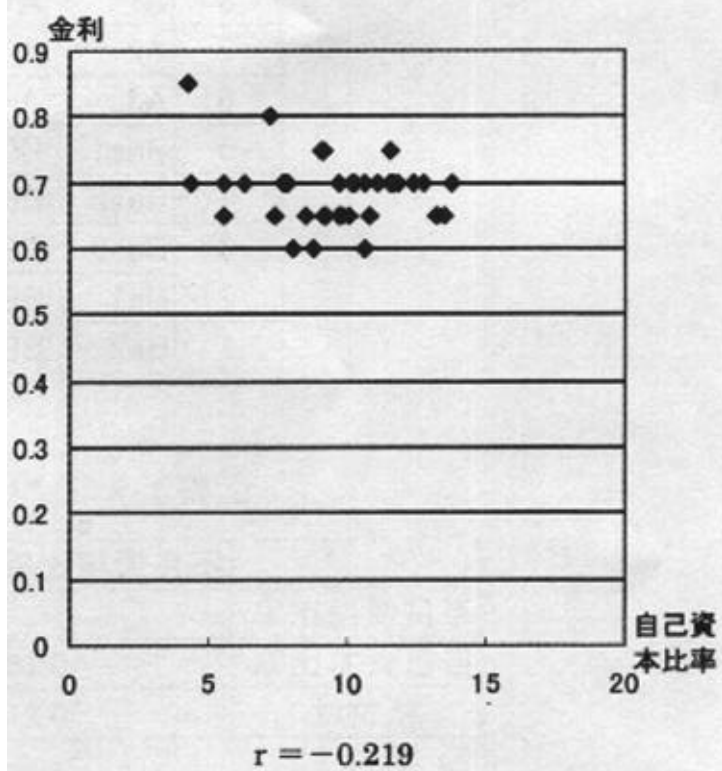
図表 2 0 金利と自己資本比率の相関

(大口定期 1 ヶ月)



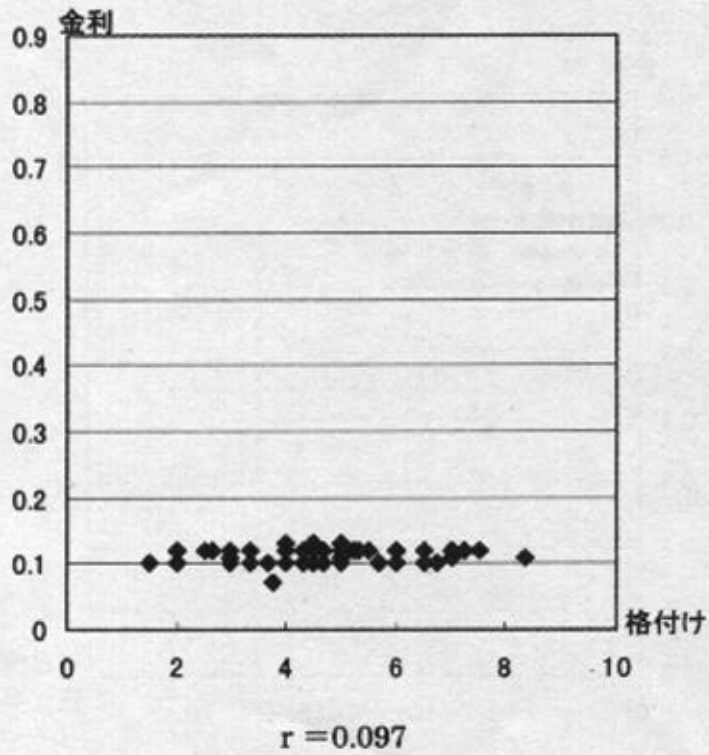
図表 2 1 金利と自己資本比率の相関

(大口定期 10 年)



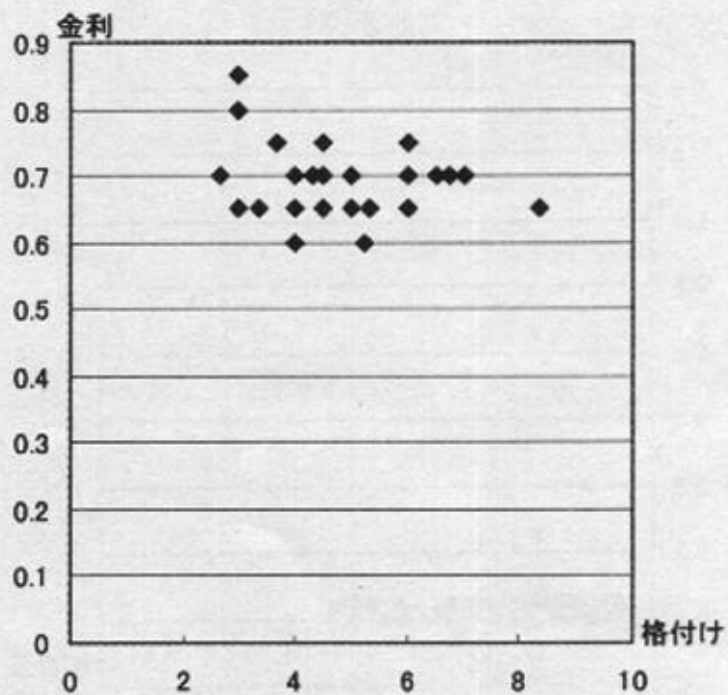
図表 2 2 金利と格付けの相関

(大口定期 1 ヶ月)



図表 2 3 金利と格付けの相関

(大口定期10年)



$r = -0.225$

図表 2 4

地域別にみた金利

	金利平均
北海道	0.159
東北	0.184
関東	0.173
東海	0.152
北陸	0.195
近畿	0.154
中国	0.186
四国	0.219
九州	0.189
沖縄	0.185

図表 2 5

地域別金利と地域経済状況の相関係数

	金利平均との相関係数
有効求人倍率	0.296
企業倒産件数	-0.139
新設住宅着工戸数	0.384
鉱工業生産	-0.283
大型小売店販売額	-0.031
乗用車新規届出台数	0.167
公共工事着工総工事費	-0.029

(注) 1、地域別金利は図表 2 4 の金利

2、地域経済状況（有効求人倍率等）は各地域についてのそれぞれの指標