調査報告

株式市場から見る第四銀行

齋　藤　達　弘

この論文の目的は，新潟県のトップ・バンクである第四銀行を株式市場がどのように評価しているのかを考察することにある．山形県のトップ・バンクである山形銀行と比較すると，第四銀行株は山形銀行株よりもロー・リターン，ハイ・リスクである．第四銀行株のリターンを引き上げるための検討課題はスプレッド（利ざや）と有価証券業務にあると考える．

第四（だいし）銀行が新潟県のトップ・バンクである状況を見ることから始めよう．[1] 帝国データバンクが新潟県内の企業のメインバンクの実態を調査した結果を図 1（上のグラフ）に示している．この調査は，企業がメインバンクとして認識している金融機関を企業の売上高により区分して集計している．一般に，企業のメインバンクを判定するために用いられる基準は融資シェアである．この基準では融資シェアのトップに位置する銀行がメインバンクとなる．しかし，帝国データバンクの調査はその基準を採用していない．客観的に把握できる融資シェアとは違い，企業の認識には一方的な思い込みや暗黙の契約が含まれるだろう．むしろ，そのほうが望ましく，メインバンクの実際を把握しているのではないかと考える．

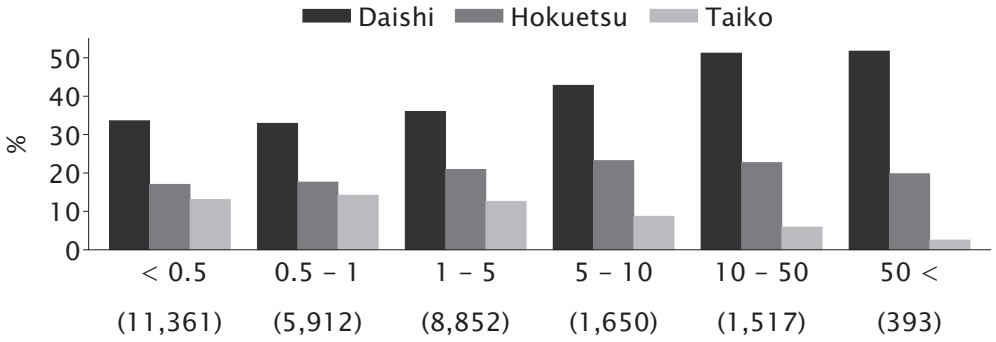
新潟県において，売上高が 5 億円までの企業が認識しているメインバンクは，第四銀行が 30% 台半ば，北越銀行が 20% 前後，大光銀行が 10% 台半ばという割合である．ところが，それよりも売上高が大きい企業では，第四銀行をメインバンクと認識している割合が格段に高くなる．[2] 地域経済に大きな影響を持つ中堅規模以上の企業の約半数が第四銀行をメインバンクと認識している．

この研究は科学研究費補助金（基盤研究 (C)，課題番号 23530431）の助成を受けている．ここに記して謝意を表する．

[1] 第四銀行は，1872 年に制定された国立銀行条例に基づいて，1873 年にその前身「第四国立銀行」が設立され，1874 年に開業している．国立銀行条例により 1879 年までに 153 の国立銀行が開設されているのだが，第四銀行は単独で存続する銀行としては日本で最も古い．http://ja.wikipedia.org/wiki/%E5%9B%BD%E7%AB%8B%E9%8A%80%E8%A1%8C_(%E6%98%8E%E6%B2%BB)

[2] 図 1 には示していないのだが，メガバンクや新潟県信用農業協同組合連合会（JA バンク新潟）の割合が高くなっている．JA バンク新潟は，2009 年 3 月期，貯金残高は約 2 兆円，貸出金残高は約 8,200 億円である．同年月期の北越銀行が，預金残高は約 2 兆円，貸出金残高は約 1 兆 3,000 億円であるから，JA バンク新潟は中堅の地域銀行に匹敵する規模を持っている．

新潟県



山形県

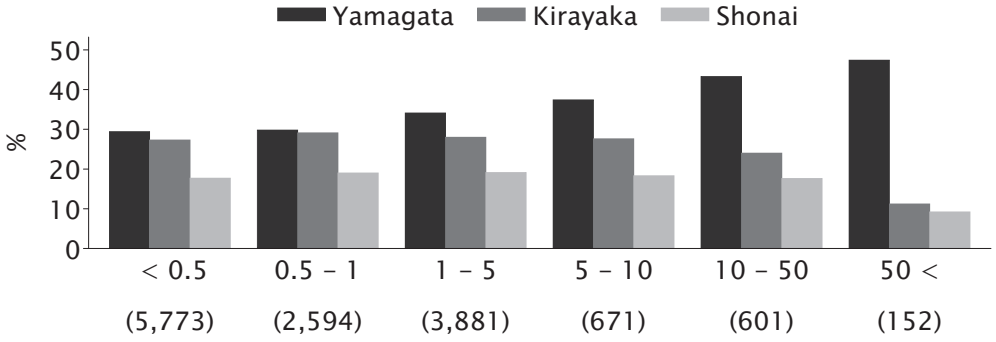


図 **1**　メインバンク実態調査（帝国データバンク）

横軸は売上高による区分で，単位は億円，横軸の括弧内の数字はサンプル・サイズである．
http://www.tdb.co.jp/report/watching/press/s100801_34.html
http://www.tdb.co.jp/report/watching/press/s100801_16.html

この論文の目的は，新潟県のトップ・バンクである第四銀行の株式市場におけるパフォーマンス，言い換えると株式市場が第四銀行をどのように評価しているのかを考察することにある．これまで，銀行は（おそらく公的規制が厳しすぎるという理由から）経営学の分析対象となることは少なく，金融政策との関連で金融論（経済学）の分析対象となってきた．ところが，金融論で株価が持ち出される機会は，イベント・スタディなど一部を除いて，ほとんどない．株価が利用されないのは金融論の関心が別なところにあるからなのだが，この論文では銀行株から銀行経営を考えたい（日本経済新聞社編（1989））．

この論文では，第四銀行の比較対象として，山形県のトップ・バンクである山形銀行を取り上げる．帝国データバンクが山形県内の企業のメインバンクの実態を調査した結果を図 1（下

のグラフ）に示している．第四銀行と同じように，地域経済に大きな影響を持つ中堅規模以上の企業の約半数が山形銀行をメインバンクと認識している．ここでは，第四銀行株を山形銀行株と比較して，どのような特徴があるのかを考察する．参考情報として，新潟県における二番手銀行の北越銀行についても付記するが，言及は最小限に留める．

銀行の規模

議論を進める前に，第四銀行，山形銀行，北越銀行の 3 行の規模について，付図 1 の貸出金を見ておこう．これらのグラフは同じスケールで描いているため，棒グラフの高さが規模を示している．山形銀行と北越銀行が同じ規模で，第四銀行はその 2 倍強という感じだ．

もうひとつ，株式時価総額でも規模をイメージできるだろう．直近，第四銀行は約 1,100 億円，山形銀行は約 700 億円，北越銀行は約 400 億円である．貸出金の規模が同じ山形銀行と北越銀行の株式時価総額には大きな差がある．これが株式市場における評価である．

第四銀行とほぼ同じ貸出金残高を持つ地方銀行の時価総額は，滋賀銀行が 1,400 億円，百十四銀行（香川県）が 1,000 億円，百五銀行（三重県）が 900 億円である．北越銀行や山形銀行とほぼ同じ貸出金残高を持つ地方銀行の時価総額は，秋田銀行が約 500 億円，佐賀銀行と宮崎銀行が約 400 億円である．山形銀行の株式時価総額の大きさが際立っている．

地域金融市場

筒井（2007）は，地域金融市場について

> ほぼ県別の分断された市場において、それぞれの県でガリバーとして君臨している地方銀行が寡占的な競争を行っている。このような寡占体制は競争の不足を引き起こし、高金利や銀行の高利潤といった好ましくない状況をもたらしている。

と考えを述べている．そして，「都市銀行の支店と地方銀行・第二地方銀行が県内では互いに競争しつつ県別市場を構成している」という仮説を支持する実証結果を報告している．

この論文が，第四銀行と山形銀行を比較する理由は，同じようなガリバーがどのようであるのかを観察するためである．新潟県の隣を念頭に置くと，群馬銀行（群馬県）も八十二銀行（長野県）も，ガリバーの要件は満たしている．しかし，群馬銀行は首都圏に近く地域色がやや薄れること，八十二銀行は冬季オリンピック開催により平時を観察しづらいことから，消去法で山形銀行を選んでいる．

地域銀行の健全さと地域経済の好調さとは密接に関係していると考えるだろう．ところが，堀・木滝（2003）は，金融機能の低下が経済の停滞を招くというメカニズムが 1990 年代に働いていたのかどうかを検証し，地域銀行の健全さが地域経済の好調さにはつながらないと報告している．その結論とは反対に，野間（2007）は，地域銀行の健全さが貸出に影響を与え，そ

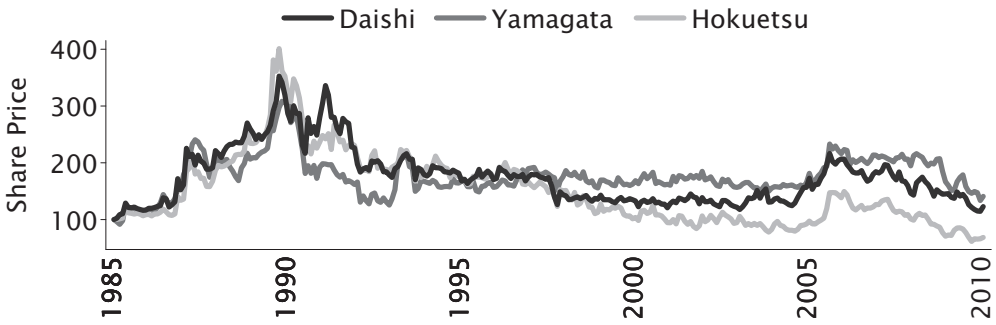


図 **2**　1985 年 3 月末を 100 とする相対株価

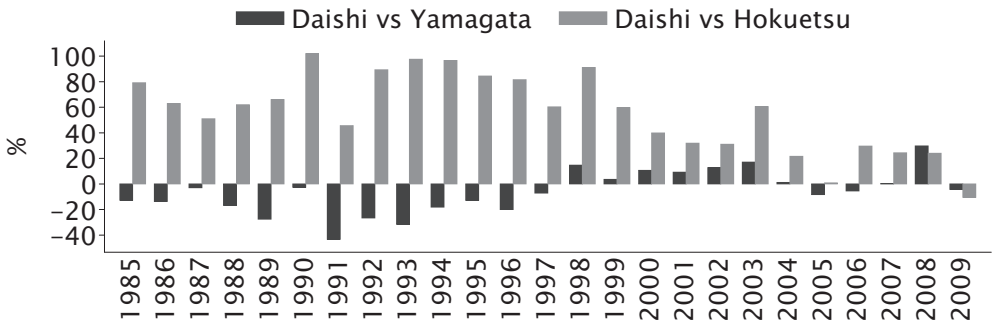


図 **3**　株主の富の比較

の貸出が地域経済の成長に影響を与えるという因果関係を見いだしている．しかし，地域経済の好調さが貸出を増加させ，健全さを向上させるという逆の因果関係も考えられる．これまでのところ，地域経済と銀行株のパフォーマンスの関係について明確な結論を得ているわけではない．

相対株価

図 2 は，1985 年 3 月末を 100 とした相対株価の推移を示している．1990 年を中心とする 10 年間，いずれの株価も前半に高騰し，後半に急落している．その 10 年間の推移にはバラツキが見られるものの，1995 年には 3 行の株価はほぼ同じ水準に収まっている．そして，1990 年代後半から，山形，第四，北越の順番は変わらずに今日に至っている．2010 年 3 月末において，山形銀行株が 141，第四銀行株が 123，北越銀行株が 69 である．つまり，1985 年 3 月

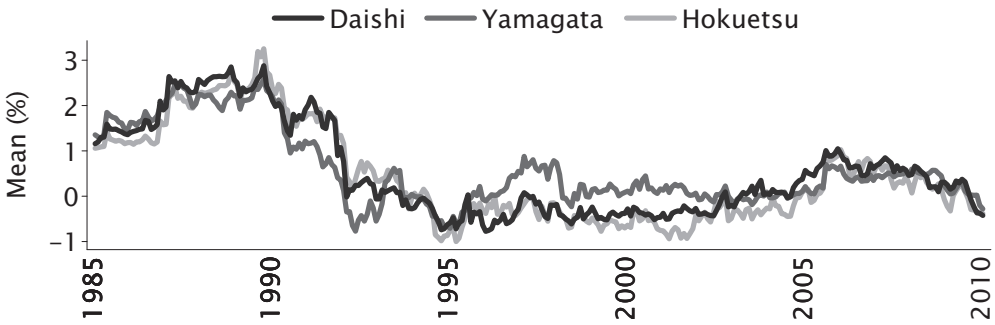


図 **4**　リターン（60 か月）

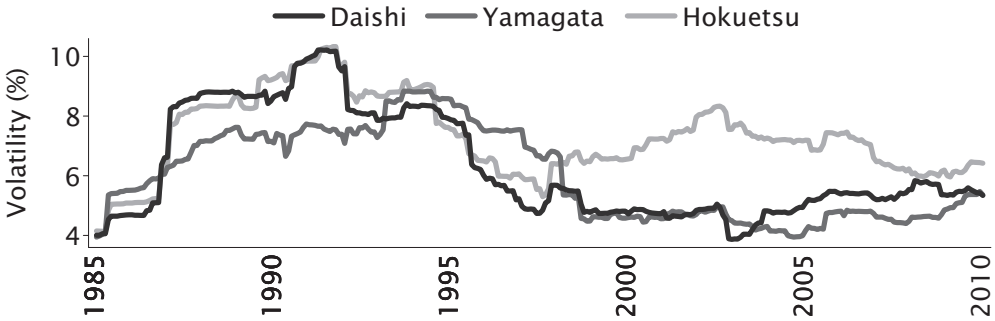


図 **5**　リスク（60 か月）

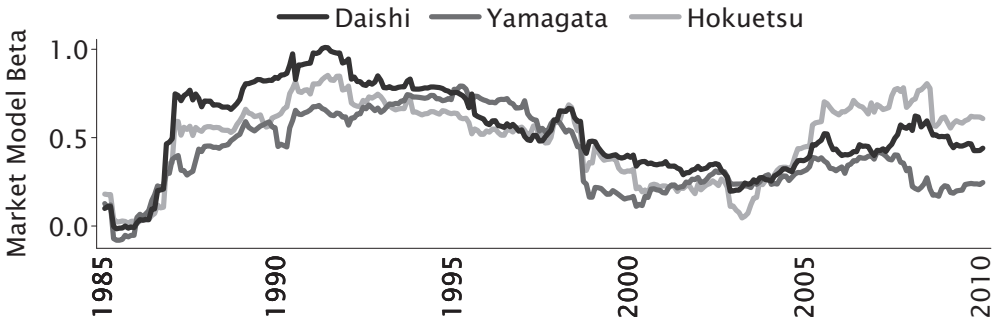


図 **6**　市場モデルの β（60 か月のローリング推定）

末に株式を購入し，そのまま保有し続け，2010 年 3 月末を迎えたとき，第四銀行株は，山形銀行株よりも約 13% 低い水準に，北越銀行株よりも約 78% 高い水準にある．

図 3 は，株式を購入する時点を移動させ，横軸に購入時点（それぞれの年の 3 月末）を示し，そのまま保有し続けて 2010 年 3 月末を迎えた株主の富が，どの程度に乖離しているのか，すなわち，

$$\left(\frac{\text{2010 年 3 月末時点の第四銀行の相対株価}}{\text{2010 年 3 月末時点の山形銀行の相対株価}} - 1\right) \times 100$$

を示している．したがって，0% よりも上方（下方）に棒グラフがあるときには第四銀行株を保有する方が有利（不利）であることを意味する．

図 3 から，1997 年までに第四銀行株を購入した株主は，山形銀行株を購入した株主よりも，不利だったことがわかる．このような結果になるのは，1995 年以前，とりわけ 1990 年代前半，山形銀行株は低位にあり，1990 年代後半からは上位に位置し続けているため，低位から上位に逆転したリターンが蓄積されるからだ．1990 年代後半からは，第四銀行株が山形銀行株を追い上げる（乖離は小さくなる）状況から，第四銀行株を購入した株主は，山形銀行株を購入した株主よりも，有利になっている．古くからの第四銀行の株主は報われていないものの，ここ 10 年ほどの株主はそこそこ報われている．

このような比較については異論の向きもあるだろう．機関投資家は第四銀行株にしようか，山形銀行株にしようかと選択を考える．しかし，それぞれの県民がそのような選択を考えることはほとんどなく，新潟（山形）県に山形（第四）銀行の株主は少ないだろう．トップ・バンクとの関わりについて，新潟（山形）県には，第四（山形）銀行への預金者であり，第四（山形）銀行からの借入者であり，第四（山形）銀行の株主である人たちは相当数，存在するだろう．それぞれの立場での利害は相反する．このような状況では銀行経営を規律付ける主体が不在になりかねなく，その結果，筒井（2007）が言う「ガリバーの君臨」を許し続ける要因の一つになっていると考える．

リターンとリスク

株式投資収益率（月次）からリターンとリスクを見てみよう．

図 4 にリターン（60 か月の平均）を，図 5 にリスク (60 か月の標準偏差) を示している．リターンの推移は，図 2 と図 3 から推測できるように，第四銀行株は 1995 年までは高く，1995 年から 2000 年前半までは低い．リスクは，多少の時期のズレはあるものの，リターンの高い期間は高く，低い期間は低い．リターンのグラフでは明確ではないのだが，リスクのグラフは 1990 年代後半に変化がある．第四銀行株と山形銀行株のリスクが低くなる一方で，北越銀行のリスクが高くなっている．その状態は 2000 年代後半まで続く．図 6 に市場モデルの β を示している．第四銀行株のリスクは，1990 年代後半の一時期を除いて，山形銀行株よりも高い．リターンとリスクの関係から，第四銀行株は山形銀行株と比べて，ロー・リターン，ハイ・

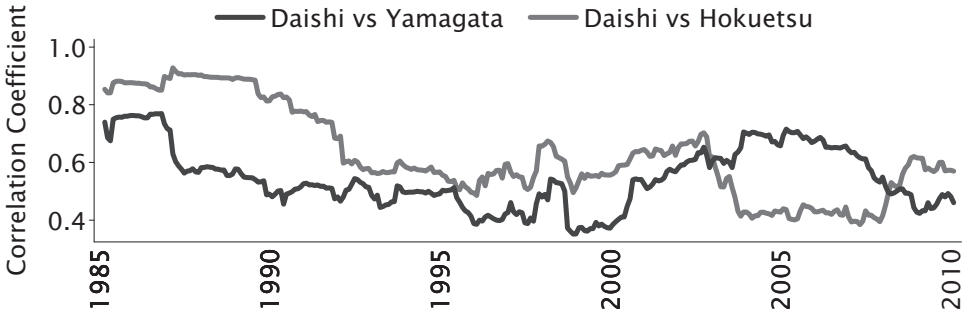


図 **7**　相関係数（60 か月）

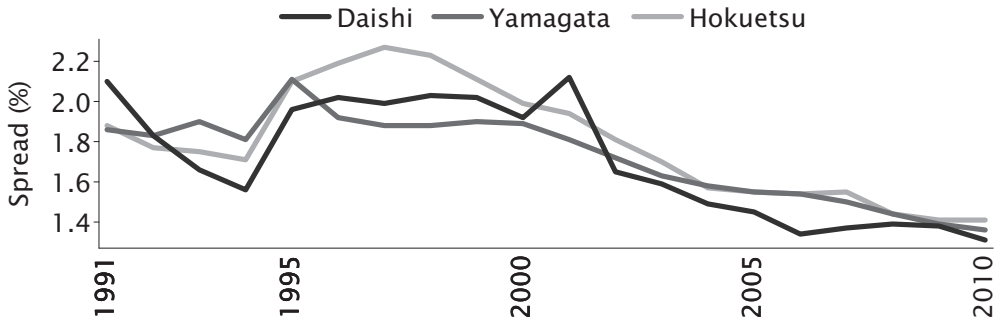


図 **8**　スプレッド（国内部門資金運用勘定利回り − 国内部門資金調達勘定利回り）

リスクだと言える（有意水準 10% で違いがある）．

図 7 に相関係数を示している．2005 年の前後数年間を除いて，第四銀行株は，山形銀行株よりも北越銀行株との相関が高い．それぞれの県の経済事情が影響しているのかもしれない．付図 1 をもう一度，見てみよう．貸出金の増減パターンを比べると，第四銀行と北越銀行は，1990 年代，貸出金は増加し，1998 年あるいは 1999 年にピークを迎えている．一方で，山形銀行にはそのようなパターンは観察できない．野間（2007，205 頁）が述べるように「地銀貸出は 1990 年代に減少した。これは誰もがみてとれる事実である」．図 8 に運用と調達の利ざやの推移を示している．第四銀行と北越銀行が利ざやを犠牲にして貸出を増やした形跡は見いだせない．なぜ，1990 年代，第四銀行と北越銀行の貸出金は増加したのかについての検証は別稿にゆだねることとし，ここではその貸出行動が業績に影響を与えているのではないかという視点から検討したい．

業績

付図２に３行の経常利益の内訳と有価証券関係損益を示している．これらは，有価証券報告書の（単体情報）（参考）にある損益の概要から作成している．経常利益の内訳について，与信関係費用（Credit Costs）は一般貸倒引当金と不良債権処理損失の合計であり，有価証券関係損益（Securities）は株式（Stock）関係損益と債券（Bond）関係損益の合計である．それら以外のすべてを業務利益（Net Operating）としている．

まずは付図２（左側）を見てみよう．いずれの銀行も，業務利益には大きな変動はなく，与信関係費用と有価証券関係損益によって経常利益が変動していることがわかる．山形銀行の注目すべき点は与信関連費用の少なさにある．その違いは，山形銀行と北越銀行がほぼ同じ貸出金残高であることを踏まえると一層，ハッキリする．原因の一つが貸出行動の違い（追い貸しによる不良債権処理の先送りの可能性）にあるのではないかと考える（杉原・笛田（2002））．

1990 年代の貸出金を見ると，第四銀行や北越銀行では建設業や不動産業の成長率が高い．一般に，不良債権業種とは建設，不動産，金融の３業種であるが，地域銀行では建設と不動産が問題となる．一方で，不良債権の金額ではサービス業が大きいと言われる．そこで 1990 年代の貸出金の増加について建設，不動産，サービスの３業種を合わせて計算すると，第四銀行では約 8,200 億円の全体増加のうち約 3,200 億円（39%），北越銀行では約 5,200 億円の全体増加のうち約 2,300 億円（44%），山形銀行では約 2,800 億円の全体増加のうち約 800 億円（30%）となる，このように３業種への貸出金の増加には大きな違いがある．この違いがその後の与信関係費用の差となっていると考える．[3]

つぎに付図２（右側）に注目しよう．山形銀行と北越銀行の有価証券残高は 6,000 億円前後，第四銀行の有価証券残高は１兆 4,000 億円から１兆 6,000 億円である．第四銀行は約２倍の資金量を運用しているにもかかわらず，損益は小さく安定している．むしろ，有価証券では，損していないというよりも，稼いでいないと言えるだろう．

山形銀行は 2009 年３月に約 160 億円の有価証券関係損失を計上している．この影響は相当に大きく，図２の相対株価にも現れている．相対株価は，2008 年３月末において，山形銀行株が 213，第四銀行株が 143 だったものが，2009 年３月末には，山形銀行株が 160，第四銀行株が 146 と，一気に差が小さくなっている．

[3] 付図１（右側）を見ると，いずれの銀行も製造業や卸売・小売業，飲食店への貸出が減少する一方で，地方公共団体やその他（個人）への貸出が増加している．地域銀行が事業金融から個人金融へシフトする流れを（線グラフの交差で）見ると，山形銀行が 1990 年代後半である一方で，第四銀行は 2000 年代前半である．

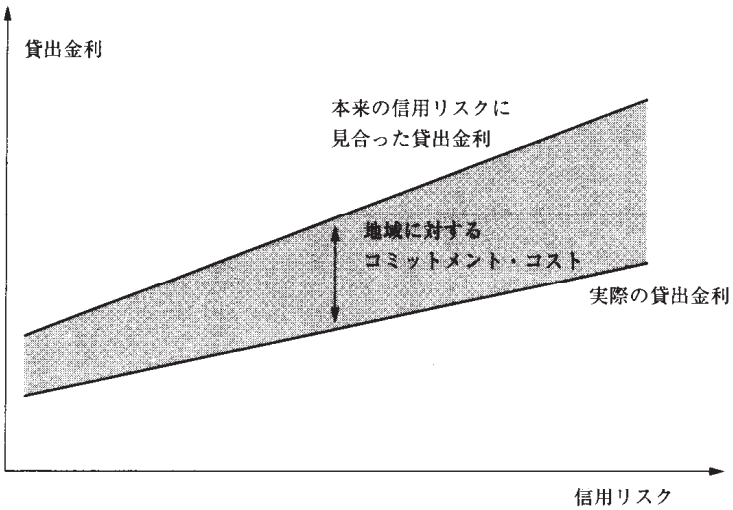


図 **9**　地域に対するコミットメント・コスト（多胡・八代，2001）

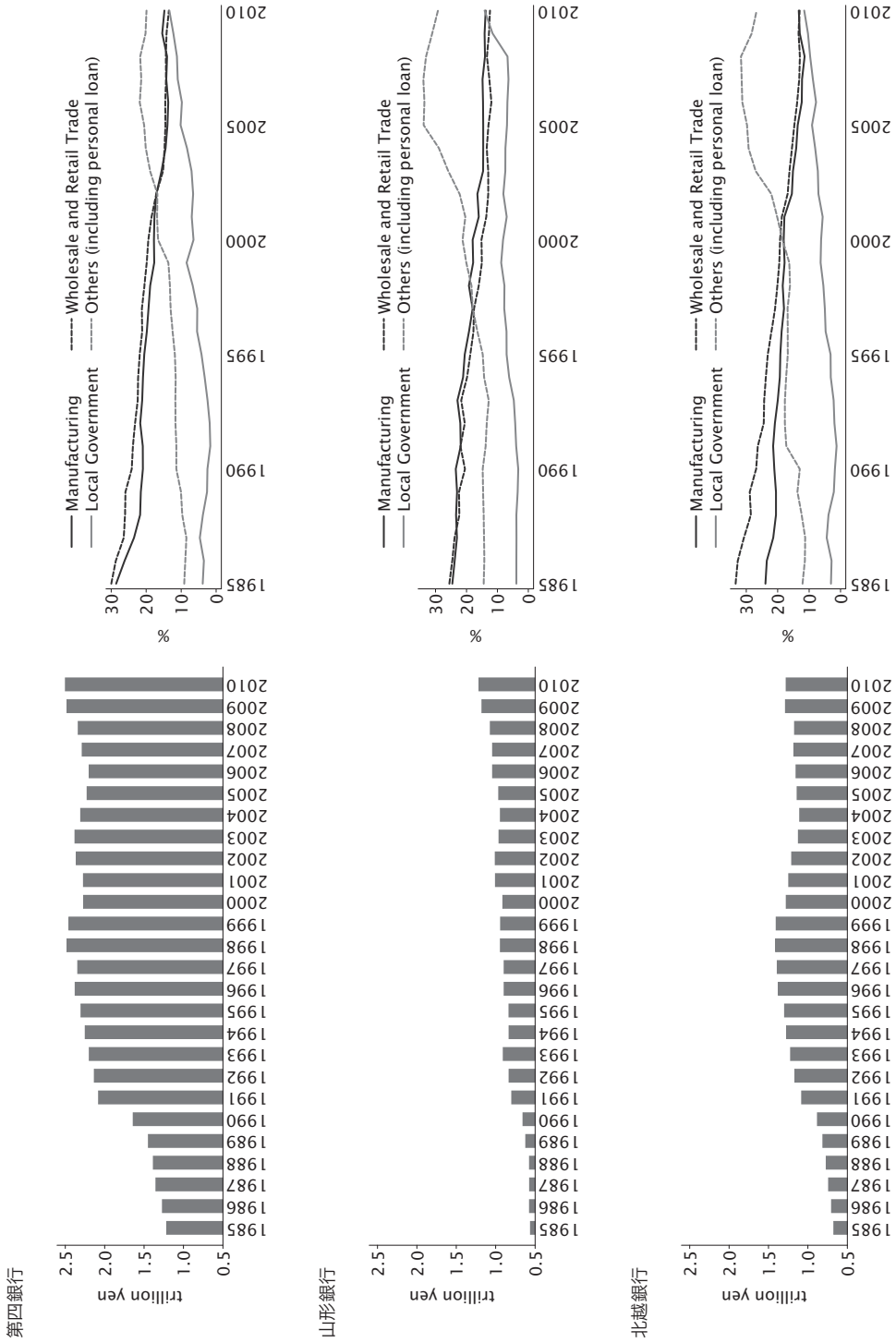
第四銀行株を山形銀行株と比較すると，リターンについて不足感がある．検討課題は二つある．

ひとつは図 8 に示したスプレッドの改善だろう．小島国人氏（第四銀行頭取）は『日経金融新聞』（2006 年 6 月 9 日付）においてつぎのように述べている．

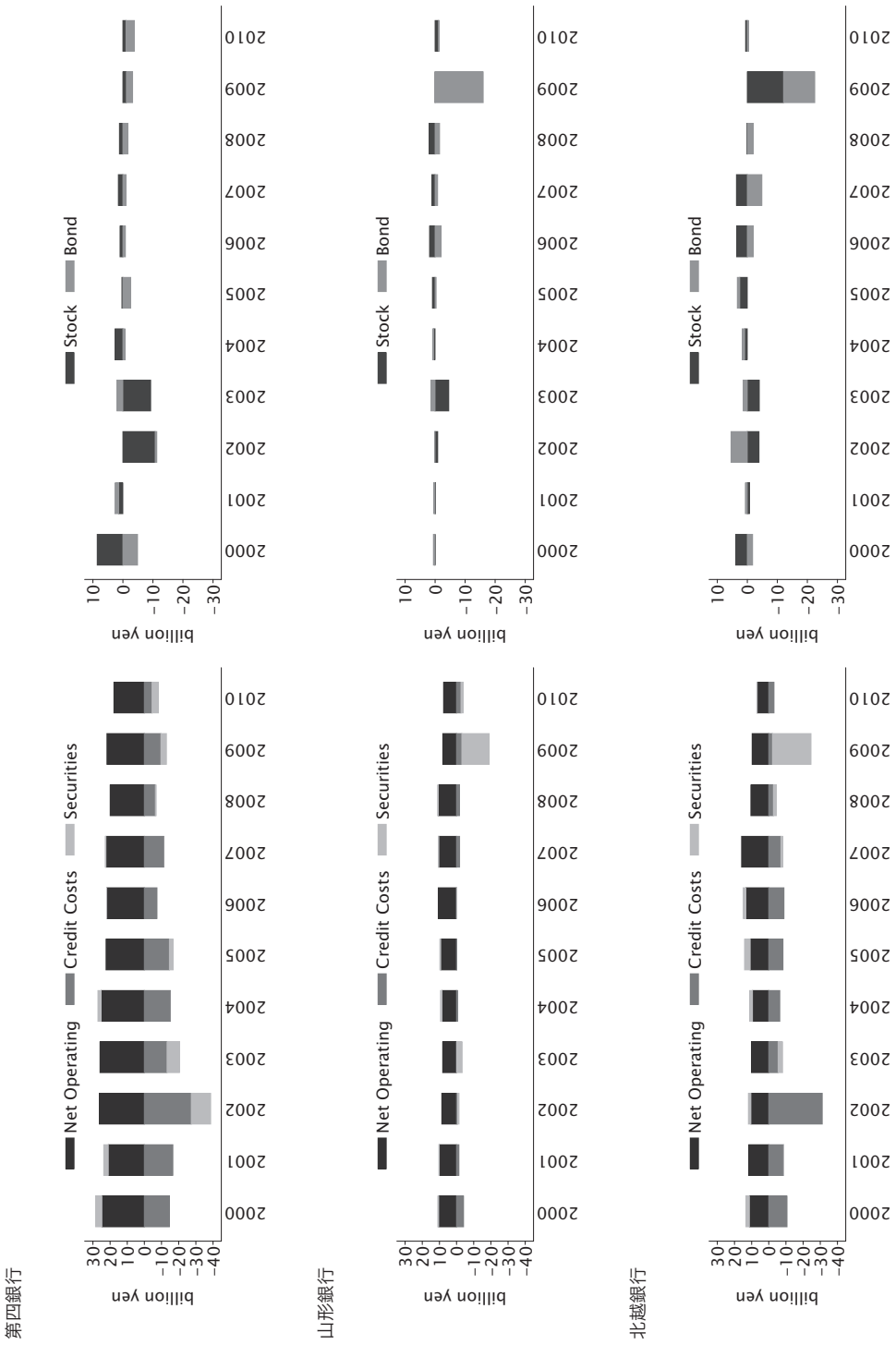
> ―金利上昇は追い風になるのか。
> 「資金調達コストは増すが、定期預金の金利を少し上げれば資金はすぐに集まる。貸し出しや運用とのバランスを注視している。融資では、顧客もいつ金利が上がるのかと気にしている。ただ現場の若い人は金利を上げてくれと交渉する難儀な仕事をしたことがない。ノウハウもない。そこが一番の課題だ。理解を得るためには融資にとどまらない課題解決型の営業を磨く必要がある」

2002 年，貸出金利の引き上げに取り組んで成果を上げているのだが，長続きしていない．図 9 に示す，多胡・八代（2001）がいう「地域に対するコミットメント・コスト」を引き下げる必要があるだろう．

もうひとつは，付図 2（右側）に示したように，有価証券業務からの収益向上だろう．第四銀行は，国内債券ポートフォリオのデュレーションを 2.58（2007 年 3 月期）から 3.53（2010 年 3 月期）に変化させている．金利リスクを回避するイミュニゼーション（免疫化）戦略を採用しているとすると，投資期間を長期化させていることになるのだが，一方で，利回り変化に対する価格変化が大きくなっている．



付図 **1**　貸出金とその主たる業種の構成比



付図 **2**　経常利益の内訳と有価証券関連損益

参考文献

多胡秀人・八代恭一郎，2001,『地域金融 最後の戦い』日本経済新聞社.

杉原茂・笛田郁子，2002,「不良債権と追い貸し」,『日本経済研究』No. 44，63–87.

筒井義郎，2007,「地域分断と非効率性」，筒井義郎・植村修一編『リレーションシップバンキングと地域金融』（第 5 章）日本経済新聞社.

日本経済新聞社編，1989,『銀行「株」が問う経営 』日本経済新聞社.

野間敏克，2007,「地方銀行のパフォーマンスと地域経済 – 地域における「金融深化」とは」，筒井義郎・植村修一編『リレーションシップバンキングと地域金融』（第 7 章）日本経済新聞社，第 7 章.

堀雅博・木滝秀彰，2003,「金融機関の健全性と地域経済 –都道府県別データによる検証 –」（内閣府経済社会総合研究所）ESRI Discussion Paper Series No. 38.