

⇒ 調査報告 ⇐

株式市場から見る北越銀行

齋 藤 達 弘

この論文の目的は、2000年代、株式市場が北越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。1990年代、北越銀行株と第四銀行株は歩調を合わせて下落している。ところが、2000年前後から、同じように下落してきた株価に差が見られ始める。その差は2000年代前半に広がり、一時、北越銀行株は第四銀行株に対して約30%のディスカウントとなる。その後、ディスカウント率は縮小するものの、ここ最近、再び拡大する傾向にあり、2009年12月末、北越銀行株は第四銀行株に対して、再び約30%のディスカウントである。この原因について、不良債権処理と有価証券業務に焦点を当てて考察する。

ペイオフ解禁まであと1カ月足らずとなりました。新潟市といたしまして、公金の管理、運用は安全性を最優先することとし、さらに流動性、有利性を考慮しながら健全な金融機関での管理、運用を行う。それから、金融機関の経営状況の把握、金融機関の財務内容開示資料により、健全性、収益性、流動性、不良債権の側面から、時系列比較や同業他社比較などの経営分析を行う。株価でございますが、変動の要素がいろいろございますけれども、一応株式額面の4倍以上を目安にしたいと考えているところでございます。一言で言えば、健全でつぶれない銀行をいかにして選ぶかということでございます。

これは、2002年2月26日、新潟市議会・総務常任委員会における、「新潟市のペイオフ解禁に伴う対応策」についての会計課の報告（議事録）からの抜粋である。¹ 報告にある「(株価が)株式額面の4倍以上」とは「(株式額面を50円として)株価が200円以上」という意味である。会計課がどのような根拠で株式額面の「4倍以上」を目安にしようとしたのかはわからない。² けれども、200円に限らず、株価水準そのものには意味はない。株式の分割やくくり直しをすれば、株価水準はいかようにも変わるからだ。意味があり、注目しなければいけないのは、株価の変動である。

¹ <http://www06.gijiroku.com/niigata/index.asp>

² 2001年10月に商法が改正され、すべての株式が無額面に統一され、その当時、株式額面という捉え方はすでになくなっている。新潟市は、新潟市に本店を置く第四銀行と長岡市に本店を置く北越銀行をフェアに比較しなければいけない立場にあったのだろう。ちなみにこの10年間、第四銀行の株価は一度も200円を下回ることはなく、一方の北越銀行の株価は2008年後半から200円を割り込み、2010年前半は150円前後で推移している。

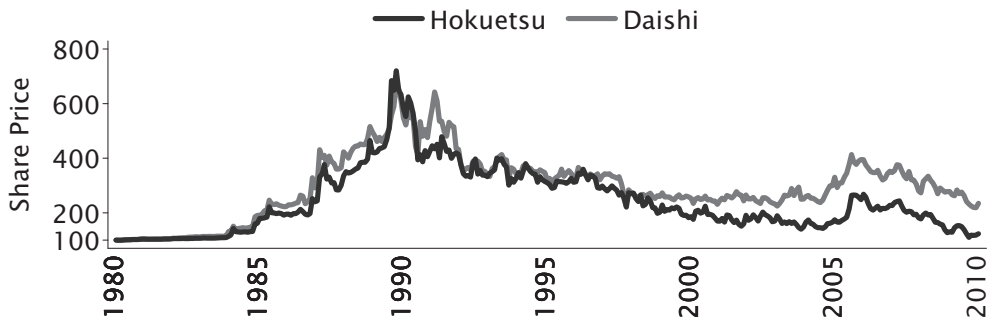


図1 1980年3月末を100とする相対株価

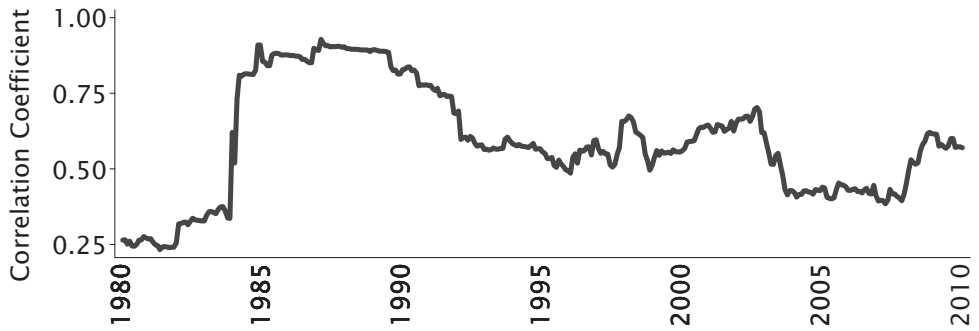


図2 北越銀行株と第四銀行株の相関係数(60か月)

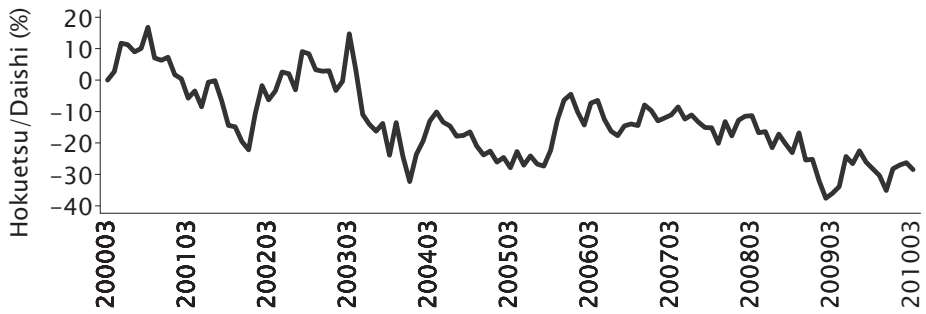


図3 2000年3月末を100とする相対株価の乖離率

株価

図1は1980年3月末を100とする北越銀行と第四銀行の相対株価を示している。相対株価は『株式投資収益率2009』（日本証券経済研究所）の株式投資収益率（月次）を用いて計算している。

銀行株は1980年代前半までほとんど動きがなかった。ところが、1980年代後半、急騰する。その経緯については日本経済新聞社編（1989）を参照されたい。

銀行株全体の流れに乗って、北越銀行株も第四銀行株も1980年代後半、急騰した。1980年代をふり返ると約7倍になっている。その後、バブルが崩壊し、後に「失われた〇年」と言われる年数が積み重なっていく1990年代には、北越銀行株と第四銀行株は歩調を合わせて下落している。

ところが、2000年前後から、同じように下落してきた株価に差が見られ始める。その差は2000年代前半に広がり、広がったまま2000年代を終える。2009年12月末では、第四銀行株が225であるの対して北越銀行株は118である。とは言っても、TOPIXは116であるから、北越銀行株は株式市場の平均だ。

北越銀行株と第四銀行株の乖離は2000年代前半に発生している。このことを株式投資収益率の相関係数によって確認しよう。図2は、北越銀行株と第四銀行株の株式投資収益率の相関係数を60か月ごとにローリング（60か月を固定して、期間を移動させて）推定し、その推移を示している。すなわち、まずは1975年4月から1980年3月までの60か月について相関係数を推定して、つぎに1975年5月から1980年4月までの60か月について相関係数を推定して、という計算を続けて、推定された相関係数を推定期間のエンドに配置して、それらをつないで折れ線グラフを描いている。2000年代前半に相関係数が小さくなり、その後、数年間、そのままの状態が続いている。北越銀行株と第四銀行株の乖離は、この期間に、一方が下落し、他方が上昇する動きから発生している。

2000年代に注目するために、2000年3月末を100とした相対株価を計算し、北越銀行株が第四銀行株に対してどのくらい乖離しているのかを見てみよう。図3に示す乖離率は、2003年3月から2004年3月まで（2003年度）に大きな変化があったことを示している。このとき北越銀行株は第四銀行株に対して約30%のディスカウントである。その後、乖離率は縮小しているものの、ここ最近では再び拡大する傾向にある。2009年12月末では、北越銀行株は第四銀行株に対して、再び約30%のディスカウントである。³

³ 2000年3月末の株価は第四銀行が399円、北越銀行が290円である。一方、2009年12月末の株価は第四銀行が310円、北越銀行が147円である。2000年3月末を100とする2009年12月末の相対株価は第四銀行が77.69、北越銀行が50.69となる。つまり、北越銀行は第四銀行に対して

$$\frac{77.69 - 50.69}{77.69} \times 100 = 34.75\%$$

まずは2003年度に起こった出来事をふり返ることにしよう。なお、人名の敬称は省略する。

三星金属工業株式会社への金融支援

三星金属工業株式会社（以下、三星金属と書く）は新潟県燕市に本社を置く電炉メーカー（鉄筋コンクリート用棒鋼を製造販売する非上場企業）である。

三星金属は、1995年3月期から2003年3月期まで、連続9期、経常赤字に陥っていた（『日本経済新聞』（2003年5月21日付、朝刊、新潟経済））。2003年5月20日、三星金属は北越銀行をはじめとする銀行や商社に対して総額80億円の金融支援を求めることを柱にした経営再建計画を発表する。そこには三星金属のオーナー社長・鈴木吉男は、保有する発行済み株式のすべてを減資し、退任することが含まれていた。それに対して、同日、ここに至るお膳立てをした北越銀行は、47億円の債権放棄と10億円の優先株式による債権の株式化（Debt Equity Swap）を受け入れると表明した。⁴

三星金属は北越銀行の「アキレスけん」だったと、『日本経済新聞』（2003年5月29日付、朝刊、新潟経済）はつぎのように解説している。

北越銀行が経営不振に陥っていた電炉メーカー、三星金属工業（新潟県燕市、鈴木吉男社長）の抜本的な再生支援に乗り出した。関係金融機関などから合意を取り付け、総額八十億円の金融支援を含む同社の再建計画を取りまとめた。計画策定では県内初となる私的整理ガイドライン（指針）を適用。⁵ 北越銀の最大の懸案が解決したことで、同行の経営健全化が大きく前進する。

だけディスカウントである。資本異動や配当を調整していない株価による計算は概算である。ここでは資本異動や配当を調整している『株式投資収益率』（日本証券経済研究所）を用いている。その計算では2000年3月末を100とする2009年12月末の相対株価は第四銀行が88.53、北越銀行が63.58となり、北越銀行は第四銀行に対して

$$\frac{88.53 - 63.58}{88.53} \times 100 = 28.18\%$$

だけディスカウントである。

⁴ Debt Equity Swapについては、経済産業省による「一創業・起業促進型人材育成システム開発等事業—地域金融人材育成システム開発事業」http://www.meti.go.jp/report/data/jinzai_ikusei2004_07.htmlにあるhttp://www.meti.go.jp/report/downloadfiles/ji04_07_09.pdfを参照されたい。

⁵ 私的整理ガイドラインが適用される債務者の要件はつぎのようである。

- (1) 過剰債務を主因として経営困難な状況に陥っており、自力による再建が困難なこと（自力再建の困難性）。
- (2) 事業価値があり（技術・ブランド・商圏・人材などの事業基盤があり、その事業に収益性や将来性があること）、重要な事業部門で営業利益を計上しているなど債権者の支援により再建の可能性があること（事業価値の存在と債権者の支援による再建の可能性）。
- (3) 会社更生法や民事再生法などによる法的整理手続を申し立てることにより当該債務者企業の信用力が低下し、事業価値が著しく毀損されるなど、事業再建に支障が生ずるおそれがあること（法的整理手続による事業価値毀損の可能性）。
- (4) 私的整理手続により再建するときには、破産的清算はもとより、会社更生手続や民事再生手続などによるよりも多い回収を得られる見込みが確実であるなど、債権者にとっても経済的な合理性が期待できること（債権者の経済的合理性）。

私的整理ガイドラインに基づいて私的整理がなされ、債権放棄などがされた場合、合理的に債権放棄がなされたと推定され、税務上損金算入が認められて無税償却できる。このため、私的整理ガイドラインは債権者の同意が得られや

三星金属は九四年に二百八十億円を投じ建設した新工場の償却負担が重く、有利子負債も〇三年三月期末で三百一億円抱えていた。「三星金属の設備は業界でも新しく、競争力がある。過剰債務さえ解決すれば、再生は可能」(保坂三千男審査第二部長)だが、法的整理では信用不安を招くうえ、地元雇用にも影響を与える。⁶「私的整理指針に基づく債権放棄しか方法はない」(同)。十二月に高橋正康前頭取のゴーサインを得たうえで、保坂部長ら審査第二部の二人と、三星金属社長、同社に出向していた北越銀関係者二人だけで、計画策定に動き始めた。

「これで大口取引先の再建にメドがついた」。三星金属の再建計画が発表された三日後の二十三日、二〇〇三年三月期決算の発表の席で、北越銀の野崎国昭頭取は胸を張った。同行の三星金属向け融資は百五十八億円と最大。これまで同社の不振をもって北越銀の経営を不安視する声が少なくなかった。

三星金属は、北越銀行がメインバンクであるだけでなく、北越銀行の大株主のひとりでもある(2002年3月期は筆頭株主で、その保有比率は5.16%)。三星金属の経営再建は地域経済が注目し、北越銀行のメインバンクとしての手腕が問われていた。⁷

ところが、野崎国昭(北越銀行頭取)の「大口取引先の再建にメドがついた」という宣言とは裏腹に、金融支援の受け入れを発表した2003年5月の株式投資収益率は、第四銀行が+5.4%に対して北越銀行は-8.9%、その差は14.3%だった。株式市場は「北越銀の最大の懸案が解決したことで、同行の経営健全化が大きく前進する」とは評価しなかった。翌月に反動が来ているのではないかと2003年6月の株式投資収益率を調べてみたが、第四銀行が

すいと言われている。

⁶ 多胡・八代(2001, 95頁)は、雇用機会が限定されている地方都市で大量のサラリーマンが失業する影響を指摘している。

⁷ 同じようなケースが岡山県にもある。2011年1月25日、岡山県を代表する企業の一つ、岡山市に本社を置くバイオ企業、林原が事業再生実務家協会に事業再生ADR(裁判外紛争解決)を申請し受理された。林原(グループ)の最大の債権者は岡山市に本店を置く中国銀行である(負債総額約1,400億円の約30%、425億円)。その中国銀行の筆頭株主は林原グループである。太陽殖産や林原生物化学研究所など林原を含むグループ企業は中国銀行の株式の10%強を保有している。中国銀行にとって林原グループは、最大の債権者であり、かつ最大の株主である。『日本経済新聞』(2011年1月27日付、朝刊、中国経済)は「中国銀は、体力以上の無理な開発投資を継続したことが経営悪化の主因とみており、「経営全権を掌握している社長と専務の退任は当然」(同行首脳)との姿勢を示している」、「中国銀行の首脳は「地方企業でありながら優れた製品を生み出し、市場を切り開く力は類を見ない」と話し、ADR成立を望む」と伝えている。しかし「体力以上の無理な開発投資を継続」するための資金を最大に提供してきたのは中国銀行であり、貸出の裏付けは不動産と中国銀行の株式だった。私的整理の成立には全債権者の同意が必要になる。ところが、取引金融機関は同意に至らず、2011年2月2日、林原は東京地裁に会社更生法(法的整理)の適用を申請することになる。『日本経済新聞』(2011年2月3日付、朝刊)は、「金融機関の間で債権の保全状況に差があり、事前の調整が不調だった」、「売り上げの水増しなどの不適切な会計処理をしていたことから、法的整理が望ましいとの意見も強まっていた」などの背景を報じている。林原は事業再生ADR(裁判外紛争解決)による再建を模索していた2010年12月に、中国銀行へ400億円、住友信託銀行へ50億円の不動産担保を供与していた。このことが債権者平等の原則に反するとして、金融機関の同意を得られなかった。林原グループが中国銀行の筆頭株主であることも他の金融機関に不信を抱かせたのではないかと推測する。『日本経済新聞』(2011年1月28日付、朝刊、中国経済)は「林原の経営に関して強く出られなかったという面は否めない」という中国銀行の幹部の発言を、『日本経済新聞』(2011年2月3日付、朝刊、中国経済)は「林原の情報公開が限られていたことが(不正経理を長期間、見抜けなかった)原因。28の金融機関のすべてが見抜けなかった」という中国銀行頭取・永島旭氏の発言を伝えている。これらの発言は、メインバンクとしての中国銀行は理論が想定しているモニターとしての役割をほとんど果たしていなかった実態を明らかにしている。

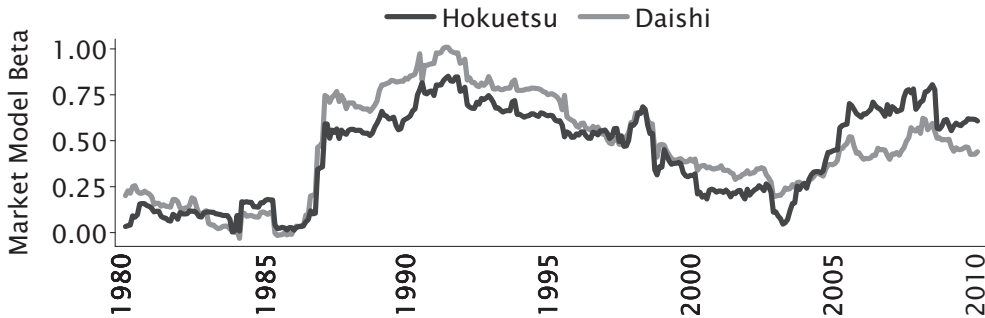


図4 市場モデルの β (60 か月)

+7.2%に対して北越銀行は+3.4%と、反動はなかった。結局、2003年度の株式投資収益率は第四銀行が+15.4%に対して北越銀行は-12.3%、その差は27.7%だった。

株式市場は三星金属への金融支援について「北越銀の最大の懸案が解決したことで、同行の経営健全化が大きく前進する」とは評価しなかった。そこで、株式市場が北越銀行株のリスクをどのように評価していたのかを市場モデルにより検証しよう。市場モデルについては野間・本多(2005, 第2章)を参照されたい。

図4は市場モデルの β (市場感応度)の推移を示している。図4は、たとえば北越銀行について、topixとt8325(北越銀行)の組み合わせにより市場モデル(単回帰モデル)

$$t8325_t = a + b \text{topix}_t + \tilde{\epsilon}_t, \quad t = 1, 2, 3, \dots, 60$$

を60か月ごとにローリング(60か月を固定して、期間を移動させて)推定したときの b の推移を示している。すなわち、まずは1975年4月から1980年3月までの60か月について市場モデルを推定して b_1 を求め、つぎに1975年5月から1980年4月までの60か月について市場モデルを推定して b_2 を求め、という計算を続けて、得られた b を推定期間のエンドに配置して、それらをつないで折れ線グラフを描いている。第四銀行についても同じである。

図4は2003年を境に北越銀行株のリスクが第四銀行と比べて高まっていることを示している。その理由を推測するために、背景となる図3をいまいちど見てみよう。北越銀行の相対株価は2002年度、上昇し、乖離がマイナスからプラスに転じている。北越銀行は2002年3月期、積極的に不良債権処理に取り組んだ。その結果、経常赤字に陥ったものの、株式市場は北越銀行の不良債権処理が峠を越えたと好感したと言えよう。しかし、2003年度に入っの、三星金属への金融支援のニュースはそうではなかったと評価し直した。北越銀行の不良債権処理は未だ峠を越えていないと判断した株式市場は、期待を裏切られた反動から売りが多くなり、リスクを高めたのではないかと考える。

銀行による経営再建の限界

2003年6月27日、北越銀行常務を経て北越リース社長に転じた横山辰男が三星金属の社長に就任した。そして、その4年後、三星金属は新日本製鐵グループの電炉メーカー、合同製鐵に買収される運びとなる（『日本経済新聞』（2007年9月28日付、朝刊））。

横山辰男は、買収が成立した直後、『日本経済新聞』（2007年10月2日付、朝刊、新潟経済）のインタビューにつきのように答えている。

——提携を決めた理由は何か。

「(i) 生き残りに向けた経営基盤の強化にある。ビルやマンションに用いる丸棒（細い鉄筋）は、少子高齢化で需要が伸びるとは考えにくい。当社は独立系であり、技術や販売、原材料の調達などあらゆる面で安全保障を求めたかった。中小企業なのに三百億円もの資産を持っており、突発の事故に対応するのは容易ではない。操業にはたけているが、技術開発はこれまで何十年もしておらず力もない。」

——再建は順調に進んでいます。提携はなぜいまなのか。

「提携するなら業績のいいときと思っていた。(ii) 設備もまだ新しく、いまなら世間も相手も高く評価してくれる。」

——合鉄を相手に選んだ理由は。

「(iii) ほかの同業とは付き合いが薄く、てんびんにかけてもいないのが実情。業界団体の会長企業としてたまたまつきあいがあった。二三年前から提携の話をし、二月ごろに具体的な話となった。合鉄は合併を繰り返してきた企業で、社風として当社を排除することがなさそうとも感じた」

——増資で調達する四十三億円の使い道は。

「(iv) 資金が必要で増資したのではない。すべて負債の返済に充てる。現金として持つ五十億円強をあわせれば一気に八十億—九十億円は返せ、身軽になる。心配性で現金を抱えていたが、合鉄と一緒になれば無理に手元に置く必要もなくなる」

長年の懸案だった三星金属を合同製鐵の傘下に入れ、ソフト・ランディングさせた安堵もあったのだろう、横山辰男のインタビューには興味深い発言が多い。上付き番号を付けたインタビューの回答について検討しよう。

- (i) 「中小企業が三百億円もの投資」を可能にしたファイナンスの中心は北越銀行だっただろう。⁸ 私的整理ガイドラインが適用されるためには「三星金属の設備は業界でも新しく、競争力がある。過剰債務さえ解決すれば、再生は可能」と言わざるを得ないのだが、北越銀行の審査部門は、三星金属が「操業にはたけているが、技術開発はこれまで何十年もしておらず力もない」状態であることを、出向させていた行員を通して承知していたはずだ。そう考えると、三星金属がオーナー企業であるがゆえに、どうしようもな

⁸ 三星金属の2006年3月期のバランスシートを見ると、流動資産が113億円、固定資産が206億円、合わせて総資産が319億円である。流動資産には現預金53億円、販売用不動産16億円、固定資産には投資有価証券45億円が含まれている。生産活動に関係するであろう有形固定資産は159億円である。

かったのかもしれないが、メインバンクとしての北越銀行の（審査能力も含む）モニタリング能力が問われることになる。

- (ii) この考え方は Shleifer and Vishny (1992) に照らして適切だろう。三星金属がオーナー企業であり続けたときには「提携するなら業績のいいとき」という考え方をとることは難しかっただろう。
- (iii) 株主の利益に照らすと、買収されるのであればできるだけ高くと考えるだろう。会社の将来を共にしようとする相手を「てんびんにかけてもいない」というのは信じがたい。三星金属を買収した合同製鐵は「負ののれん」（償却により利益になる）を計上している。⁹ つまり、合同製鐵は三星金属を割安で買収したということだ。
- (iv) 三星金属のバランスシートを見ると、2007年3月期に109億円、計上されている長期借入金が、2008年3月期にはない。言葉通りに返済したのだろう。¹⁰ 合同製鐵から得た資金の一部は北越銀行からの借入金の返済に当てられたはずだ。横山辰男の後任は、2008年6月から山川洋、樺山愼と合同製鐵出身の社長が続いている。三星金属の2010年3月期のバランスシートは、流動資産が37億円、固定資産が149億円、合わせて総資産が186億円である。生産活動に関係するであろう有形固定資産は131億円と、減価償却もありやや減少しているものの旧態を維持している。北越銀行の管理下にあった合併前と比べると、ムダが取り除かれて総資産は半分近くに減少し、すっかりスリムになっている。

メインバンクとしての北越銀行の三星金属への対応は教科書通りである。シェアード(1997, 139-140頁)はメインバンクの経営介入について、つぎのように段階を説明している。まずは資金繰りをつけて倒産を防ぐ。つぎに金融支援を取りまとめ、事業再編成を求め、役員を派遣する。再建計画の一環として合理化を進め、一方で資産を売却して、負債を回収する。その過程で、メインバンクは企業が将来も存続できるかどうかを見極めて（そのためには本業を熟知している必要がある）、存続できないと判断するときには、相手を探して合併させたり、大企業の系列下に入れる。メインバンクを仲立ちとした企業買収の仕組みである。

シェアード(1997, 146頁)は、「日本のメインバンク・システムは、本来「ハードな予算制約」がついた銀行貸出を「ソフトな予算制約」に変える柔軟性を持っている」とポジティブに評価している。しかし、「債権者がメインバンクだけだとすれば、企業と銀行は一蓮托生ということで銀行の交渉力は極端に弱くなる」（シェアード(1997, 137頁)）というネガティブな側面もある。このネガティブな側面は、負債（銀行貸出）の持つ「ハードな予算制約」が失われ、企業経営に課す規律付けが緩まり、その結果、銀行は交渉力を弱くするという懸念である。その懸念には事例がある。

⁹ <http://www.godo-steel.co.jp/ir/material/pdf/2003tansin.pdf>

¹⁰ <http://www.mitsuboshi-scon.co.jp/ir/index.html>

『日本経済新聞』（2002年6月20日付，朝刊，新潟経済）は

新潟県内の金融機関が経営不振の取引先に抜本的な再建策を求めたり、不良債権を外部に売却する動きが加速している。取引先の丸抱えで問題を先送りする従来の手法は限界が来ているためだ。

「早く売れと言ってるんだけどね」――。第四銀行など主力三行から幹部行員を受け入れる新潟交通。その中の一行の幹部は新潟交通へのいらだちを隠さなかった。「有利子負債を大幅に削減する」と繰り返しながら、なかなか子会社や不動産の処分には踏み切れないように映っていたからだ。

幹部行員の派遣について新潟交通の金子仁社長は「こちらからお願いした」と説明するが、第四銀の飯野栄頭取は企業再建について「内部から見なければ本当のことはわからない面もある」と指摘しており、新潟交通が取引銀行各社の無言の圧力を感じて踏み切った可能性も否定できない。

と報じている。また、三星金属による金融支援の要請を報じた『日本経済新聞』（2003年5月21日付，朝刊，新潟経済）は、まずは「遊休土地や株式、ゴルフ会員権なども売却し、十五億円の収入を見込む。新和商事（燕市）など関連会社二社の整理や、職員の給与体系の改定も進める」と報じている。負債が持つ企業経営への規律付けを緩ませなければ「第四銀は昨年末、ステンレス製造の明道金属に行員三人を派遣し、グループ企業八社を二社に再編する立て直し策を実行した。同社は四月には黒字に転換した」（『日本経済新聞』（2002年6月20日付，朝刊，新潟経済））という結果を得ることができる。これらの記事は、企業経営への規律付けを緩ませてしまうとき、メインバンクが経営不振に陥った企業に対して取り組むことができる限界を示している事例と言えるだろう。

三星金属に続く、新潟県における私的整理ガイドラインによる私的整理の大型案件は、新潟市に本社を置く総合建設業の加賀田組である。『日本経済新聞』（2005年3月24日付，朝刊，新潟経済）はつぎのように伝えている。

経営再建中の総合建設業、加賀田組（新潟市）は二十三日、不動産事業から撤退する再建計画について、第四銀行など十一金融機関から同意を得たと発表した。四月一日付で新社長に青木正彦副社長（53）が昇格、佐藤明社長（58）ら五人の取締役は全員退任する。

加賀田組はバブル期に購入した不動産の含み損が拡大。不動産部門を別会社に分離するため、全国銀行協会の「私的整理ガイドライン」に沿って一月末に再建計画をまとめた。すでに第四銀行が六十七億円の債権放棄に同意済み。残るみずは銀行など十金融機関も今回、債務返済の延長や不動産部門の分離などを含む再建計画に応じた。

新社長に就く青木氏は加賀田組の生え抜き。技術畑で二〇〇二年に取締役、〇五年二月に執行役員副社長となった。第四銀で〇三年まで常務を務めた松島高英氏が代表権のある副社長に就く。ほかに第四銀から執行役員ひとりを迎えるが、取締役と執行役員十三人のうち、十一人は現行の加賀田組の社員が占める。

同社は六月までに九九%減資し、五億円の第三者割当増資を実施。新会社を設立して販売・賃貸用の不動産を移す。新潟市万代地区にある本社も売却する。同社の売上高は二〇〇四年九月期で四百四十億円。うち建設部門が四百三十億円で、不動産部門は十億円。

加賀田組の案件は三星金属とは違い、本業とは別の「不動産事業から撤退する再建計画」だっ

た。対処しやすかったと思われる。しかし、本業の建設業については「取締役と執行役員十三人のうち、十一人は現行の加賀田組の社員が占める」というように現状が維持された。このことが問題を先送りする結果となる。

2009年末、第四銀行は再び、加賀田組に対して金融支援することになる。『日本経済新聞』（2009年12月23日付、朝刊、新潟経済）はつぎのように報じている。

新潟県内建設業大手で経営再建中の加賀田組（新潟市、市村稿社長）は22日、20億円の増資を実施すると発表した。第四銀行などによる債務の株式化（DES）での優先株引き受けが柱。増資に合わせ20億円を減資し、繰越欠損金を一括して債務超過を解消する。景気低迷の影響で加賀田組は08年9月期に16億円、09年9月期に5億円の最終赤字を計上。繰越欠損金が19億円にまで膨らんでおり、債務超過に陥っている。減資で繰越欠損金を無くす。

毎期、経常利益は確保するなど再建が進んでいたが、景気低迷で様相は一変。増減資で財務の健全性を確保する。新潟と東京への経営資源の集中などを軸とした新しい事業計画も策定、収益力の向上を目指す。増資を引き受ける第四銀は「同社は地域経済に重要な役割を果たしており、メイン行として支援する」としている。

加賀田組への金融支援の規模は第四銀行の「アキレスけん」ではない。しかし、建設業は地域経済の基幹産業の一つだけに、第四銀行の一挙手一投足は関心を集める。「メイン行として支援する」とは、どのような意味だろうか。それは、バランスシートの右側、すなわち金融への支援であり、バランスシートの左側、すなわち本業への支援ではないということだろう。「同社は地域経済に重要な役割を果たしており」という地域経済へのコミットメントは理解できるが、多胡・八代（2001, 45-46頁）は「本州日本海側における金融人の多くが持つ「wishful thinking」（いずれ良くなる、そのうち何とかなる）的思考回路に強い危機感を憶える」と注意を促している。¹¹

図3は、第四銀行株に対する北越銀行株のディスカウントがここ最近では再び拡大する傾向にあることを示している。つぎは2008年3月から2009年3月まで（2008年度）に注目しよう。

有価証券業務

2009年1月26日、北越銀行は「有価証券による資金運用を積極化していたのが裏目に出て」、2009年3月の経常損益が100億円の赤字になる見通しだと発表した。『日本経済新聞』（2009年1月27日付、朝刊、新潟経済）はつぎのように報じている。

北越銀行は二十六日、二〇〇九年三月期の連結最終損益が五十一億円の赤字（前期は四十七億

¹¹ 青木（1995, 141頁）は、銀行は財務困難に陥った企業を清算することによるベネフィットとコストを衡量し、結果として大企業や中堅企業をそうそう頻繁に清算させることはない状態が均衡として維持されていると解釈している。地域経済の場合、財務困難に陥った企業を清算するベネフィットを主張することは極めて難しいだろう。

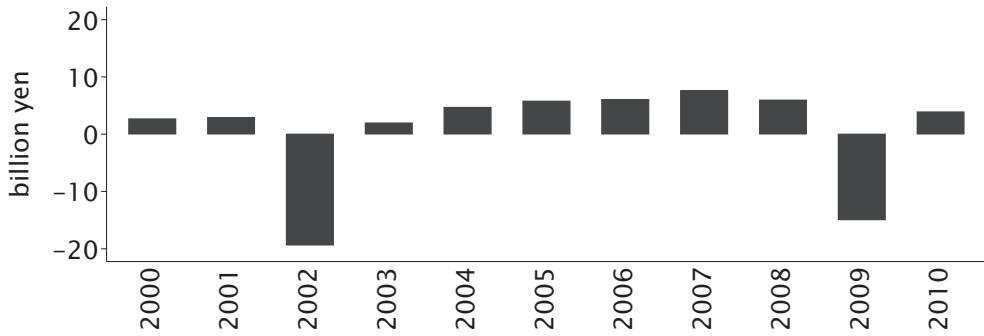


図5 経常利益（北越銀行）

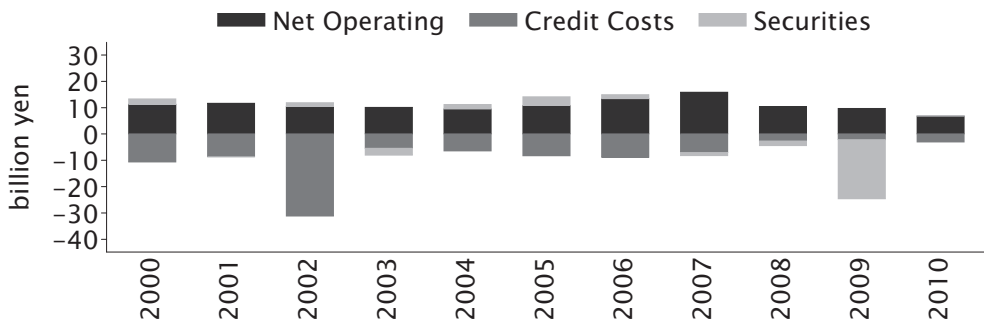


図6 経常利益の内訳（北越銀行）

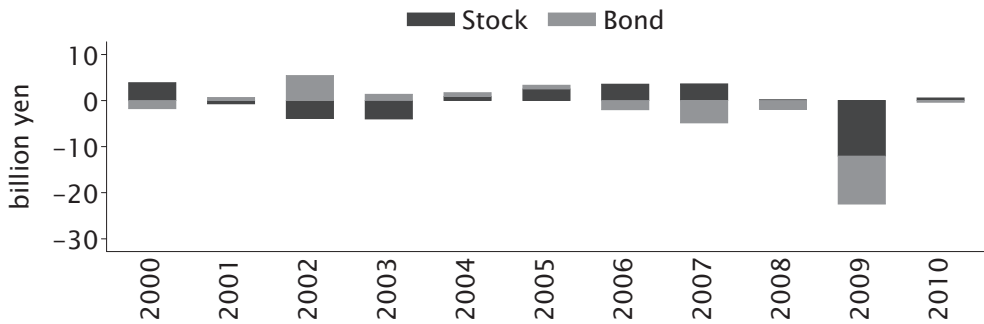


図7 有価証券関係損益（北越銀行）

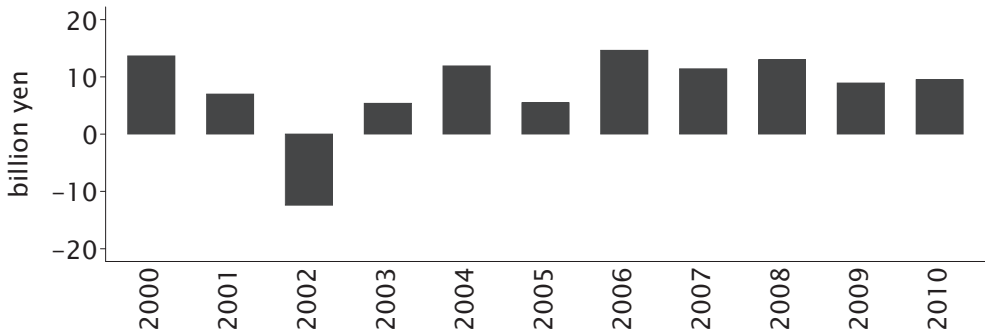


図 8 経常利益 (第四銀行)

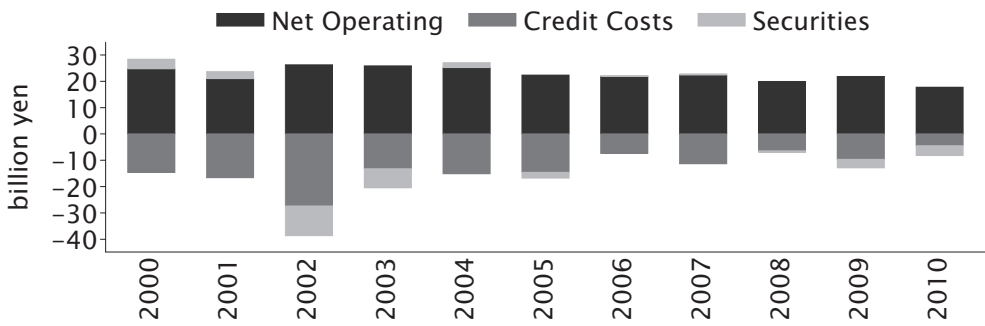


図 9 経常利益の内訳 (第四銀行)

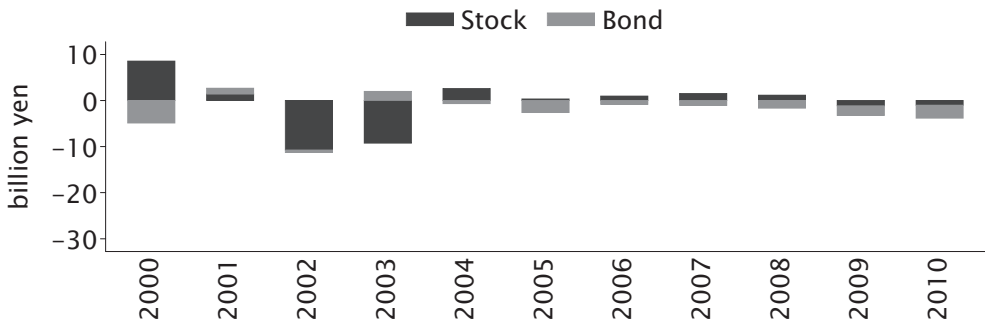


図 10 有価証券関係損益 (第四銀行)

六千七百万円の黒字)になる見通しだと発表した。従来予想は三十億円の黒字だったが、大幅に下方修正した。世界的な金融不安に伴い、有価証券の減損処理額が膨らんだ。

連結経常損益は百億円の赤字(同六十三億九千四百万円の黒字)となるもよう。金融市場の混乱により、有価証券減損処理額が百五十四億円(前期は十八億円)に達する。同行は資金需要の伸び悩みを受け、株式や上場投資信託(ETF)などの運用を積極化しており、傷口を広げた。

リスク・テイクの結果こうなった、ということなのだが、株主は「有価証券による資金運用を積極化」することを認識していたのかどうかを考えたい。

2009年1月の株式投資収益率は、第四銀行が-2.5%に対して北越銀行は-11.3%、その差は8.8%、2009年2月の株式投資収益率は、第四銀行が+0.5%に対して北越銀行は-7.8%、その差は8.3%である。この2か月間で、北越銀行株は第四銀行株に対して約17%ディスカウントになっている。これは、株主は「有価証券による資金運用を積極化」することを認識していなかった(想定範囲外)と言えよう。¹²

「世界的な金融不安に伴い、有価証券の減損処理額が膨らむ」のであれば、第四銀行も同じような傾向の決算になっているはずだ。そこで、2000年代の業績を見てみよう。¹³

図5(図8)に北越銀行(第四銀行)の経常利益を、図6(図9)に北越銀行(第四銀行)の経常利益の内訳を、図7(図10)に北越銀行(第四銀行)の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。粗い区分ではあるが、こうすることで見通しがよくなる。図5(図8)と図6(図9)から、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。ここでは有価証券関係損益に注目する。

¹² 有価証券の減損処理について、有価証券報告書にはつぎのように書かれている。北越銀行は時価が「著しく下落した」と判断するための「合理的な基準」は、「期末時価が簿価に比べ30%以上下落したこと」としており、当該基準に該当するものについて時価の回復可能性の判定を行い、当該有価証券の減損処理を行っております。

である。第四銀行は

時価が「著しく下落した」と判断するための基準は自己査定基準に定めております。債券については、時価が取得原価に比べて30%以上下落している場合で、時価の下落が単に一般市場金利の大幅な上昇によるもので時価の回復が見込まれる場合を除き、減損処理を行っております。株式および証券投資信託については、期末日における時価が取得原価に比べて50%以上下落した銘柄については全て減損処理を行うほか、時価が30%以上50%未満下落した銘柄については、基準日前一定期間の時価の推移や発行会社の財務状態などにより時価の回復可能性を判断し減損処理を行っております。

である。これらを読み比べると、第四銀行は「株式および証券投資信託については、期末日における時価が取得原価に比べて50%以上下落した銘柄については全て減損処理を行う」という点で明確である。いずれにしても回復可能性をどう考えるのかにより減損処理が違ってくるため、株式市場は減損処理額から実態を推測することになる。

¹³ http://www.zenginkyo.or.jp/education/free_publication/pamph/details/pamph_07.html

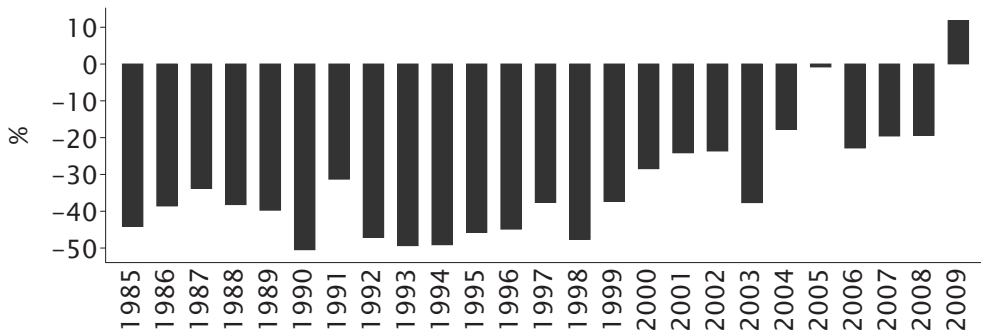


図 11 株主から見る北越銀行

北越銀行の有価証券残高は 6,000 億円から 7,000 億円、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。つまり北越銀行は第四銀行の約半分の資金量の有価証券で運用している。これを踏まえて、同じスケールで描いている図 7 と図 10 を比較すると、北越銀行の損益変動が絶対額でいかに大きいかはわかるだろう。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（これはこれで問題だろうけれど）。この違いが、図 4 に示した北越銀行と第四銀行のリスクの違いの要因の一つになっていると考える。

数坂（2010）によると、2009 年 3 月期に経常赤字に陥った地方銀行は 64 行のうち 31 行である。ほぼ半数が赤字で、主たる要因は不良債権処理の増加である。債券関係損は多くの地域銀行に観察できる一方で、株式関係損には偏りがある。保有株式の「質」について格差があるのではないかと推測している。

2010 年 3 月期、北越銀行は有価証券残高を約 600 億円増やし、約 7,630 億円となっている。株式市場の関心は経常利益を大きく左右する有価証券業務にどのように取り組むのかに集まっていると考える。北越銀行のアカウントビリティが問われている。

株主から見る北越銀行

図 11 は図 1 の拡張である。図 1 は 1980 年 3 月末に北越銀行株あるいは第四銀行株を購入し、そのまま保有し続けて、2010 年 3 月末を迎えた株主の富の推移を示している。一方で、図 11 は、たとえば、1985 年 3 月末（横軸）に北越銀行株を購入し、そのまま保有し続けて 2010 年 3 月末を迎えた株主の富が、同じように 1985 年 3 月末に第四銀行株を購入し、そのまま保有し続けて 2010 年 3 月末を迎えた株主の富と比較して、どの程度に乖離しているの

か、すなわち、

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

を示している。1985年3月末については、北越銀行の株主は、第四銀行株を購入するよりも40%強、機会費用（得られた可能性のある利益、言い換えると帳簿に載らない費用）を支払っている。2009年の北越銀行の株主は報われているものの、それ以前からの、古くからの株主はあまねく機会費用を支払っていることになる。

「銀行は株主だけのものではない」という主張は理解できる。しかし、その主張は「株主だけがコストを負担しなければいけない」ということではないだろう。考えられることは、たとえば、株主（カネ）としてはコストだが、メインバンクとしては（支援しているという気持ちでは）ベネフィットだというように、ステークホルダーとしてのコストとベネフィットは釣り合っているのかも知れない。

参考文献

青木昌彦，1995，『経済システムの進化と多元性』東洋経済新報社。

数阪孝志，2010，「地銀決算にみる地域金融の問題点」成城大学経済研究所（研究報告 No. 53）。

シェアード，ポール，1997，『メインバンク資本主義の危機』東洋経済新報社。

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。

日本経済新聞社編，1989，『銀行「株」が問う経営』日本経済新聞社。

野間幹晴・本多俊毅，2005，『コーポレート・ファイナンス入門－企業価値向上の仕組み－』共立出版。

Shleifer, Andrei, and Robert W. Vishny, 1992, Liquidation values and debt capacity: A market equilibrium approach, *Journal of Finance* 47, 1343–1366.