地方銀行の経営不安に対する株式市場の評価
― 新潟中央銀行への早期是正措置発動が県内公開企業に与えた影響についての実証分析 ―

佐　藤　弘　子

Abstract

I employ standard event study methodology to examine the value of banking relationship. My analysis focuses on the case of the Niigata Chuo Bank during a financial crisis. Treating the prompt corrective action by Financial Supervisory Agency for the Niigata Chuo Bank on June 11, 1999 as a signal for bank failure, I investigate the effect of financial difficulty of the Niigata Chuo Bank on the clients of the bank. I find that the market values of the customers of the bank are not adversely affected on the event of the action announcement. However, my analysis reveals that the Daishi Bank, the largest bank in Niigata, records a statistically significant positive abnormal return. Firms and banks are not equally affected by bank problems. The prompt corrective action represents a good new for the largest healthy bank. The relationship banking of the Niigata Chuo Bank is likely to be replaced by that of the Daishi Bank.

キーワード……地方銀行　リレーションシップ・バンキング　イベント・スタディ

1．はじめに

地域金融システムの中核を担っているのは地域金融機関、とりわけ地方銀行である[1)]。地方銀行の経営破綻は地域金融システムの根幹に関わる重大な出来事で、地域貸出市場だけでなく、地域経済にも深刻な影響を与えるだろう。

筆者の論文、佐藤(2003)は、新潟中央銀行をサンプルとして、地方銀行の経営「破綻」が取引先企業の企業価値に与える影響を検証したものである。そのなかで経営破綻のイベント日を 1999 年 10 月 1 日に設定した。10 月 1 日は、新潟中央銀行が破綻処理を提出した日である。しかし、その約 4 カ月前の 1999 年 6 月 11 日に、金融庁は新潟中央銀行に対して早期是正措置を発動していた。その時点で新潟中央銀行が破綻するかどうかは不確実であったが、それは経営「不安」のサインであった。

本稿の目的は、地域金融機関の経営「不安」が取引先企業の企業価値に与える影響を実証分

析することにある。本稿では、1999 年 6 月 11 日に新潟中央銀行に対して発動された早期是正措置を経営破綻の前兆、すなわち経営「不安」と捉え、その影響をイベント・スタディにより検証する。

本稿の実証分析は、新潟中央銀行に対する早期是正措置発動（経営不安）の影響が経営破綻処理申請時よりも小さいことを明らかにしている。このことは、早期是正措置は経営「不安」のサインではあるものの、経営「破綻」につながるという期待は小さかったことを示している。また、新潟中央銀行と同じく新潟市に本店を置く第四銀行について、統計的に有意なアブノーマル・リターンを見いだしている。このことは、第四銀行は、新潟中央銀行が経営不安に陥ることにより失う可能性のある企業や個人の取引を獲得するという株式市場の期待を示唆している。

新潟中央銀行がリレーションシップ・バンキングによって蓄積してきたソフト・インフォメーションは、新潟中央銀行の経営不安によって失われる。そのことは、取引先企業の企業価値にはマイナスの影響を与える。しかし、株式市場は、その失われたソフト・インフォメーションが第四銀行による新たなリレーションシップ・バンキングによって引き継がれ、その結果、第四銀行にはプラスの影響を期待したと考えられる。

本稿の構成は次のとおりである。第 2 節ではこれまでの研究について概観する。第 3 節ではまず、早期是正措置が発動された日を中心として、当時の状況を振り返り、イベントを特定する。次に、サンプルとなる県内公開企業の特定化の条件を提示し、分析手法に用いたイベント・スタディを説明する。第 4 節では仮説をもとに検証を行い、実証結果を報告する。そして最後に考察を行っている。第 5 節はまとめである。

2．これまでの研究

2.1　理論分析

日本における地域金融機関と取引先企業の間にはリレーションシップ・バンキングが存在している。このことは、資本市場からの資金調達に制限が課されている地方の中小企業は地域金融機関からの資金調達が必要不可欠となっていることから示される。

Berger and Udell（2002）は、中小規模の銀行にとってリレーションシップ・バンキングは重要な価値があると主張している。さらに Berger and Udell(2002）は、銀行は取引先企業との密接なコンタクトによって取引先企業や企業所有者についての固有情報（ソフト・インフォメーション）を得ることができ、リレーションシップ・バンキングは時間をかけた取引によって蓄積されたソフト・インフォメーションに依存していると述べている。そのリレーションシップ・バンキングのメルクマールについて、Boot（2000）は次のように説明している。

(1)金融（仲介）機関が、顧客（取引先企業）に固有の情報を獲得するために投資する。そ

の情報は本質的に銀行専有である。

(2)同じ顧客との取引に時間をかけ、さまざまな商品を長期的に提供することによって相互関係を作る。その相互関係を通して、その企業に対する投資の収益性を評価する。

これらを現実の金融機関と取引先企業の間で行われているやりとりの中に当てはめてみると、次のように考えられる。金融機関は取引先企業に対して貸出に関する権限を与えた貸出担当者を派遣する。貸出担当者は取引先企業について、外部組織を通じてでは得にくいソフト・インフォメーションを得る。この貸出担当者を通して、取引先企業についてのハード・インフォメーションとソフト・インフォメーションを得た金融機関は取引先企業を総合的に判断することができ、取引関係が続く長期期間を通してみたときにリスクの低い貸出が行える。

このリレーションシップ・バンキングにおいて最も重要なことは、リレーションシップ・バンキングはソフト・インフォメーションに依存しているということだ。この「ソフト・インフォメーションに依存している」ということによって、リレーションシップ・バンキングが顧客企業とフェイス・トゥ・フェイスによる取引の多い地方銀行には行いやすく、大手金融機関には行いにくい貸出技術となっている。

Berger and Udell（2002）は、リレーションシップ・バンキングがソフト・インフォメーションに依存している２つの理由を以下のように述べている。

第一の理由　第一の理由は、エージェンシー問題（agency problems）であり、エージェンシー問題が悪化して起こる契約問題（contracting problems）である。リレーションシップ・バンキングにおいては、外部からの観察が容易でないソフト・インフォメーションを得なくてはならない。銀行は、そのソフト・インフォメーションを得るために、多くの権限を与えた貸出担当者を取引先企業へ派遣する。このとき、金融機関が大手金融機関の場合、大規模で複雑な内部階層を持つ金融機関と貸出担当者との間でインセンティブが異なってくる場合がある。そのため金融機関（内部階層）と貸出担当者との間のエージェンシー問題が悪化し、契約問題が生じる。一方、金融機関が小規模（中小規模の地方銀行など）の場合では、内部階層を減らすことによって（あるいはもともと内部階層が少ないため)、金融機関（内部階層）と貸出担当者との間にあるエージェンシー問題を減らすことができ、契約問題が生じにくい。つまり、ソフト・インフォメーションを扱うリレーションシップ・バンキングにおいては、内部階層の少ない中小・地方金融機関の構造が適しているといえる。

第二の理由　第二の理由は、インフォメーショナル・ディスタンス（informational distance）である。ソフト・インフォメーションを外部へ伝達することは一般的には難しい。それに加えて、情報源（取引先企業）と金融機関の間に物理的な距離があると、ソフト・インフォメーション

の伝達はさらに難しくなる。Petersen and Rajan（2002）は「IT（情報通信技術）の発達によりソフト・インフォメーションの伝達効率性が高められ、地方銀行と中小企業の間の物理的な距離は広がってきている」、すなわちソフト・インフォメーションの伝達において物理的距離は問題ではなくなっていると報告している。しかし、新潟県内においては、地方銀行はほとんどの市町村に支店を配置し、そこから地域の顧客へ渉外活動を行うことが重要である。このことから、新潟県内においては、顧客により近い距離にいることがソフト・インフォメーションを金融機関の内部階層に伝えやすいということになろう。

以上のような理由から、リレーションシップ・バンキングは中小・地方金融機関にとって行いやすく、また中小・地方金融機関だからこそ行っていく必要のある貸出技術といえる。

2.2 実証分析

欧米の研究では、コンチネンタル・イリノイ銀行の経営破綻が取引先企業に与えた影響について分析した Slovin, Sushka and Polonchek (1993) がある。Slovin, Sushka and Polonchek (1993) は、コンチネンタル・イリノイ銀行を取引先としている企業を二つのグループに分類している。一つはコンチネンタル・イリノイ銀行が直接貸出者あるいはシンジケート・ローンの幹事行となっている企業グループ、もう一つはコンチネンタル・イリノイ銀行はシンジケート・ローン参加行の中の一行である企業グループである。そしてそれぞれのグループが受けた影響を分析している。その結果、コンチネンタル・イリノイ銀行が直接貸出者あるいはシンジケート・ローンの幹事行となっている企業グループは、シンジケート・ローン参加行の中の一行である企業グループと比較して、大きくマイナスのアブノーマル・リターンを記録していることが見いだされている。

日本の研究では、家森（1997）が兵庫銀行について、Yamori and Murakami（1999）が北海道拓殖銀行について、銀行の経営破綻がそれらをメインバンクとする取引先企業の企業価値に与えた影響を分析している。

家森（1997）は、兵庫銀行をメインバンクとする取引先企業を、株主と融資の順位によって単独メインバンク先企業と並立メインバンク先企業という二つのグループに分類し、それぞれのグループが受けた影響を分析している。その結果、兵庫銀行の経営破綻が単独メインバンク先企業以外の株価にはほとんどマイナスの影響を与えなかったと報告している。ほとんどマイナスの影響を受けなかったことについては、兵庫銀行が単独のメインバンクではなかったことが原因であると考えられている。したがって、兵庫銀行よりも密接な関係がある銀行（メインバンク）があった企業はあまりマイナスの影響を受けなかったということになる。

Yamori and Murakami（1999）は、北海道拓殖銀行の経営破綻がその取引先企業の企業価値に与えた影響を分析している。その結果、北海道拓殖銀行とのメインバンク関係が強い取引先

企業ほどマイナスのアブノーマル・リターンを記録しており、メインバンク関係が経済的な価値を持っているという仮説を支持している[2)]。

これまでの研究では、そのサンプルとなる取引企業の数が多く、また公開情報の充実している大企業が多かった。したがって分析するにあたっては、データの利用可能性は十分であると考えられる。一方で、中小規模の地方銀行の経営破綻をケースとして見た場合、その取引先が主にその地域の中小企業である。中小企業は、資金調達先は主に地域金融機関であり、株式を公開して資金を調達している割合は低い。したがって公開情報に基づいて検証できるほど十分なサンプル数を確保することは難しく、中小規模の金融機関の経営破綻がその取引先企業に与える影響を検証することもまた難しい。このような理由から、中小規模の地方銀行の経営破綻がその取引先企業に与える影響はこれまで十分に検証されてこなかった。なお、著者自身は佐藤（2003）において、そうした問題をふまえ、地域金融機関の経営破綻が取引先企業の企業価値に与える影響を実証分析するために、新潟中央銀行という第二地方銀行の経営破綻がその地域の取引先企業に与えた影響の検証を試みている。

3．イベント・スタディ

3.1　イベントの特定

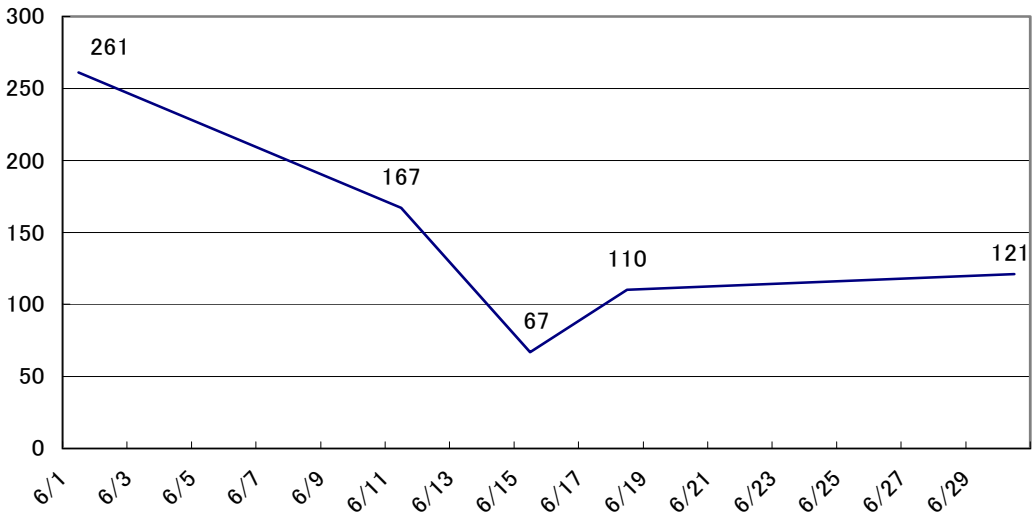
ここでは新潟中央銀行に対して早期是正措置が発動された時期を振り返り、本稿の分析に用いるイベントを特定する。

「自己資本比率 8%以上」という壁　多額の不良債権を抱えていたのは新潟中央銀行だけではなく、多くの金融機関も同じように不良債権問題を抱えていた。したがって、そのような状況の打開策として 1999 年 6 月 10 日、金融再生委員会は公的資金による地方銀行など地域金融機関向けの資本増強に関する基本方針を議決し、発表した。この基本方針により、地域金融機関の合併や提携など前向きな再編に踏み切る地域金融機関に対し、「金融検査マニュアル」とほぼ同じ基準の公認会計士協会の実務指針に基づく不良債権の償却・引き当てを課したうえで、公的資金が注入されることになった。

早期是正措置の発動　1999 年 5 月末に発表された 1999 年 3 月期決算によると、新潟中央銀行の自己資本比率は 5.13%である。ところが「金融検査マニュアル」に基づいて不良債権の償却・引き当てを課して算定し直したところ、自己資本比率は 2.01%と健全行の目安となる国内基準を大きく下回った（『日本経済新聞』1999 年 10 月 1 日付夕刊、1 面）。これによって、1999 年 6 月 11 日、金融監督庁は新潟中央銀行に対して早期是正措置を発動し、新潟中央銀行は経営改善計画の提出を求められた。図 1 からもわかるように、この日を境に新潟中央銀行の株価は急落

している。

図１．新潟中央銀行株価の推移



注）期間は 1999 年 6 月 1 日から 1999 年 6 月 30 日までである。縦軸は株価(円)、横軸は日付である。
筆者作成。

早期是正措置発動以降の自立再建努力　11 日の早期是正措置の発動を受けて、新潟中央銀行はまず、1999 年 6 月 13 日、大森竜太郎頭取の辞任を発表した（『新潟日報』1999 年 6 月 13 日付夕刊、1 面）。これによってその後の資本回復を狙い、6 月 15 日には大竹次期頭取が 200 億円の増資計画のうち 30 億円のめどがついていることを明らかにした（『新潟日報』1999 年 6 月 16 日付朝刊、6 面）。さらに 6 月 17 日には、新潟中央銀行本店営業部の取引先などで組織する新潟中央親交会が後援組織「新潟中央銀行を支援する会」を発足させ、同行が進める増資計画の追い風となった。

こうした中で株価は 6 月 15 日から上昇を始め、また新潟中央銀行は 6 月 25 日、200 億円の第三者割当増資や 5 年間で人員を 25%､店舗を 10%削減するなどの合理化策を盛り込んだ経営改善計画を金融監督庁に提出した（『新潟日報』1999 年 6 月 26 日付朝刊、1 面）。

本稿におけるイベント日は、新潟中央銀行が早期是正措置を発動された日、1999 年 6 月 11 日とする。株式市場が効率的であるならば、このニュースは直ちに株価に織り込まれ、統計的に有意なアブノーマル・リターンが観察されるはずである。

3.2　分析対象企業の特定化

本稿の分析の対象となるサンプル企業には、以下の二つの条件を満たしている企業を採用している。

イベント・スタディのためには株式リターンが必要である。そこでサンプルとして採用する

第一条件は、東京証券取引所に上場あるいは店頭市場に登録していることである。

次に第二条件としては、本社所在地が新潟県内であることである。

二つの条件を満たし特定されたサンプル企業は、表 1 に示す 27 社である[3)]。

表 1. サンプル企業

N	サンプル企業	N	サンプル企業	N	サンプル企業
1	雪国まいたけ	10	一正蒲鉾	19	日本精機
2	第一建設工業	11	キタック	20	コメリ
3	田辺工業	12	有沢製作所	21	原信
4	植木組	13	北越メタル	22	新潟交通
5	福田組	14	中央電気工業	23	リンコーコーポレーション
6	ブルボン	15	コロナ	24	新潟放送
7	亀田製菓	16	ダイニチ工業	25	北陸瓦斯
8	岩塚製菓	17	三條機械製作所	26	アークランドサカモト
9	セイヒョー	18	ツインバード工業	27	真電

注) N は企業別コードである。筆者作成。

またこれらの企業の基本統計量は表 2 の通りである。

表 2．サンプル企業の基本統計量

	平均値	中央値	最大値	最小値	標準偏差
総資産（百万円）	34389.6	25064.0	133677.0	2059.9	28439.8
総借入金（百万円）	8365.8	4687.0	43189.8	0.0	9727.1
県内での借入金（百万円）	3460.4	2730.6	19910.5	0.0	4007.2
県内での借入金/総借入金	0.455	0.439	1.000	0.000	0.287

注) すべてのデータは平成 11 年度『有価証券報告書』から取っている。総資産は負債と資本の合計。総借入金は長期借入金と短期借入金の合計、県内での借入金は県内の地方銀行からの借入金の合計である。筆者作成。

3.3　分析方法

分析方法は、Campbell, Lo and MacKinlay（1997）の第 4 章「イベント・スタディ」に依拠した標準的なイベント・スタディに基づいている。すなわち設定したウィンドウからマーケットモデルを推定して、アブノーマル・リターンを計算し、イベント日前後のアブノーマル・リターンが統計的に有意にゼロと異なっているかどうかを t 検定する（詳しくは、佐藤（2003）を参照）。

本稿で問題にするイベント日は、新潟中央銀行に早期是正措置が発動された 1999 年 6 月 11 日である。ここで株式市場が効率的であれば、すべてのニュースが株価に織り込まれるが、現実にはいくらか時間がかかることが知られている。したがって翌取引日の 6 月 14 日にも注目する。

具体的には、まずイベントの起きていない通常のリターン（ノーマル・リターン）を推定する期間であるエスティメーション・ウィンドウ（estimation window）と、アブノーマル・リターンを推定する期間であるイベント・ウィンドウ（event window）を設定する。本稿では、エスティメーション・ウィンドウを 1998 年 12 月 1 日から 1999 年 6 月 4 日までと設定している。

次に、エスティメーション・ウィンドウの期間において市場モデルを用いてパラメータを推定する。その市場モデルは

$$R_{i,\tau} = \alpha_i + \beta_i R_{m,\tau} + \varepsilon_{i,\tau} \qquad (1)$$

と表される。推定するパラメータはα_iとβ_iである。ここで、$R_{i,\tau}$は証券iの時間τにおける日次の株式リターンであり、$P_{i,\tau}$を証券iの時間τにおける終値として、

$$R_{i,\tau} = \frac{P_{i,\tau} - P_{i,\tau-1}}{P_{i,\tau-1}}$$

により求められる。$R_{m,\tau}$は市場ポートフォリオmの時間τにおける日次の市場リターンを表している。市場ポートフォリオの時間τにおける日次のリターンは、$P_{m,\tau}$を市場ポートフォリオmの時間τにおける終値として、

$$R_{m,\tau} = \frac{P_{m,\tau} - P_{m,\tau-1}}{P_{m,\tau-1}}$$

により求められる。$\varepsilon_{i,\tau}$は誤差項を表す。(1)式から求められたパラメータを用いて推定された予想リターンと、現実のリターンの差が、アブノーマル・リターンということになる。

4．実証分析

4.1 検証仮説

佐藤（2003）では、地方銀行の経営破綻がその地域の取引先企業に与える影響を実証するために、新潟中央銀行をサンプルとして地域金融機関の不安が取引先企業の企業価値に与える影響を実証分析しており、その際に以下の仮説を設けている。

(1)県内地方銀行とその取引先企業の間には関係に基づく貸出（リレーションシップ・バンキング）が存在し、その貸出をシェアするために県内地方銀行がひとつの貸出市場を形成して棲み分けを行っている。
(2)県内貸出市場の一翼を担っていた新潟中央銀行の経営破綻は、県内貸出市場から借入を行っている企業に影響を与えている。

分析の結果、新潟中央銀行の経営破綻によって県内公開企業は統計的に有意なマイナスのアブノーマル・リターンを経験していることを見いだしている。つまり新潟中央銀行の経営破綻は

県内公開企業にマイナスの影響を与えている。このことによって、県内地方銀行と取引先企業の間にはリレーションシップ・バンキングが存在しているという前提をもとに、本稿の分析を進めていくことができる。

リレーションシップ・バンキングについては、金融審議会金融分科会第二部会報告書（2003 年 3 月 27 日公表）の「リレーションシップ・バンキングの機能強化に向けて」において、「金融機関が顧客との間で親密な関係を長く維持することにより顧客に関する情報を蓄積し、この情報をもとに貸出等の金融サービスの提供を行うことで展開するビジネスモデルを指す」と定義されている。

また澤山(2003)は、リレーションシップ・バンキングの意義について、「貸し手と借り手の長期的に継続する関係の中から、外部から通常は入手しにくい借り手の信用情報が得られることにより、情報の非対称性に基づくエージェンシーコストが軽減され、貸し手、借り手双方のコストが削減されることにある」としている。

このリレーションシップ・バンキングは、大手金融機関とその取引企業との間のいわゆるメインバンク関係とは異なった性質を持つ、中小・地域金融機関の今後のあり方の一つとして議論されているモデルである。このリレーションシップ・バンキングが県内の地方銀行とその取引先企業との間にも存在していると容易に考えられる大きな要因は、中小・地方金融機関と中小規模の企業では、公開情報の少なさから情報の非対称性が多く生じ、貸し手の金融機関側からするとそのために生じるエージェンシーコストが、リレーションシップ・バンキングによって軽減されることにある。

中小・地方金融機関と取引を行っている企業の多くが中小規模の企業である場合が多く、そのような企業は公開情報・信用情報が大手企業と比較して不十分であることが多い。そうしたハード・インフォメーションの代わりに必要となる情報はソフト・インフォメーションであるけれども、このソフト・インフォメーションの獲得にはハード・インフォメーションの獲得と比較して多くの時間とコストがかかる。このため、貸し手側の金融機関は余分なモニタリングコストを支出する必要が出てくる。しかし、リレーションシップ・バンキングを前提として、長期的関係のもとに十分なソフト・インフォメーションを蓄積して取引を行っていけるのであればモニタリング・コストを引き下げることも可能であり、その結果借り手側の企業にとっても借入金利の引き下げ交渉を行う可能性もあり、エージェンシーコストの引き下げにつながる。

仮説　リレーションシップ・バンキングによって県内の地方銀行とその取引企業は密接な関係を築いており、さらに金融機関同士も棲み分けによって県内貸出市場を形成している。その県内貸出市場の一翼を担っていた新潟中央銀行に対する早期是正措置の発動というバッド・ニュースが、県内貸出市場を通じて県内取引企業に影響を与えている。

4.2 実証結果

表 3、表 4、表 5 では、新潟中央銀行に対して早期是正措置が発動されたというバッド・ニュースがサンプル企業に与えた影響を検証した結果を示している[4)]。

表 3．アブノーマル・リターンの分布（市場別インデクス）

	6月10日	6月11日	6月14日
−5≧AR	1	0	0
−4≧AR＞−5	2	1	0
−3≧AR＞−4	0	0	1
−2≧AR＞−3	0	1	4
−1≧AR＞−2	4	4	1
0≧AR＞−1	3	2	5
1≧AR＞0	1	1	4
2≧AR＞1	2	5	2
3≧AR＞2	1	2	0
4≧AR＞3	0	0	0
5≧AR＞4	0	2	1
AR＞5	3	0	0
サンプル数	17	18	18
負値比率	0.588	0.444	0.611

注）各日のサンプル数が異なっているのは、各日に株式取引の無かった企業があるためである。負値比率とはサンプル数全体に対する負の値をとるサンプル数の比率である。筆者作成。

表 4．アブノーマル・リターンの分布（規模別インデクス）

	6月10日	6月11日	6月14日
−5≧AR	2	0	0
−4≧AR＞−5	1	1	2
−3≧AR＞−4	0	0	1
−2≧AR＞−3	3	2	2
−1≧AR＞−2	1	3	3
0≧AR＞−1	1	2	7
1≧AR＞0	4	1	0
2≧AR＞1	0	5	2
3≧AR＞2	2	1	0
4≧AR＞3	0	1	0
5≧AR＞4	1	2	1
AR＞5	2	0	0
サンプル数	17	18	18
負値比率	0.471	0.444	0.833

注）各日のサンプル数が異なっているのは、各日に株式取引の無かった企業があるためである。負値比率とはサンプル数全体に対する負の値をとるサンプル数の比率である。筆者作成。

表 5．アブノーマル・リターンの分布（業種別インデクス）

	6月10日	6月11日	6月14日
-5≧AR	2	0	0
-4≧AR＞-5	1	1	1
-3≧AR＞-4	1	0	0
-2≧AR＞-3	0	2	3
-1≧AR＞-2	3	3	2
0≧AR＞-1	1	2	6
1≧AR＞0	1	1	3
2≧AR＞1	4	5	2
3≧AR＞2	1	1	0
4≧AR＞3	0	1	0
5≧AR＞4	0	2	1
AR＞5	3	0	0
サンプル数	17	18	18
負値比率	0.471	0.444	0.677

注）各日のサンプル数が異なっているのは、各日に株式取引の無かった企業があるためである。負値比率とはサンプル数全体に対する負の値をとるサンプル数の比率である。筆者作成。

表 3、表 4、表 5 の結果を見ると、イベント日である 6 月 11 日の負値比率はいずれも 0．444 となっており、マイナスのアブノーマル・リターンを記録した企業は過半数を割った状態である。さらにどの結果においても、イベント前の 6 月 10 日よりもイベント日の負値比率が低くなっている。

また表 6 の結果を見ると、イベント日にすべての情報が織り込まれなかったとして、イベント日の次の取引日である 6 月 14 日の負値比率を見てみると、イベント日よりも負値比率は高くなっているものの、新潟中央銀行の経営破綻をイベントとして検証した際の結果と比較すると、影響の度合いは大きくないと考えられる。

表 6．イベント日の負値比率の比較

	イベント日 6月11日			イベント日 10月1日		
	市場別	規模別	業種別	市場別	規模別	業種別
イベント日	0.444	0.444	0.444	0.684	0.684	0.737
翌イベント日	0.611	0.833	0.667	0.75	0.75	0.75

注）各日の負値比率を、インデクスごと（市場別、規模別、業種別）に分けて示している。筆者作成。

ここで、アブノーマル・リターンを記録している企業の株式価値について、市場のどのような評価によってアブノーマル・リターンを記録したと考えられるのか簡潔に説明することにする。

本稿で仮定している企業のアブノーマル・リターンは、新潟中央銀行の経営不安に伴ってマイナスの影響を受けることから、マイナスのアブノーマル・リターンを記録すると推測してい

る。このマイナスのアブノーマル・リターンを記録するということは、何もイベントの起こらなかった取引日から通常の株価の推定値を推定し、その推定値と実際に記録した株価を比較したとき、推定値よりも実際の株価の方が低かったということである。

ここで株価、つまり株式価格の現在価値は、株式価格の配当割引モデルから次のように導き出される（たとえば Bodie、 Kane and Marcus（1999）を参照）。

$$S = \frac{D_1}{1+k} + \frac{D_2}{(1+k)^2} + \frac{D_3}{(1+k)^3} + \cdots$$

ここで、S は現在の株式価格、D は各期に受け取る配当の期待値、k は割引率を表す。
このモデルによると、次のどちらかが起こるときに株式価格は下落する。

・配当が低くなる。
・割引率（リスク・プレミアム）が上昇する。

まず、新潟中央銀行の経営不安によって配当が低くなることについては、次のように説明できる。企業は調達した資本を収益性の見込めるプロジェクトに投資し、そこから得られる利益の中から配当を支払う。新潟中央銀行の経営不安により資金調達が困難になると予想されると、資金制約が課されることにより収益性のあるプロジェクトに投資することができなくなる（過小投資が起きる）。その結果、配当は減少すると市場は推測したと考えられる。

次に、新潟中央銀行の経営不安によって割引率が上昇することについても、次のように説明できる。配当割引モデルの割引率が上昇するということは、リスク・プレミアムが上昇していると考えられる。新潟中央銀行によるリレーションシップ・バンキングが失われることで、取引企業のソフト・インフォメーションが失われ、ソフト・インフォメーションの減少により倒産リスクが高まると推測される。それまで割引率が抑えられている（倒産リスクが表面化しない）要因の一つに、リレーションシップ・バンキングの存在がある。リレーションシップ・バンキングによる長期的な関係には、景気変動にかかわらず貸出金利を平準化させるというメリットがある。スポット取引の場合には、景気の変動に応じて金利も変動するが、長期的な関係の場合には、貸し手側の銀行は貸出金利の設定を平準化することができる。この金利平準化の機能がリレーションシップ・バンキングの喪失により失われ、割引率が上昇したと解釈できよう。

いずれの要因により、企業の株式価格が下落したということは特定できないけれども、新潟中央銀行の経営不安により、企業の株式価格は下落し、アブノーマル・リターンが記録されたと考えられる。

4.3　考察

検証の結果、新潟中央銀行に対する早期是正措置の発動というバッド・ニュースがサンプル企業に与えた影響は、経営破綻時に比べて少なかったといえる。これに対しては、企業は県内貸出市場の中で財務状態が健全でない新潟中央銀行との取引を考えるよりも、財務状態が健全であろうと推測される他の銀行との取引が可能であると推測したからと考えられる。

この新潟中央銀行に代わる取引銀行として、市場が評価したのは第四銀行ということが表 7 から分かる。

表 7 によると、イベント日において第四銀行は統計的に有意なプラスのアブノーマル・リターンを記録しているのに対し、北越銀行は統計的に有意なマイナスのアブノーマル・リターンを記録している。この違いの理由は、表 8 より見いだすことができるだろう。

表 8 にあげたサンプル企業においては、第四銀行を密接な関係のある銀行とする企業は 18 社なのに対し、北越銀行を密接な関係のある銀行とする企業はわずか 3 社である。このことから、第四銀行がそれまで新潟中央銀行が取引を行ってきた企業や個人の多くを獲得することで収益が増加すると株式市場が期待し、プラスのアブノーマル・リターンが観察されたのではないかと推測する。

つまり、新潟中央銀行と取引企業の間のリレーションシップ・バンキングが第四銀行によっ

表 7．第四銀行と北越銀行のアブノーマル・リターン

第四銀行

	インデクス		
	市場別	規模別	業種別
6 月 11 日	1．425	1．428	1．425
	(8．237)***	(8．207)***	(8．190)***
6 月 14 日	−0．939	-0．939	-0．941
	(-5．428)***	(-5．397)***	(-5．408)***

北越銀行

	インデクス		
	市場別	規模別	業種別
6 月 11 日	-3．637	-3．637	-3．639
	(-15．882)***	(-15. 882)***	(-15．890)***
6 月 14 日	-1．450	-1．449	-1．453
	(-6．332)***	(-6. 328)***	(-6．345)***

注）( ) 内の数値は（ウィンドウに含まれる日数の平方根と標準誤差を掛けて求められる）検定統計量である。***は有意水準 1%で統計的に有意であることを示している。筆者作成。

て代替されるという市場の考えがみえる。これはリレーションシップ・バンキングが容易には築けないモデルであることを前提とすると、県内でのリレーションシップ・バンキングは本当に企業にとって価値のあるモデルであるのか、そもそもリレーションシップ・バンキングがうまく機能しているのかという疑問が持ち上がる。つまり、地方銀行によるリレーションシップ・バンキングが県内貸出市場とその取引先企業にとって価値のあるものと認識されているのかという疑問が持ち上がってくるのだ。

例えば、新潟中央銀行の経営不安のほぼ半年前の 1998 年 10 月 23 日に日本長期信用銀行の国有化、12 月 17 日に日本債券信用銀行の国有化が決定している。日本長期信用銀行は 10 月に

表 8．サンプル企業と銀行との関係

N	サンプル企業	密接な関係のある銀行	役員受け入れ	
1	雪国まいたけ	第四銀行	第四銀行①	大光銀行①
2	第一建設工業	第四銀行	第四銀行①	
3	田辺工業	第四銀行	第四銀行①	
4	植木組	第四銀行		
5	福田組	第四銀行		
6	ブルボン	第四銀行		
7	亀田製菓	第四銀行	第四銀行①	日本長期信用銀行①
8	岩塚製菓	第四銀行	北越銀行①	
9	セイヒョー	北越銀行		
10	一正蒲鉾	第四銀行	第四銀行③	
11	キタック	第四銀行		
12	有沢製作所	八十二銀行	八十二銀行②	第四銀行①
13	北越メタル	北越銀行		
14	中央電気工業	三井住友銀行		
15	コロナ	第四銀行		
16	ダイニチ工業	第四銀行		
17	三條機械製作所	北越銀行	北越銀行①	
18	ツインバード工業	第四銀行	住友銀行①	第四銀行①
19	日本精機	東京三菱銀行	北越銀行②	大光銀行①
20	コメリ	第四銀行		
21	原信	第四銀行	第四銀行①	
22	新潟交通	日本興業銀行		
23	リンコーコーポレーション	日本興業銀行		
24	新潟放送	第四銀行	第四銀行①	
25	北陸瓦斯	日本興業銀行	第四銀行①	
26	アークランドサカモト	第四銀行	第四銀行④	
27	真電	第四銀行	第四銀行②	

注）N は企業別コードである。「密接な関係のある銀行」は『会社四季報』（1999 年 3 集）の「主取引銀行」欄に最初に掲げられている銀行つまり主取引銀行である。「役員受け入れ」は、平成 11 年度『有価証券報告書』に記載されている、借入企業に対して役員を派遣している銀行である。○内の数値はその銀行から受け入れている役員数を示している。筆者作成。

特別公的管理に入った後、株価の急落や預金の流出など市場の判断によって国有化に至っている。一方、日本債券信用銀行は多額の不良債権により実質債務超過状態と金融当局に判断され、国有化に追い込まれている。

日本長期信用銀行は市場の判断、日本債券信用銀行は政府の判断と違いがあるものの、新潟中央銀行の経営破綻の決定とは大きな違いがある。既述の通り、新潟中央銀行の経営不安は 6 月の金融当局からの早期是正措置発動から始まった。しかしこの早期是正措置はあくまでの「警告」であったことが、その後半年に渡って自主再建の道の模索を行うことができたということで分かる。また、早期是正措置で一旦は株価は急落したものの、その後の自主再建を市場が期待したと考えられ、株価は持ち直し安定傾向にあった。それでありながら、10 月の経営破綻処理の申請は、新潟中央銀行によって自主的に行われた。すなわち新潟中央銀行の経営破綻の決定したのは、市場でも政府でもなく新潟中央銀行自身であった。

これらのことから、一つの疑問が持ち上がってくる。地方銀行によるリレーションシップ・バンキングを市場は必要としていないのではないだろうかということである。リレーションシップ・バンキングが容易には築けない重要な関係だと認識したならば、たとえそのリレーションシップ・バンキングを行っている第二地方銀行が小規模だとしても、失われるリレーションシップ・バンキングの価値を考えて市場はもっと大きく反応したのではないだろうか。地方金融機関の問題はいわゆる「周辺」の問題であり、もし経営不安であったとしても他の県内の地方銀行によるリレーションシップ・バンキングの代替によって成り立っていくだろうという市場の楽観的態度があったのではないだろうか。そしてこのことは、市場は地方金融機関とその取引企業におけるリレーションシップ・バンキングに価値を見いだしていない傾向と見ることができると考える。

さらに、銀行はつぶれないという「神話」の存在により、地方銀行の経営不安に対して楽観的態度になっていたとも考えられる。西村(1995)は、「神話」は幻想的に作られたものではない、「神話」を生み出す背景が存在し、「神話」を信じる人々の心の動きがあり、「神話」を維持する社会的な装置が存在する、と述べている。それによると、明治時代の国策であった「殖産興業」のために銀行制度をたてる必要があったという背景が存在し、産業を支配する力を持つ銀行だからこそ安心して預金できるという人々の心の動きがあり、それを維持するためにも政府によって守られてきた護送船団方式という社会的な装置も存在した。そして銀行はつぶれないという「神話」が存在し続け、この「神話」によって地方銀行といえども銀行、つぶれることはないだろうと楽観視されたと考えられる。

最近では既述のような金融機関、特に地方金融機関に対する楽観的態度を改めるがごとく、2003 年 3 月 27 日、金融審議会金融分科会第二部会報告から「リレーションシップ・バンキングの機能強化に向けて」が発表されている。この中では、それぞれの中小・地域金融機関がその報告書の提言に沿ってリレーションシップ・バンキングの機能を強化し、中小企業の再生と

地域経済の活性化を図るための各種の取り組みを進めることによって、不良債権問題も同時に解決していくことが適当と考えられると述べられている。またそれを受けて、3 月 28 日、金融庁によって「リレーションシップ・バンキングの機能強化に関するアクションプログラム」が取りまとめられている。この中では、中小・地域金融機関に対して主要行とは異なる特性を有するリレーションシップ・バンキングのあり方を多面的な尺度から検討することを求め、リレーションシップ・バンキングの機能強化を確実に図る必要性を強調している。こうした傾向は地方金融機関の重要性を示唆し、地域経済にとって好ましい傾向といえるかもしれない。しかし実際に、政府・市場が求めているようなリレーションシップ・バンキングに対する取り組みが地域金融機関によって行われているのか、これから観察していく必要があろう。

5．まとめ

本稿の実証分析は、新潟中央銀行に対する早期是正措置発動によって県内公開企業の受けた影響は、新潟中央銀行が破綻処理を申請したときと比較してマイナスの影響が少なかったことを見いだしている。

しかしながら、県内貸出市場を形成している新潟中央銀行以外の地方銀行については、第四銀行は統計的に有意なプラスのアブノーマル・リターンを、北越銀行は統計的に有意なマイナスのアブノーマル・リターンを記録している。この市場の反応の差は、第四銀行の方が県内公開企業との取引が多いことが原因の一つと考えられる。第四銀行はこれまでのリレーションシップ・バンキングをより強固なものにして、それまで新潟中央銀行が取引を行ってきた企業や個人の多くを獲得することで収益が増加すると株式市場が期待し、プラスのアブノーマル・リターンが観察されたのではないかと推測する。

この結果は、市場は新潟中央銀行によるリレーションシップ・バンキングに価値を見いだしていないと見ることができる。新潟中央銀行が経営不安に陥っている時期の直前に、日本長期信用銀行と日本債券信用銀行という大手行が事実上の経営破綻、国有化という事態に陥っている。こうした大手行の破綻によって主導された金融システム不安の中で、小規模な地方第二銀行が問題提起したリレーションシップ・バンキングの重要性が軽視されたのではないかと考える。現在ではこの中小・地方銀行に対してリレーションシップ・バンキング機能の強化が求められ、地方金融機関の重要性が注目されているけれども、果たしてその取り組みは十分に行われているのか、今後検証する必要性があろう。

＜注＞

1) 一般に、地域金融機関は、地方銀行、第二地方銀行、信用金庫、信用組合、農業共同組合（JA）などを総称する。しかし本稿では分析の対象として第二地方銀行であった新潟中央銀行の経営破綻を取り上

げていることから、地域金融機関のなかでも地方銀行と第二地方銀行（以下、県内地方銀行という）に注目する。

2) Yamori and Murakami (1999) について、堀・高橋 (2001) が追検証を行っている。堀・高橋は、イベント・スタディに用いるインデクスに各市場の平均を標準収益率として計算した超過利潤率を使用している。この超過利潤率は、東証一部・二部・地方および店頭登録市場から求められている。ここで本稿のインデクスには、市場別の収益率（本稿では市場別インデクスとよんでいる）、規模別の収益率（規模別インデクス）、業種別の収益率（業種別インデクス）を、各企業の所属に合わせて一社一社に対応しているインデクスを用いる。

3) 第一条件と第二条件を満たすサンプル企業は 28 社である。その中で、佐渡汽船（株）は新潟県が発行済み株式総数の 50%を所有していることからサンプルから除外している。

4) 表 3、表 4、表 5 のアブノーマル・リターンの推定結果には、各企業の上場・登録している市場に一致するインデクスを用いて推定している。

＜参考文献＞

1．佐藤弘子（2003），「地方銀行の経営破綻に対する株式市場の評価：新潟中央銀行の経営破綻が県内公開企業に与えた影響についての実証分析」（修士論文），新潟大学大学院経済学研究科．

2．澤山弘（2003），「リレーションシップバンキング報告書の意義と論理構成リレーションシップバンキングの意義と論理構成」，『信金中金月報』2003 年 7 月号，2～9 項．

3．西村清彦（1995），『日本の地価の決まり方』筑摩書房．

4．堀雅博・高橋吾行（2001），「銀行取引関係の経済的価値―北海道拓殖銀行破綻のケース・スタディー―」，内閣府経済社会総合研究所 ESRI Discussion Paper Series No.4．

5．家森信善（1997），「銀行の経営破綻と取引先企業ーメインバンクの破綻を資本市場はいかに評価したかー」，『証券アナリストジャーナル』1997 年 4 月号，79-96 頁．

6. Berger, Allen N. and Gregory F. Udell (2002), “Small Business Credit Availability and Relationship Lending: The Importance of Bank Organisational Structure,” *Economic Journal* 112, pp. F32-F53.

7. Bodie, Zvi., Alex Kane and Alan J. Marcus (1999), *Investment* (Fourth Edition), Boston: Irwin McGraw-Hill.

8. Boot, Arnoud W.A. (2000), “Relationship Banking: What Do We Know?,” *Journal of Financial Intermediation* 9, pp. 7-25.

9. Campbell, John Y., Andrew W. Lo and A. Craig MacKinlay (1997), *The Econometrics of Financial Markets*, Princeton: Princeton University Press.

10. Petersen, Mitchell A. and Raghuram G. Rajan (2002), “Does Distance Still Matter? The Information Revolution in Small Business Lending,” *Journal of Finance* 57, pp. 2533-2570.

11. Slovin, Myron B., Marie E. Sushka and John A. Polonchek (1993), “`The Value of Bank Durability: Borrowers as Bank Stakeholders,” *Journal of Finance* 48, pp. 247-266.

12. Yamori, Nobuyoshi (1999), “Stock Market Reaction to the Bank Liquidation in Japan: A Case for the Informational Effect Hypothesis,” *Journal of Financial Services Research* 15, pp. 57-68.

13. Yamori, Nobuyoshi and Akinobu Murakami (1999), “Does Bank Relationship Have an Economic Value? The Effect of Main Bank Failure on Client Firms,” *Economics Letters* 65, pp. 115-120.

主指導教員（永山庸男教授）、副指導教員（佐藤 正教授・芹澤伸子教授）