

銀行のガバナンス構造と経営効率性

著者	岡村 秀夫
雑誌名	関西大学経済論集
巻	49
号	2
ページ	151-168
発行年	1999-09-16
その他のタイトル	Governance structure and Operating Performance of Japanese Major Banks
URL	http://hdl.handle.net/10112/13989

論 文

銀行のガバナンス構造と経営効率性¹⁾

岡 村 秀 夫

要 約

近年、銀行の経営破綻が相次ぎ、金融システムの不安定性が高まっている。そのため、銀行のガバナンス構造を明らかにし、銀行経営の効率性を高めることは喫緊の課題である。ところで、非金融企業と異なり預金という特殊な負債を保有する銀行の場合、株主によるガバナンスが重要である。本稿では、1990年から1998年をサンプル期間として、日本の大手銀行18行のパネル・データを用いて、株式所有構造の変化、株式所有構造と経営効率性および労働分配率との関係を分析した。その結果、①銀行の株式所有構造は経営効率性を重視する株主の保有比率が上昇する傾向にあること、②銀行経営に対して株主は経営効率性を高める方向で影響を与えていること、③株式保有比率が高いほど労働分配率が低下すること、すなわち株主への分配が多くなる傾向があること、の3点が明らかになった。従って、少なくとも1990年代において、銀行のガバナンス構造は株主への利益分配を重視する「新古典派型企業」としての性格を示していると言える。

キーワード：金融機関、株式所有構造、コーポレート・ガバナンス、経営効率性、労働分配率、パネルデータの分析

経済学文献季報分類番号：09-13, 12-24

1. はじめに

日本の銀行は、間接金融中心の金融市場において、従来中心的な役割を果たしてきた。貸出先企業の経営状態を監視するモニターとしての役割こそ注目されてきたが、監督当局の規制・保護下にあつて、銀行自身の倒産は少なくとも表面的には発生せず、銀行自身の経営が大きく問題になることは希であった。だが最近では、一部銀行等の経営破綻・経営悪化が表面化したり、個々の銀行によって資金調達条件に差が生じるなど²⁾、モニターであるはずの銀行自身の経営に懸念が生じている。しかし、「誰が監督者の監督を行うのか (Who monitors the monitor.)」という問題については未だ十分には議論が尽くされていない。本稿の目的は、銀行の株式所有構造の変化を検討し、そしてパネルデータを用いて銀行の株式所有構造と経営効率性および労働分配率の関係について実証分析を行うことによって、銀行の特殊性を考慮しながら銀行の経営効率性ならびにガバナンス・メカニズムを明らかにすることである。

では、コーポレート・ガバナンス論は何を対象にしているのだろうか。日本語では「企業統治」論と訳されることが多いため、企業と法制度の関係が注目されがちである。また、企業に法制度を遵守させ、社会と調和した存在たらしめるための倫理的側面に焦点をあてる論者もいる。筆者は、

もちろん上記のような法制度面あるいは倫理面の重要性を否定するものではない。だが、本稿では企業の経済的側面に焦点を当てて議論を進めていく。その理由は、企業の目的は生産活動を通じた付加価値の最大化であり、生産活動を目的とした企業の分析には経済学からのアプローチが最も有効だと考えるからである。

ただし、コーポレート・ガバナンスを経済学的アプローチで論じる際に、株主の役割だけを過度に重視することには注意が必要である。しばしば、企業は株主のものであり企業の目的は株価最大化であるとの主張がなされるが、この主張をコーポレート・ガバナンスを論じる際に株主の利益および株主権のみに注目すればよいと解釈することには問題がある。

例えば、企業の金融面に注目すると、事前に元本の償還と利払いの方法が定められた負債を保有する債権者と、残余請求権を保有する株主という異なるタイプの資金提供者が存在する。債権者と株主では受け取る所得のパターンが異なるので、両者の間には利害対立の生じる可能性がある。株主の機会主義的行動を事前に予想する債権者は、資金提供の条件を厳しくするかもしれない。これはエージェンシー問題の一種であるが、企業には株主と債権者以外にも様々な関係者が異なる利害をもって関与しており、企業を取り巻く関係者の利害をうまく調整することができれば、より効率的な生産が可能になるかもしれない。企業の重要な構成員である従業員についてみると、従業員の技能の蓄積は生産性を大きく左右する。そこで、技能を習得するインセンティブ体系を適切に設計すれば、企業の生産性を高めることができるだろう。

従って、コーポレート・ガバナンスを論じる際には、株主だけではなく、企業の様々な利害関係者（ステークホルダー）についても考慮する必要がある。それならば、コーポレート・ガバナンス論の視点は、次のように整理できると考えられる³⁾。

- (1) 経営者を監視し、コントロールするメカニズム
- (2) 利害関係者（ステークホルダー）間の調整と、それを通じた経営上の意思決定
- (3) 法制度、規制、慣習
- (4) 企業行動の規範、倫理

以上の4点を通じて企業価値を最大化することが企業の目的と考えられるが、広義の経済学的視点からの分析は主に(1)と(2)に立脚し、本稿でも同様の立場をとる。実証分析を行う際の指標を例にとれば、様々な利害関係者の存在を考慮すると、株価の時価総額ではなく、企業が生産する付加価値（利益に加えて、給与、利子、地代・家賃、減価償却費なども含めた指標）の総額を用いる方が適当な場合もある。

銀行もまた企業の一つである。しかし、非金融業に属する企業とは異なる特徴がある。銀行経営のガバナンス・メカニズムに関連する部分については、負債の大部分を預金が占めている点、預金保険制度の存在、公的規制・保護などを挙げることができる。従って、銀行経営のガバナンス・メカニズムを検討する際には、非金融企業との共通点、相違点を念頭に置きながら議論を進める必要がある。

以下第2節では、まず企業経営のガバナンス・メカニズムについて整理し、次いで銀行の特殊性

を検討する。第3節ではパネル・データの分析方法について述べる。第4節では、銀行のガバナンス構造に関して、株式所有構造の推移、株式所有構造と経営効率性の関係、および株式所有構造と労働分配率の関係、についての実証分析を行う。

2. 企業経営のガバナンス・メカニズム

2.1 企業経営のガバナンス・メカニズム

古くは Berle and Means (1932) にみられるように、特に大企業では所有と経営が分離し、専門的経営者による経営が一般的であり、そのため経営者と株主の間に生じる利益相反をいかに解決するか、という問題に対して様々なアプローチが試みられてきた。情報の経済学が発展する中で、エージェンシー・アプローチによる分析は、企業の資本構成や経営者に対する報酬契約などによって効率的な経営を行わせ得ることを明らかにした。そして、近年進展を見せている不完備契約理論では⁴⁾、経営上のコントロール権の配分に資本構成が影響を与えることに注目している。また、コーポレート・ガバナンスの課題についても、単純に経営者を株主の利益に沿うようにコントロールする方法を検討するだけでなく、株主・債権者・経営者・従業員・取引先など様々な関係者の利害を調整しながら効率的な経営を実現する方法を明らかにすることである、という考え方が定着しつつある⁵⁾。

以下では、企業の金融面に依拠したガバナンス・メカニズムについて検討する。企業が外部から資金調達を行う場合、株式発行と負債発行の2種類が代表的な方法である。その際、資金提供者には、異なるタイプの利益請求権だけではなく、異なるタイプの経営に関与する権利が与えられることが一般的である。株主がガバナンスを行う手段としては、株主権の行使という直接的コントロールと株式売却という市場を通じたコントロールがある。言い換えると、株主が経営者に対する直接の「発言」と、株価低下を導く株式の売却という「資金の移動」の2種類のコントロール手段がある。また、債権者についても同様に考えることができる。以下では、株主によるガバナンスについて、次に債権者によるガバナンスについて、それぞれ検討する。

2.2 株主によるガバナンス

株式会社形態をとる公開企業の場合、株式は多くの株主に分散して所有される一方で、経営は株式をほとんど所有しない専門的経営者によって行われることが一般的である。企業経営にあたっては、様々な関係者の利害を調整し、企業価値を最大化することが求められる。だが、経営者と他の関係者の利害が対立するなら、経営者が自らを利する行動をとらないようにコントロールしなければならない。株主が経営者の行動をコントロールする手段としては、主に株主総会における議決権の行使や取締役の選任などによる直接的コントロール（また法的根拠はないが、株主が経営者に対して発言や要求を行うことも直接的コントロールの一種と考えられるだろう）と、株式の売却や株価低下による敵対的買収の可能性増大などの市場を通じたコントロールを考えることができる。

直接的コントロールについては、Shleifer and Vishny（1986）で指摘しているように、株式所有の集中度が高いほど有効であると考えられる。つまり、大株主ほど効率的な経営を行わせるために必要なコストを上回るメリットを享受できると考えられるからである。また、機関投資家などの専門的投資家ほど効率的に経営をコントロールすることが可能であるかもしれない。

市場を通じたコントロールについては、非効率な経営を行った場合には、株主が株式を売却することによって株価の低下という形で評価が経営者に伝えられ、さらに敵対的買収による経営者の交代（あるいはその可能性）によって経営が効率化する、というメカニズムが考えられる。

ところで、株主によるガバナンスについて検討する際、日本の主要企業において典型的に見られる株式持合の効果を考慮する必要がある。標準的なファイナンス理論に従えば、株式持合は利潤証券としての株式の価値には影響を与えない⁶⁾。一方、株式は支配証券としての側面も持ち、その意味で株式持合はガバナンスに影響を与え得る。倉沢（1992）、米澤（1995）、橘木・長久保（1997）など多くの研究が指摘しているように、株式持合は安定株主を確保して敵対的買収の可能性を低下させ、経営者の自主性を増加させる有効な手段である。だが、このことは必ずしも経営の効率性低下には結びつかない。まず、株主の機会主義的行動を防ぎ、中長期的視点から経営を行うことを可能にするというメリットがある。また、わが国の企業の多くを小宮（1995）にあるような「労働者管理企業」と考えるなら、従業員および従業員の代表としての経営者が事実上の残余請求権者として努力の成果を享受できるシステムの方が、生産性向上に適しているかもしれない。そこで、労働者や経営者などの内部者に一定の自主性を保証するために株式持合が有効であるとも考えることもできる。従って、株式持合が経営の効率性に与える影響に関して、長期的視点に立った経営による長所が表れるのか、それとも株主によるコントロール機能の低下によって非効率になるという短所が表れるのか、という点を明らかにすることは実証研究に残された課題である⁷⁾。

2.3 債権者によるガバナンス

債権者は、企業経営が順調に行われている時には、事前に定められた利子を受け取り、定められた期日に元本の償還を受ける。だが、一旦企業経営が破綻し、債務不履行となると企業の経営権は経営者から債権者に移転する。この点に注目した Aghion and Bolton（1992）は、企業が負債発行による資金調達を行っている場合、経営危機（倒産）時には経営者から債権者に経営権が移転することが、経営に規律を与えていることを示した。広田・池尾（1996）では、倒産時に経営権が移転することによる負債の再組織化機能が、従来日本企業の経営を規律づける役割を果たしてきた可能性を指摘している。また、債権者は経営が非効率だと考えれば、期限が到来した契約を更新せずに資金を引き揚げたり、あるいは再契約時に条件を変更することによって、一定のコントロールを行うことが可能かもしれない。

債権者によるガバナンスに関しては、メインバンクによる貸出先企業のガバナンスを指摘する向きもある。しかし、メインバンクによるガバナンスについては、Aghion and Bolton（1992）らが

指摘したメカニズムだけが機能していたのではなく、貸出と平行して行われた株式所有、継続的取引関係、人的関係、資金不足基調であった日本経済の構造、限界的機能しか果たしていなかった直接金融、など様々な条件も合わせて考慮する必要がある。

以上で議論したように、経営に対する直接的コントロールについては、企業経営が順調に行われている時は株主に、経営破綻時・倒産時には債権者に、それぞれコントロールの権限が属している。また、株式の売却あるいは資金の引き揚げという方法で、つまり株主や債権者は自らのポートフォリオを変更することによって、経営者に圧力をかけ得る。次項では、銀行経営のガバナンスに関して、銀行の特殊性を考慮しながら、株主および債権者によるガバナンスの有効性を検討する。

2.4 銀行の特殊性とガバナンス

銀行の特殊性としては、非金融企業とは異なり、バランスシートにある負債の大半が預金というある種特別な負債であることを指摘することができる⁸⁾。従って、銀行経営に対する債権者のガバナンスについて検討する際には、銀行が保有する負債の特殊性を考慮しなければならない。預金は極めて多数の預金者に分散して保有されており、預金保険制度によって一定額までの預金は保証されているため、預金者が非金融企業の債権者と同様に銀行経営に関心を持ってガバナンスを行い得るとは想定しにくい⁹⁾。つまり、非金融企業の債権者——銀行に代表される——とは異なり、銀行経営に関しては預金者が経営について直接「発言」を行う形でのガバナンスは機能しないだろう。そして、銀行に対する規制・保護や、近年に至るまで銀行の倒産が発生しなかったという事実は、預金の移動によって銀行経営者に効率的経営を行うように圧力をかけ得る機会を失わせていたと考えられる。

株主や債権者の他に、金融当局が銀行経営のガバナンスを行っていたという見方もあるが、Horiuchi and Shimizu (1997) では少なくとも「天下り」による銀行経営の規律付け機能は見いだされないと結果が示されている。金融当局は銀行の破綻防止などには一定の役割を果たし得ても、銀行経営のガバナンスを行い効率性を改善する能力を十分に有しているとは考えられないし、過去にも有していたとは考えにくい。実際、規制緩和が進められる中で、金融当局の役割は銀行経営に対する直接的指導・規制から、金融市場におけるルール遵守の監督や金融システムの安定性確保に移行しつつある。

以上の議論から、銀行経営のガバナンスに関しては、負債によるガバナンスや金融当局によるガバナンスの有効性は従来から高くなかったと考えられる。一方で、株主によるガバナンスについては、銀行だけに見られる特殊性はそれほど存在しない。そこで、以下では銀行経営をガバナンスする主な担い手として株主に注目し実証分析を行う。

3. パネル・データ分析

第4節で行う実証分析では、複数の大手銀行についての数年間にわたるデータを用いる。通常のクロスセクション分析で用いるマイクロ・データでは、個々の経済主体の属性やその周囲で発生する

ショックに大きな影響を受ける。このような欠点を補う上で、同じ経済主体の異時点間にわたるデータを利用するパネル・データ分析が有効である¹⁰⁾。各経済主体に係わる個別効果（異質性）をランダムな確率変数として取り扱う場合は変量効果（random effect）モデル、定数項が異なっていると仮定し非確率変数として取り扱う場合は固定効果（fixed effect）モデルが選択される。畠中（1996, pp.110）によると、「(i) 家計調査のように、関係する諸変数について母集団の分布をなるべく正確に反映するように主体の標本抽出が行われている場合には、独立変数も、主体に固有の効果も無作為標本と考えられる。分析結果はたまたま得られた標本についてではなく、母集団に関する命題と理解される。(ii) あまり注意深くデザインされない標本抽出や単なる調査の場合（企業の財務統計もこの類と思われる）、独立変数が無作為標本とは仮定できないが、しかし固有の効果については…（中略）…無作為標本とするのがよからう。…（中略）…(iii) 全国都道府県のように関心を持つ対象がすべてで n 個しかない場合には、独立変数についても、主体に固有の効果についても、普遍的な命題を求めることはできない。(i) と (ii) では、主体に固有の効果は変量効果、(iii) では主体に固有の効果は固定効果となる」とされている。

本稿の分析では、大手銀行という特定の集合を対象とするので上記 (iii) にしたがって固定効果モデルを選択する。さらに、年ごとに生じたショックの影響を取り除くために時間ダミー変数を導入した二元配置固定効果モデル（two way fixed effects model）を用いることとする。二元配置固定効果モデルは、Baltagi（1995）、斎藤（1998）などに従い、次のように定式化することができる。

$$y_{it} = \alpha + \beta X_{it} + \mu_i + \lambda_t + v_{it} \quad (3.1)$$

ここで、 i は各経済主体、 t は時間、 y_{it} は被説明変数、 X_{it} は説明変数、 α は定数項、 β は係数、 μ_i は観測できない個別効果、 λ_t は観測できない時間効果、 v_{it} は確率的な誤差項、をそれぞれ表す。

以上の議論に基づいて、第4節ではパネル・データを利用し二元配置固定効果モデルを用いて実証分析を行う。

4. 銀行のガバナンス構造

4.1 分析の目的および対象

本節における分析の目的は、株式所有構造の推移を検討した上で、株式所有構造が経営効率性に与える影響、および株式所有構造が労働分配率に与える影響をそれぞれ推定することにより、銀行のガバナンス構造を明らかにすることである。

非金融企業について株式所有構造が経営効率性に与える影響を分析した研究としては、広田（1996）、米澤・宮崎（1996）などがある。広田（1996）では、株式所有構造に併せて負債比率、メインバンク関係などを含めて企業の金融・財務面と経営効率性の関係を実証分析している。そして、日本では企業の金融・財務面は経営効率性に影響を与えており、特に低成長企業において有効であるが、一方で株式所有構造は経営効率性に影響を与えていないとしている。対照的に、米澤・宮崎（1996）は、株式所有の集中度が高いほど生産性を高める効果を持つとの結果を示している。また、

金融機関の株式所有構造に関しては、斎藤（1998）が地方銀行の株式所有構造が貸出行動に与える影響および株式市場におけるリスク評価（株式投資収益率とベータ値）をパネル・データを用いて分析している。そして、株式所有構造は地方銀行の貸出行動に影響を与え、また企業集団に属する金融機関株主の存在が株式市場におけるリスク評価に影響を与えていることを示している。

第2節で述べたように、非金融企業と異なり銀行の負債の大半は多数の預金者からの預金であるという特徴を持っている。そのため、個々の預金者によるコントロールは機能しにくく、従って銀行の経営効率性を確保するメカニズムとしては、株主によるコントロールが重要である。モニタリングを行うインセンティブが強いと考えられる大株主、モニタリング能力に優れた金融機関株主・法人株主、そして経営効率性をより重視すると考えられる外国人株主¹¹⁾、などの存在は銀行経営を効率的に行わせる可能性がある。

また、大手銀行のガバナンス構造について、株価最大化を目的とし株主が（名実共に）付加価値の分配に際して残余請求権者であるような「新古典派型企業」か、小宮（1995）が指摘するような所与の資本利潤率の下で1人当たり貸金率が最大になるように生産物の産出量や資本・労働の投入量を決定する、典型的な日本型企業としての「労働者管理企業」であるか、ということを経営構造と労働分配率の関係を分析することによって検討する。すなわち、各タイプ別株主の株式保有比率と労働分配率が負の相関を持てば、その株主は「新古典派型企業」を指向し、株式保有比率と労働分配率が正の相関を持てば「労働者管理企業」を指向すると考えることができる。米澤・宮崎（1996）では、非金融企業について株主のタイプ別にみた株式所有構造が労働分配率に与える影響を分析し、金融機関、外国法人、役員の特株比率が高いほど株価最大化を目指す新古典派型企業に近く、そのような企業ほど高い生産性を上げ得ると結論している。

各銀行の経営効率性を表す指標としては、広田（1996）、米澤・宮崎（1996）などで従業員の余剰を含んだ全要素生産性（TFP: Total Factor Productivity）の概念を用いており、本稿もこれらにならって従業員1人当たりの付加価値額（業務純益、人件費、福利厚生費、減価償却費の合計額）を採用する。前節で述べたように、コーポレート・ガバナンスの課題は単純に株主の利益を最大化するための方法を検討することではなく、企業のような関係者の利害を調整していくことに焦点が当てられている。そして、日本企業において株主と並ぶ重要な利害関係者は従業員であり、従業員余剰を含めた付加価値の方が企業の経営効率性をより反映すると考えられる。なお、労働分配率は「人件費・福利厚生費」/「業務純益+人件費・福利厚生費+減価償却費」の数値を用いた。

本節の分析で用いた株式所有構造を表す変数は、次の4つである。

「金融機関保有比率」：経営効率性との関係については、池尾・谷（1995）でも指摘しているように、金融機関同士では情報の非対称性が最も小さくなり、ガバナンスの能力は最も高くなると考えられるので、正の相関が予想される。労働分配率との関係については、大手銀行の金融機関株主には企業集団・グループ企業の金融機関が多く含まれるため、金融機関株式保有比率と労働分配率が負の相関を持つような「新古典派型企業」の傾向があるかどうかは明らかではない。

「その他法人保有比率」：銀行と非金融企業の間での情報の非対称性は中程度（個人株主より非対称性は小さいが、金融機関よりは大きい）であると考えられ、どちらかといえば正の相関が予想される。労働分配率との関係については、上位株主は企業集団・グループ企業などの株式持合先であることが多く、「新古典派型企業」の傾向については不明である。

「外国人保有比率」：純粋な投資目的での株式保有が一般的で、最も経営効率性を重視すると考えられるが、国内株主と同等にガバナンスに関与するのは困難かつコストがかかると考えられる。従って、経営効率性との関係では正負両方の効果が予想されるので、符号条件は不明である。労働分配率との関係では、最も「新古典派型企業」を指向する可能性が高く、株式保有比率とは負の相関が予想される。

「個人保有比率」：情報の非対称性が最も大きく、ガバナンスに関与することは困難であると考えられるので、経営効率性とは無相関または負の相関が予想される。労働分配率との関係については、純粋な投資目的での株式保有が一般的であると考えられるので、株式保有比率とは負の相関が予想される。

次項では、上記4つの株式保有比率を含めた推定モデルを定式化する。

4.2 推定モデル

銀行の経営効率性についての推定モデルとして、次の(4.1)式を仮定（ただし1次同次関数を仮定しない）する¹²⁾。なお、 Y は付加価値、 A は経営効率性を表すパラメーター、 L は従業員数、 K は資本ストックである。

$$Y = AL^a K^b \quad (4.1)$$

実際の推定に際しては(4.1)式の両辺を従業員数 L で割り、さらに両辺の対数をとる。

$$(c = a + b - 1, y = Y/L, k = K/L)$$

$$\log y = \log A + c \log L + b \log k \quad (4.2)$$

そして、右辺第1項については次の(4.3)式のように、各タイプ別株主の株式保有比率が経営効率性パラメーター A に影響を与えると仮定する。（ X_1 は金融機関の株式保有比率、 X_2 はその他法人の株式保有比率、 X_3 は外国人の株式保有比率、 X_4 は個人の株式保有比率）

$$\log A = a_0 + a_1 X_1 + a_2 X_2 + a_3 X_3 + a_4 X_4 \quad (4.3)$$

さらに、3節の議論に従って(3.1)式の二元配置固定効果モデルを導入し、株式所有構造と経営効率性との関係について最終的に次の(4.4)式を用いて推定を行う。（ i は各経済主体、 t は時間、 μ_i は個別銀行のダミー変数、 λ_t は時間ダミー変数）

$$\log y_{it} = a_0 + a_1 X_{1it} + a_2 X_{2it} + a_3 X_{3it} + a_4 X_{4it} + c \log L_{it} + b \log k_{it} + \mu_i + \lambda_t \quad (4.4)$$

また、株式所有構造と労働分配率の関係については、(4.4)式と同様に次の(4.5)式を用いて推定を行う。（ l_s は労働分配率）

$$l_{sit} = a_0 + a_1 X_{1it} + a_2 X_{2it} + a_3 X_{3it} + a_4 X_{4it} + c \log L_{it} + b \log k_{it} + \mu_i + \lambda_t \quad (4.5)$$

4.3 データ

分析で用いる各変数をサンプル期間全体でプールして求めた基本統計量が表1にまとめられている。サンプル期間は、データの入手可能性に基づいて、1990年3月期決算（1989年度）から1998年3月期決算（1997年度）まで9年間とした。サンプルは、都市銀行9行（第一勧業銀行、さくら銀行、富士銀行、東京三菱銀行、あさひ銀行、三和銀行、住友銀行、大和銀行、東海銀行）、信託銀行6行（三井信託銀行、三菱信託銀行、安田信託銀行、東洋信託銀行、中央信託銀行、住友信託銀行）、長期信用銀行3行（日本興業銀行、日本長期信用銀行、日本債券信用銀行）、の計18行である。都市銀行のサンプルから北海道拓殖銀行を除外した理由は、同行の経営破綻と、それに際して大幅な赤字決算を行った決算期があることから、データに問題があると判断したためである。また信託銀行のサンプルから日本信託銀行を除外した理由は、同行が東京三菱銀行の子会社となっており、他行とは株式所有構造が顕著に異なるためである¹³⁾。

説明変数のうち、資本ストックの値については有価証券報告書にある「資本の部合計」額を用いた。そして(4.4)式および(4.5)式の推定モデルにあるように従業員1人当りの数値を求め、その対数値を用いた。また従業員数についても対数値を用いている。また株式所有構造については、先に述べた「金融機関保有比率」、「その他法人（非金融機関）保有比率」、「外国人保有比率」、「個人保有比率」の4種類の株主タイプ別株式保有比率を用いている。ただし、表1では「10大株主保有比率」の値も掲載しているが、実際の推定では多重共線性の存在が疑われたため、後の実証結果では上位10位までの株主の株式保有比率の合計である「10大株主保有比率」を説明変数から除いた推定の結果を報告している。

表1 基本統計量

（注）サンプルは以下の大手銀行18行である。

都市銀行9行（第一勧業銀行、さくら銀行、東京三菱銀行、富士銀行、住友銀行、大和銀行、三和銀行、あさひ銀行、東海銀行）、信託銀行6行（三井信託銀行、三菱信託銀行、住友信託銀行、安田信託銀行、東洋信託銀行、中央信託銀行）、長期信用銀行3行（日本興業銀行、日本長期信用銀行、日本債券信用銀行）

（出所）有価証券報告書（1990年3月期決算（1989年度）から1998年3月期決算（1997年度））

（A：全18行）

	平均	中央値	標準偏差	最小	最大
10大株主保有比率（％）	24.19	22.87	5.42	15.38	43.48
金融機関保有比率（％）	31.07	29.43	9.79	15.14	62.28
その他法人保有比率（％）	56.26	56.95	9.26	22.85	74.54
外国人保有比率（％）	3.61	2.83	2.64	0.44	13.41
個人保有比率（％）	5.62	5.52	2.17	1.94	11.25
従業員数（人）	10,022	7,839	5,655	2,290	22,919
1人当り資本（万円）	11,152	9,741	6,188	3,621	29,556
資本の部合計（百万円）	1,019,161	850,879	596,475	99,434	2,793,770
業務純益（百万円）	166,009	146,064	117,324	6,938	525,372
人件費合計（百万円）	104,379	74,326	62,886	18,731	247,712
減価償却費（百万円）	17,830	14,090	13,445	1,726	47,675
付加価値額（百万円）	288,218	233,447	179,140	39,964	801,758
1人当り付加価値額（万円）	3,016	2,710	1,379	932	7,961

(B:都銀9行)

	平均	中央値	標準偏差	最小	最大
10大株主保有比率(%)	23.84	23.18	2.24	20.07	28.76
金融機関保有比率(%)	30.98	31.49	4.17	22.84	41.23
その他法人保有比率(%)	55.25	55.53	5.02	43.59	63.40
外国人保有比率(%)	3.58	3.11	2.22	0.80	13.41
個人保有比率(%)	7.08	6.82	1.60	4.87	11.25
従業員数(人)	14,976	15,111	3,554	7,970	22,919
1人当り資本(万円)	9,229	9,058	2,479	4,781	14,472
資本の部合計(百万円)	1,415,111	1,632,575	534,258	473,114	2,793,770
業務純益(百万円)	231,247	222,760	116,039	11,378	525,372
人件費合計(百万円)	157,408	160,450	44,718	67,754	247,712
減価償却費(百万円)	28,752	29,643	10,443	7,486	47,675
付加価値額(百万円)	417,407	440,055	153,659	140,375	801,758
1人当り付加価値額(万円)	2,744	2,656	721	1,194	4,305

(C:信託6行)

	平均	中央値	標準偏差	最小	最大
10大株主保有比率(%)	26.76	23.78	8.01	19.56	43.48
金融機関保有比率(%)	23.18	23.09	5.17	15.14	39.67
その他法人保有比率(%)	63.63	64.14	6.24	42.77	74.54
外国人保有比率(%)	4.28	3.35	3.20	0.48	11.45
個人保有比率(%)	4.75	4.13	1.57	2.89	8.33
従業員数(人)	5,708	5,846	1,102	3,450	7,708
1人当り資本(万円)	8,119	8,074	2,371	3,621	12,488
資本の部合計(百万円)	484,662	465,720	210,073	132,975	816,349
業務純益(百万円)	88,258	61,192	78,315	6,938	387,298
人件費合計(百万円)	53,623	54,562	13,982	27,450	73,959
減価償却費(百万円)	7,484	6,609	4,080	1,726	17,815
付加価値額(百万円)	149,366	130,696	87,802	39,964	464,243
1人当り付加価値額(万円)	2,577	2,193	1,380	932	7,693

(D:長信銀3行)

	平均	中央値	標準偏差	最小	最大
10大株主保有比率(%)	20.09	19.68	2.09	15.38	24.91
金融機関保有比率(%)	47.17	42.06	9.34	37.59	62.28
その他法人保有比率(%)	44.56	50.43	10.75	22.85	56.03
外国人保有比率(%)	2.35	1.77	2.10	0.44	9.92
個人保有比率(%)	3.02	2.64	1.05	1.94	6.25
従業員数(人)	3,789	3,690	1,120	2,290	5,466
1人当り資本(万円)	22,987	24,589	5,541	3,936	29,556
資本の部合計(百万円)	900,309	1,019,106	372,101	99,434	1,430,500
業務純益(百万円)	125,797	130,095	61,717	19,188	248,555
人件費合計(百万円)	46,800	46,823	19,566	18,731	76,323
減価償却費(百万円)	5,756	5,828	2,133	2,641	10,398
付加価値額(百万円)	178,353	174,089	76,033	46,278	330,286
1人当り付加価値額(万円)	4,710	4,584	1,638	1,890	7,961

4.4 株式所有構造の推移

表2および図1から図4は、サンプル期間中の株式所有構造の年度別推移を示したものである。

「10大株主保有比率」は、大手銀行全18行平均では24%前後で推移、都銀9行平均では25%台か

表2 株式所有構造の推移

(A: 全18行)

決算期	10大株主保有比率	金融機関保有比率	その他法人保有比率	外国人保有比率	個人保有比率
199003	24.73	29.86	59.15	1.52	6.02
199103	24.63	29.79	59.37	1.63	5.59
199203	24.38	30.11	58.81	1.89	5.55
199303	24.22	30.68	58.11	2.02	5.60
199403	24.09	31.31	56.52	3.24	5.38
199503	23.83	31.68	55.53	4.09	5.28
199603	23.50	31.35	54.17	5.61	5.29
199703	23.45	31.86	53.55	5.95	5.44
199803	24.87	33.04	51.14	6.52	6.47

(B: 都銀9行)

決算期	10大株主保有比率	金融機関保有比率	その他法人保有比率	外国人保有比率	個人保有比率
199003	25.14	29.62	58.20	1.54	7.42
199103	24.36	29.53	58.27	1.76	7.15
199203	23.73	29.82	57.44	2.15	7.29
199303	23.78	30.35	56.85	2.38	7.21
199403	23.74	31.37	55.40	3.12	6.91
199503	23.72	31.72	54.64	3.80	6.74
199603	23.50	31.34	53.32	5.38	6.69
199703	23.36	32.26	52.18	5.86	6.75
199803	23.25	32.77	50.96	6.23	7.51

(C: 信託6行)

決算期	10大株主保有比率	金融機関保有比率	その他法人保有比率	外国人保有比率	個人保有比率
199003	26.66	21.44	67.18	1.79	5.59
199103	27.16	21.40	67.72	1.74	4.71
199203	27.39	21.96	67.31	1.90	4.42
199303	26.89	22.82	66.20	1.92	4.62
199403	26.64	22.94	64.12	4.17	4.45
199503	25.85	23.30	62.62	5.54	4.42
199603	25.30	23.16	60.77	7.41	4.43
199703	25.52	24.25	60.19	7.21	4.46
199803	29.39	27.32	56.53	6.86	5.64

(D: 長信銀3行)

決算期	10大株主保有比率	金融機関保有比率	その他法人保有比率	外国人保有比率	個人保有比率
199003	19.67	47.42	45.93	0.93	2.69
199103	20.36	47.35	45.98	1.04	2.67
199203	20.30	47.25	45.94	1.08	2.59
199303	20.22	47.42	45.70	1.12	2.71
199403	20.01	47.85	44.66	1.76	2.67
199503	20.11	48.28	44.04	2.04	2.62
199603	19.90	47.73	43.52	2.70	2.80
199703	19.58	45.90	44.36	3.74	3.44
199803	20.72	45.29	40.88	6.72	4.99

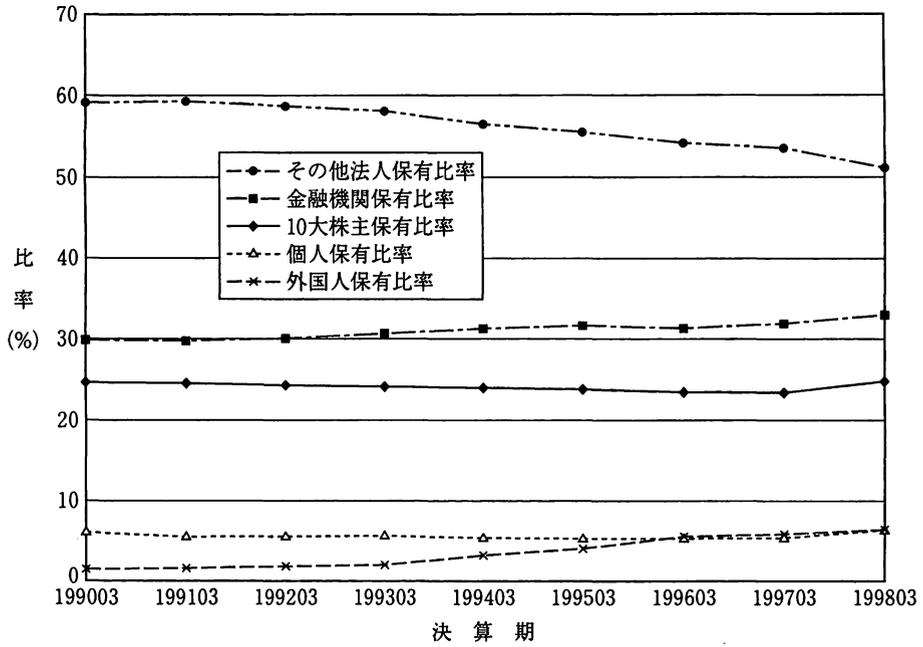


図1 株式会社所有構造の推移 (全18行)

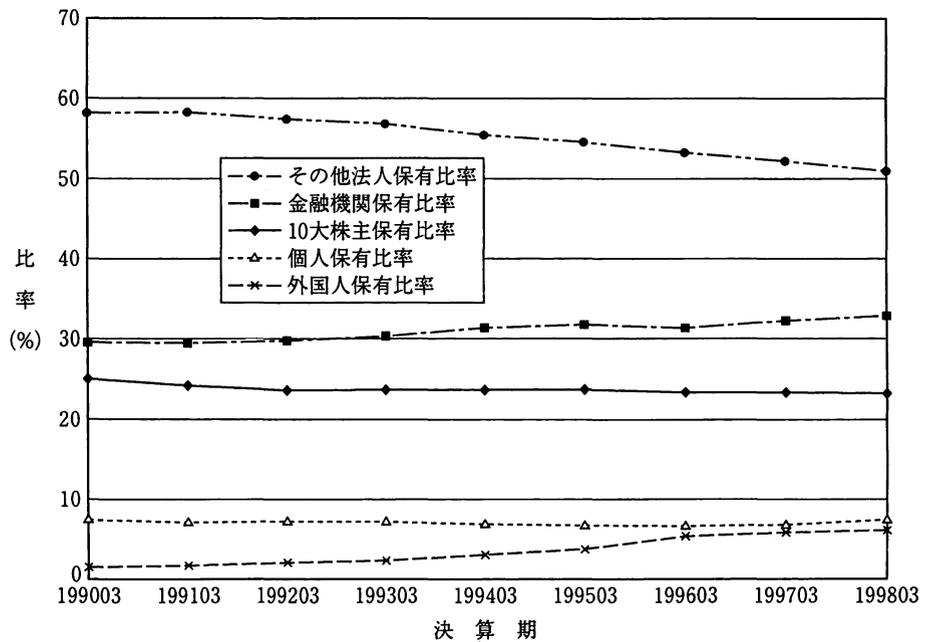


図2 株式会社所有構造の推移 (都銀9行)

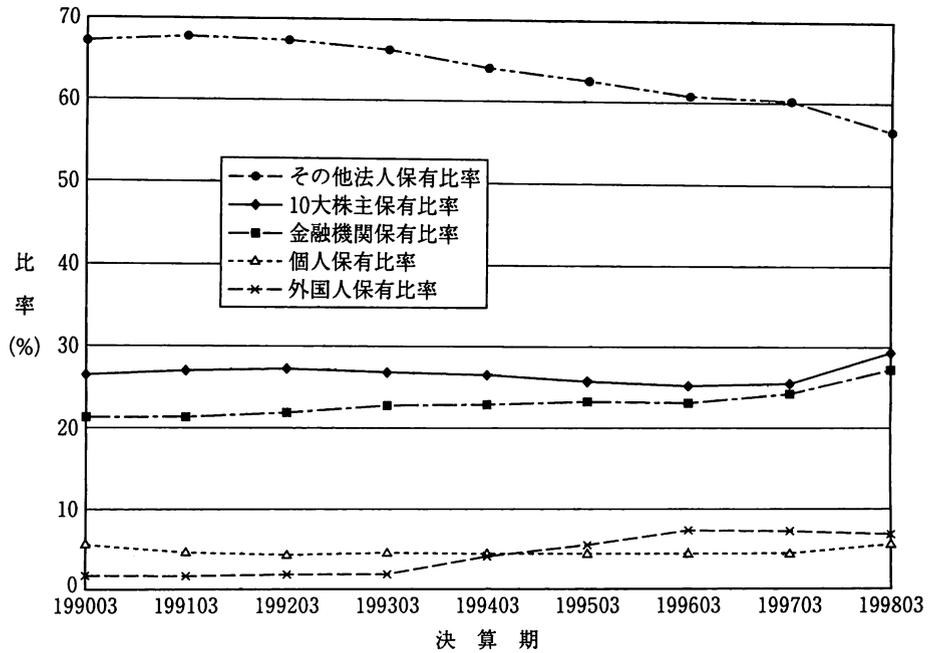


図3 株式所有構造の推移（信託6行）

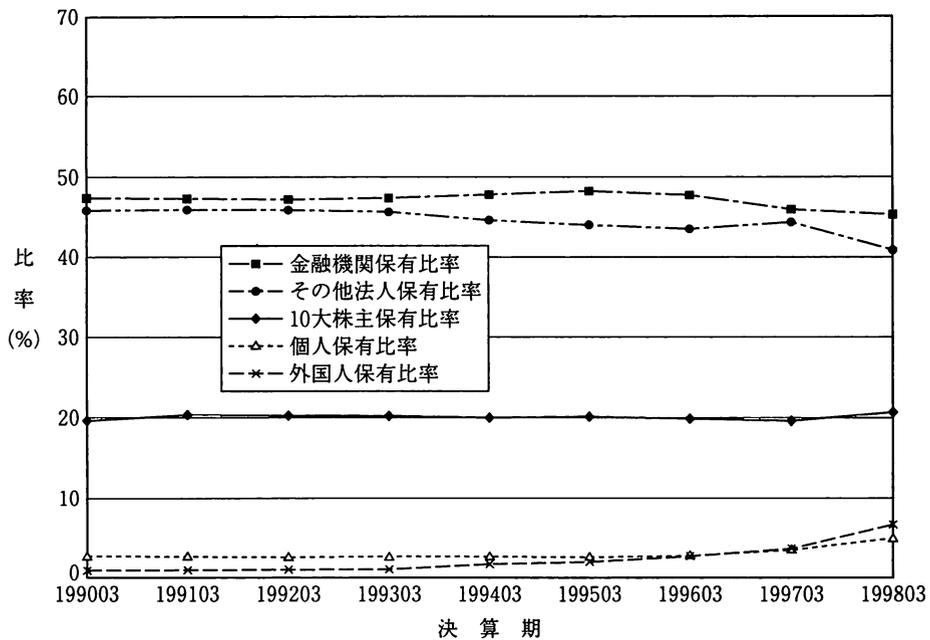


図4 株式所有構造の推移（長信銀3行）

ら23%台へとわずかに減少傾向、信託6行平均では26%前後で推移していたが1998年3月期に29%台へと若干上昇、長信銀3行平均では20%台前後でほとんど変動なし、という状況を示している。業態別に、信託、都銀、長信銀の順で多少の格差はあるものの、全般的にはほとんど変動は見られなかった。

「金融機関保有比率」は、金融機関が保有している株式の比率の合計であるが、全18行平均では1990年3月期には29%台であったものが徐々に上昇して1998年3月期には33%余りとなっている。都銀9行平均では29%台から32%台へ、そして信託6行平均では21%台から27%台へとそれぞれ上昇する一方で、長信銀3行平均では47%台から45%台へと減少している。

「その他法人保有比率」は、金融機関以外の法人企業が株主として保有している比率の合計であるが、全18行平均では1990年3月期には59%台であったものが1998年3月期には51%台へと比較的大きな減少を見せている。都銀9行平均では58%台から50%台へ、信託6行平均では67%台から56%台へ、長信銀3行平均では45%台から40%台へと、いずれも減少している。

「外国人保有比率」は、外国人株主が保有する比率の合計であるが、全18行平均では1990年3月期に1.5%であったものが1990年代後半になって次第に上昇し、1998年度3月期では6.5%となっている。都銀6行平均では1.5%から6.2%へ、信託6行平均では1.8%から6.9%へ、長信銀3行平均では1%弱から6.7%へといずれも上昇している。

「個人保有比率」は、個人株主が保有している比率の合計であるが、1990年3月期には6%であったものが、1990年代半ばにかけて5%台前半へと若干低下したものの、1998年3月期には6%台半ばへと再び回復している。都銀9行平均では7.4%から6.7%程度へ一旦低下したものの、1998年3月期には7.5%へと元の水準に回復している。信託6行平均では5.6%から4%台半ばまで低下し、1998年3月期には5.6%と再び上昇している。長信銀3行平均では、2.7%から5%へと徐々に上昇している。

銀行の株式所有構造の推移を概観すると、まず主要大株主についてはほとんど変動がみられないが、非金融機関株主が保有比率を比較的大きく減少させていることが分かる。それに対して、外国人株主の保有比率は1990年代後半になって上昇傾向を示している。個人株主については、1990年代半ばに保有比率を一旦減少させたものの、再び元の保有比率まで回復させている。従って、従来の株式持合相手の株主・安定株主などが、1990年代を通じて次第に保有株式を減少させている可能性がある一方で、経営効率性や投資収益性に敏感な外国人株主が銀行株の保有比率を高めており、このような株式所有構造の変化は銀行の経営効率性に何らかの影響を与える可能性がある。

4.5 株式所有構造と経営効率性・労働分配率

銀行の株式所有構造と経営効率性の関係についての実証結果は表3にまとめられている¹⁴⁾。

全18行のサンプルでは、株式所有構造のうち個人保有比率が経営効率性と有意に正の相関を持っていることが示されている。都銀9行のサンプルでは、金融機関保有比率、その他法人保有比率、

表3 銀行の株式所有構造と経営効率性
（2元配置固定効果モデルを用いたパネル推定）

	全18行		都銀9行		信託6行		長信銀3行	
	係数	t 値	係数	t 値	係数	t 値	係数	t 値
金融機関保有比率	4.60	0.78	12.07*	1.67	1.98	0.29	19.57	1.44
その他法人保有比率	5.29	0.87	14.78*	1.89	-0.61	-0.08	20.80	1.54
外国人保有比率	4.96	0.84	14.56*	1.92	-0.52	-0.07	3.38	0.25
個人保有比率	9.88*	1.67	12.11	1.61	2.67	0.38	35.25	1.26
log(資本の部合計/期末従業員数)	-0.16	-1.55	0.30*	1.93	0.96**	2.16	-0.15	-0.78
log(期末従業員数)	-0.10	-0.50	-0.29	-1.45	-0.26	-0.24	-12.92***	-3.30
Adjusted R-squared	0.81		0.88		0.90		0.92	

(注) *** : 1%水準で有意, ** : 5%水準で有意, * : 10%水準で有意

外国人保有比率について経営効率性と有意に正の相関があることが明らかになった。信託6行および長信銀3行のサンプルでは株式所有構造と経営効率性の間に有意な結果は得られなかった。従業員1人当たり資本の係数については、都銀9行と信託6行のサンプルでは正で有意な結果が得られ、都銀および信託銀行では従業員1人当たりの資本が大きくなるほど経営効率性が高くなっていることが示された。また、従業員数と経営効率性の関係については、長信銀3行については有意に負の相関があることが示された。

結果の解釈としては、特に都市銀行については、金融機関株主、その他法人株主はそれぞれ経営効率性を高める方向でガバナンスを行っている可能性を指摘することができる。外国人株主や個人株主については、表1から保有比率の絶対水準が低いことが分かるように、ガバナンスを有効に行って経営効率性を高めている可能性よりは、経営効率性の高い（従って業績の良い）銀行に対して投資を行っている結果と解釈できるかもしれない。

銀行の株式所有構造と労働分配率の関係についての実証結果は表4の通りである。全18行のサンプルについては、個人保有比率と労働分配率の間には有意に負の相関が示されている。都銀9行については、その他法人保有比率、外国人保有比率、個人保有比率はそれぞれ労働分配率と有意に負の相関を持っている。また、金融機関保有比率についても有意水準20%ではあるが、負の相関を示している。従業員1人当たり資本については、信託6行のサンプルでは、負の相関を示している。従

表4 銀行の株式所有構造と労働分配率
（2元配置固定効果モデルを用いたパネル推定）

	全18行		都銀9行		信託6行		長信銀3行	
	係数	t 値	係数	t 値	係数	t 値	係数	t 値
金融機関保有比率	-1.97	-0.89	-5.74	-1.56	0.63	0.26	-4.12	-0.87
その他法人保有比率	-2.29	-1.00	-7.84*	-1.97	1.53	0.57	-5.20	-1.11
外国人保有比率	-2.04	-0.92	-7.25*	-1.88	1.76	0.71	-1.78	-0.38
個人保有比率	-4.22*	-1.91	-6.83*	-1.79	-0.91	-0.37	-5.76	-0.59
log(資本の部合計/期末従業員数)	0.02	0.48	-0.10	-1.23	-0.41**	-2.62	0.00	-0.06
log(期末従業員数)	0.08	1.06	0.08	0.74	-0.19	-0.50	3.21**	2.36
Adjusted R-squared	0.69		0.78		0.86		0.85	

(注) *** : 1%水準で有意, ** : 5%水準で有意, * : 10%水準で有意

業員数については、長信銀3行のサンプルで正の相関を示している。

以上の結果から、金融機関株主やその他法人株主による株式保有は労働分配率を引き下げる方向に影響を与えており、株式所有構造と経営効率性との関係を考慮すると、両タイプの株主は経営効率性を向上させつつ労働分配率を抑制する方向へのガバナンスを行っている可能性が示唆される。すなわち、金融機関株主やその他法人株主は「新古典派型企業」を指向していると考えられる。また、外国人株主や個人株主は、労働分配率の低い銀行、言い換えると株主への分配が多い（資本利潤率の高い）銀行に投資を行っていると解釈することができる。

5. おわりに

従来、大手銀行は日本の経済システムの中核に位置し、いわゆる日本型企業の典型として考えられてきた。しかし、本稿における分析結果から、銀行経営に対して株主は経営効率性を高める方向に影響を与えており、さらに株式保有比率が高いほど労働分配率が低下し株主への分配が多くなる傾向が明らかになった。すなわち、少なくとも1990年代において、銀行経営のガバナンス構造は株主への利益分配を重視する「新古典派型企業」としての性格を強めていると指摘できる。特に都市銀行については、株主がガバナンス機能を果たしている可能性が示唆された。また実際に、1990年代を通じて、銀行の株式所有構造は経営効率性をより重視する株主の比重が高まる方向へと変化していることも明らかになった。金融システムの不安定性が指摘される現在、銀行の経営効率性を向上させる上で株主のガバナンスはますます重要になると考えられる。

今後、資金循環における市場の比重が高まる方向にあるが、市場に直接アクセスすることが困難な多数の企業に対して、依然として銀行は大きな役割を果たさなければならない。現在の景気低迷は、銀行の金融仲介機能が低下していることに原因の一定部分があるとの指摘は多い。分析対象期間として取り上げた1990年代において、日本経済、とりわけ日本の金融システムはバブル崩壊に端を発する不況に大きな衝撃を受け、経済構造・金融システムは変革を余儀なくされている。また、金融規制・制度についても、金融監督庁の設立による大蔵省からの監督機能の分離に象徴されるように、従来の護送船団方式による金融秩序維持体制から、裁量を排したルールに基づく規制に変化しつつある。事実、経営の悪化した銀行の破綻は例外的なものではなく、銀行経営の効率性・健全性をいかに確保するかということは今後の日本経済再建に向けての喫緊の課題であり、さらなる研究の進展が望まれる。

注

- 1) 本稿は、1999（平成11）年7月13日に開催された関西大学経済学会第15回研究大会における報告「銀行経営のガバナンスと生産性」（関西大学経済学会ワーキングペーパー J-005）を加筆・修正したものである。座長の村田安雄教授（関西大学）をはじめとして、出席された各先生方からは貴重なコメントを賜った。ここに記して感謝の意を表するものである。もちろん、あり得べき誤りは筆者の責に帰するものである。
- 2) 大手銀行の（株式の）資本コストは、1990年代になってから格差が開きつつある。詳しくは Tachibanaki and

Okamura (1998) 参照。また金融機関の資金調達コストに関しては、橘木・木村 (1994) などを参照。

3) 深尾・森田 (1997) の議論に依拠している。

4) 一般に、企業活動のうち事前に有効な契約を結ぶことのできる領域は限られているので、「残余コントロール権 (residual rights of control)」と呼ばれる契約によって定義できない領域に関する最終的な意思決定権限が、誰にどのように配分されているかが重要な問題となる。残余コントロール権は、企業の金融面によって決定されることが多い。

不完備契約理論については、例えば Hart (1995) を挙げるができる。また、不完備契約理論を用いて日本企業を分析したものとしては、伊藤編 (1996) がある。

5) コーポレート・ガバナンスについての包括的なサーベイとしては、Shleifer and Vishny (1997) がある。

6) 例えば、小林 (1990) 参照。ただし、株式持合によって株式の資本コストは表面上過小評価される。詳しくは倉澤・瀧・岡崎 (1992) を参照。また Tachibanaki and Okamura (1998) では、株式持合効果を修正して大手銀行の株式の資本コストを推計している。

7) だが、実証研究で株式持合がガバナンスに与える影響を正確に推定することには困難が伴う。株式持合の詳細なデータは入手が困難であり、仮に入手できたとしても推計の域をでないことが大半である。例えば、高野 (1993) など参照。

8) 預金は、バランスシート上では「負債」であるが、実際には銀行の金融仲介サービス生産の結果として生み出されたアウトプットではないか、との考え方もある。詳しくは、倉澤・瀧・岡崎 (1992) 参照。

9) 近年、経営破綻が懸念される銀行から預金の流出が生じているが、一般企業の場合と同様に経営状態の（通常の範囲での）変化に応じて債権者たる預金者が行動しているとは想定しにくい。

10) Baltagi (1995), 島中 (1996), 北村・中村 (1998) など参照。

11) 企業集団・グループ企業、融資関係、取引関係などの理由に基づく株式保有（株式持合の場合も多い）に比べて、外国機関投資家を中心とした外国人株主は純粋な投資目的で株式を保有することが多く、そのため経営効率性をより重視すると考えられる。

12) 以下の議論は、米澤・宮崎 (1996) に依拠している。

13) 日本長期信用銀行と日本債券信用銀行については、サンプル期間の最終期である1998年3月期決算の時点では政府の特別公的管理下には入っていなかったため、サンプルに含めた。また合併行については、存続行のデータを用いた。

14) 先述のように、多重共線性の存在する可能性があったため、「10大株主保有比率」を除外した推定結果を報告している。なお、「10大株主保有比率」、「従業員1人当り資本の部合計額」の対数値、「従業員数」の対数値、の3変数を説明変数としての推定も行ったが、「10大株主保有比率」の係数推定値はいずれも統計的に有意な結果ではなかった。

参考文献

池尾和人 (1991), 「BIS 規制の経済学」, 『経済研究』, vol.42, No.3

——— (1994), 「堀内論文に対するコメント」, 『金融研究』第13巻第3号, 日本銀行金融研究所

池尾和人・谷直樹 (1995), 「銀行規制体系の再検討 (上) —情報・インセンティブ・規制コスト—」, 『三田学会雑誌』88巻3号

伊藤秀史編 (1996), 『日本の企業システム』, 東京大学出版会

岡村秀夫 (1997), 「銀行経営のガバナンス」, 『証研レポート』No.1553, (財) 日本証券経済研究所

——— (1998), 「銀行の経営環境とその変化—株式所有構造と経営効率性—」, 『証研レポート』No.1557, (財) 日本証券経済研究所

北村行伸・中村恒 (1998), 「価格・数量調整過程の再検討—マクロ・産業別パネル・データ分析—」, 日本銀行金融研究所 Discussion Paper No.98-J-5

倉澤資成 (1992), 「株式持合の財務効果」, 『日本経済研究』No.26

- 倉澤資成・瀧敦弘・岡崎竜子(1992),「銀行の資本コスト」,『金融研究』,第11巻第1号,日本銀行金融研究所
- 小林孝雄(1990),「株式のファンダメンタル・バリュウ」,西村清彦・三輪芳朗編『日本の株価・地価』第12章,東京大学出版会
- 小宮隆太郎(1995),「日本企業の構造的・行動的特徴」,伊丹敬之・加護野忠男・伊藤元重編『日本の企業システム』,有斐閣
- 斎藤達弘(1998),「株式市場における地方銀行の評価—株式所有構造の影響についてのパネル分析—」,『現代ファイナンス』,1998年3月
- 鹿野嘉昭(1992),「銀行の競争力について」,『日本銀行月報』1992年3月
- 重原久美春・佐藤節也(1990),「企業の資本コストを巡る問題について」,『金融研究』,第9巻第2号,日本銀行金融研究所
- 首藤恵・松浦克己・米澤康博(1996),『日本の企業金融』,東洋経済新報社
- 高野真(1993),「上場企業間の株式持合と株価形成」,『大和投資資料』1993年11月号
- 橋木俊詔・木村俊夫(1994),「日本の金融機関の資金調達コストの計測とその経済的意義」,橋木俊詔・松浦克己編『日本の金融:市場と組織』第5章,日本評論社
- 橋木俊詔・長久保遼太郎(1997),「株式持合いと企業行動」,『ファイナンシャル・レビュー』1997年10月号,大蔵省財政金融研究所
- 畠中道雄(1996),『計量経済学の方法 改訂版』,創文社
- 広田真一(1996),「日本の金融・証券市場とコーポレート・ガバナンス」,橋木俊詔・筒井義郎編『日本の資本市場』第10章,日本評論社
- 広田真一・池尾和人(1996),「企業金融と経営の効率性」,伊藤秀史編『日本の企業システム』第2章,東京大学出版会
- 深尾光洋・森田泰子(1997),『企業ガバナンス構造の国際比較』,日本経済新聞社
- 堀内昭義(1994),「日本におけるコーポレート・ガバナンス—メカニズムと有効性—」,『金融研究』第13巻第3号,日本銀行金融研究所
- 村瀬英彰・梁松堅(1995),「日本企業の株式所有構造と経営者への利益分配」,倉澤資成・若杉隆平・浅子和美編『構造変化と企業行動』第7章,日本評論社
- 米澤康博(1995),『株式市場の経済学』,日本経済新聞社
- 米澤康博・宮崎政治(1996),「日本企業のコーポレート・ガバナンスと生産性」,橋木俊詔・筒井義郎編『日本の資本市場』第11章,日本評論社
- Aghion, P. and P. Bolton (1992). "An Incomplete Contract Approach to Financial Contracting", *Review of Economic Studies* 59, pp473-494.
- Baltagi, B. (1995). *Econometric Analysis of Panel Data*, John Wiley and Sons.
- Berle, A. A. and G. C. Means (1932). *The Modern Corporation and Private Property*, Macmillan.
- Hart, O. (1995). *Firms, Contracts, and Financial Structure*, Clarendon Press, Oxford.
- Horiuchi, A. and K. Shimizu (1997). "An Analysis of the Issue Who Monitors the Monitor: The Impact of Amakudari on Bank Performance", (1997年度理論・計量経済学会報告論文)
- Shleifer, A. and R. Vishny (1986). "Large Shareholders and Corporate Control," *Journal of Political Economy*, 94, pp.461-488.
- Shleifer, A. and R. Vishny (1997). "A Survey of Corporate Governance", *Journal of Finance*, vol.52, no.2, pp.737-783.
- Tachibanaki, T. and H. Okamura, (1998). "Governance Structure of Banks and Their Business Performance," mimeo.