



日本銀行ワーキングペーパーシリーズ

## 株主構成の変化が地域銀行の経営に与える影響

北村 富行\*  
tomiyuki.kitamura@boj.or.jp

小島 早都子\*\*  
satoko.kojima@boj.or.jp

No.18-J-7  
2018年7月

日本銀行  
〒103-8660 日本郵便（株）日本橋郵便局私書箱 30号

\* 金融機構局（現・企画局）

\*\* 金融機構局

日本銀行ワーキングペーパーシリーズは、日本銀行員および外部研究者の研究成果をとりまとめたもので、内外の研究機関、研究者等の有識者から幅広くコメントを頂戴することを意図しています。ただし、論文の中で示された内容や意見は、日本銀行の公式見解を示すものではありません。

なお、ワーキングペーパーシリーズに対するご意見・ご質問や、掲載ファイルに関するお問い合わせは、執筆者までお寄せ下さい。

商用目的で転載・複製を行う場合は、予め日本銀行情報サービス局 (post.prd8@boj.or.jp) までご相談下さい。転載・複製を行う場合は、出所を明記して下さい。

# 株主構成の変化が地域銀行の経営に与える影響\*

北村 富行<sup>†</sup>      小島 早都子<sup>‡</sup>

2018年7月

## 【要旨】

本稿では、2010年度から2016年度の上場地域銀行を対象に、外国機関投資家の株主としてのプレゼンス拡大が銀行経営に及ぼす影響について、収益力と株主還元策（配当支払いおよび自己株買い）という二つの観点から分析する。分析結果によると、近年の外国機関投資家比率（株主に占める外国機関投資家の割合）の上昇は、収益力に対しては、これまでのところ明確な影響を及ぼしていることが確認できない。一方、株主還元策に対しては、具体的に以下の二つの方向で影響を及ぼしている可能性がある。第一に、外国機関投資家比率の上昇は、地域銀行に配当支払いの積極化を促す方向に作用している。第二に、外国機関投資家比率の上昇は、地域銀行に自己株買いの積極化を促す方向にも作用している。このように、銀行株主における近年の外国機関投資家のプレゼンス拡大は、地域銀行に積極的な株主還元を促す方向に作用しているとみられる。

JEL 分類番号：G21、G32、G34、G35

キーワード：地域銀行、外国機関投資家、コーポレート・ガバナンス、収益力、株主還元策、配当、自己株買い

---

\* 本稿の作成過程では、川本卓司氏、木村武氏、小牧義弘氏および日本銀行のスタッフから有益なコメントを頂戴した。また、有賀涼氏、小山優子氏、山縣広晃氏からは、データセットの整備など様々なご助力を頂いた。記して感謝の意を表したい。もちろん、本稿のあり得べき誤りは筆者ら個人に属する。また、本稿に示される内容や意見は、筆者ら個人に属するものであり、日本銀行および日本銀行金融機構局の公式見解を示すものではない。

<sup>†</sup> 日本銀行金融機構局（現・企画局）<E-mail: tomiyuki.kitamura@boj.or.jp>

<sup>‡</sup> 日本銀行金融機構局<E-mail: satoko.kojima@boj.or.jp>

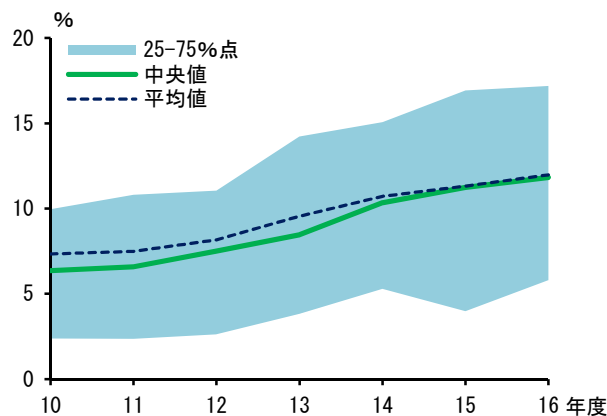
## 1. はじめに

わが国の地域銀行では、人口動態の変化に伴う金融サービス需要の減少や、長期化する低金利環境のもとで、近年、基礎的な収益力の低下が続いている。現時点では、地域銀行は全体として充実した資本基盤を備えているものの、こうした基礎的な収益力の低下が今後も続いていけば、自己資本の水準に低下圧力がかかっていく。したがって、地域銀行では、基礎的収益力の向上に向けた取組みを進めるとともに、株主還元のあり方など、望ましい収益配分についても、検討を進めていくことが重要である。

こうしたなか、地域銀行の収益力や収益配分のあり方に大きな影響を及ぼし得るコーポレート・ガバナンスについてみると、地域銀行の株主構成は、近年大きく変化している。すなわち、金融機関同士や取引先企業との株式持ち合いの解消が進む一方で、外国機関投資家による株式の所有割合（以下、「外国機関投資家比率」）は拡大しており、その平均値は、10年度の7%から、13年度には10%、そして16年度には12%へと上昇している（図表1）。

株主は、議決権行使等による直接的な働きかけに加え、「経営に不満がある場合には株式を売却する」という市場行動による間接的な働きかけを通じて、企業の経営判断に影響を与え得る。外国機関投資家は、他の株主と比べると、①投資先企業とのビジネス上の直接的な利害関係が少ないうえ、②国際分散投資

図表1：地域銀行の外国機関投資家比率の推移



(注)1. 集計対象は各時点で営業していた地域銀行および地域金融グループ。

2. 発行済普通株式における外国法人等（除く個人）が保有する株式の割合。

(資料) 各社開示資料、日本銀行

の規模が大きく、利回りの高い他国への再投資が比較的容易であることから、要求利回りが高く、経営陣への働きかけをより強く行う傾向があると考えられる (Ferreira and Matos[2008]、Miyajima and Ogawa[2016])。こうした外国機関投資家の特徴を踏まえると、地域銀行の外国機関投資家比率の上昇は、地域銀行の経営スタンスに無視できない変化をもたらしている可能性がある。

そこで、本稿では、グローバル金融危機後の 2010 年度から 2016 年度の地域銀行のパネルデータを用いて、同期間の地域銀行の株主構成における外国機関投資家比率の上昇が地域銀行の経営にどのような影響を及ぼしたかについて、収益力と株主還元策という 2 つの観点から実証的に検証する。

株主構成の違いが企業の収益力に及ぼす影響について、一般事業法人（除く金融法人）を対象に分析を行った先行研究は、わが国においても海外においても多い。それらの先行研究の多くでは、株主に占める機関投資家（国内機関投資家を含む）の割合の高まりは収益力や株式時価総額にプラスの影響をもたらす、との結果が報告されている<sup>1</sup>。もっとも、わが国の地域銀行を対象を絞り、外国機関投資家比率と収益力との間の関係を分析した例は、限られている。そうした例の一つである植村・渡辺[2006]は、日本の地域銀行について、主成分分析により経営パフォーマンスを表す変数を作成し、同変数が外国人持ち株比率と有意に正の関係にあることを示している<sup>2</sup>。また、もう一つの例である森[2011]は、地域銀行のパネルデータを用いて分析を行い、2000 年代の外国機関投資家比率の上昇が、地域銀行の ROA を上昇させる方向に作用したとの結果を報告している。もっとも、両者ともに、分析対象期間は 2000 年代までにとどまっており、グローバル金融危機後の 2010 年代における外国機関投資家比率の上昇が与えた影響については分析していない。

また、株主構成の違いが株主還元策に及ぼす影響についても、一般事業法人

---

<sup>1</sup> 一般事業法人（除く金融法人）を対象に、国内機関投資家を含む「機関投資家比率」が収益力に及ぼす影響について分析した先行研究は、機関投資家比率の上昇が企業の収益性や株式時価総額にプラスの影響をもたらすとの結果を報告している（例えば、日本を含む世界 27 か国の上場非金融法人を対象に分析した Ferreira and Matos[2008]、日本の上場非金融法人を対象に分析した宮島・保田[2015]など）。また、外国機関投資家比率の影響については、Bena et al.[2017]が、日本を含めた世界 30 か国の上場非金融法人を対象に分析を行い、外国機関投資家比率が高い企業は、株式時価総額が高く、長期的な投資を積極的に行う傾向があることを示している。

<sup>2</sup> ただし、植村・渡辺[2006]は、この正の関係は、経営パフォーマンスの高い銀行に外国人投資家が投資していることを映じたものであり、外国人持ち株比率の上昇が経営パフォーマンスの向上をもたらしていることを示す結果ではない可能性が高い、と結論づけている。

(除く金融法人)を対象に分析を行った先行研究は少なくない。もっとも、外国機関投資家比率が株主還元策に及ぼす影響について、先行研究の分析結果は区々となっている<sup>3</sup>。例えば、わが国の上場非金融法人について分析した Miyajima and Ogawa[2016]は、外国機関投資家は投資機会が減少した成熟企業に対してより多くの配当を求める傾向がある、との結果を報告している。一方、日本を含む世界 37 か国の上場非金融法人について分析した Ferreira et al.[2010]は、外国機関投資家は投資先の収益力の維持や成長投資の実施を可能にするために他の投資家よりも少ない配当を好む、との結果を示している。このように幾つかの分析があるが、近年の外国機関投資家比率の上昇がわが国の地域銀行の株主還元策に及ぼす影響に関する研究は、筆者達の知る限り、現時点で存在しない。

本稿の構成は以下のとおりである。第 2 節では本稿の実証分析で対象とするデータを説明する。第 3 節で実証分析の枠組みを提示した後、第 4 節で分析結果を示す。最後に第 5 節で結語を述べる。

## 2. 分析対象データ

本稿の分析に用いるデータセットのサンプル期間は、2010～2016 年度である。分析対象とする金融機関は、サンプル期間を通じ連続してデータが利用可能な、上場地域銀行・地域金融グループ（子会社銀行および公的資金受入先を除く）56 先である<sup>4</sup>。

本稿の分析で中心的な役割を果たす外国機関投資家比率は、各地域銀行・地域金融グループの有価証券報告書に記載の「株式の所有者別状況」における、外国法人等(除く個人)の所有株式数が発行済普通株式数に占める割合である<sup>5</sup>。

---

<sup>3</sup> 国内機関投資家を含む「機関投資家比率」が株主還元策に及ぼす影響を分析した先行研究でも、結果は区々となっている。例えば、Grinstein and Michaely[2005]は、1980～1996 年における米国の上場非金融法人を対象に分析を行い、機関投資家比率と株主還元策の間には、配当支払いでも自己株買いでも有意な量的関係が見られなかったと報告している。一方、Scott[2014a, b]は、1990～2005 年における米国の上場非金融法人を対象に分析を行い、機関投資家比率の上昇は配当支払いや自己株買いを促す傾向があることを示している。また、Brav et al.[2005]が米国の企業経営者に行った株主還元策に関するサーベイでは、半数以上の経営者が、株主還元策に影響を与える要因として機関投資家の存在を挙げている。

<sup>4</sup> Brav et al.[2005]が指摘しているように、株主の経営に対する規律付けの影響は、上場企業と非上場企業では異なる可能性がある。また、非上場企業は利用可能なデータに制約がある。このため本稿では、上場銀行に分析対象を絞っている。なお、公的資金受入先については、監督当局からの経営に対する規律付けが強く働く結果として、株主の影響が非受入先とは異なる可能性が高いと考えられるため、本稿では分析対象から除いている。

<sup>5</sup> こうして算出された比率には、厳密には、外国法人のうち機関投資家以外の事業法人等が所有

地域銀行の収益力の指標としては、当期純利益 ROA（当期純利益／総資産）のほか、銀行の基礎的な収益力を捉えるコア業務純益 ROA（コア業務純益／総資産）と、コア業務純益から投信解約損益を除いた「実質コア業務純益」ベースの ROA（実質コア業務純益／総資産）の、合わせて3つの指標を用いる<sup>6</sup>。投信解約損益は、会計上株式関係損益ではなく資金利益（コア業務純益の構成要素）として計上されるが、実質的には有価証券の益出しであり、持続性のある収益とはみなせない。投信解約損益を除いた実質コア業務純益ベースの ROA も分析対象とするのは、このためである。ただし、実質コア業務純益については、データ制約から、サンプル期間が短くなり、2012～2016 年度となる。なお、地域金融グループのコア業務純益 ROA、実質コア業務純益 ROA は、グループ傘下の銀行の単体ベースの収益の合算値を総資産の合算値で除して算出している。

配当については、事業年度ベースの配当総額を用いる。これは、有価証券報告書に記載の「配当政策」における、配当金の総額にあたる。地域金融グループについては、持ち株会社の有価証券報告書に記載された計数を用いている。

自己株買いについては、株主資本等変動計算書における純資産合計の内訳項目のうち、自己株式の取得から自己株式の処分を除いた金額を、自己株買い額として用いる。地域金融グループについては、持ち株会社の連結株主資本等変動計算書に記載された計数を用いている。

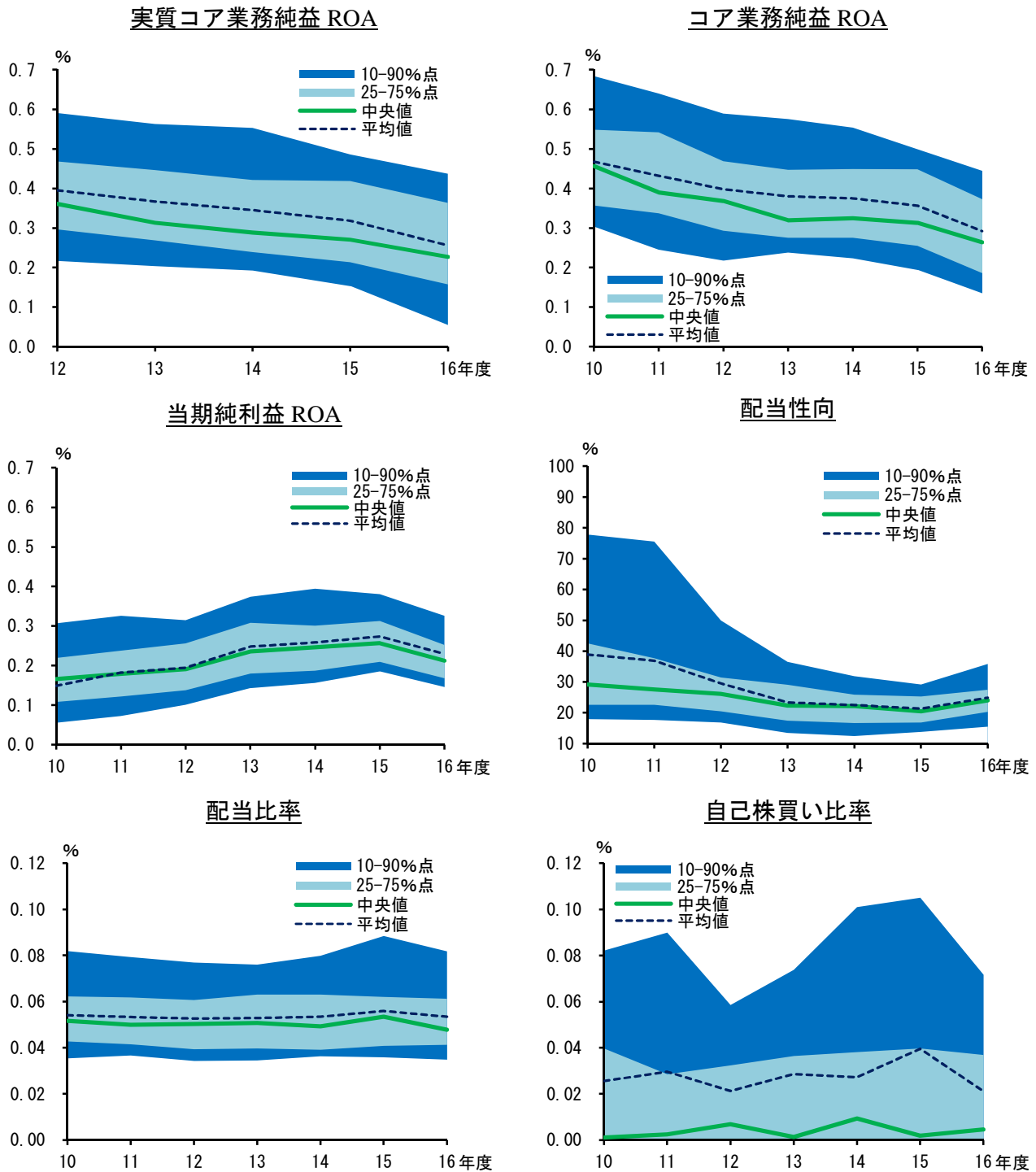
以上の変数の推移は図表 2 のとおりである（各変数の基本統計量は図表 3 を参照）。地域銀行の基礎的収益である実質コア業務純益やコア業務純益は、多くの先で減少を続けている。一方、当期純利益は、サンプル期間前半の始めに残存していたグローバル金融危機直後の経営環境悪化の影響が剥落するとともに、有価証券の益出しや貸倒引当金の戻入益等にも支えられた結果、サンプル期間中は全体として増加傾向にある。こうしたなかで、配当性向（配当総額／当期純利益）は、サンプル期間の前半には、グローバル金融危機後の収益悪化に伴い高止まりする先が多くみられたが、その後多くの先で一旦低下した後、サンプル期間終期にかけては、緩やかな上昇を示す先が増えている。この間、配当比率（配当総額／総資産）は、安定的に推移している。一方、自己株買い比率

---

する株式の割合も含まれる。もっとも、こうした外国事業法人等のわが国地域銀行への投資割合は僅少であると考えられるため、本稿ではこれを無視することとする。

<sup>6</sup> コア業務純益は、当期純利益から株式・債券関係損益や信用コスト、特別損益等を除外したもので、「資金利益＋非資金利益－経費」として定義される。

図表 2：分析対象変数の推移



(注) 1. 集計対象は、分析対象としている上場地域銀行・地域金融グループ（子会社銀行および公的資金受入先を除く）56 先。  
 2. 地域金融グループのデータは、実質コア業務純益 ROA およびコア業務純益 ROA はグループ傘下の銀行の単体ベースの収益の合算値を総資産の合算値で除して算出。それ以外は持ち株会社の連結ベースのデータを用いて算出。  
 3. 実質コア業務純益 ROA、コア業務純益 ROA、当期純利益 ROA はそれぞれ、実質コア業務純益、コア業務純益、当期純利益の対総資産比率。配当性向は配当総額の対当期純利益比率（ただし、当期純利益が非正值の場合はサンプルから除外）。配当比率、自己株買い比率はそれぞれ、配当総額、自己株式取得額（除く処分額）の対総資産比率。

(資料) 日本経済新聞社「日経 ValueSearch」、各社開示資料、日本銀行

図表 3：変数の基本統計量

	平均	中央値	標準偏差	最小値	最大値	サンプル数
外国機関投資家比率(%)	10.76	9.38	7.04	0.00	33.24	392
実質コア業務純益ROA(%)	0.34	0.30	0.19	-0.09	1.40	280
コア業務純益ROA(%)	0.39	0.35	0.18	-0.02	1.43	392
当期純利益ROA(%)	0.22	0.21	0.13	-0.85	0.94	392
配当性向(%)	28.07	24.00	17.70	7.89	149.81	387
配当比率(%)	0.05	0.05	0.02	0.00	0.12	392
自己株買い比率(%)	0.03	0.00	0.05	0.00	0.51	392
不良債権比率(%)	2.86	2.71	0.99	0.88	6.08	392
自己資本比率ギャップ(%pt)	7.19	7.07	1.84	3.06	14.05	392
PBR(倍)	0.52	0.48	0.21	0.25	2.10	392

(注)1. 集計対象は、分析対象としている上場地域銀行・地域金融グループ（子会社銀行および公的資金受入先を除く）56先。

2. 地域金融グループのデータは、実質コア業務純益 ROA およびコア業務純益 ROA はグループ傘下の銀行の単体ベースの収益の合算値を総資産の合算値で除して算出。不良債権比率はグループ傘下の銀行の単体ベースの不良債権残高の合算値を総と信残高の合算値で除して算出。それ以外は持ち株会社の連結ベースのデータを用いて算出。

3. 外国機関投資家比率は発行済普通株式における外国法人等（除く個人）が保有する株式の割合。実質コア業務純益は、コア業務純益から投信解約損益を除いたもの。配当性向は配当総額の対当期純利益比率（ただし、当期純利益が非正值の場合はサンプルから除外）。配当比率、自己株買い比率はそれぞれ、配当総額、自己株式取得額（除く処分額）の対総資産比率。自己資本比率ギャップは自己資本比率の規制水準からの乖離幅。国際統一基準行の自己資本比率は 13 年度以降総自己資本比率、国内基準行の自己資本比率は 14 年度以降コア資本比率。

(資料) 日本経済新聞社「日経 ValueSearch」、各社開示資料、日本銀行

（自己株買い額／総資産）は、ばらつきが大きいほか、中央値と平均値には相応の乖離もある。これは、自己株買いの実施規模には幅があること、またその実施は、多くの場合、散発的であることを示している。

### 3. 分析枠組み

本節では、外国機関投資家比率の上昇が地域銀行の収益力と株主還元策に与える影響を検証するための、分析枠組みを説明する。

#### （1）収益力に及ぼす影響の検証

地域銀行の収益力に与える影響については、前述の森[2011]のほか、欧州の銀行の収益力の決定要因を分析した Goddard et al.[2004]等の定式化を参考にしつつ、説明変数に外国機関投資家比率を導入した以下のモデルを推計する。



$$ROA_{i,t} = \alpha \cdot FIIR_{i,t-1} + \eta_i + \nu_t + \sum_k \beta_k \cdot X_{k,i,t-1} + \epsilon_{i,t} \quad (1)$$

ここで、 $ROA_{i,t}$  は銀行  $i$  の  $t$  期の収益力指標、 $FIIR_{i,t-1}$  は銀行  $i$  の  $t-1$  期の外国機関投資家比率、 $X_{k,i,t-1}$  は銀行  $i$  に固有の  $t-1$  期におけるその他の変数、 $\epsilon_{i,t}$  は誤差項である。 $\eta_i$  は銀行  $i$  の固定効果であり、個別銀行の特性のうち時間を通じて不変な特性が収益力に与える影響を、これによって捉える。また、 $\nu_t$  は時系列方向の固定効果であり、マクロ経済環境などの各年度に固有の要因が全ての銀行の収益力に与える影響を、これによって捉える。

被説明変数の  $ROA_{i,t}$  には、①当期純利益 ROA、②コア業務純益 ROA、③実質コア業務純益 ROA の 3 つを用いる。コントロール変数  $X_{k,i,t-1}$  には、貸出ポートフォリオの特性を捉える変数として不良債権比率を、自己資本の充実度を捉える変数として自己資本比率ギャップ（自己資本比率の規制水準からの乖離幅）を用いる<sup>7, 8</sup>。不良債権の貸出先は、規模の小さい経営不振企業が多く、そのモニタリングには通常の貸出先よりもコストがかかる。このため、不良債権比率が高いほど、営業基盤の面で優良な貸出先が少なく、また債権管理にかかる経費が嵩み、基礎的収益力が低くなると考えられる。したがって、不良債権比率にかかる係数の符号は負になることが想定される。一方、自己資本比率ギャップにかかる係数の符号は、理論的には正と負のどちらにもなり得る（Berger [1995]）。すなわち、一方では、自己資本比率が低いほど、銀行の倒産リスクが上昇し、債権者からの資金調達コストを上昇させるため、基礎的収益力を低下させる可能性がある。他方、自己資本比率が低く規制水準まで余裕がないほど、銀行の経営陣には基礎的収益力の向上を求める内外関係者などからのプレッシャーが高まる可能性がある。このため、自己資本比率ギャップにかかる係数の

<sup>7</sup> 不良債権比率は、金融再生法に基づいて算出された比率である（地域金融グループについては、グループ傘下の銀行の単体ベースの不良債権残高の合算値を、総与信残高の合算値で除して算出した）。自己資本比率ギャップについては、国際統一基準行と国内基準行の間で自己資本比率の規制水準が異なるため、それぞれの規制水準からの乖離幅を算出している。具体的には、国際統一基準行の自己資本比率ギャップは、12 年度以前が「自己資本比率－8%」、13 年度以降は「総自己資本比率－8%」として算出している。また、国内基準行の自己資本比率ギャップは、13 年度以前が「自己資本比率－4%」、14 年度以降は「コア資本比率－4%」として算出している。なお、国際統一基準行と国内基準行の分類は、各時点でのものである。

<sup>8</sup> 銀行の収益力の決定要因に関する先行研究では、企業における規模の経済性を勘案するために、総資産（対数値）も説明変数に加えるものが多い。もっとも、本稿の分析対象期間は比較的短く、地域銀行の規模（総資産）はその間に大きく変動していない。このため、銀行間の規模の違いは、総資産を説明変数に加えなくとも、固定効果（ $\eta_i$ ）によって捉えることが可能だと考えられる。

符号は、前者の影響が相対的に大きい場合には正になり、後者の影響が相対的に大きい場合には負になる<sup>9</sup>。最後に、コア業務純益 ROA、実質コア業務純益 ROA を収益力指標として用いた場合については、これらのデータの時系列方向の強い「慣性」をコントロールするため、自己ラグ項も説明変数に加える。

なお、外国機関投資家比率をはじめとする説明変数は、全て 1 期ラグをとっている。これは、いわゆる内生性の問題に対処するためである。特に、外国機関投資家は、収益性の高い企業を投資先として選好している可能性がある<sup>10</sup>。そこで、1 期ラグをとることにより、収益力の違いが株主構成の違いを生み出しているという「逆の因果関係」を捉えてしまう可能性を、できる限り排除する<sup>11</sup>。

外国機関投資家のプレゼンス拡大が、株主から経営者への規律付けを強めることなどにより、地域銀行の収益力引き上げにつながっていれば、(1)式の外国機関投資家比率にかかる係数  $\alpha$  が正の値に推計されることが期待される。

## (2) 株主還元策に及ぼす影響の検証

株主還元策として、本稿では、配当と自己株買いの 2 つを分析対象とする<sup>12</sup>。

### (2-1) 配当

配当については、配当性向（配当総額／当期純利益）を被説明変数とした「配当性向モデル」と、配当比率（配当総額／総資産）を被説明変数とした「配当比率モデル」の 2 つのモデルを用いて分析する。

まず、配当性向モデルでは、配当性向が毎期、外国機関投資家比率や各銀行の特性、マクロ経済環境等に応じて設定されると想定する。具体的な推計式は、

---

<sup>9</sup> 実際、Berger [1995]は、米国の銀行を対象に実証分析を行い、自己資本比率の上昇は収益力に対して、1983～1989 年の期間においては正の影響を与えていた一方、1990～1992 年の期間においては負の影響を与えていたとの結果を報告している。

<sup>10</sup> 実際、宮島・保田[2015]は、外国機関投資家は、経営パフォーマンスの高い企業を投資先として選好する傾向があることを報告している。

<sup>11</sup> また、コア業務純益または実質コア業務純益を収益力指標に用いる場合には、上述のとおり説明変数に自己ラグ項を含めるが、一般に自己ラグ項と誤差項は相関するため、内生性の問題が深刻化し得る。そのため、これらの場合には、Arellano and Bond[1991]が提案した操作変数を用いて GMM により推計することで、この内生性の問題に対処する。なお、操作変数のラグ数は、Andrews and Lu[2001]が提案した J 統計量に基づく情報量基準を用いて決定している。

<sup>12</sup> 日本においては、2001 年の商法改正により自己株式の取得・保有が目的の制限なしに認められるようになるまで、自己株買いは活発ではなかったが、2000 年代以降は、自己株買いによる株主還元を行う企業が増えている（生命保険協会[2018]）。

以下のとおりである。

$$DPR_{i,t} = \alpha \cdot FIIR_{i,t-1} + \eta_i + v_t + \sum_k \beta_k \cdot X_{k,i,t-1} + \epsilon_{i,t} \quad (2)$$

ここで、 $DPR_{i,t}$  は銀行  $i$  の  $t$  期の配当性向、 $FIIR_{i,t-1}$  は銀行  $i$  の  $t-1$  期の外国機関投資家比率、 $X_{k,i,t-1}$  は銀行  $i$  に固有の  $t-1$  期におけるその他の変数、 $\epsilon_{i,t}$  は誤差項である。 $\eta_i$  は銀行  $i$  の固定効果であり、個別銀行の特性のうち時間を通じて不変な特性が配当性向に与える影響を、これによって捉える。また、 $v_t$  は時系列方向の固定効果であり、マクロ経済環境などの各年度に固有の要因が全ての銀行の配当性向に与える影響を、これによって捉える。

銀行  $i$  に固有の変数  $X_{k,i,t-1}$  には、不良債権比率、PBR（株式時価総額／純資産額）、自己資本比率ギャップを用いる。Fama and French[2001]をはじめ、企業の配当政策に関する多くの先行研究は、配当支払い額の決定に影響を与える主な要因として、①収益力、②成長機会、③企業規模の3つを挙げている<sup>13</sup>。不良債権比率は、このうち収益力を捉えることを企図している<sup>14, 15</sup>。また、PBRは、株式市場の評価する収益力と成長機会を捉える変数である（Fama and French [2002]）。さらに、規模については、固定効果によってコントロールする<sup>16</sup>。このほか、本稿の分析対象である地域銀行は、自己資本比率規制に服しているため、自己資本比率の規制水準からの余裕度合いも、配当を抑制して資本を積み増すインセンティブに影響を及ぼすと考えられる（Abreu and Gulamhussen[2013]）。このため、自己資本比率ギャップもコントロール変数に加える。

さて、上記の配当性向モデルでは、配当性向が銀行の配当政策の決定変数として位置付けられており、収益の変動や経営環境の変化等に対して配当支払い

---

<sup>13</sup> 収益力の高い企業は、配当原資として使える内部留保が潤沢な傾向があるほか、フリー・キャッシュフローが多いため、経営者の裁量的な支出拡大を防ぐことを目的に株主が配当によるキャッシュアウトをより強く求める可能性がある（トレードオフ理論）。また、成長機会の多い企業は、先行き必要となる資金を確保する必要があることから、配当を行うインセンティブが小さくなる可能性がある。さらに、企業の規模がより大きいほど、企業としての成熟度も高い場合が多く、先行きの成長機会が少ないため、配当額が多くなると考えられる。

<sup>14</sup> 不良債権比率が高いほど、不良債権処理のための信用コストが発生する可能性が高いため、収益力も低くなると考えられる。

<sup>15</sup> なお、配当性向モデルでは、各銀行は、足もとの収益水準（配当性向の分母）に応じて配当支払い額（配当性向の分子）を決定することが想定されている。このため、収益力要因は、被説明変数である配当性向の分母によっても、捉えられている。

<sup>16</sup> 脚注 8 で述べたとおり、本稿の分析対象期間は比較的短く、地域銀行の総資産はその間に大きく変動していない。このため、規模は固定効果によりコントロールが可能だと考えられる。

が速やかに調整される——各銀行はまず配当性向を決定し、配当性向に当期純利益を乗じて得られる金額を配当として支払う——ことが暗に想定されている。もともと、先行研究でもしばしば指摘されるとおり（例えば Lintner[1956]、Brav et al.[2005]）、経営者は配当政策を決定する上で「安定配当（1株当たり配当額の安定的な維持）」を重視する傾向がある。すなわち、経営者は、配当の減少が経営状態の悪化のシグナルと投資家に受け取られる可能性などを懸念して、1株当たり配当額の引き下げには消極的になる傾向がある。一方、経営者は、将来、収益が減少した際の配当水準引き下げの困難さを恐れて、収益好調時でも、1株当たり配当額の大幅な引き上げには消極的になりがちである。このように、経営者は、1株当たり配当額を引き下げ・引き上げ両方向で前期から大きく変化させず、安定的に推移させようとする傾向があると考えられる。通常、発行済株式数は短期的には大きく増減しないため、1株当たり配当額でみたこうした傾向は、配当支払い額全体の水準にも、硬直性を生じさせることになる。

そこで、こうした配当総額の硬直性を勘案するために、上記の配当性向モデルに加えて、当期の配当総額が、外国機関投資家比率や銀行固有の変数等だけでなく、前期の配当総額にも影響を受けるという考え方に立ったモデルも推計する。ただし、銀行の規模の大小に応じた配当支払い額の水準の違いを調整するため、Fama and French[2002]や上野・馬場[2005]等の先行研究に従い、配当総額そのものではなく、配当比率（配当総額／総資産）を被説明変数として用いる。このため、本稿では、このモデルを、配当性向モデルと区別するために、配当比率モデルと呼ぶ。

配当比率モデルでは、銀行  $i$  の  $t$  期における配当比率  $DR_{i,t}$  が以下の式に従って決定されると仮定する。

$$DR_{i,t} = \lambda \cdot DR_{i,t-1} + (1 - \lambda) \cdot \left( \alpha \cdot FIIR_{i,t-1} + \eta_i + v_t + \sum_k \beta_k \cdot X_{k,i,t-1} \right) + \epsilon_{i,t} \quad (3)$$

ここで、右辺の説明変数は、前期の配当比率  $DR_{i,t-1}$  を除き、配当性向モデルと同じである。すなわち、 $FIIR_{i,t-1}$  は銀行  $i$  の  $t-1$  期の外国機関投資家比率、 $\eta_i$  は銀行  $i$  の固定効果、 $v_t$  は時系列方向の固定効果、 $X_{k,i,t-1}$  は銀行  $i$  に固有の  $t-1$  期におけるその他の変数、 $\epsilon_{i,t}$  は誤差項である。

銀行  $i$  に固有の変数  $X_{k,i,t-1}$  には、配当性向モデルでも用いる不良債権比率、

PBR、自己資本比率ギャップに加えて、収益力を捉える変数として、コア業務純益 ROA も用いる<sup>17</sup>。

なお、企業の配当政策が機関投資家の投資先選択に影響することは、多くの先行研究で示されている（例えば、Grinstein and Michaely[2005]、宮島・保田[2015]）。こうした内生性の問題に対処するため、配当性向モデルおよび配当比率モデルにおいても、収益力に及ぼす影響を検証する(1)式のモデルと同様、外国機関投資家比率を含めて説明変数は全て1期ラグをとっている。

外国機関投資家が株式還元 of 積極化を求める傾向が強くと、経営者もこうした外国機関投資家からの圧力を強く意識していると、外国機関投資家比率が高ければ高いほど、配当性向や配当比率は高くなる。したがって、(2)式と(3)式の  $\alpha$  は、正の値に推計されることが期待される。もっとも、外国機関投資家が中長期的な観点から企業の成長を促す傾向が強い場合には、配当を抑制して資金を成長投資に振り向けると考えられることから、 $\alpha$  は負の値にも推計され得る。

## （2-2）自己株買い

前述のとおり、わが国の地域銀行の自己株買いは、多くの場合、散発的に実施されており、実施した場合の規模にもばらつきが大きい。このため、地域銀行の自己株買い比率（自己株買い額／総資産）の動きは、非連続性が強い。すなわち、自己株買い比率は、自己株買いを実施しない間はゼロの値を取り続け、実施された際には大きな正の値にジャンプする。また、同比率は通常、負の値を取らない。

こうしたデータ特性を踏まえて、本稿では、①自己株買いを実施するか否かを選択肢とする2項ロジット・モデルと、②自己株買い比率の下限がゼロであることを考慮したランダム効果トービット・モデルの2つのモデルを用いる<sup>18</sup>。これらのモデルに説明変数として外国機関投資家比率を含めることにより、外国機関投資家の株主としてのプレゼンス拡大が自己株買いの実施決定や実施規模に与える影響を検証する。

---

<sup>17</sup> ここでコア業務純益 ROA を説明変数に追加するのは、配当性向モデルで被説明変数の分母(当期純利益)が捉えていた収益力要因を、(被説明変数の分母が収益指標ではない)配当比率モデルにおいても捉えるためである。

<sup>18</sup> わが国の非金融法人を対象に株主還元策の決定要因を分析した先行研究でも、ロジット・モデルやトービット・モデルが用いられている（上野・馬場[2005]、Franks et al. [2017]など）。

まず、2項ロジット・モデルについては、以下のとおり定式化する。すなわち、 $y_{i,t}$  を、銀行  $i$  が  $t$  期に自己株買いを実施した場合に 1、実施しなかった場合に 0 をとる変数と定義する。そのうえで、銀行  $i$  の外国機関投資家比率やその他の財務変数など観測可能な変数を所与としたときに  $y_{i,t} = 1$  となる条件付き確率を、潜在変数  $y_{i,t}^*$  とロジスティック分布関数を用いて定式化する。潜在変数  $y_{i,t}^*$  の動きは、外国機関投資家比率やその他の財務変数に影響を受けると仮定する。

$$y_{i,t} = \begin{cases} 1 & \text{if } y_{i,t}^* > 0 \\ 0 & \text{if } y_{i,t}^* \leq 0 \end{cases}$$

$$\Pr(y_{i,t} = 1 | FIIR_{i,t-1}, \{X_{k,i,t-1} | k\}) = \frac{\exp(y_{i,t}^*)}{1 + \exp(y_{i,t}^*)}$$

$$y_{i,t}^* = \alpha \cdot FIIR_{i,t-1} + \sum_k \beta_k \cdot X_{k,i,t-1} \quad (4)$$

ここで、 $FIIR_{i,t-1}$  は銀行  $i$  の  $t-1$  期の外国機関投資家比率、 $X_{k,i,t-1}$  は銀行  $i$  に固有の  $t-1$  期におけるその他の変数である。

次に、自己株買い比率を被説明変数とするランダム効果トービット・モデルを、以下のとおり定式化する。すなわち、銀行  $i$  の  $t$  期における自己株買い比率  $SRR_{i,t}$  は、その潜在変数  $SRR_{i,t}^*$  が正の時にのみ  $SRR_{i,t}^*$  に一致し、それ以外の時はゼロの値をとると考える。そして、潜在変数  $SRR_{i,t}^*$  は、外国機関投資家比率や銀行  $i$  に固有のその他の変数に応じて決定されると仮定する。

$$SRR_{i,t} = \begin{cases} SRR_{i,t}^* & \text{if } SRR_{i,t}^* > 0 \\ 0 & \text{if } SRR_{i,t}^* \leq 0 \end{cases}$$

$$SRR_{i,t}^* = \alpha \cdot FIIR_{i,t-1} + \sum_k \beta_k \cdot X_{k,i,t-1} + \eta_i + \epsilon_{i,t} \quad (5)$$

ここで、 $\eta_i$  は銀行  $i$  のランダム効果、 $\epsilon_{i,t}$  は誤差項である。

2項ロジット・モデルとランダム効果トービット・モデルのいずれにおいても、その他の財務変数  $X_{k,i,t-1}$  には、配当比率モデルの場合と同じく、コア業務純益 ROA、不良債権比率、PBR、自己資本比率ギャップの 4 変数を用いる。

外国機関投資家比率の係数  $\alpha$  の符号は、配当と同様の理由から、2項ロジット・モデル、トービット・モデルのいずれにおいても、正と負どちらにもなり得ると考えられる。

図表 4 推計結果：収益力に及ぼす影響

説明変数	被説明変数					
	実質コア業務純益ROA		コア業務純益ROA		当期純利益ROA	
外国機関投資家比率	0.003	(0.002)	-0.001	(0.001)	0.003	(0.003)
不良債権比率	-0.043 ***	(0.016)	0.000	(0.006)	0.024 **	(0.012)
自己資本比率ギャップ	-0.012 ***	(0.004)	-0.001	(0.003)	0.001	(0.005)
自己ラグ	0.419 ***	(0.052)	0.606 ***	(0.043)	—	
年度ダミー	あり		あり		あり	
固定効果	あり		あり		あり	
サンプル数	165		275		324	
推計期間	2014-2016 年度		2012-2016 年度		2011-2016 年度	
系列相関検定	-0.41	[0.68]	0.05	[0.96]	—	
過剰識別検定	41.60	[0.32]	38.61	[0.77]	—	

- (注) 1. 年度ダミーの係数および固定効果は省略した。  
 2. 自己ラグは、被説明変数の 1 期ラグ。その他の説明変数は全て 1 期ラグを用いた。  
 3. \*\*\*は 1%、\*\*は 5%、\*は 10%水準で有意であることを表す。()内の数値は標準誤差。  
 4. 系列相関検定は、2 階の誤差の系列相関に関する検定。帰無仮説は「系列相関なし」。[]内の数値は p 値。  
 5. 過剰識別検定は、過剰識別制約に関する検定。帰無仮説は「操作変数の数は過剰ではない」。[]内の数値は p 値。  
 6. ダイナミックパネルモデルである実質コア業務純益 ROA とコア業務純益 ROA の操作変数のラグ数は、サンプル数が少ないことを考慮し、Andrews and Lu [2001]が推奨する MMSC-AIC に基づいて決定した。実質コア業務純益 ROA については、被説明変数の 2 期ラグから 4 期ラグ、説明変数の 2 期ラグから 6 期ラグを操作変数として用いた。コア業務純益 ROA については、被説明変数の 2 期ラグと 3 期ラグ、外国機関投資家比率と自己資本比率ギャップの 2 期ラグから 6 期ラグ、不良債権比率の 2 期ラグから 4 期ラグを操作変数として用いた。  
 7. 外れ値の影響を除くため、被説明変数及び外国機関投資家比率の変動率が上位 10%点より大きいサンプルは除いている。

## 4. 推計結果

### (1) 収益力に及ぼす影響

外国機関投資家比率が収益力に与える影響を検証する (1)式の推計結果は、図表 4 のとおりである<sup>19</sup>。

外国機関投資家比率にかかる係数は、どのモデルにおいても有意に推計されていない。これらの結果は、近年の外国機関投資家の株主としてのプレゼンス拡大が、これまでのところ、地域銀行の収益力を向上させる方向には作用して

<sup>19</sup> 本分析では、収益の対総資産比率 (ROA) を被説明変数として用いたが、対純資産比率 (ROE) を被説明変数としても同様の結果が得られることを確認している。

いないことを示唆している。もっとも、株主構成の変化が生じてから、株主からの経営者への規律付けが強まり、具体的な経営方針・施策等に変化が生じて、さらにそれが実際の収益力の向上に結びつくまでには、相応に長い期間を要すると考えられる。このため、近年の外国機関投資家比率の上昇に伴う収益力の向上効果は、今後徐々に表れてくる可能性はある。

その他のコントロール変数の係数をみると、不良債権比率の係数は、実質コア業務純益 ROA に対して負に有意となっている。これは、前節で想定したとおり、不良債権の多い先ほど、営業基盤の面で優良な貸出先が少なく、また貸出債権の管理コストが嵩むため、収益力が低下することを捉えているとみられる<sup>20</sup>。また、自己資本比率ギャップの係数は、実質コア業務純益 ROA に対して負に有意となっている。これは、この時期の地域銀行においては、自己資本比率ギャップが低い先ほど、自己資本を拡充させる必要性が高く、収益力の向上に迫られる傾向が強かった可能性を示唆している。

## (2) 株主還元策に及ぼす影響

### (2-1) 配当

(2)式の配当性向モデル、(3)式の配当比率モデルの推計結果は、図表 5 に示したとおりである。

外国機関投資家比率にかかる係数は、いずれのモデルにおいても、正に有意に推計されている。これは、より積極的な株主還元を求める外国機関投資家からの圧力を意識した経営者が、配当支払いを増加させている可能性を示すものと解釈できる。

その他の財務変数にかかる係数をみると、コア業務純益 ROA が有意に正、不良債権比率が有意に負となっている。これは、収益力が高い地域銀行ほど、より多くの配当支払いを行っていることを示唆している。

配当性向モデルの推計結果を用いて、配当性向の推移を要因分解すると、外国機関投資家比率の上昇が、配当性向の全体平均を押し上げる方向に作用して

---

<sup>20</sup> 一方、信用コストを含む収益指標である当期純利益 ROA には、不良債権比率はプラスで有意となっている。景気拡大に伴い地域銀行の資産の質が全体として改善するなか、不良債権比率の低下が続いていることを踏まえると、これは、前期に不良債権比率が高かった銀行ほど、翌期には不良債権比率の低下に伴う信用コストの戻入が多く発生し、その分当期純利益も押し上げられたことを捉えているとみられる。



図表 5 推計結果：配当に及ぼす影響

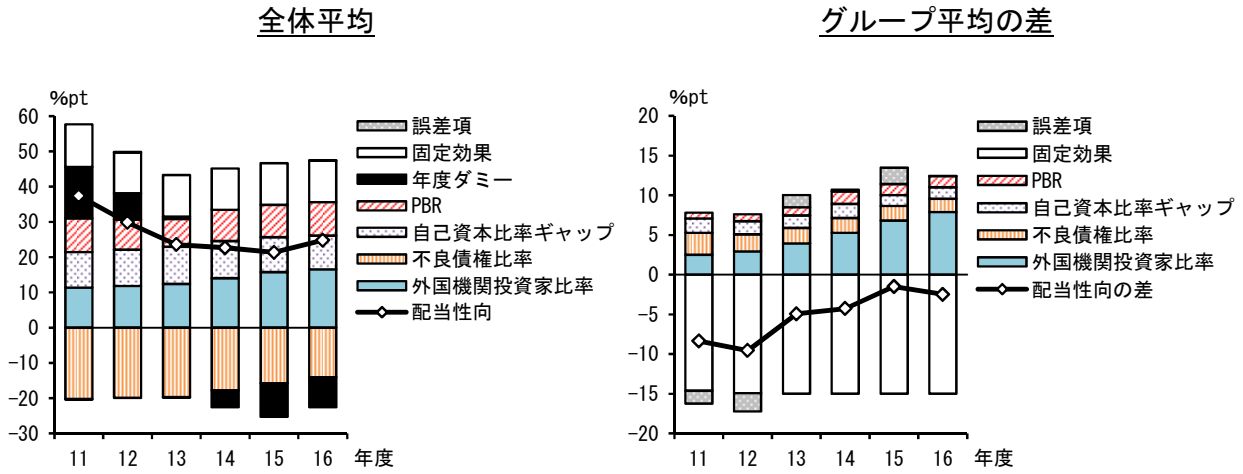
配当性向モデル			配当比率モデル		
説明変数	被説明変数：配当性向		説明変数	被説明変数：配当比率	
外国機関投資家比率	1.33 ***	(0.48)	外国機関投資家比率	0.0022 ***	(0.0004)
不良債権比率	-6.03 ***	(2.03)	不良債権比率	-0.0021 *	(0.0011)
自己資本比率ギャップ	1.39	(0.89)	自己資本比率ギャップ	-0.0001	(0.0007)
PBR	16.94 **	(7.69)	PBR	0.0034	(0.0022)
			コア業務純益ROA	0.0258 ***	(0.0088)
			自己ラグ	0.4156 ***	(0.0445)
年度ダミー	あり		年度ダミー	あり	
固定効果	あり		固定効果	あり	
サンプル数	328		サンプル数	275	
推計期間	2011-2016 年度		推計期間	2012-2016 年度	
			系列相関検定	1.36	[0.17]
			過剰識別検定	38.07	[0.72]

- (注) 1. 係数推定値は、配当性向モデルは(2)式の $\alpha$ と $\beta_k$ 、配当比率モデルは(3)式の $\lambda$ 、 $\alpha$ 、 $\beta_k$ の推計値。年度ダミーの係数および固定効果は省略した。
2. 自己ラグは、被説明変数の1期ラグ。その他の説明変数は全て1期ラグを用いた。
3. \*\*\*は1%、\*\*は5%、\*は10%水準で有意であることを表す。()内の数値は標準誤差。
4. 系列相関検定は、2階の誤差の系列相関に関する検定。帰無仮説は「系列相関なし」。[]内の数値はp値。
5. 過剰識別検定は、過剰識別制約に関する検定。帰無仮説は「操作変数の数は過剰ではない」。[]内の数値はp値。
6. ダイナミックパネルモデルである配当比率の操作変数のラグ数は、サンプル数が少ないことを考慮し、Andrews and Lu [2001]が推奨するMMSC-AICに基づいて決定した。被説明変数の2期ラグから6期ラグ、外国機関投資家比率の2期ラグ、コア業務純益ROAの2期ラグから4期ラグ、不良債権比率とPBRの2期ラグから6期ラグ、自己資本比率ギャップの2期ラグと3期ラグを操作変数として用いた。
7. 外れ値の影響を除くため、被説明変数及び外国機関投資家比率の変動率が上位10%点より大きいサンプルは除いている。

いることが確認できる（図表6左図）。また、サンプル期間中の外国機関投資家比率の上昇幅の大小に応じて分析対象の銀行を2つにグループ分けし、それぞれのグループの配当性向の平均値の差を要因分解すると、上昇幅の大きいグループで配当性向が相対的に大きく上昇した結果、両グループ間の配当性向の差が大きく縮小したことがみてとれる（図表6右図）。

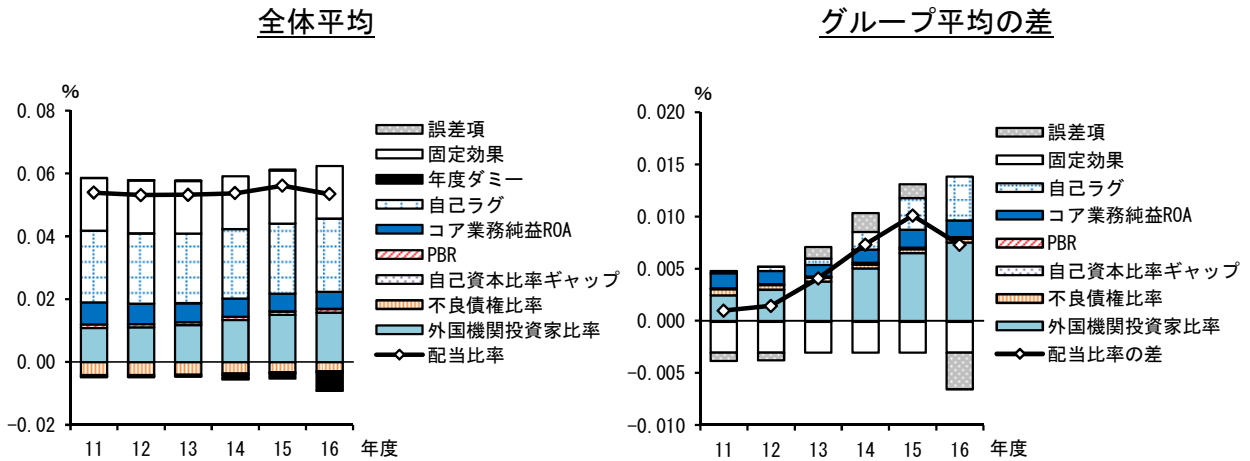
外国機関投資家比率の上昇が配当支払いの積極化を促す方向に作用していることは、配当比率モデルの推計結果に基づく配当比率の要因分解でも確認できる。すなわち、配当比率の全体平均値の要因分解をみると、基礎的収益力を示すコア業務純益ROAの押し上げ寄与が減少する一方で、外国機関投資家比率の押し上げ寄与が拡大している（図表7左図）。また、サンプル期間中の外国機関

図表 6 配当性向の要因分解



(注) 右図は、10年度から16年度までの外国機関投資家比率の上昇幅の大小で推計サンプルを2グループ化し、上昇幅が大きかったグループの配当性向の平均値から小さかったグループの配当性向の平均値を差し引いた値を要因分解したものの。

図表 7 配当比率の要因分解



(注) 右図は、10年度から16年度までの外国機関投資家比率の上昇幅の大小で推計サンプルを2グループ化し、上昇幅が大きかったグループの配当比率の平均値から小さかったグループの配当比率の平均値を差し引いた値を要因分解したものの。

投資家比率の上昇幅が大きいグループでは、同比率の上昇に伴って配当比率が相対的に大きく上昇し、直近では、同グループの配当比率は上昇幅の小さいグループの配当比率を大きく上回っていることがわかる (図表7右図)。配当比率の分母の総資産はこの期間中に大きく変動していないため、このことは、同比率の上昇幅が高いグループでは、配当総額 (配当比率の分子) が大きく増加したことを意味している。

図表 8 推計結果：自己株買い比率に及ぼす影響

説明変数	被説明変数： 自己株買い実施の有無		被説明変数： 自己株買い比率	
	ロジットモデル		トービットモデル	
外国機関投資家比率	0.213 **	(0.09)	0.002 **	(0.001)
不良債権比率	-0.761 **	(0.30)	0.004	(0.004)
自己資本比率ギャップ	0.200	(0.19)	0.003 *	(0.002)
PBR	0.246	(2.48)	0.040 *	(0.021)
コア業務純益ROA	-1.150	(2.53)	0.019	(0.025)
定数項	2.794	(2.11)	-0.056 ***	(0.022)
サンプル数	325		325	
推計期間	2011-2016 年度		2011-2016 年度	
Wald検定	33.88	[0.00]	—	
尤度比検定	—		22.99	[0.00]

- (注) 1. 説明変数は全て 1 期ラグを用いた。  
 2. \*\*\*は 1%、\*\*は 5%、\*は 10%水準で有意であることを表す。()内の数値は標準誤差。  
 3. Wald 検定は最尤推定に関する検定。帰無仮説は「偏回帰係数=0」。[]内の数値は p 値。  
 4. 尤度比検定はモデル選択に関する検定。帰無仮説は「ランダム効果に起因する分散はゼロ」。[]内の数値は p 値。  
 5. 外れ値の影響を除くため、被説明変数及び外国機関投資家比率の変動率が上位 10%点より大きいサンプルは除いている。

## (2-2) 自己株買い

(4)式の 2 項ロジット・モデル、および(5)式のランダム効果トービット・モデルの推計結果は、図表 8 のとおりである。

外国機関投資家比率の係数は、2 項ロジット・モデルでもランダム効果トービット・モデルでも、正で有意に推計されている。これは、外国機関投資家比率の上昇が、地域銀行に自己株買いの実施を促す方向に作用しているだけでなく、自己株買いを実施した場合の買い入れ額の規模も増加させていることを示唆している。

その他の財務変数にかかる係数をみると、2 項ロジット・モデルにおいては、不良債権比率の係数が負に有意となっている。これは、不良債権比率が高い地域銀行では、将来、信用コストの発生に伴い収益が減少し自己資本が毀損されるリスクが高いために、自己株買いの実施に消極的になる傾向があることを示唆している。一方、ランダム効果トービット・モデルにおいては、自己資本比

率ギャップと PBR の係数が正で有意に推計された。これは、自己株買いの実施を決定した場合には、自己資本の余裕が大きい先ほど、また株式市場で収益力を高く評価されている先ほど、より大きな規模で自己株買いをを行う傾向があることを示唆している。

## 5. まとめと今後の分析課題

本稿では、2010 年度から 2016 年度の上場地域銀行のデータを用いて、外国機関投資家の株主としてのプレゼンス拡大が地域銀行の経営にどのような影響を及ぼしているか、実証分析を行った。分析結果は、以下の 2 点にまとめられる。

- (1) 地域銀行における近年の外国機関投資家比率の上昇は、地域銀行に配当支払いの積極化を促す方向に作用している。地域銀行の配当性向と配当比率の決定モデルの推計結果によると、配当原資を産み出す基礎的収益力が低下していくなかでも、外国機関投資家比率の上昇により、地域銀行の配当支払いには引き上げ圧力がかかっている可能性が窺われる。
- (2) 外国機関投資家比率の上昇は、地域銀行に自己株買いの積極化を促す方向にも作用している。ロジット・モデルの推計結果によると、外国機関投資家比率の上昇は、地域銀行の自己株買いの実施確率を高める方向に作用している。また、トービット・モデルの推計結果によると、外国機関投資家比率の上昇は、自己株買いにおける買入れの規模も増大させている。

このように、銀行株主における近年の外国機関投資家のプレゼンス拡大は、地域銀行に積極的な株主還元を促す方向に作用しているとみられる。

一方、本稿の分析では、外国機関投資家比率の上昇が地域銀行の収益力に及ぼす影響を有意に確認できなかった。ただし、これは、株主構成の変化が生じてから十分な年数が経過していないことが影響している可能性もある。この点は、今後データが蓄積されていく中で、さらなる検証を行っていく必要がある。

また、近年の地域銀行の配当支払いの積極化については、その配当原資を有価証券の益出しによって捻出する傾向もみられている。地域銀行が、無理な益出しと配当を継続していけば、先行きの有価証券の利息・配当収益が減少するだけでなく、経営体力のバッファーである有価証券評価益の減少を通じて、地域銀行のストレス耐性にも悪影響が及ぶ可能性がある。こうした点も念頭に、

地域銀行の有価証券の益出しや望ましい収益配分のあり方について、今後さらなる分析を行う必要があると言える。

さらに、本稿では、地域銀行の株主構成の変化点として外国機関投資家比率の上昇に焦点を当てて分析を行ったが、外国機関投資家だけでなく国内機関投資家も、地域銀行の株主としてのプレゼンスを徐々に高めてきている。国内機関投資家は、2014年の「スチュワードシップ・コード」の策定などを受けて、株主として経営に積極的に関与する姿勢を、ここ数年で急速に強めているように見受けられる。こうした最近の国内機関投資家のプレゼンス拡大が地域銀行の経営に与える影響についても、今後データが蓄積されていくに従い、分析を行っていく必要がある<sup>21</sup>。

このほか、近年、地域銀行のコーポレート・ガバナンスは、株式構成の面だけでなく、組織体制の面でも、2015年の会社法改正における新しい機関設計の導入などを受けて、大きな変化が生じている。こうした組織体制面での変化が銀行経営に与える影響についても、今後分析が行われていくことを期待したい。

---

<sup>21</sup> なお、国内機関投資家の株式所有比率は、有価証券報告書に直接的な記載がなく、全体像を正確に把握することは難しい。もっとも、大株主に限定すれば、有価証券報告書の「大株主の状況」（所有株式数の多い順に10先程度記載）のデータから、その所有比率を算出できる。こうして算出した大株主限定の国内機関投資家比率と外国機関投資家比率を合算した「内外機関投資家比率」を用いて、本稿と同様の分析を行っても、内外機関投資家比率の上昇が地域銀行に積極的な株主還元を促す方向に作用していることを示す結果が得られることを、確認している。

## 参考文献

- 上野陽一・馬場直彦 [2005]、「わが国企業による株主還元策の決定要因：配当・自社株消却のインセンティブを巡る実証分析」『日本銀行ワーキングペーパーシリーズ』、No.05-J-6.
- 植村修一・渡辺善次 [2006]、「地域銀行のガバナンス—株主構成変化の含意—」『RIETI Discussion Paper Series』、06-J-013.
- 生命保険協会 [2018]、「平成 29 年度 生命保険協会調査 株式価値向上に向けた取り組みについて」.
- 宮島英昭・保田隆明 [2015]、「株式所有構造と企業統治—機関投資家の増加は企業パフォーマンスを改善したのか—」『フィナンシャル・レビュー』財務省財務総合政策研究所、第 1 号、pp.3-36.
- 森祐司 [2011]、「地域銀行における株主構成とコーポレート・ガバナンス」『証券アナリストジャーナル』日本証券アナリスト協会、第 49 巻第 1 号、pp.85-98.
- Abreu, J. F., and M. A. Gulamhussen [2013], "Dividend payouts: Evidence from U.S. bank holding companies in the context of the financial crisis," *Journal of Corporate Finance*, 22, pp.54-65.
- Andrews, D. W. K., and B. Lu [2001], "Consistent model and moment selection procedures for GMM estimation with application to dynamic panel data models," *Journal of Econometrics*, 101, pp.123-164.
- Arellano, M., and S. Bond [1991], "Some tests of specification for panel data: Monte carlo evidence and an application to employment equations," *Review of Economic Studies*, 58, pp.277-297.
- Bena, J., M.A. Ferreira, P. Matos, and P. Pires [2017], "Are foreign investors locusts? The long-term effects of foreign institutional ownership," *Journal of Financial Economics*, 126, pp.122-146.
- Berger, A.N. [1995], "The relationship between capital and earnings in banking," *Journal of Money, Credit, and Banking* 27, pp.432-456.
- Brav, A., J. R. Graham, C. R. Harvey, and R. Michaely [2005], "Payout policy in the 21st century," *Journal of Financial Economics*, 77, pp.483-527.
- Fama, E. F., and K. R. French [2001], "Disappearing dividends: changing firm characteristics or lower propensity to pay?" *Journal of Financial Economics*, 60, pp.3-43.

- Fama, E. F., and K. R. French [2002], "Testing trade-off and pecking order predictions about dividends and debt," *The Review of Financial Studies*, 15(1), pp.1-33.
- Ferreira, M. A., M. Massa, and P. Matos [2010], "Dividend clienteles around the world evidence from institutional holdings," Marshall School of Business Working Paper, FBE35-09.
- Ferreira, M. A., and P. Matos [2008], "The colors of investors' money: The role of institutional investors around the world," *Journal of Financial Economics*, 88, pp.499-533.
- Franks, J., C. Mayer, H. Miyajima, and R. Ogawa [2017], "Share repurchases and control of the corporation: The evidence from Japan," In: Waseda University WIAS (Waseda Institute for Advanced Study), Waseda Organizational and Financial Economics Seminar. Tokyo, Japan, 15 May 2017.
- Goddard, J., P. Molyneux, and J. O. S. Wilson [2004], "The profitability of European banks: A cross-sectional and dynamic panel analysis," *The Manchester School*, 72(3), pp.363-381.
- Gristein, Y., and R. Michaely [2005], "Institutional holdings and payout policy," *The Journal of Finance*, 60(3), pp.1389-1426.
- Lintner, J. [1956], "Distribution of incomes of corporations among dividends, retained earnings, and taxes," *American Economic Review*, 46(2), pp.97-113.
- Miyajima, H., and R. Ogawa [2016], "Convergence or emerging diversity? Understanding the impact of foreign investors on corporate governance in Japan," RIETI Discussion Paper Series, No.16-E-053.
- Scott, R. W. [2014a], "Do institutional investors alleviate agency problem by influencing payout policy in firms with poor investment opportunities?" *Accounting and Finance Research*, 3(3), pp43-57.
- Scott, R. W. [2014b], "Institutional investors, stock repurchases and information asymmetry," *International Journal of Financial Research*, 5(4), pp.39-51.