

Causes and effects of the unwinding of cross-shareholding: Why, How, and its Implications

Symposium on Emerging Patterns of Corporate
Governance among Japanese Firms – Converging to Any
Specific Model?

Miyajima Hideaki (Waseda and RIETI)
Kuroki Fumiaki (Nissay Research Institute)

Why cross shareholding matter?

- # The main features : high ownership dispersion, low managerial ownership, low shareholding ratio by foreigners, and block shareholding by corporations and financial institution. In particular, extensive intercorporate shareholding made the ownership structure of Japanese corporations different from those in other countries.
- # Bright side: 日本的経営の基盤 (Abegglen and Stalk 1985, Porter 1992, 1994, Odagiri 1992)
- # Dark side: 株式市場の圧力緩和 –Insider control 過剰投資誘発 (宮島・蟻川・齊藤 2001)
- # the ownership structure of most Japanese corporations changed drastically.

Table 1: The Ratio of Shareholding by Type of Shareholder

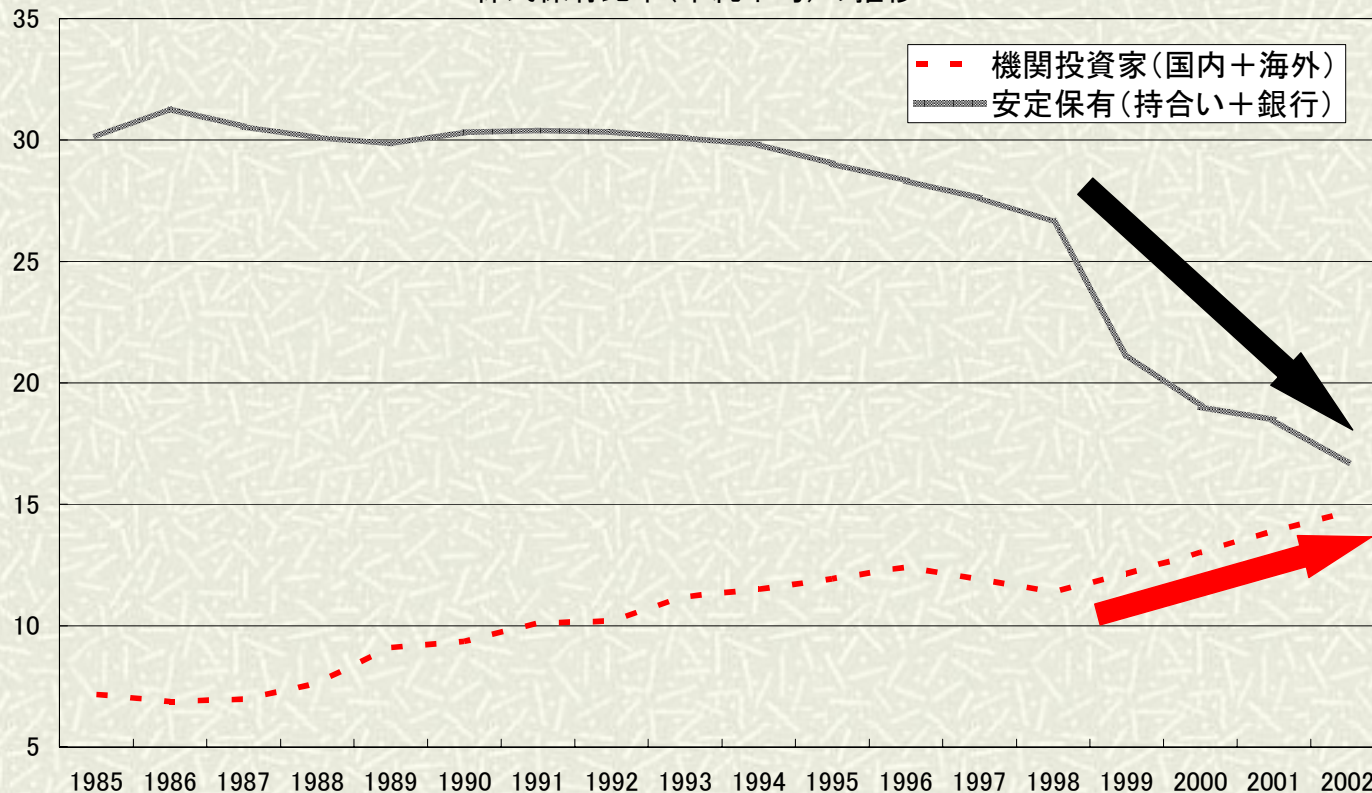
Sample consists of 931 non-financial firms which were listed in the First Section of the Tokyo Stock Exchange for the entire period from the end of 1990 to the end of 2000. Percentage share held by individuals excludes the share held by board members.

Year	Percentage share held by Foreigners			Percentage share held by Individuals			Percentage Share held by Corporations and Banks		
	1990	1995	2000	1990	1995	2000	1990	1995	2000
Mean	4.3	7.8	7.9	20.8	22.6	30.6	37.5	34.9	32.6
Std. Dev.	5.8	8.0	10.1	8.1	9.7	14.3	13.2	13.0	14.4
Coef. of Variance	1.37	1.02	1.27	0.39	0.43	0.47	0.35	0.37	0.44
Median	2.4	5.7	3.3	19.6	21.5	30.3	35.8	32.9	30.6
First quartile	1.1	1.8	1.2	14.9	15.2	18.9	27.7	25.0	21.7
Third quartile	5.2	11.4	11.3	25.9	28.6	40.2	46.7	43.6	41.4
3Q-1Q	4.0	9.6	10.1	11.0	13.4	21.3	18.9	18.6	19.7

Source: Based on financial statements of each firm, major shareholder data (Toyo Keizai), etc.

Stable shareholding and Institutional shareholding

株式保有比率(単純平均)の推移



Task I: the determinants of the choice of selling for banks & firms

- # Why did cross-shareholding dissolve in the mid 1990s?
- # If cross-shareholding emerged as a result of a response to the increasing threat of takeover, then why would cross-shareholding begin to dissipate when the takeover threat grew much more serious than it was in the 1980s?
- # Given **increasing valiance** in the cross-shareholding ratio, what attributes of firms determine the extent of cross-shareholding?

Task II: the relation between ownership and firms' performance

- # growth promotion due to a release from short-run market pressure (Porter 1992, Hall and Weinstein 1997) or aspects of risk sharing (Nakatani 1984, Yafeh 2001).
- # the probability of a moral hazard and insider control.

Chronology of unwinding of stable shareholding in the 1990s

- 1990年代初頭—外国人増加
- 1995年— 事業法人の株式売却本格化
 - 1996年: 適債基準の撤廃
 - 1997年: 金融危機→ 銀行株保有のリスク上昇
- 1997年＝銀行保有株式の売却開始
- 1999年＝銀行保有株式の売却加速
 - 1999年: 金融商品会計基準(公表)
 - 2002年: 銀行の株式保有制限法(施行)

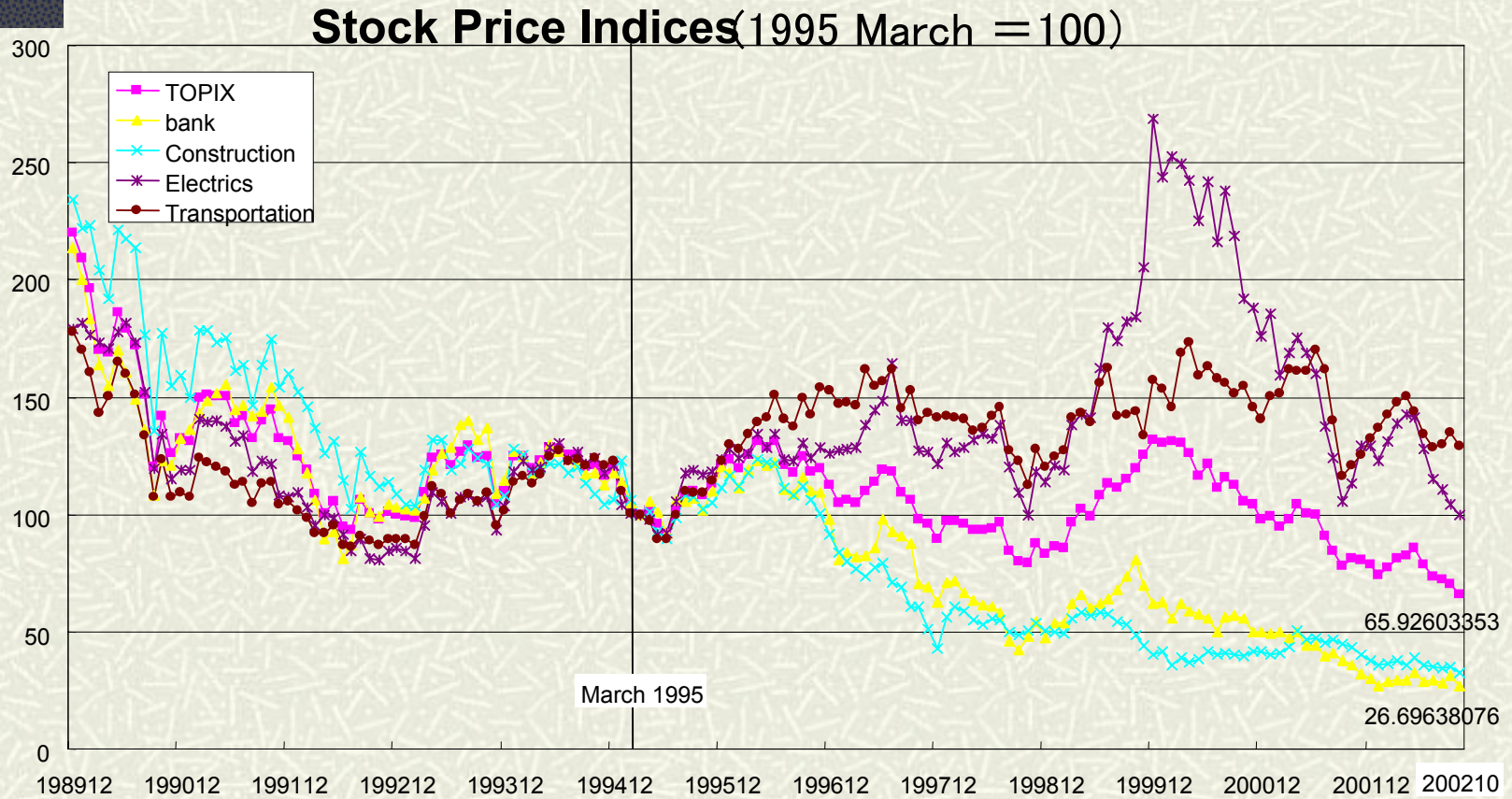
Trading Volume of Stocks by Investment Section

Based on the three markets, Tokyo, Osaka, Nagoya. Unit: One Million Shares

Year	Total			Securities Company	Individuals	Investment Trust	Foreigners	Non- financial Corporations	Insurance Companies	LTGB, City and Regional Banks	Trust Banks
	Sell	Buy	Net	Net	Net	Net	Net	Net	Net	Net	Net
1990	125,253	125,362	109	94	1,467	852	▲ 1,806	780	118	▲ 1,223	
1991	94,030	94,983	952	▲ 164	▲ 2,159	▲ 1,324	4,146	▲ 1,593	370	1,429	
1992	71,913	72,467	554	▲ 103	160	366	229	▲ 1,002	▲ 172	1,307	
1993	89,154	89,860	706	▲ 109	▲ 1,025	▲ 581	1,298	▲ 1,961	▲ 45	3,060	
1994	92,894	93,726	831	▲ 149	▲ 1,843	▲ 1,727	4,969	▲ 2,062	▲ 634	1,739	
1995	103,521	103,933	412	116	615	▲ 1,252	3,357	▲ 1,303	▲ 2,020	▲ 313	
1996	108,919	109,517	599	▲ 91	▲ 1,101	▲ 1,021	2,473	▲ 1,314	▲ 520	1,017	1,664
1997	112,241	112,102	▲ 139	410	4,398	▲ 1,580	▲ 1,154	▲ 152	▲ 1,498	▲ 1,382	2,451
1998	118,067	117,792	▲ 275	323	4,098	▲ 518	▲ 2,092	▲ 1,251	▲ 1,849	▲ 1,856	2,854
1999	150,259	149,877	▲ 382	374	2,626	▲ 390	7,229	▲ 2,280	▲ 2,468	▲ 2,415	▲ 1,491
2000	167,397	167,370	▲ 27	396	943	1,030	▲ 729	▲ 1,828	▲ 722	▲ 1,507	933
2001	184,767	185,179	412	198	1,338	607	▲ 976	▲ 605	▲ 1,432	▲ 1,496	2,122
2002	194,690	194,878	188	10	1,064	▲ 46	▲ 223	328	▲ 840	▲ 1,376	1,530

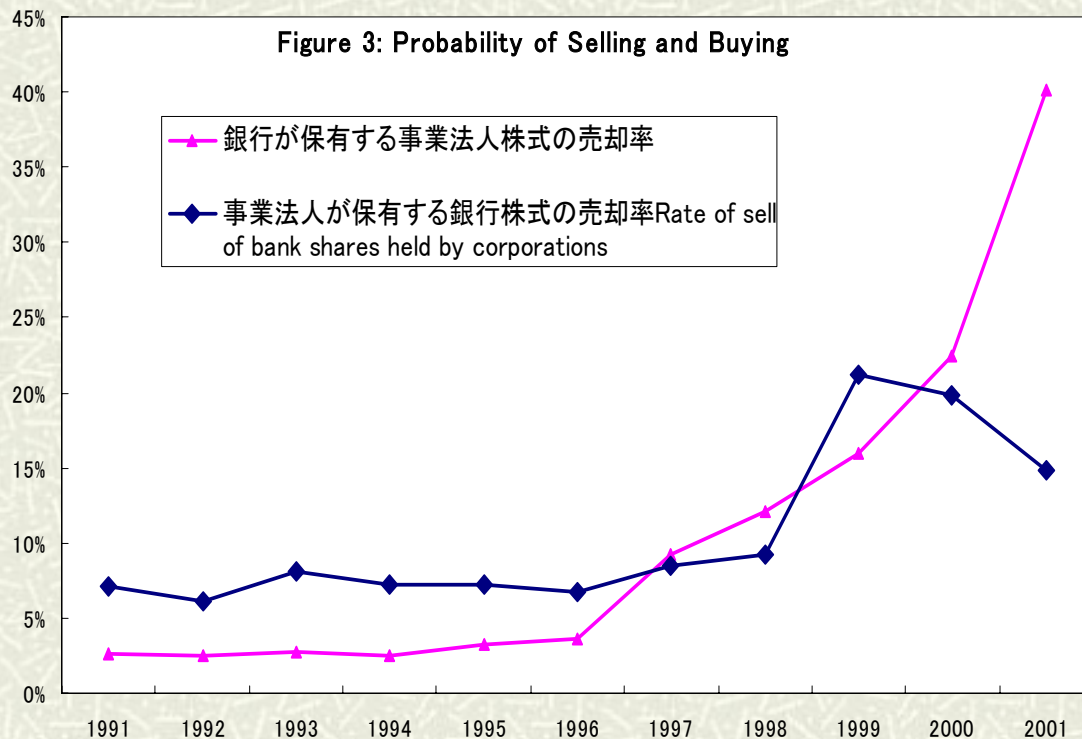
Source: Tokyo Stock Exchange, *Annual Report on Stock Statistics*.

Figure : Co-movement of Industry-specific Stock Price Indexes and Bank Stock Prices, 1995-2002



Note: Based on the Tokyo Stock Exchange industry-specific indices

Probability of Selling Off



note 1: Rate of selling by banks = number of companies whose stock was sold during a firm year / number of companies whose stock was held in the beginning of the firm year

Note 2: Rate of selling by corporations = number of banks whose stock was sold during a firm year / number of bank stocks held in the beginning of the firm year

Sample

■ 分析期間(1995年3月末～2002年3月末)

- 前期 : 95～97年、中期: 97～99年、後期: 99～2002年

■ 分析対象

- 個々の持合い関係(5,879 ケース)
- 事業法人: 東証1部上場(金融以外=1087社)
 - 期中に上場廃止された企業、公開企業を合併した企業(合併が行われた年度のみ)は除く
- 銀行: 各年度初に上場している都銀・長信銀(14行)
 - 信託銀行、破綻・国有化された銀行(事象が発生した年度以降)は除く
 - 銀行再編: 関係を1対1に対応させるため、持株会社傘下銀行を銀行グループとして合算

DATA

■ データソース

- 株式保有関係
 - 株式持合いDB(ニッセイ基礎研究所)
- 融資取引関係
 - 金融機関別借入金データ(日経QUICK情報)
- メインバンク関係
 - 会社基本データ(東洋経済新報社):取引銀行の筆頭銀行
- 企業属性
 - 格付データ(内外格付機関4社—R&I、JCR、Moody's、S&P)
 - 企業財務データ(日経QUICK情報)
 - コーポレートガバナンスDB(早稲田ファイナンス研究所 & ニッセイ基礎研究所)

Cross shareholding between corporation and bank

- # 株式保有、融資取引の両面で密接な関係
- # 分析スタート(95年3月末)時点の状況
 - 株式持合いは、上場企業の慣行
 - 銀行による事業法人株式保有比率: 平均 9.7 %
 - 事業法人による銀行株式保有比率: 平均 35.2 %

	社数	比率
対象事業会社数	1,087	
うち、大手銀行が大株主	1,065	98.0%
うち、大手銀行の株式を保有	1,067	98.2%
うち、相互保有関係	1,039	95.6%
うち、大手銀行より借入金あり	900	82.8%
うち、借入かつ相互保有	866	79.7%

Methodology

- 各保有者の主体的意思決定問題として分析
 - 売却したか、しなかったかに注目
 - 90年代前半までは、そもそも売却すること自体がまれ
- Logit モデル(売却を1、それ以外を0)
 - 各年度ごとに売却事象を観察(0、1を設定)
- 期初に対象企業の株式を保有する企業が対象
 - 売却選択モデルごとの分析対象
 - 事業法人の売却: 期初に保有が確認される銀行との関係のみ
 - 銀行の売却: 期初に保有が確認される事業法人との関係のみ

Corporate choice on selling bank shares I

被説明変数(CSELL)

- 期初に保有する銀行株式を、売却した場合・・・1
- // 、継続保有(又は買増し)した場合・・・0

事業法人の銀行株売却決定モデル

- $CSELL = f(X_1, X_2, X_3, X_4, X_5)$
- X_1 : 売却必要性(財務要因、保有ポートフォリオ要因)
 - D_ICR : インタレストカバレッジレシオ < 1.5 を示すダミー (+)
 - DERATIO: D/Eレシオ(有利子負債÷自己資本) (+)
 - CHMKV_R : 保有する各銀行株時価÷総資産 (+)
- X_2 : 保有対象銀行の財務健全性
 - D_BK_RATE : Moody'sの銀行財務格付が、D格以下(1999年以降は、全銀行がD以下のためE格以下)を示すダミー (+)

Corporate choice on selling bank shares II

■ モデル(続き)

■ X_3 : 資本市場からの圧力

- D_RATE_BB : 長期債格付がBB~BBBを示すダミー (+)
- D_RATE_AA : 長期債格付がA~AAAを示すダミー (+)

■ X_4 : 経営者のエントレンチメント

- LEMV : 事業法人自身の株式時価総額対数値 (+)
- M_NONST : 持合い関係を示すダミー × 非安定株主 (個人、外国人、機関投資家) 保有比率 (-)

■ X_5 : 銀行との固有の関係

- LOAN_R : 当該銀行からの借入金額 ÷ 民間金融機関からの借入総額 (-)
- BHSKT_R : 銀行の株式出資比率 (-)
- MBFLG : 銀行がメインバンクであることを示すダミー (-)

Corporate choice on selling bank shares III: Results

表2: 事業法人の銀行株式売却選択モデル

		通期 (FY95-FY2001)		前期 (FY95-FY96)		中期 (FY97-FY98)		後期 (FY99-FY2001)	
		Estimate	$\sigma_x \cdot dP/dX$	Estimate	$\sigma_x \cdot dP/dX$	Estimate	$\sigma_x \cdot dP/dX$	Estimate	$\sigma_x \cdot dP/dX$
		(t-stat)		(t-stat)		(t-stat)		(t-stat)	
	C	-3.64 (-20.20) ***		-6.31 (-14.29) ***		-4.91 (-14.26) ***		-2.93 (-12.50) ***	
X1	D_ICR ICR<1.5の場合に1	0.31 (6.44) ***	0.012	0.57 (5.88) ***	0.015	0.40 (4.30) ***	0.012	0.15 (2.11) **	0.008
X1	DERATIO D/ELシオ(有利子負債÷自己資本)	0.21 (17.97) ***	0.030	0.18 (8.82) ***	0.019	0.13 (5.82) ***	0.016	0.14 (13.01) ***	0.044
X1	CHMKV_R 当該銀行株時価÷総資産	37.62 (21.73) ***	0.045	19.66 (9.57) ***	0.023	37.45 (11.27) ***	0.036	35.38 (14.55) ***	0.062
X2	D_BK_RATE 銀行財務格付がD(99年以降はE)以下	0.39 (9.80) ***	0.018	0.21 (2.59) ***	0.007	0.42 (5.58) ***	0.016	0.44 (7.69) ***	0.030
X3	D_RATE_BB 格付(4社中の最低)がBB格~BBB格	0.33 (7.28) ***	0.014	0.41 (4.19) ***	0.011	0.32 (3.44) ***	0.011	0.33 (5.32) ***	0.022
X3	D_RATE_AA 格付(4社中の最低)がA格~AAA格	0.10 (1.76) *	0.004	0.04 (0.34)	0.001	0.18 (1.69) *	0.006	0.02 (0.20)	0.001
X4	LEMV 事業法人の時価総額対数値	0.14 (9.39) ***	0.019	0.25 (6.55) ***	0.019	0.21 (6.88) ***	0.022	0.09 (4.38) ***	0.020
X4	M_NONST 相互保有のとき、非安定株主保有比率	-0.01 (-4.22) ***	-0.010	-0.01 (-2.13) **	-0.007	0.00 (1.04)	0.004	-0.01 (-4.64) ***	-0.023
X5	LOAN_R 当該銀行からの借入÷民間金融機関借入	-0.01 (-5.80) ***	-0.014	-0.01 (-0.95)	-0.003	-0.02 (-4.30) ***	-0.019	-0.01 (-4.16) ***	-0.022
X5	BHSTK_R 当該銀行の株式保有比率	-0.19 (-11.06) ***	-0.034	-0.06 (-1.51)	-0.006	-0.34 (-8.42) ***	-0.047	-0.17 (-7.60) ***	-0.049
X5	MBFLG メインバンク関係ダミー	0.11 (1.81) *	0.004	0.19 (1.37)	0.004	0.35 (2.47) **	0.010	-0.01 (-0.10)	-0.001
	D_CH_GP 複数行併合ダミー	0.40 (4.11) ***	0.006	0.62 (2.98) ***	0.006			0.32 (2.91) ***	0.011
	DT 年度ダミー	YES		YES		YES		YES	
	NOB	31,700		11,163		10,029		10,508	
	Positive obs.	3,657		785		877		1,995	
	Mean	11.5%		7.0%		8.7%		19.0%	
	Log likelihood	-10,269		-2,658		-2,777		-4,794	

(注) 事業法人が保有する銀行株式が期初時点に比べ減少した場合を1、それ以外を0とする離散量変数を被説明変数とし、Logitモデルにより推計

***1%水準で有意、**5%水準で有意、*10%水準で有意。 σ_x は説明変数の標準偏差、 dP/dX は限界効果。

Summary of results

- ✦ X1: 売却必要性(財務、ポートフォリオ要因)→支持
 - 当面の財務状態を改善するため、売却・現金化
- ✦ X2: 保有対象銀行の財務健全性→支持
 - 金融危機以降に効果拡大 → 株式保有リスクへの意識向上
- ✦ X3: 市場の圧力(格付維持)→支持
 - BB～BBB格でシリアス
 - 後期に効果拡大(信用リスクに対する市場の見方が厳しくなった)
- ✦ X4: 経営者のエン tren chement→支持
 - Takeoverの脅威が、持合い解消の障害に。
- ✦ X5: 銀行との関係→概ね支持
 - 負債依存度、資本依存度とも、売却抑制要因
 - メインバンク関係は推論に合致しない → Why?

Bank choice on selling of corporate shares

被説明変数 (*BSELL*)

- 期初に保有する事業法人株式を、売却した場合・・・1
 “ ” 継続保有(又は買増し)した場合・・・0

■ 銀行の事業法人株売却決定モデル

- $BSELL = f(Z_1, Z_2, Z_3, Z_4)$
- Z_1 : 銀行の投資行動をコントロール
 - TIER1_STKR : 各事業法人株式の保有比率 ÷ Tier1 自己資本 (+)
 - LEMV : 各事業法人株式の時価総額 (流動性の代理指標) (+)

Bank choice on selling of corporate shares II

■ Z_2 : 投資対象のリスク・成長可能性

- D_ICR : インタレストカバレッジレシオ < 1.5 を示すダミー (+)
- $DERATIO$: D/E レシオ (有利子負債 ÷ 自己資本) (+)
- $STDRTN$: 事業法人株式のリターンの過去36ヵ月標準偏差 (+)
- D_AVEQ : トービンの $q > 2$ を示すダミー (—)

■ Z_3 : 資本市場からの圧力

- D_BK_RATE : Moody'sの銀行財務格付が、D格以下 (1999年以降は、すべての銀行がD格以下のため、E以下) を示すダミー

■ Z_4 : 事業法人との固有の関係

- $LOAN_R$: 当該事業法人への融資金額 ÷ 当該事業法人の民間金融機関からの借入総額 (—)
- $MFLG$: 持合い関係を示すダミー (—)
- $MBFLG$: 銀行がメインバンクであることを示すダミー (—)

Bank choice on selling of corporate shares : Results

表3: 銀行の事業法人株式売却選択モデル

		通期(FY95-FY2001)		前期(FY95-FY96)		中期(FY97-FY98)		後期(FY99-FY2001)	
		Estimate	$\sigma_X \cdot dP/dX$	Estimate	$\sigma_X \cdot dP/dX$	Estimate	$\sigma_X \cdot dP/dX$	Estimate	$\sigma_X \cdot dP/dX$
		(t-stat)		(t-stat)		(t-stat)		(t-stat)	
	C	-2.78 (-12.27) ***		-8.15 (-8.97) ***		-4.04 (-7.76) ***		-2.59 (-9.98) ***	
Z1	TIER1_STKR 株式保有比率÷Tier1自己資本	0.64 (2.61) ***	0.007	1.38 (2.38) **	0.005	-1.20 (-3.20) ***	-0.013	1.98 (5.27) ***	0.027
Z1	LEMV 事業法人の時価総額対数値	0.18 (11.24) ***	0.026	0.35 (5.86) ***	0.014	0.16 (4.38) ***	0.019	0.18 (9.44) ***	0.047
Z2	D_ICR ICR<1.5の場合に1	0.19 (3.34) ***	0.008	0.50 (3.03) ***	0.007	0.13 (1.27)	0.005	0.11 (1.53)	0.007
Z2	D_AVEQ トービンのq>2の場合に1	0.15 (1.34)	0.002	0.11 (0.28)	0.000	-0.28 (-0.97)	-0.004	0.22 (1.75) *	0.008
Z2	DERATIO D/Eレシオ(有利負債÷自己資本)	-0.01 (-0.37)	-0.001	0.04 (1.17)	0.002	-0.00 (-0.13)	-0.000	-0.02 (-1.93) *	-0.010
Z2	STDRTN 事業法人株式リターン36か月標準偏差	0.05 (7.77) ***	0.018	0.12 (4.51) ***	0.010	0.09 (6.69) ***	0.030	0.03 (4.39) ***	0.022
Z3	D_BK_RATE 銀行財務格付がD(99年以降はE)以下	0.08 (1.65)	0.004	-0.10 (-0.68)	-0.002	0.59 (6.89) ***	0.026	-0.14 (-2.33) **	-0.011
Z4	LOAN_R 当該銀行からの借入÷民間金融機関借入	-0.02 (-8.38) ***	-0.021	-0.03 (-3.77) ***	-0.011	-0.03 (-6.74) ***	-0.034	-0.01 (-4.44) ***	-0.023
Z4	MFLG 相互保有関係ダミー	-0.22 (-3.51) ***	-0.007	-0.47 (-2.18) **	-0.004	-0.47 (-3.69) ***	-0.011	-0.15 (-1.97) **	-0.009
Z4	MBFLG メインバンク関係ダミー	-0.29 (-5.39) ***	-0.013	-0.40 (-1.99) **	-0.006	-0.24 (-2.01) **	-0.009	-0.28 (-4.44) ***	-0.023
	D_BH_GP 複数行併合ダミー	1.08 (12.62) ***	0.021	1.90 (4.13) ***	0.004			0.96 (10.97) ***	0.048
	DT 年度ダミー	YES		YES		YES		YES	
	NOB Positive obs. Mean Log likelihood	22,982 3,186 13.9% -7.866		7,328 250 3.4% -1.031		6,981 732 10.5% -2,209		8,673 2,204 25.4% -4.527	

(注) 銀行が保有する事業法人株式が期初時点に比べ減少した場合を1、それ以外を0とする離散量変数を被説明変数とし、Logitモデルにより推計

***1%水準で有意、**5%水準で有意、*10%水準で有意。 σ_X は説明変数の標準偏差、dP/dXは限界効果。

Summary of results: Bank

- Z₁: 投資行動(過大な投資、流動性)→概ね支持
 - 中期までは、過大な投資に対する意識が希薄
 - 後期は株式保有額の圧縮を優先
- Z₂: 投資対象の信用リスク・質→変化に注目
 - 前期:信用リスクの高い企業をシステマティックに売却
 - 後期:市場評価の高い高株価企業を売却
 - 売却本格化した後期には、残高圧縮を優先
- Z₃: 資本市場の圧力(格付)→概ね支持
 - 中期(金融危機発生時)に強い効果が見られる
 - 銀行経営に大きなインパクトを与える市場の評価を重視
- Z₅: 事業法人との関係→強く支持
 - 負債依存度、資本依存度、メインバンク関係とも、売却を強く抑制

Cooperative unwinding or non-cooperative unwinding

持合いは暗黙の契約

仮定:

- 売却の同時進行⇒双方の合意を通じて実施(協調的)
- タイミングにずれ⇒合意を欠き、一方が先行し(非協調的)

追加分析

- サンプルを相互持合い関係のみに限定
- 相手からの売却を示す変数の追加

事法の売却選択: BSELL(同年度の売却)、P_BSELL(前年度)

銀行の売却選択: CSELL(同年度の売却)、P_CSELL(前年度)

Cooperative unwinding or non-cooperative unwinding

分析結果

- 同年度の売却(SELL): 全期間で強く有意に正
 - 一方の売却行動は、他方の売却・保有継続の意思決定に大きく影響
- 先行的な売却(P_SELL): 有意に正(効果は限定的)
 - 同年度の効果に比べて圧倒的に小さい
 - 事法の売却選択: 効果が限定的(中期までは無差別)
 - 銀行の売却選択: 常に正(中期以降は強く有意)

分析結果からの暫定的結論

- 双方の合意の下で協調的に解消(基本線)
- 非協調的に進展した側面も(副次的経路)
 - 一部の事業法人が先行 → 銀行の売却に強い影響

Effect of main-bank relationship on choice

- # メインバンク関係は、相互に強いコミットメントを持ち、より強固な長期的関係と想定
 - 結果は
 - 銀行の売却 → メインバンク関係で売却抑制(期待通り)
 - 事法の売却 → メインバンク関係で売却促進(未解釈)
- # 推計1: 要因決定モデルに交差項を追加
 - 売却が合理的な状況で、メインバンク関係が与える影響
 - 各社固有の財務要因とメインバンクダミーの交差項
 - $MB_D_ICR: (MBFLG) \times (D_ICR)$
 - $MB_D_BK_RATE: (MBFLG) \times (D_BK_RATE)$
- # 推計2: サンプル分割して推計
 - メインバンク関係、非メインバンク関係に分割

Effect of main-bank relationship on choice II

分析結果

■ 事業法人の売却

- 保有先(銀行)の財務状態が悪化しても売却しない
- 自身の財務状態が悪化した場合は売却(中期まで)

■ 銀行の売却

- 保有先(事法)の財務状態が悪化すると保有継続
- 自身の財務状態が悪化した場合に保有継続

Effect of main-bank relationship on choice III

分析結果からの暫定的結論

- メインバンク関係は売却抑制的に機能
 - 保有リスクよりも、長期的関係の維持を優先させた
 - 銀行はメイン先企業を救済
 - 自らの株式が売却されることを容認
 - 自身の売却が発するシグナルを懸念
 - 株式保有関係でも「メイン寄せ」が発生
 - メインバンクは信用リスクの高い企業を保有継続、非メインは売却
 - 銀行の保有株式ポートフォリオが劣化
 - 非メインバンク関係：期待収益が高い企業を売却
 - メインバンク関係：信用リスクの高い企業を継続保有
- 株式ポートフォリオが低収益性企業に偏重

Ownership Structure and corporate performance

- # the effects of changing ownership structure on corporate performance
 - # Moral hazard and insider control
 - # even more severe than the case of high managerial ownership
-

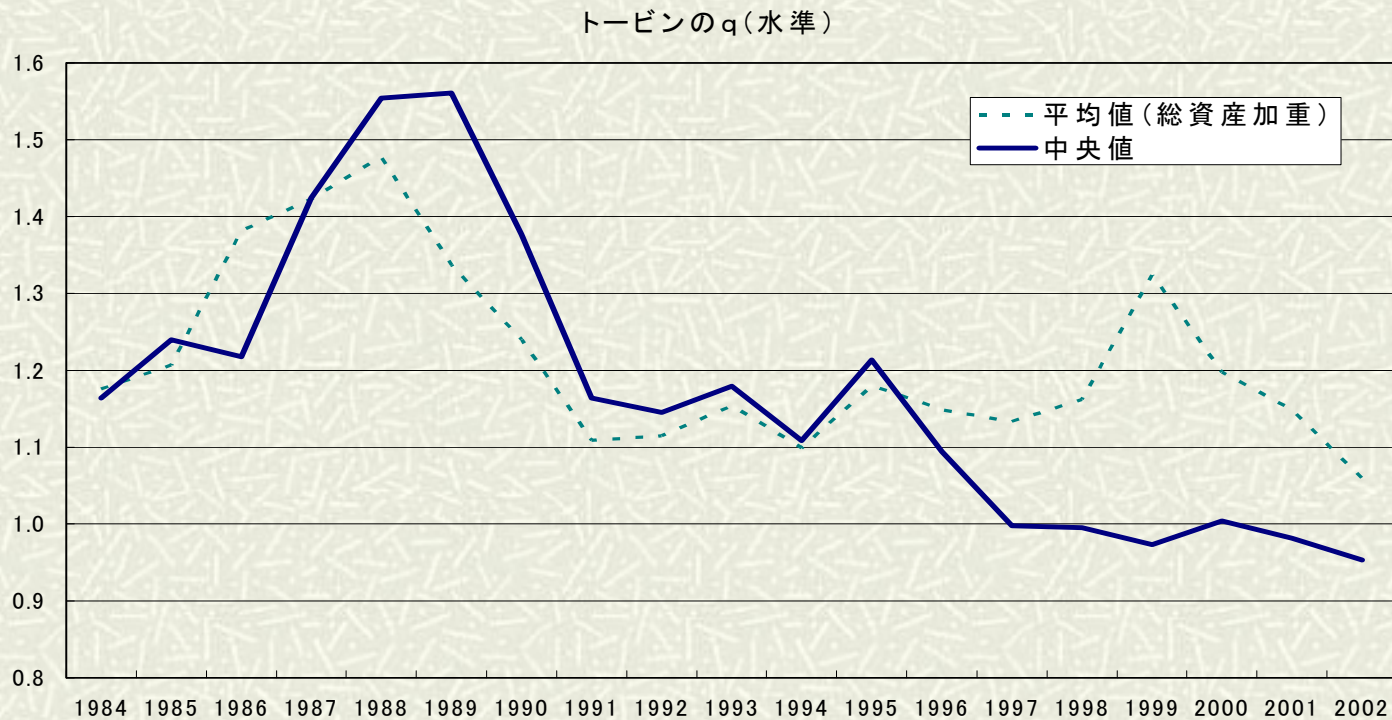
Data and Sample Period

- # Data: Institute of Financial Studies and NLI Research Institute
- # *Comprehensive data including financial data, performance (ROA, Tobin's q, TFP), ownership structure (cross shareholding), and board structure.*
- # Sample: ROA & Q All listed firms, TFP = TSE 1st Section
- # Estimation period: FY 1985 to FY 2002.
- # Sub-period I=1985-92, II= 90-97, III= 95-02

Performance Measures

- モデル: パネル推計(固定効果モデル)
 - $\Delta P = f(\text{水準}(1\text{期ラグ}), \text{Gov}(1\text{期ラグ}), \text{サイズ}(1\text{期ラグ}), \text{年度ダミー}),$
- TFP= 生産関数を推計して算出。
- ROA(単独、連結): 時価ベース
 - 事業利益 ÷ 総資産時価
- トービンのq(単独、連結)
 - 企業価値 ÷ 資産再取得価額
 - 企業価値 = 株主資本時価 + 負債資本時価
 - 資産再取得価額
= 総資産 + 有形固定資産含み + 有価証券含み - 少数株主持分

Estimated Tobin's q



Governance variables

外部統治構造

- **FRGNINST**: 外国人機関投資家
- **DOMINST**: 国内機関投資家(年金信託＋投信＋生保特別勘定)
- **STABLE**: 安定保有＝持合い＋一方向安定
- **PARE_D**: 親会社ダミー(15%以上親会社)

内部統治構造

- **EMP_S**: 従業員持株会
- **LBTNUM**: 取締役会規模(対数変換)
- **ID_RATIO**: 社外取締役比率(社外取締役÷取締役)
- **DIR_D**: 役員持株ダミー(10%以上)
- **STOPT**: ストックオプション採用ダミー

Estimation Result of TFP

		(1)			(2)			(3)		
		Est. Coef.		t-stat	Est. Coef.		t-stat	Est. Coef.		t-stat
<i>FSIZE</i>	SIZE	0.107		0.593	0.698 ***		3.385	0.307		1.612
<i>DAR</i>	the Leverage	3.896 ***		8.013				3.7 ***		7.363
<i>FRGN</i>	Foreign shareholder	0.022 **		2.361				0.020 **		2.135
<i>STABLE</i>	stable shareholder	-0.018 **		-2.096				-0.015 *		-1.736
<i>BSIZE</i>	Board Size				-0.788 ***		-6.854	-0.606 ***		-5.112
<i>IDR</i>	Outside director				0.001		0.329	-0.001		-0.393
<i>MTFP</i>	TFP lag	-0.351 ***		-40.773	-3.338 ***		-39.121	-0.351 ***		-39.994
<i>N</i>		9,246			9,285			9,037		
Adj. R2		0.166			0.157			0.169		
Hausman Test		969.02		0.000(13)	914.17		0.000(12)	949.35		0.000(15)
Model selection		Fixed Effect Model			Fixed Effect Model			Fixed Effect Model		

Estimation Result of ROA and Tobin's q

Variable	Definition	Model2			
		Consolidated ROA		Q(Tobin's q)	
		Estimated Coefficient	t-stat	Estimated Coefficient	t-stat
<i>SIZE</i>	SIZE	-2.434 ***	-16.166	-0.219 ***	-16.533
<i>DAR_L1</i>	the Leverage	2.610 ***	7.220	0.658 ***	20.706
<i>FRGNINST_L1</i>	Foreign sharehodler	0.058 ***	7.626	0.007 ***	10.784
<i>DOMINST_L1</i>	Domestic institution	0.067 ***	6.278	0.011 ***	11.387
<i>STABLE_L1</i>	stable shareholder	-0.010 ***	-3.053	-0.001 ***	-3.319
<i>ID_RATIO_L1</i>	Outside director	0.280	1.026	0.002	0.098
<i>BTRATIO_L1</i>	Board Size	-0.072	-1.208	-0.020 ***	-3.846
<i>MBY_RATIO_L1</i>	Main bank loan ratio	0.210	0.972	-0.040 **	-2.106
<i>EMP_S_L1</i>	Employee shareholding	0.135 **	2.475	0.027 ***	5.630
<i>DIR_D_L1</i>	managerial ownerhsp	-0.045	-0.381	-0.013	-1.286
<i>PARE_D_L1</i>	parent company dummy	0.564 ***	3.535	0.011	0.796
<i>STKOPT_D_L1</i>	stock option	0.061	0.664	0.013	1.582
<i>YEAR DUMMY</i>	year dummy	YES		YES	
N of observation		14,429		14,429	
Number of Firms		2,250		2,250	
Adjusted R-sq		0.66		0.69	
		Fixed Effect		Fixed Effect	

*** denotes significance at the one percent level; ** denotes significance at the five percent level; * denotes significance at the 10 percent level

Estimation Results

内部統治構造

- 従業員株式保有のパフォーマンス効果：近年重要性が上昇
- 取締役会の規模縮小（スリムな取締役会）はパフォーマンスにプラス

外部統治構造

- 外国人株式保有の規律付け効果。
- 国内機関投資家の規律付け効果上昇。
- 安定株主のentrenchment 効果。

Conclusion

■ 株式保有リスク上昇、資本市場の圧力が解消促進

■ 長期的関係、エンタレンチメントが解消を阻害

■ 保有構造が分化

外国人↑・社債↑⇒ 安定株主 解消 ⇒ コーポレート・ガバナンス向上 ⇒ パフォーマンス ↑ =
外国人・低位・MB依存⇒ 安定株主 維持 ⇒
コーポレート・ガバナンス劣位 ⇒ パフォーマンス 低迷

95-02年： 悪循環により劣位均衡に陥る企業群の発生

Conclusion II

⌘ 銀行危機以降、銀行は、残高圧縮容易性を重視して売却、メイン関係では信用リスクの高い企業を保有継続

⇒ 銀行の株式ポートフォリオが劣化している可能性

Implication

- 劣位均衡に陥っている企業は、銀行との金融取引、株式所有関係が強く、持合い解消のインセンティブ(内生的要因)に乏しい
- 資本市場の圧力に代わる刺激: 例えば「銀行の株式保有制限法」
 - 資本市場を通じた資金調達機能が未成熟
 - 企業は銀行との長期的関係に頼らざるを得ない
- 補完する仕組みが必要
 - 財務危機的状況にある企業: 産業再生機構
 - メインバンクと一体になって企業再生
 - 低位安定する企業: 機関投資家の活動に期待