

2015 年 11 月 6 日

No.2015-037

大手行の政策保有株式売却は加速するか

—コミットメントの遂行には、合理性の劣る地銀株式の優先的な削減も一考—

調査部 研究員 吉川 聡一郎

《要 点》

- ◆ 銀行の政策保有株式売却に関する議論が活発になっている。1990 年代後半以降、銀行のバランスシート改善の目的から保有株式削減の動きが続いてきた。さらに最近では、株式相場が上昇し銀行業績も堅調に推移するなか、とりわけ大手行に対して、資本市場の活性化や資本効率改善の観点から売却期待が高まりつつある。
- ◆ この直接的な背景として、コーポレートガバナンスへの意識の高まりが挙げられる。今年 6 月にコーポレートガバナンス・コードが制定され、上場会社の政策保有株式に関する「合理性の説明」が求められるなか、各行はコーポレートガバナンス報告書の中で削減の方向を打ち出し、保有意義を見直す旨を表明している。加えて、間接的な背景として、銀行同様に多くの政策保有株式を抱える大手保険会社でも削減が進むと想定されることが挙げられる。導入が検討される新たな資本規制や最近の大型買収に伴う自己資本悪化懸念など、削減へのインセンティブは高まっており、金融機関全体での政策保有株式売却という市場コンセンサスが形成されつつある。
- ◆ 市場の期待に応え、大手行が政策保有株式売却を進める場合の一つの考え方として、地銀株式の削減を優先的に行うことが挙げられる。その理由は、①貸出原資調達必要性が弱まるなかでの大手行と地銀の連携の有名無実化、②ダブルギアリング規制の導入による銀行同士の持合い抑制、③事業会社と比較した場合の地銀株式の低採算性という 3 つの要因から、「合理性の説明」が事業会社に比べて困難となっているためである。一方、地銀側からみると、大手行の売却分については分散防止のため自己株式取得により対応する可能性が高い。自己株式取得は株主資本の減少を伴うため、資本基盤が強固な地銀で実施しやすいと考えられる。採算性と自己資本の観点から、銘柄を「売却容易」「準売却容易」「売却劣後」の 3 つに分類すると、大手行合算での「売却容易」「準売却容易」は 33 銘柄、時価 1,470 億円、対地銀株式比率は 40%弱となり、これが現時点での地銀株式の削減余地と考えられる。
- ◆ 今後を展望すると、大手行は売却を加速させると見込まれる。その一方、事業会社株式の売却は、取引を維持する上でも簡単に受け入れられるものではない。従って大手行にとっては、合理性の劣る地銀株式の売却を優先的に進めつつ、コミットメントを遂行していくことも一考に値する。その際、対象先の資本状況も勘案した判断を行い、売却の是非を検討していく必要があるだろう。

本件に関するご照会は、調査部・吉川聡一郎宛にお願いいたします。

Tel: 03-6833-6949

Mail: kikkawa.soichiro@jri.co.jp

1. 高まる政策保有株式売却への期待

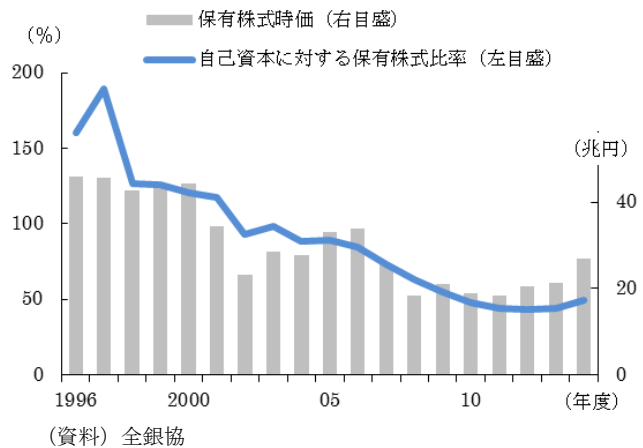
銀行の政策保有株式売却に関する議論が活発になっている。足元では株式相場が上昇し、大手行を中心に業績も堅調に推移するなか、資本市場の活性化や資本効率改善の観点から、売却期待が高まりつつある。

もっとも、銀行は 1990 年代後半から政策保有株式の売却を進めてきた。この間の株価の下落に加え、時価会計の導入¹によって有価証券評価損が資本に反映されるようになったことや、株式保有が Tier1 資本の範囲内に制限されるようになった²ことなどを受けて、銀行は保有する株式を大幅に削減し、バブル崩壊後に悪化したバランス

シートの改善を行った。現在ではこのような動きは一巡しており、自己資本に対する保有株式の比率をみると、2011 年以降は横ばいとなっている（図表 1）。

本稿では、このような状況のなかで市場の期待が高まっている背景をまず考察する。次いで、銀行が更なる政策保有株式売却を進める場合に、優先的な処理を行う意義が大きいと考えられる「地銀株式」に関して分析を試みたうえで、大手行の今後の対応について展望する。

（図表 1）自己資本に対する保有株式比率



2. 大手行を取り巻く環境変化

（1）直接的な背景：コーポレートガバナンス改革への対応

政策保有株式売却が期待される背景として、直接的には、コーポレートガバナンスへの意識の高まりが挙げられる。今年 6 月にコーポレートガバナンス・コードが制定され、上場会社の政策保有株式に関しては「保有に関する方針を開示」し、「中長期的な経済合理性について具体的な説明を行うべき」であるとされた³。これに対して大手行では、公表したコーポレートガバナンス報告書の中で政策保有株式に言及し、各行とも削減の方向を明確に打ち出している。定量的な削減目標は示されていないものの、いずれもリターンの精緻な検証を前提として、保有意義の見直しを進める旨を表明している。

（2）間接的な背景：大手保険会社の動向

このほか、間接的な背景として、銀行同様に多くの政策保有株式を抱える生命保険・損害保険会社でも、売却が進むと想定されることが挙げられる。市場における金額ベースでのシェアをみると、保険会社は、銀行に比べて緩やかなペースながらも売却を進めており、足元では生命保険で銀行と同程度、損害保険で銀行の半分程度の保有比率となっている（図表 2）。

現在、保険監督者国際機構（IAIS）によって、保険会社においても銀行におけるバーゼル規制のような世界統一基準の策定に向けた議論が進められている。金融庁は、2020 年を目処にこの新規制

¹ 1998 年に方針が決定され、2001 年に導入

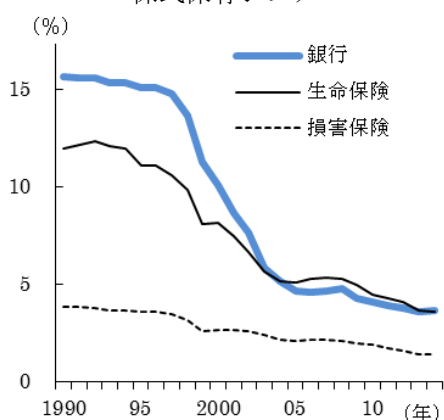
² 「銀行等の株式等の保有の制限等に関する法律」2001 年制定

³ 東京証券取引所「コーポレートガバナンス・コード『原則 1-4 いわゆる政策保有株式』」

を国内大手保険会社に適用する方針を固めている模様である⁴。新規制の下では株式リスクを取りにくくなるほか、自己資本増強を求められる可能性が高い。保険会社における株式リスクは相対的に大きく、規制資本に対する保有株式時価の比率をみると大手行の平均値が55%であるのに対し、生保大手で58%、損保大手では68%となっている（図表3）。加えて最近では、大手保険会社による国内外での大型買収が相次ぎ、多額ののれんを抱えることで自己資本比率が悪化する懸念が高まっている。こうした状況を踏まえれば、リスク資産を圧縮し、資本基盤の強化を図るという観点から、政策保有株式の削減を進める意義は大きい。

このように、銀行のみならず保険会社においても政策保有株式削減のインセンティブは高まっている。金融機関全体での売却という市場コンセンサスが形成されるなか、大手行への「外圧」も強まりつつある。

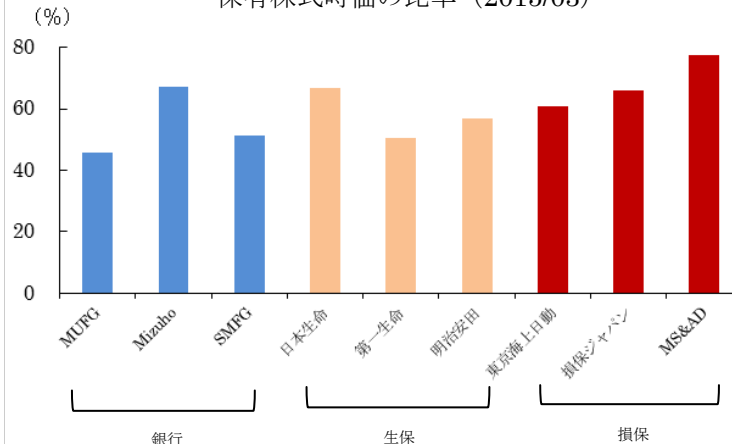
（図表2）市場における
株式保有シェア



（資料）東証

（注）東証一部、二部合算での市場価格ベース

（図表3）規制資本に対する
保有株式時価の比率（2015/03）



（資料）各社 IR を基に日本総研作成

（注）規制資本…銀行:普通株式等 Tier1、生損保:ソルベンシーマージン

3. 優先的な売却が想定される地銀株式

（1）保有意義の希薄化

市場の期待に応え、以上のような背景に基づいて大手行が政策保有株式売却を進める場合、一つの考え方として、地銀株式の削減を優先的に行うことが挙げられる。その理由は、地銀株式は事業会社株式に比べて、コーポレートガバナンス・コードで求められる「合理性の説明」が困難となっているためである。ここでは具体的に以下の3点から考察する。

まず第1に、大手行と地銀との連携は有名無実化している。大手行が株式保有を通して地銀との関係を強化してきた背景には、慢性的な預金超過が続いていた地銀から資金を吸収し、貸出原資を調達するという目的があった。戦後金融政策の一環として行われた人為的低金利と店舗規制の影響で、地銀は預金を集めやすくなる一方、中小企業など一定程度のリスクを持つ先への貸出は困難となった⁵。大手都銀や長期信用銀行などは、地銀が抱えるこれらの余剰資金を短期金融市場や金融債の発行を通して確保しつつ、自行の大口優良顧客に対する資金供給を進めてきた。もともと、現在ではこうした銀行間の資金偏在は解消されており、貸出伸び悩みの影響で預金超過は銀行全体に

⁴ 日本経済新聞朝刊「大手保険に国際資本規制 金融庁、20年メド適用」2015年10月15日

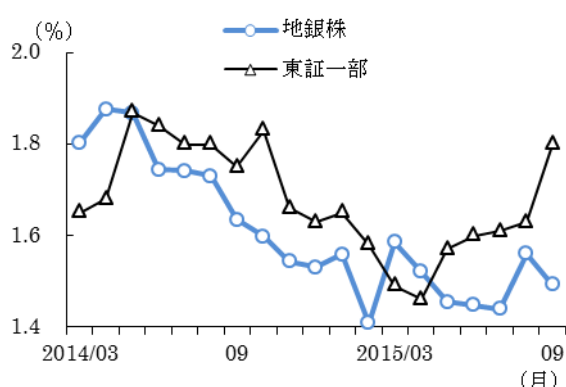
⁵ 野口悠紀雄 [2010]『1940年体制 さらば戦時経済』東洋経済

みられるほか、多くの金融債発行金融機関が合併を経て普通銀行に転換し、その発行を終了している。そのため、大手行が地銀経由で資金を調達する必要性は見出しにくい。大手行が事業会社と資本関係を維持する場合、取引確保の下支えとなるという側面があり、この点に「合理性」があるといえるが、地銀との連携に関しては、金融環境の変質とともにその意義も弱まっている。

第2に、金融規制の面でも、バーゼルⅢの下でダブルギアリング規制が導入されたことにより、大手行による他の銀行の株式保有が困難となっている。これは、金融機関同士の株式持ち合いにより自己資本比率を高めることを抑制するもので、金融機関が、他の連結外金融機関（銀行のほか、証券、保険、リース会社を含む）に出資する場合、議決権比率に応じて自己資本が控除されることになる。

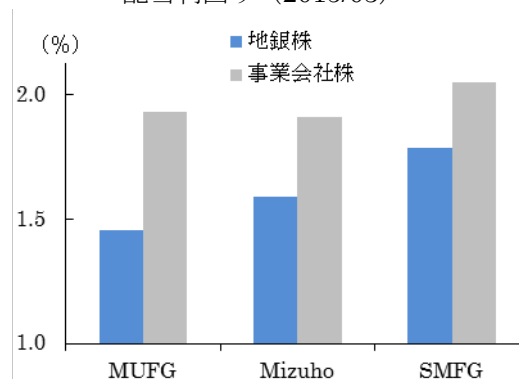
第3に、地銀株式は採算性が低く、採算だけを考えれば非効率的な資産である。配当利回りをみると、地銀株式全体では東証一部の平均を概ね下回っているほか、大手行の政策保有株式においても、事業会社株式と比べて地銀株式では低利回りとなっている（図表4、5）。地銀は海外展開による業務拡大が困難であり、伸び悩む国内市場に依存せざるを得ず、従って株主還元余力の拡大も限定的と見込まれる。そのため、今後もこの傾向が続く可能性が高い。加えて、リターンから資本コストを差し引いたネットでの地銀株式の採算性はそもそもマイナスと想定される（図表6）。ここではリターンとして配当収入のみを考慮しており、本来はキャピタルゲインを勘案する必要があるものの、保有妙味の高い資産とは言い難い。ちなみに、大手保険会社における地銀株式のネット採算性は大手行をさらに1~3%程度下回っており、このことも金融機関全体での売却を促す要因の一つとなると考えられる。

（図表4）配当利回りの推移



（資料）東証、各行 IR を基に日本総研作成

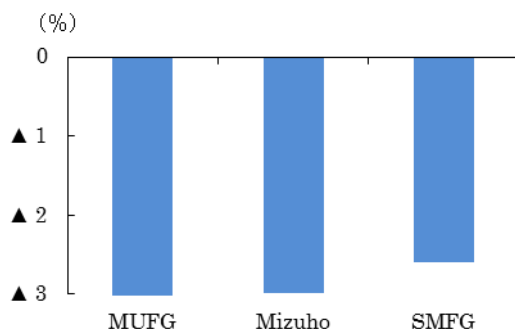
（図表5）大手行政策保有株式の配当利回り（2015/03）



（資料）東証、各行 IR を基に日本総研作成

（注1） 各行の政策株式保有状況については判明分のみ

（図表6）大手行地銀株式の採算性（2015/03）



（資料）東証、各行 IR を基に日本総研作成

（注1） 各行の政策株式保有状況については判明分のみ

（注2） 採算性は以下の通り試算

採算性 = (配当収入 - 資本コスト) ÷ 銀行保有分の時価

但し、配当収入 = 企業の配当総額 × 銀行保有比率

資本コスト = VaR × 資本コスト率

VaR = 銀行保有分の時価 × 当該株のボラティリティ × 信頼係数
(信頼水準 99% とし、信頼係数は 2.33)

資本コスト率 = 市場における期待 ROE (8%)

（２）採算性と資本状況からみた地銀株式の分類

一方、地銀の側からみると、大手行の売却分については分散防止のため自己株式取得により対応する可能性が高い。自己株式取得は株主資本の減少を伴うため、資本基盤が強固な地銀で実施が容易と考えられる。実際、地銀の自己資本比率上位 10 行のうち 8 行が 2014 年以降に自己株式取得を行っているのに対して、下位 10 行での同期間の取得は 2 行に留まっている⁶。

以下、先述した採算性のほか、相手先における資本状況という観点を加えて、大手行が保有する地銀株式の売却容易性を整理する。自己株式取得時の自己資本へのインパクトも考慮し、ここでは①「採算性が地銀平均以下」、②「自己資本比率が平均以上、または大手行保有分を自己株式で取得した際の自己資本の低下幅が平均以下」という 2 つの条件を設定し、①と②をとともに満たす「売却容易」、②は満たさないものの①のみ当てはまる「準売却容易」、いずれの条件にも該当しない「売却劣後」の 3 つのカテゴリーに地銀株式を分類した（図表 7）。

低採算かつ資本基盤が強固な「売却容易」は、大手行合算で 21 銘柄、時価 600 億円、対地銀株式比率で 16%となる。「準売却容易」を加えると、33 銘柄、時価 1,470 億円、対地銀株式比率は 40%弱となり、これが現時点での地銀株式の削減余地と考えられる。なお、個別行ごとにみると、MUFG、みずほ FG における「売却容易」「準売却容易」合計での銘柄数、対地銀株式比率は SMFG を大きく上回っている。これは両行の前身行の一つであり、金融債発行金融機関であった日本興業銀行、東京銀行が、引き受けとして参加する地銀との連携をより深めていたためと想定される。

もっともこれらの地銀株式は、政策保有株式全体に占める割合としては決して高くはなく、いずれも 0%～2%台に過ぎない。但し、このような株式の削減を検討することは、各行がコーポレートガバナンス報告書内で掲げるような、保有の意義や妥当性、合理性を見直すという方針に概ね合致したものといえる。

（図表 7）大手行保有の地銀株式の分類（2015/03）

	MUFG			Mizuho			SMFG			合計	
	銘柄数	時価 (億円)	対地銀株式 比率 (%)	銘柄数	時価 (億円)	対地銀株式 比率 (%)	銘柄数	時価 (億円)	対地銀株式 比率 (%)	銘柄数	対地銀株式 比率 (%)
I.売却容易	9	336	14.3	10	162	22.9	2	100	13.0	21	15.6
II.準売却容易	8	639	27.3	3	178	25.2	1	57	7.2	12	22.8
I + II	17	975	41.6	13	341	48.1	3	157	20.2	33	38.5
III.売却劣後	18	1,369	58.4	23	368	51.9	6	617	79.8	47	61.5
I + II + III	35	2,343	100.0	36	709	100.0	9	774	100.0	80	100.0

（資料）東証、各行 IR を基に日本総研作成

4. 今後の展望

今後を展望すると、市場からのプレッシャーに加え、政策保有株式売却を促す方向へと外部環境が整いつつあるなか、中長期的には大手行は売却を加速させると見込まれる。もっとも、国内貸出が低迷し、各行間での大企業取引獲得競争はより熾烈となるなか、事業会社株式の売却は、取引を

⁶ 各行 IR に基づく。なお、2014 年以降の自己株式取得実施行は、自己資本比率上位 10 行では八十二銀、山梨中央銀、静岡銀、滋賀銀、滋賀銀、山陰合同銀、中国銀、千葉銀、群馬銀、下位 10 行では北越銀、筑邦銀。

⁷ 図表 6 で試算した値

維持する上でも簡単に受け入れられるものではない。そのため大手行にとっては、比較的合理性に劣り、保有意義が弱まっている地銀株式の売却を優先的に進めつつ、コーポレートガバナンス報告書におけるコミットメントを遂行していくことも一考に値する。

なお、足元の政策保有株式売却に関する議論はあくまで銀行側からの視点が中心であり、投資先企業に与える影響についてはほとんど考慮されていない。昨今のコーポレートガバナンス改革では、大手行をはじめとした安定株主は市場の規律を弱めるものと位置付けられ、株式所有の分散化による企業価値向上が推し進められている。とはいえ、政策保有株式売却に伴って浮動株が増加し、大手行に代わる特定の投資家がこれを取得することに対する懸念を企業側が抱くこともありえよう。そうした企業にとっては自己株式取得によって分散防止を図る意義は大きい。大手行は政策保有株式売却を加速させる場合、地銀のみならず事業会社においても、合理性に加えて対象先の資本状況も勘案した判断を行い、その是非を検討していく必要があるだろう。

以 上