

3 メガバンク、地方銀行・第二地方銀行の保有 株式に関する特性分析

Short Review
2016年9月

資産運用研究所
シニア・アナリスト
小又 雄一郎

銀行業において、株式保有により業績が影響を受けることは、以前より株式市場が低迷する度に問題視されてきたが、特に昨年度より「コーポレートガバナンス・コード」の適用が開始されたことから、銀行の株式保有に対する注目度がますます高まってきている。多くの銀行では、今後、政策保有投資を量的に減らしていくことが期待され、経済的合理性を満たさない銘柄から順に削減していくことになるだろう。

本稿では、こうした状況に鑑み、2016年7月時点における、3メガバンク、地方銀行、第二地方銀行の政策目的・純投資目的で保有する株式について、様々な指標特性を用いた分析を行うことによって、経済合理性の観点から、保有株式の状況を把握することを試みた。具体的には、弊社がこれまでにやってきた手法[1][2]と同様、2016年7月時点で取得可能な有価証券報告書等の公開情報をもとに、2016年7月末におけるそれぞれの銀行の保有株式について、1.保有時価総額、2.業種別時価総額比率、3.財務指標特性、4.リスクインデックス特性に関して前年度同時期（2015年7月時点）との比較分析を行った。

その結果、次のようなことがわかった。

1. 保有時価総額の比較分析より、この1年の間に、3メガバンク、地方銀行においては、平均的に保有株式の削減が進んだが、一方で、第二地方銀行においては削減がわずかであったことがわかった。
2. 業種別時価総額比率の比較分析からは、地方銀行と第二地方銀行においては、平均的に金融機関間の持ち合いの解消が進んだ可能性が示唆されるが、それ以外の業種においては顕著な動きが見られなかった。
3. 財務指標特性の比較分析では、株価水準に関連する割安性指標においては、地方銀行におけるPERを除けば、その水準が東証平均よりも割安に変化したことがわかったが、ROEといった経営効率を示す指標については、前年度から大きな変化は見られず、また、配当利回りの平均値は、東証一部平均に対して、前年度と同様に低い水準であった。
4. リスクインデックス特性の比較分析からは、第二地方銀行については、市場変動性が大きく低下し、米国株感応度インデックスが大きく増加していたことがわかったが、3メガバンクグループと地方銀行においては、その特徴が大きく変わってはいなかった。

以上の結果を総括すると、全体的な傾向としては、特に3メガバンクおよび地方銀行において、持ち合い株の解消が進んだと考えられる傾向はみられたものの、その保有株式自体のポートフォリオ全体の特性に関しては、大きな変化はなかった。また、ROEや配当利回りといった指標の平均値で見ると限りにおいては、多くの銀行がコーポレートガバナンス・コードの中で、保有継続のための理由として保有の「経済合理性」を掲げているものの、その姿勢に対してより積極的な改善傾向は見られなかったと言えるだろう。

1. 分析データ

本稿における分析対象行は、2015年7月末および2016年7月末¹において、上場している3メガバンク（三菱UFJフィナンシャル・グループ、みずほフィナンシャルグループ、三井住友フィナンシャルグループ）、すべての地方銀行および第二地方銀行（持ち株会社である場合は、その持ち株会社²とした）。

また、各行の株式保有データは、FactSet社が提供する「FactSet Ownership」を利用して取得する。FactSet Ownershipとは、FactSet社独自の株主情報データベースであり、13F³などの海外のソース、有価証券報告書、半期報告書、金融庁EDINETの大量保有報告書(5%ルール)及び臨時報告書、東京証券取引所の適時開示報告書(主要株主の異動など)、投資信託の運用報告書などから、一定のルールに従って作成されている。データ取得時点は2015年7月末、2016年7月末とした。

2. 分析方法について

「分析方法その1：保有時価総額」

前述のデータソースにより取得した各行の保有株式データについて、それぞれの2015年7月末および2016年7月末における保有時価総額を算出し、その増減率と東証一部平均（TOPIX）の時価総額を比較することによって、市場に対して相対的に保有株式がどの程度増減したのかを推計した。

「分析方法その2：業種別時価総額比率」

前述のデータソースにより取得した各行の保有株式データについて、それぞれの2015年7月末、2016年7月末における保有時価総額から、その銘柄が属する業種（本稿では東証17業種を利用、ETF

¹ 公開されている各行の保有株式状況は各年度末のものであるが、公表は6月末のところが多いため、データの集計方法、時間等も考慮し、分析時点をさらに1ヶ月経過した7月末としている。前年度においても同様である。

² 本稿では、持ち株会社における、地方銀行、第二地方銀行の分類は、その持ち株会社に属する銀行のうち、最も預金量残高の大きい銀行の分類と一致させることとした。例：「コンコルディア・フィナンシャルグループ（横浜銀行および東日本銀行）」⇒地方銀行として分類。このような定義によって分類した地方銀行および第二地方銀行の数は、2015年7月末ではそれぞれ58及び25、2016年7月末ではそれぞれ56及び25であった。なお、単体ベースで見ると、2016年7月末時点では、地銀64行、第二地銀41行となっていた。

³ 米SECによる開示規制の1種。米国において、1億ドル以上を投資する全ての機関投資家は、四半期毎に運用するポートフォリオを所定の様式（Form 13F）でSECに届け出ることが義務づけられている。

や REIT など業種に分類されない銘柄については「その他」として取り扱う)の時価総額合計を求めた。

「分析方法その3：財務指標特性」

前述のデータソースにより取得した各行の保有株式データについて、2015年7月末、2016年7月末における各行の保有株式それぞれの PBR（実績値のみ）、PER、ROE、配当利回りの時価総額加重平均を算出した。

「分析方法その4：リスクインデックス特性」

本稿で使用するリスクインデックス特性指標は、株式会社金融データソリューションズが提供する株式リスクモデル「NPM」のリスクインデックス・エクスポージャーのうち、以下のものを利用する。また、3メガグループ、地方銀行、第二地方銀行別に保有株全体のリスクインデックス特性の時価総額加重平均値を算出した。

(図表1) 指標特性分析で使用する NPM リスクインデックス

リスクインデックス	定義
規模	連結売上：連結総資産：時価総額 = 1 : 1 : 1、対数値を使用、時価会計考慮
市場感応度	240日 β ：480日 β ：36ヶ月 β ：48ヶ月 β = 1 : 1 : 1 : 1、合成後に時価総額相関排除
B/P	連結自己資本比率/時価総額、順位標準量を使用、時価会計考慮
E/P	連結予想（経常益利回り：税引き益利回り：CF利回り：EBITDA利回り） = 1 : 1 : 1 : 1、順位標準量を使用
財務健全性比率（一般）	連結自己資本比率：単独総資産剰余金比率：単独インタレスト・カバレッジレシオ = 1 : 1 : 1、時価会計・金庫株考慮、順位標準量を使用
財務健全性比率（金融）	連結自己資本比率：単独総資産剰余金比率：金融特有サブファクター = 1 : 1 : 1、時価会計・金庫株考慮、順位標準量を使用 金融特有サブファクターは、各業種内で順位標準化したもの（銀行 … BISの自己資本比率：（債券5勘定戻+株式3勘定戻）÷業務純益 = 1 : 1、証券 … （営業収益+金融収益）÷金融費用、損保 … ソルベンシーマージン比率）
米国株感応度	SP500 β 480日：NASDAQ β 480日 = 1 : 1、TOPIX 配当込リターンとの重回帰でパラメーターを算出
売買回転率	20日出来高回転率：120日出来高回転率 = 1 : 1、順位標準量を使用
変動性	スペシフィックリターンの120日 σ ：240日 σ ：720日 σ = 1 : 1 : 1、合成後に時価総額相関排除
長期リターン	上記9ファクター+業種ファクターとのクロスセクション相関を排除した日次調整60ヶ月リターン
東証1部外フラグ	東証1部以外で、かつ新興市場に上場していない銘柄 = 1、それ以外 = 0
新興市場フラグ	JASDAQ、東証マザーズに上場している銘柄 = 1、それ以外 = 0

(出所) NPM 収録データ項目定義より日興リサーチセンターが作成。

3. 分析結果

「分析結果その1：保有株式の時価総額」

(図表2) 3メガバンク、地方銀行、第二地方銀行における保有株式の時価総額、および東証一部、二部の時価総額、TOPIX

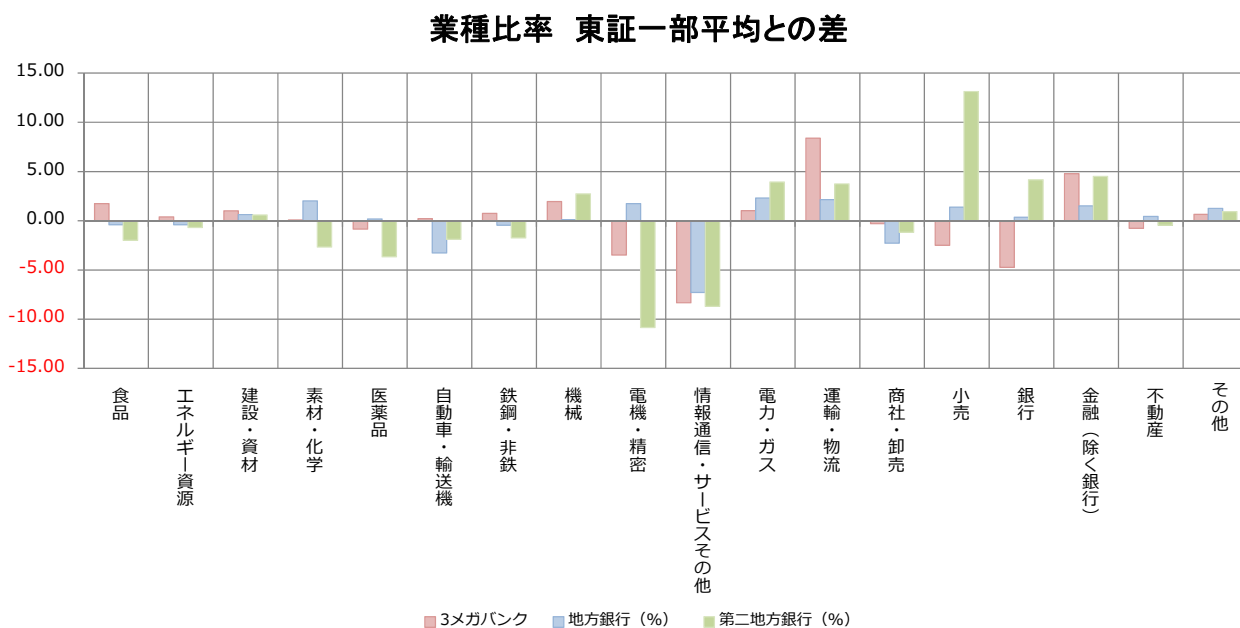
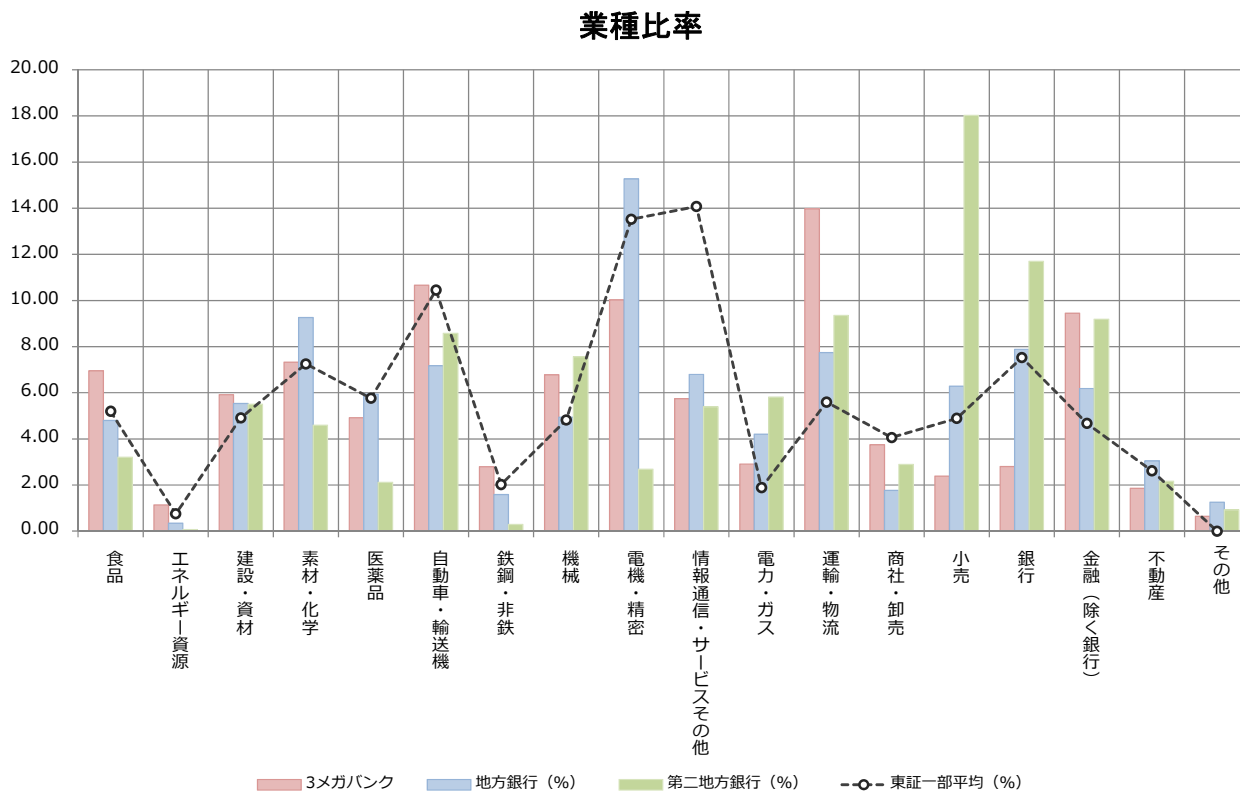
	2015年7月末	2016年7月末	A. 増減率	B. ベータ値	C. ベータ値 ×TOPIX 増減率	A - C
3メガバンク	12兆9,806億円	9兆9,965億円	-23.0%	0.97	-19.6%	-3.4%
地方銀行	5兆5,479億円	4兆3,161億円	-22.2%	0.96	-19.5%	-2.7%
第二地方銀行	6,664億円	5,424億円	-18.6%	0.88	-17.9%	-0.7%
東証一部、二部	611兆5,441億円	508兆5,954億円	-16.8%	-	-	
TOPIX	1,659.52	1,322.74	-20.3%	-	-	

(出所) NPM、FactSet Ownership より日興リサーチセンターが作成。

3メガバンク、地方銀行、第二地方銀行における保有株式の時価総額は、この1年における株式市場の下落に伴い、それぞれ-23.0%、-22.2%、-18.6%の減少となった。なお、各グループにおけるTOPIXに対するベータ値(NPMからの推定値)とTOPIX騰落率を掛けた値(図表2のCに相当)との差(図表2のA-Cに相当)を見ると、3メガバンク、地方銀行それぞれ-3.4%と-2.7%となっており、市場の下落率による影響以上に保有株式の時価総額が減少していた。したがって、政策保有株式の解消(持ち合い株の解消)が昨年よりも進んでいた可能性がある。一方で、第二地方銀行におけるその差(A-C)は、-0.7%であり、市場の下落率による影響を下回っていたとはいえ、その水準は3メガバンクや地方銀行ほどではなかった。

「分析結果その2：保有株式の業種別時価総額比率」

(図表3) 保有株式の業種別時価総額構成比率



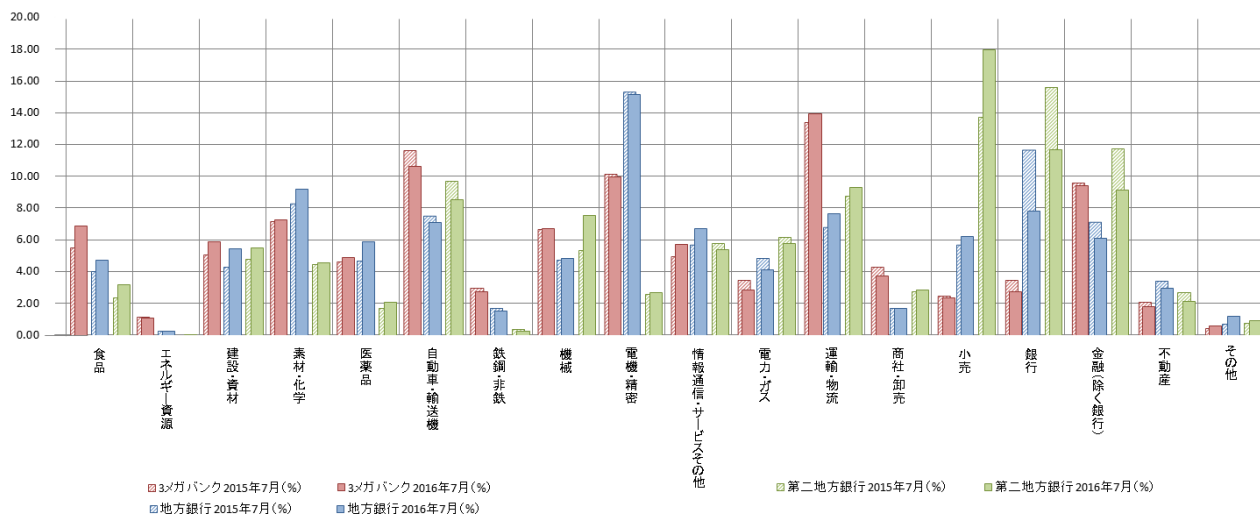
(出所) NPM, FactSet Ownership より日興リサーチセンターが作成。

保有株式の業種別時価総額構成比率の状況を見ると、3メガバンク、地方銀行、第二地方銀行のいず

れも、情報通信・サービスその他の比率が低く、運輸・物流と金融（除く銀行）の比率が高かった。グループ別でみると、3メガバンクは、運輸・物流の比率が他グループよりも顕著に高く、一方で、銀行の比率は低かった。地方銀行に関しては、素材・化学や電機・精密といった業種が、他のグループとは対照的に市場に対してオーバーウェイトとなっていた。わずかではあるが、商社・卸売の比率も他のグループよりややアンダーウェイトであった。第二地方銀行に関しては、電機・精密、小売といった業種が、それぞれ顕著にアンダーウェイト、オーバーウェイトとなっていた。

保有株式の業種別時価総額構成比率の状況について、前年同時期と比較したものが以下である。

(図表4) 保有株式の業種別時価総額構成比率、前年同期比較



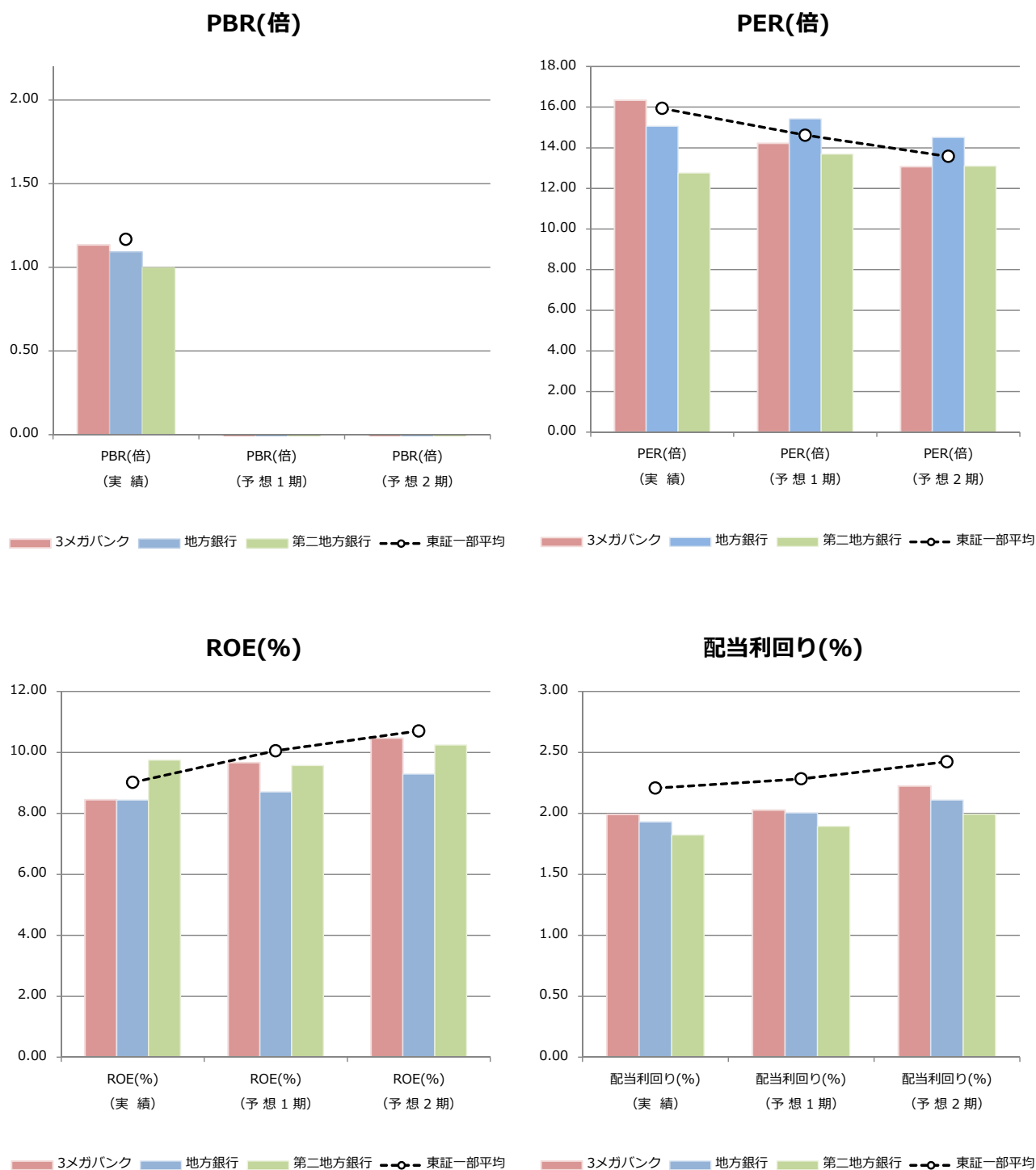
(出所) NPM、FactSet Ownership より日興リサーチセンターが作成。

全体的な傾向としては昨年度とほぼ同じと言えるが、地方銀行、第二地方銀行における銀行、金融（除く銀行）の比率が大きく減少していたことが確認できる。このことは、金融機関間の持ち合いの解消が進んでいたことを示している。

「分析結果その3：保有株式の財務指標特性」

保有株式の財務指標特性の状況は次のようになっていた。

(図表5) 財務指標特性の時価総額加重平均



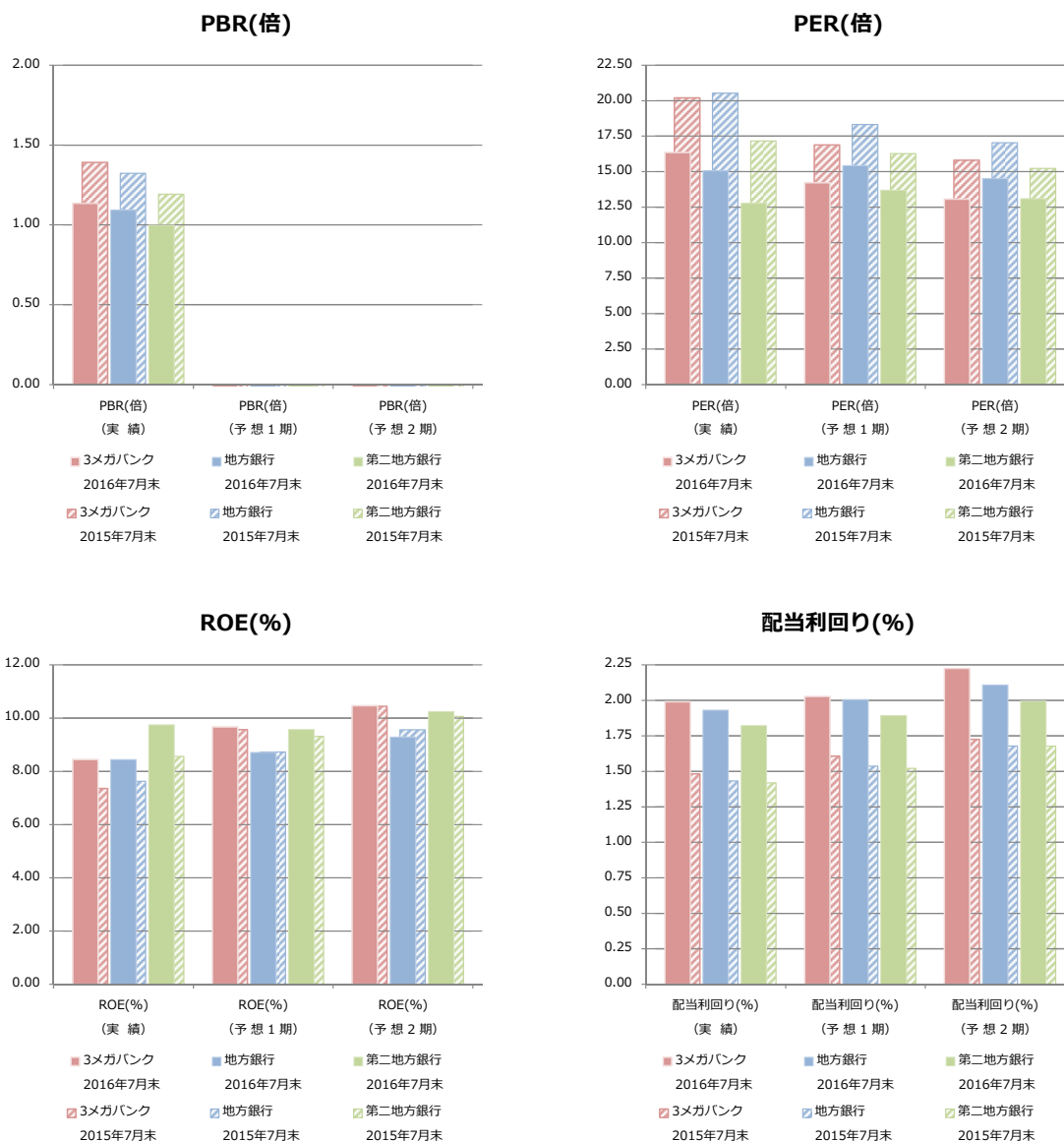
(出所) NPM, FactSet Ownership より日興リサーチセンターが作成。

前半 2 つの PBR と PER は、割安性を示す指標の代表格と言える。PBR（実績値のみ）は、いずれも東証一部平均よりも低い水準、つまり割安であったという結果が得られた。一方で、PER（予想 1 期、予想 2 期）を見ると、地方銀行は割高で、それ以外の 3 メガバンクと第二地方銀行は割安になっていた。

経営効率性指標の一つともいえる ROE は、予想 1 期および 2 期でみると、いずれも東証一部平均より下回っていたが、なかでも地方銀行がより低い水準であった。配当利回りは、ROE と同様にいずれも東証一部平均より下回っていた。

次に、前年同時期との指標の比較を行った。それが下記図表 6 である。

(図表 6) 保有株式の財務指標特性の時価総額加重平均、前年同期比



(出所) NPM、FactSet Ownership より日興リサーチセンターが作成。

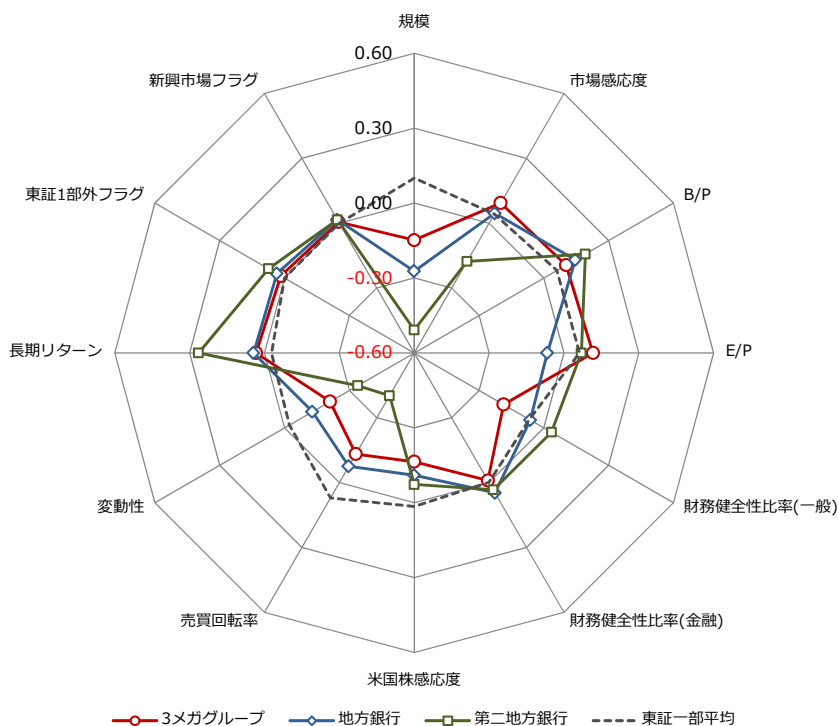
ROEは実績値では上昇も、予想1期および2期においてはほぼ変わらない水準であった。一方、PBR（実績値のみ）やPERが低下、配当利回りは上昇していたが、これはこの1年で株価が下落した影響が主な要因であったと考えられる。

いずれにしても、この財務指標分析を見る限りにおいては、その株式ポートフォリオの性質は前年度同様の傾向であること、例えば、ROEや配当利回りが市場平均よりも低い状況が続いているといったこと等に鑑みると、多くの銀行がコーポレートガバナンス・コードの中で、保有継続のための理由として保有の「経済合理性」を掲げているものの、その姿勢に対してより積極的な改善傾向は見られなかったと言えるだろう。

「分析結果その4：保有株式のリスクインデックス特性」

最後に保有株式のリスクインデックス特性を見てみる。

(図表7) 保有株式のリスクインデックス特性の時価総額加重平均

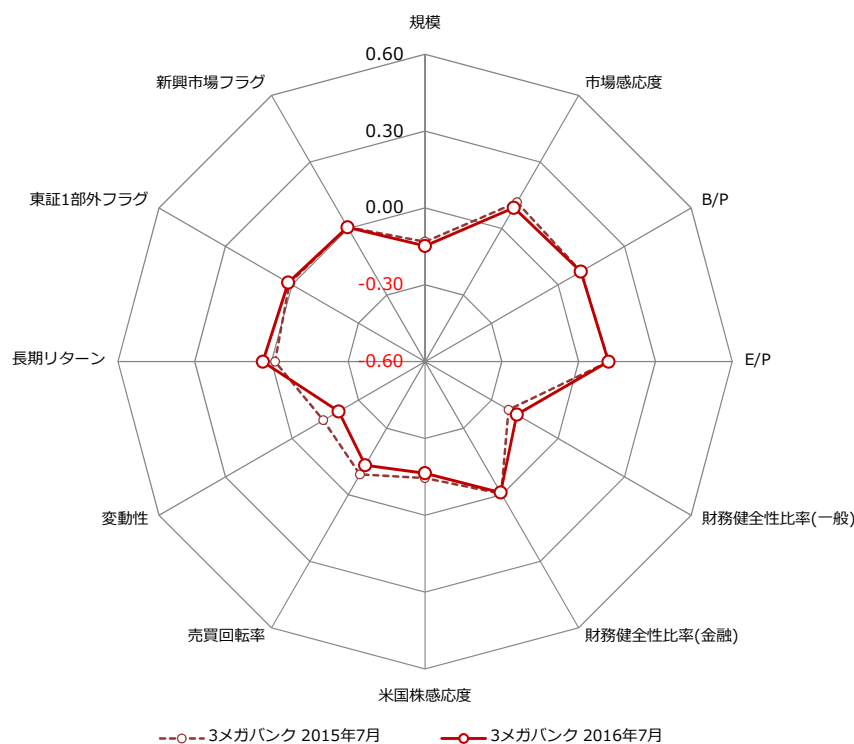


(出所) NPM, FactSet Ownership より日興リサーチセンターが作成。

規模インデックス、売買回転率、変動性インデックスは、いずれのグループも東証一部平均よりも小さかった。特に規模インデックスは、3メガグループ、地方銀行、第二地方銀行の順により小さくなっていた。それ以外のリスクインデックスを見ると、3メガグループと地方銀行は、E/P（PERの逆数）インデックスや財務健全性（一般）インデックス以外のリスクインデックスはほぼ同傾向にあったと言えるが、その一方で、第二地方銀行平均は、規模、売買回転率、変動性、長期リターンといったリスクインデックスが、大きく他の2グループと比べてかい離していることがわかった。

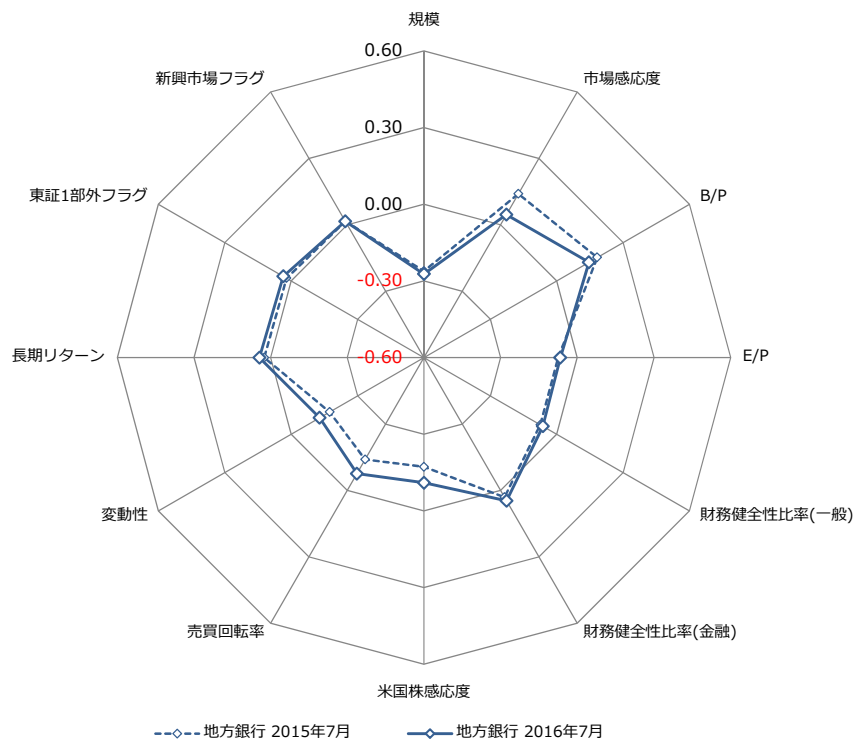
続いて、前年同時期との比較をしてみる。

(図表 8 - 1) 保有株式のリスクインデックス特性の時価総額加重平均、前年同期比 (3メガバンク)



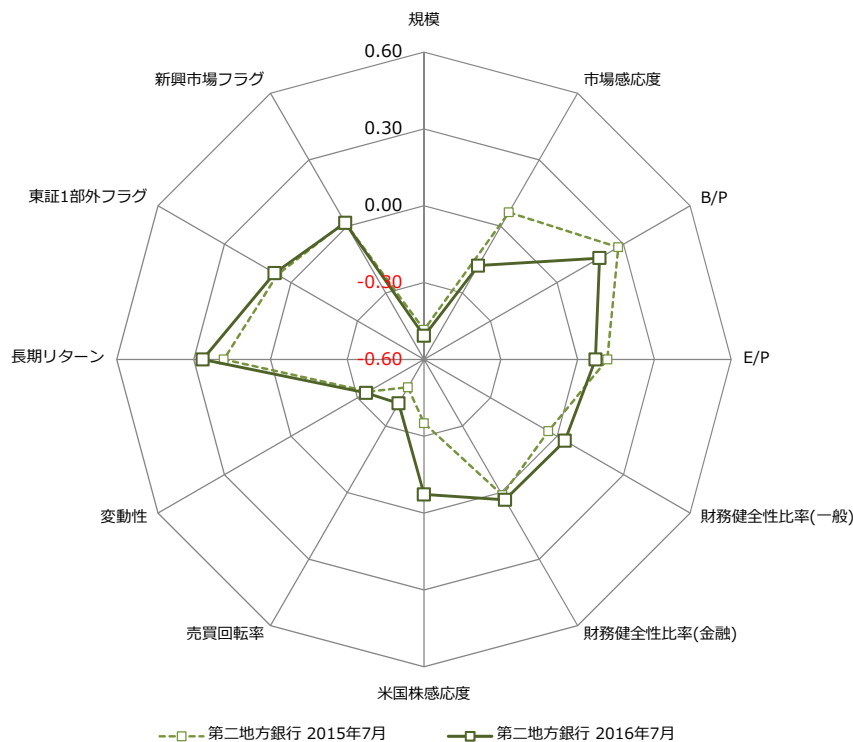
(出所) NPM、FactSet Ownership より日興リサーチセンターが作成。

(図表 8 - 2) 保有株式のリスクインデックス特性の時価総額加重平均、前年同期比 (地方銀行)



(出所) NPM、FactSet Ownership より日興リサーチセンターが作成。

(図表 8 - 3) 保有株式のリスクインデックス特性の時価総額加重平均、前年同期比 (第二地方銀行)



(出所) NPM、FactSet Ownership より日興リサーチセンターが作成。

第二地方銀行については、市場変動性が大きく低下し、米国株感応度インデックスが大きく増加していたが、3メガバンクグループ、地方銀行は、大きくその特徴が変わっていたという傾向は見られなかったと言えるだろう。

参考文献

- [1] 小又 雄一郎、「地方銀行・第二地方銀行の保有株式に関する特性分析」、NFI リサーチ・レビュー2015年3月
- [2] 日興リサーチセンター株式会社編、「日本経済と資本市場－企業と投資家のガバナンスがもたらす変化」第7章、東洋経済新報社