

地方銀行が保有する政策保有株式と純投資株式のパフォーマンス比較

Short Review
2020年12月

資産運用研究所
鈴木 高信

1. はじめに

政策保有目的株式（以下、政策保有株式）の保有については、情報の開示と保有の縮減を求める投資家からの意見もあり、2010年3月の「企業内容等の開示に関する内閣府令」の改正では、2011年度から上場企業は政策保有株式の有価証券報告書の銘柄数・貸借対照表計上額の開示が求められるようになった。さらに、2019年1月の同内閣府令の改正によって、定量的な保有効果の開示が求められるなど、政策保有株に関する情報開示に対する要求は厳しくなっている。

また、地方銀行¹においては、自己資本比率規制（バーゼル規制）によって株式のリスク・ウェイトの段階的な引き上げが想定されており、今後は保有の目的・効果が明確でない政策保有株式の削減に向けた動きは加速していくことも考えられる。

これまでに政策保有株式は保有によるコストやリスクについて論じられることはあるが、その収益性について論じている論文は少ない。本稿では有価証券報告書等の開示データを使用し、地方銀行が保有する株式の保有目的別の利回りと損益率（配当除く）の推定を行うことで、収益面での定量的な保有効果について検証を行う。

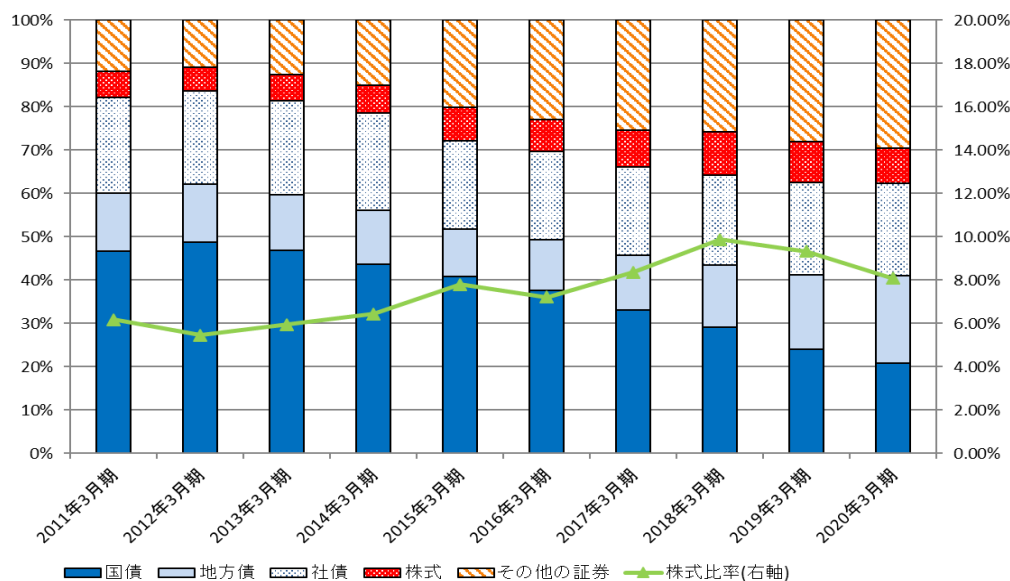
2. 地方銀行の株式運用に関する状況

はじめに、地方銀行における株式運用に関する状況について確認していく。図表1は地方銀行の直近10年の有価証券構成比率²と株式比率の推移である。金融緩和が続く環境下において、地方銀行ではポートフォリオの多様化が進んでおり、円貨債の構成比率が低下し、リスク資産の構成比率が上昇している。リスク資産ではその他の証券（投資信託等）の構成比率が上昇し続けている一方で、株式の構成比率は2018年3月期に10%近くまで上昇したがここ2年の構成比率は減少している。

¹ 本稿を通じて、地方銀行とは一般社団法人全国地方銀行協会加盟の64行と一般社団法人第二地方銀行協会加盟の38行の合計102行（2020年3月末時点）を指す。第3章の分析では期末時点に有価証券の残高がない銀行と期中に合併等のあった銀行は対象外。

² 各資産の構成比率は、前期末の残高と当期末の残高の平均値に基づいた値。

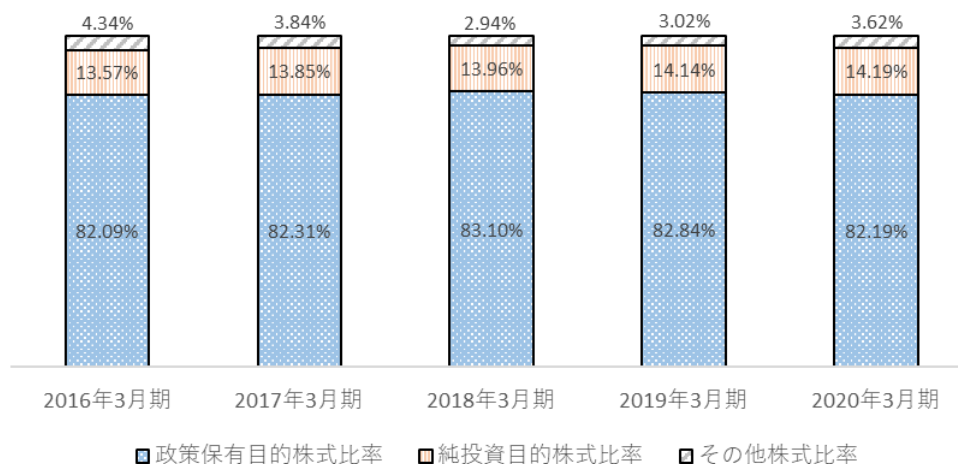
図表 1 地方銀行の有価証券構成比率の推移



(出所) 全国銀行協会、財務省より日興リサーチセンター作成

次に、図表 2 は有価証券報告書の中で、株式の保有目的（政策保有株式、純投資株式）別の残高の開示があった地方銀行を集計対象とした株式の保有目的別構成比率³である。直近の 5 年間は政策保有株式が常に 80%以上を占めている。株式の保有目的別構成比率で見ると、地方銀行における政策保有株式の削減はあまり進んでいないことが確認できる。

図表 2 株式資産の保有目的別構成比率



(出所) 有価証券報告書より日興リサーチセンター作成

³ 株式の保有目的別構成比率は当期と前期の期末残高の平均値。また、政策保有株式、純投資株式以外の株式をその他株式としている。

3. 地方銀行の株式利回りに関する分析

3.1 前提・分析データ

本章では有価証券報告書の中で、株式の保有目的別の残高の開示があった地方銀行を分析対象とし、『有価証券』を政策保有株式、純投資株式とそれ以外の資産（その他資産⁴）に区分し、それぞれの資産の利回りを推定する。分析に用いるデータは各銀行の2015年3月期から2020年3月期の有価証券利回り⁵と各資産の構成比率⁶である。

3.2 各資産の利回りの推定方法

有価証券利回りを被説明変数とし、政策保有株式、純投資株式、その他資産の構成比率を説明変数とする切片なしの重回帰分析を年度ごとに行う（式(3.1)）。

$$\text{有価証券利回り } i = \beta_1 \times \text{政策保有株比率 } i + \beta_2 \times \text{純投資株式比率 } i + \beta_3 \times \text{その他資産比率 } i + e_i \quad (3.1)$$

式(3.1)の重回帰分析の結果として推定される $\beta_1 \sim \beta_3$ は、それぞれ政策保有株式、純投資株式、その他資産から得られる平均的な利回りと解釈することができ、以下では $\beta_1 \sim \beta_3$ を「推定利回り」と呼ぶ。 e_i は保有有価証券の種類と比率では説明できない残差である。

図表 3 被説明変数及び説明変数の定義

変数	定義
有価証券利回り	有価証券利息配当金 ÷ 有価証券残高
政策保有株式比率	政策保有株式残高 ÷ 有価証券残高
純投資株式比率	純投資株式残高 ÷ 有価証券残高
その他資産比率	(有価証券残高 - 政策保有株式残高 - 純投資株式残高) ÷ 有価証券残高

(出所) 東証、クレジット・プライシング・コーポレーション、日鉄ソリューションズ、各行ディスクロージャー誌より日興リサーチセンター作成

⁴ その他資産は、有価証券残高から政策表株式残高と純投資株式残高を引いた値である。(国債、地方債、社債、外国証券、投資信託等などの合計値)。

⁵ 分析に用いる有価証券利回りは、各決算期の当期の有価証券利息配当金を当期と前期の有価証券残高の末残の平均で割って算出。

⁶ 各資産の構成比率は、各資産の当期と前期の末残の平均を当期と前期の有価証券残高の末残の平均で割って算出。

3.3 推定結果と考察

式(3.1)の重回帰分析の結果は図表4のようになった。図表4の上段は各資産の推定利回り、下段はt値を示している。t値は、すべての「推定利回り」で毎期5%有意水準を満たしている。

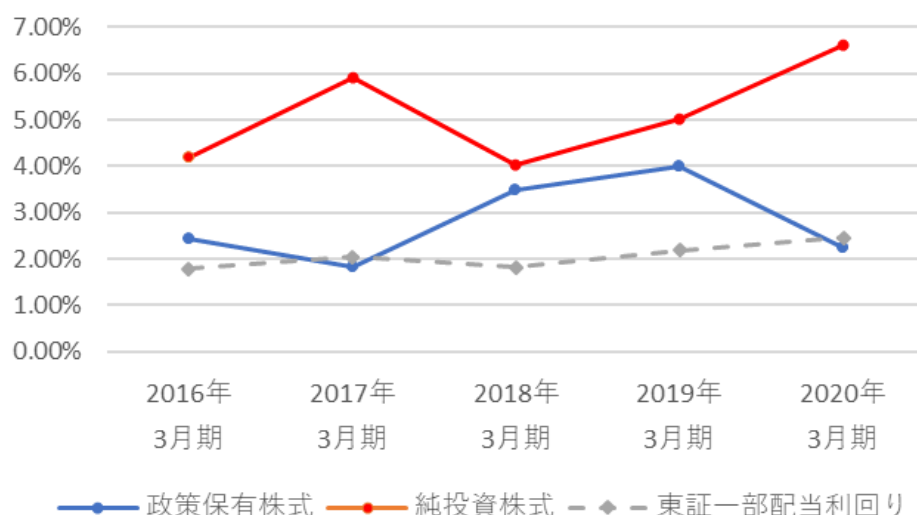
図表4 各資産クラスの推定利回り

	2016年3月期	2017年3月期	2018年3月期	2019年3月期	2020年3月期
政策保有株式	2.44% (3.97)	1.83% (3.53)	3.49% (5.92)	3.99% (6.74)	2.25% (3.70)
純投資株式	4.20% (2.16)	5.92% (5.04)	4.04% (2.62)	5.01% (3.42)	6.62% (4.87)
その他資産	0.99% (18.01)	1.02% (22.53)	1.01% (16.03)	0.93% (14.15)	1.00% (17.75)

(出所) クレジット・プライシング・コーポレーション、日鉄ソリューションズ、各行ディスクロージャー誌より日興リサーチセンター作成

図表4で示した分析結果から政策保有株式と純投資株式の推定利回りを比較すると、すべての年度において政策保有株式は純投資株式を下回っている。また、政策保有株式、純投資株式の推定利回りと市場平均利回り（東証一部配当利回り⁷⁾の推移を示したのが図表5である。政策保有株式の推定利回りは、市場平均利回りと同水準、もしくは上回って推移している一方で、純投資株式はすべての年度において市場平均利回りを上回っている。

図表5 政策保有株式・純投資株式の推定利回りと東証一部配当利回りの推移



(出所) 東証、クレジット・プライシング・コーポレーション、日鉄ソリューションズ、各行ディスクロージャー誌より日興リサーチセンター作成

⁷ 東証一部配当利回りは各期の四半期末の値の平均を使用。

4. 地方銀行の株式損益率（配当除く）に関する分析

4.1 前提・分析データ

本章では有価証券報告書の中で、株式の保有目的別の残高の開示があった地方銀行を分析対象とし、『株式』を政策保有株式、純投資株式、その他株式に区分し、それぞれの配当を除いた損益率を推定する。分析に用いるデータは各銀行の2015年3月期から2020年3月期の株式損益率⁸（配当除く）と株式の保有目的別構成比率⁹である。

4.2 株式の保有区分別の損益率の推定方法

株式損益率を被説明変数とし、政策保有株式、純投資株式、その他株式の全保有株式に対する構成比率をそれぞれ説明変数とする切片なしの重回帰分析を年度ごとに行う（式(4.1)）。

$$\text{株式損益率 } i = \beta_1 \times \text{政策保有株比率 } i + \beta_2 \times \text{純投資株式比率 } i + \beta_3 \times \text{その他株式比率 } i + \varepsilon_i \quad (4.1)$$

式(4.1)の重回帰分析の結果として推定される β_1 、 β_2 、 β_3 は、それぞれ政策保有株式、純投資株式、その他株式から得られる平均的な配当を除いた損益率と解釈することができ、以下では β_1 、 β_2 、 β_3 を「推定損益率（配当除く）」と呼ぶ。 ε_i は保有株式の種類と比率では説明できない残差である。

図表 6 被説明変数及び説明変数の定義

変数	定義
株式損益率（配当除く）	(株式関係損益 + その他保有目的株式評価差額（前年差）) ÷ 株式残高
政策保有株式比率	政策保有株式残高 ÷ 株式残高
純投資株式比率	純投資株式残高 ÷ 株式残高
その他株式比率	(株式残高 - 政策保有株式残高 - 純投資株式残高) ÷ 株式残高

(注) 図表 3 とは分母が異なる

4.3 推定結果

式(4.1)の重回帰分析の結果は図表 7 のようになった。図表 7 の上段は各資産の推定損益率、下段は、t 値を示している。t 値は政策保有株式、純投資株式の「推定損益率（配当除く）」で每期 5% 有意水準を満たしている。その他株式については、ほとんどの期において有意ではない。

⁸ 株式損益率は株式関係損益とその他保有目的評価差額(株式)の前年差を足し、当期末と前期末の株式残高の平均で割って算出。

⁹ 分析に用いる株式の構成比は、株式の保有目的別残高の当期末と前期末の平均を当期末と前期末の株式残高の平均で割って算出。

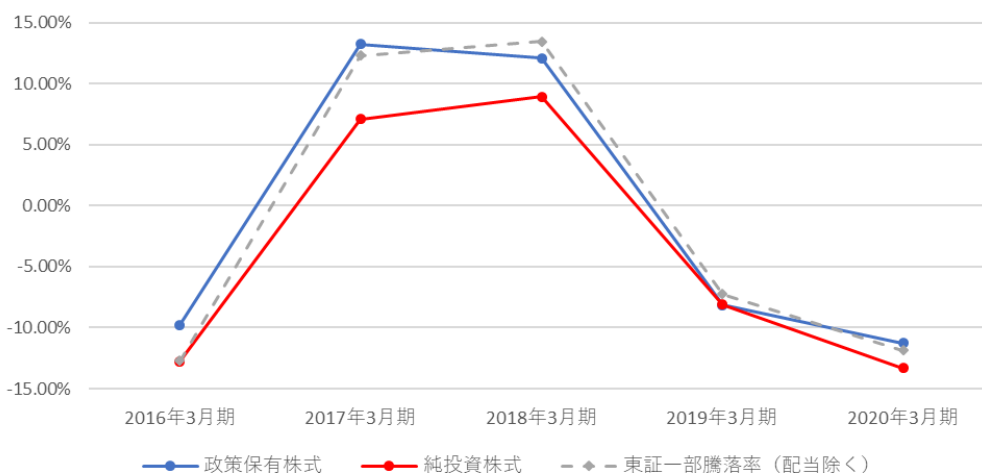
表7 各資産クラスの推定損益率（配当除く）

	2016年3月期	2017年3月期	2018年3月期	2019年3月期	2020年3月期
政策保有株式	-9.76% (-11.26)	13.24% (14.96)	12.07% (13.48)	-8.14% (-8.04)	-11.21% (-8.45)
純投資株式	-12.75% (-5.96)	7.07% (3.58)	8.91% (4.40)	-8.09% (-3.80)	-13.28% (-5.28)
その他株式	-1.00% (-0.24)	11.50% (1.78)	-0.49% (-0.08)	-1.44% (-0.23)	-21.79% (-3.31)

(出所) クレジット・プライシング・コーポレーション、日鉄ソリューションズ、各行ディスクロージャー誌より日興リサーチセンター作成

図表7で示した分析結果から政策保有株式、純投資株式の推定損益率（配当除く）と市場平均騰落率（東証一部騰落率（配当除く）¹⁰）を比較したのが図表8である。推定損益率については2019年3月期を除き、政策保有株式が純投資株式を上回っている。また、政策保有株式は市場平均騰落率（配当除く）との差はすべての年で3%以内であり、ほぼ市場平均並みの損益率であることがわかる。一方で、純投資はほぼすべての年度で市場平均を下回った。

図表8 株式資産の推定損益率（配当除く）と東証一部騰落率（配当除く）



(出所) 東証、クレジット・プライシング・コーポレーション、日鉄ソリューションズ、各行ディスクロージャー誌より日興リサーチセンター作成

¹⁰ 東証一部騰落率（配当除く）は当期末の値を使用。

5. まとめ

直近 10 年の地方銀行の有価証券構成比率を確認したところ、リスク資産の構成比率は年々上昇しているが、株式資産は直近の 2 年については比率が低下している。また、直近 5 年の株式の保有区分別構成比率は、すべての年度において政策保有株式が 80%以上を占めており、構成比率の低下も見られなかった。

本稿の目的である政策保有株式・純投資株式の利回り、損益率（配当除く）の推定については、利回りではすべての期間において、政策保有株式が純投資株式を下回るといった結果になった。一方で、損益率（配当を除く）を見ると、2019 年 3 月期を除き、政策保有株式が純投資株式を上回ったが、市場平均騰落率（配当除く）の推移と比較した場合には、どちらも市場平均騰落率（配当除く）に連動した推移となっていることが確認できた。

推定利回りと市場平均の比較では、推定利回りが一般的に考えられる水準よりも高く、特に純投資株式では市場平均利回りを大きく上回る結果となった。この原因としては、期中の株式売買等による残高の変動が、推定利回りに大きく影響を与えていることが挙げられる。これらの影響を除いた推定利回りの分析については今後の課題としたい。

参考文献

大和総研[2019],「地域銀行における政策保有株式の保有状況」

https://www.dir.co.jp/report/research/law-research/securities/20191227_021233.html

大和総研[2020],「株式のリスク・ウェイトの見直し」

https://www.dir.co.jp/report/research/law-research/regulation/20200131_021294.pdf

円谷昭一[2020],「政策保有株式の実証分析 失われる株式持合いの経済的効果」,日本経済新聞出版

成田[2018],「【Research Report】地方銀行の有価証券利回りの要因分析と個別行効果の分析」

<https://www.nikko-research.co.jp/library/7158/>

成田・鈴木[2019],「【Research Report】地方銀行の有価証券利回りに関する要因分析とアセットアロケーションによる説明力」

<https://www.nikko-research.co.jp/library/8207/>

成田・藤江[2020],「【Research Report】2020 年 3 月期地方銀行の有価証券運用に関する資産別利回りとアセットアロケーションによる説明力」

<https://www.nikko-research.co.jp/library/9422/>

(END)