

# 地方銀行の政策保有・純投資株式に関する状況調査とパフォーマンス分析

Short Review  
2021年11月資産運用研究所  
鈴木 高信  
森田 和喜

## 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、政策保有株式の銘柄数・貸借対照表計上額の有価証券報告書における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、政策保有株式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<sup>1</sup>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予定されているほか、2022年4月の東証の新市場区分への移行に伴う流通株式の定義変更の影響もあり、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することが予想される。

本稿では、2章で企業や金融機関が保有する政策保有株式に関する周辺情報を整理すると共に、3章では地方銀行の有価証券報告書の開示情報から政策保有株式の時価残高や保有銘柄数に関する状況調査を行う。また、4、5章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損益率（配当除く）の推定や純投資株式の利回り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. 政策保有株式に関するこれまでの動向

政策保有株式の保有は国内企業特有の文化であり、戦後、株式買い占めによる乗っ取りに対する防止策として広まり、買収の脅威が薄らいだ後も国内企業による政策保有株式の保有は続いており、1990年代以降になると主な保有目的は金融機関や取引先との関係の維持・強化となっていった。

コーポレート・ガバナンスを重視した企業経営が求められる昨今、政策保有株式の保有については、保有株主との取引関係を優先することで議決権が機能しない点や、保有目的が収益などの定量的な指標によって示されていない政策保有株式の保有による資本効率性の低下などが問題視されることが多くなっている。

このような背景もあり、上場企業では1章で記載したように政策保有株式に関する情報開示の拡充が進んでいる。

<sup>1</sup>本稿では、一般社団法人全国地方銀行協会会員行（63行）を「第一地銀」、また一般社団法人第二地方銀行協会加盟行（37行）を「第二地銀」と表記し、第一地銀と第二地銀を総称して「地方銀行」としている。（2021年3月末時点）。

また直近では東証の市場区分の見直しの影響による政策保有株式の削減の動きも目立つ。図表 1、2 は東証の現市場・新市場における流通株式に関する上場基準である。図表には記載がないが、従来は政策保有株式数が上場株式数の 10%未満であれば株主に関係なく、すべての政策保有株式を流通株式として取り扱っていたところが今回の見直しで「国内の普通銀行、保険会社、事業法人等が所有する政策保有株式」は上場株式数の 10%未満の保有であっても流通株式から除くという点がこれまでと異なる。この影響により政策保有株式の削減に向けた圧力が高まることが想定される。

図表 1 東証の流通株式に関する上場基準（新基準）

項目	プライム市場			スタンダード市場			グロース市場		
	新規上場	上場維持	経過措置	新規上場	上場維持	経過措置	新規上場	上場維持	経過措置
流通株式数	2万単位以上	2万単位以上	1万単位以上	2千単位以上	2千単位以上	5百単位以上	1千単位以上	1千単位以上	5百単位以上
流通株式比率	35%以上	35%以上	5%以上	25%以上	25%以上	5%以上	25%以上	25%以上	5%以上
流通株式時価総額	100億円以上	100億円以上	10億円以上	10億円以上	10億円以上	2.5億円以上	5億円以上	5億円以上	2.5億円以上

(出所) 東証公表資料より日興リサーチセンター作成

図表 2 東証の流通株式に関する上場基準（現基準）

項目	市場第一部		市場第二部		JASDAQスタンダード		マザーズ	
	直接上場	廃止	新規上場	廃止	新規上場	廃止	新規上場	廃止
流通株式数	2万単位以上	2千単位未満	2千単位以上	2千単位未満	2千単位以上	5百単位未満	1千単位以上	2千単位未満 (上場後10年 1千単位)
流通株式比率	35%以上	5%未満	25%以上	5%未満	25%以上	-	25%以上	5%未満
流通株式時価総額	100億円以上	5億円未満	10億円以上	5億円未満	10億円以上	2.5億円未満	5億円以上	5億円未満 (上場後10年 2.5億円)

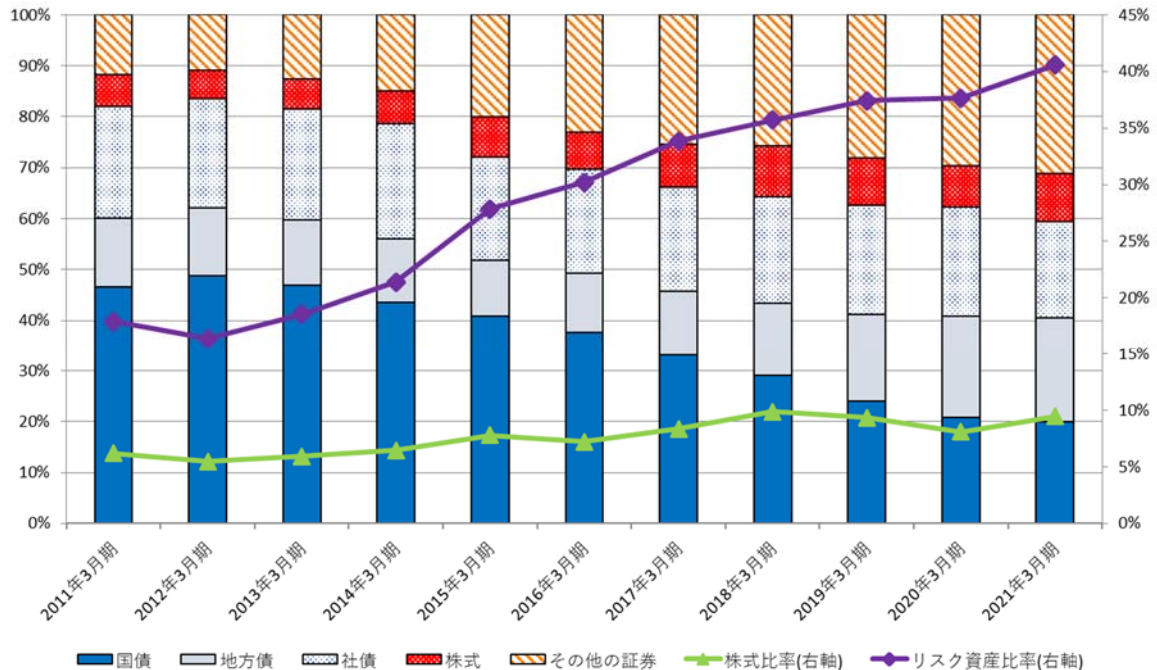
(出所) 東証公表資料より日興リサーチセンター作成

さらに地方銀行に関係するところでは、自己資本比率規制（バーゼル規制）によって、2023 年から株式のリスク・ウェイトの段階的な引き上げが予定されており、最終的には 2027 年に現行規則の 100%から 250%（投機的な非上場株式は 400%）まで引き上げられる予定である。株式のリスク・ウェイトが引き上げられることで保有の目的・効果が希薄化した政策保有株式の削減が進むことが考えられる。

### 3. 地方銀行の株式運用に関する状況

本章では地方銀行の株式運用に関連する開示情報の調査を行う。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3は地方銀行の直近10年間の有価証券構成比率<sup>2</sup>と株式比率及びリスク資産比率<sup>3</sup>の推移である。

図表3 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

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変化・多様化が顕著に現われている。円貨債の構成比率が年々低下する一方でリスク資産比率は、その他証券比率の大幅な上昇により2011年3月期が17.9%であったのに対し2021年3月期では40.6%となり、この10年間で22.6%も上昇している。また利回りの低下により円貨債での収益力が低下している中で、株式の構成比率も長期的に見ると上昇傾向にあり、リスク資産による収益確保が益々重要になっている。

次に保有目的別の開示調査である。図表4は有価証券報告書の中で、株式の保有目的別（純投資株式、政策保有株式）の残高開示があった地方銀行80行を対象に、第一地銀、第二地銀に分けて集計した株式の保有目的別残高（時価）の推移であり、図表5はその構成比率をグラフに表したものである。なお有価証券報告書での保有目的別株式残高の開示は時価のみであり、簿価の開示はない。

<sup>2</sup> 各資産の構成比率は、前年・当年の期末残高の平均値。

<sup>3</sup> リスク資産比率は株式比率とその他証券比率を足し合わせた数値。

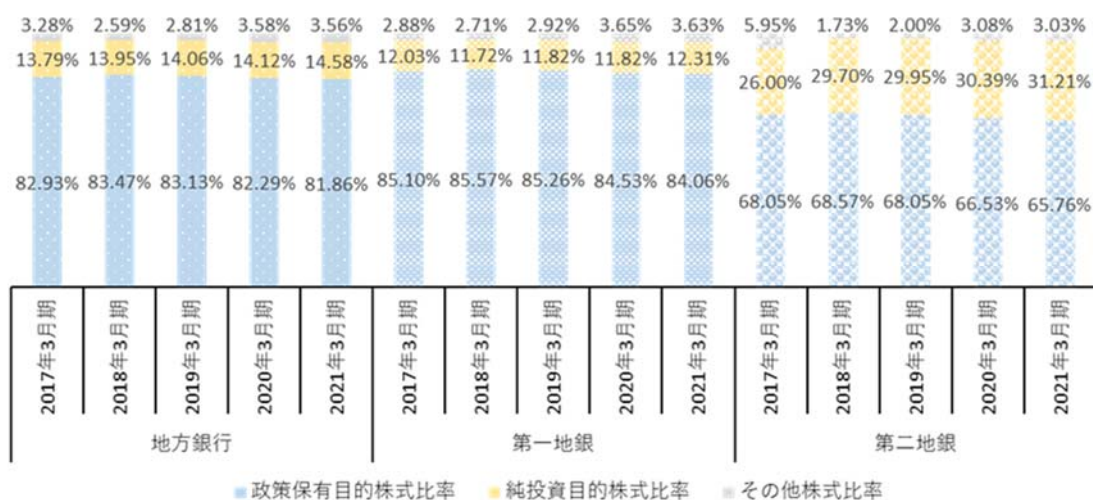
図表 4 株式資産の保有目的別残高（合計値）の推移<sup>4</sup>

単位[百億円]

		2017年3月期	2018年3月期	2019年3月期	2020年3月期	2021年3月期
地方銀行	株式残高	673	746	737	644	688
	政策保有目的 株式残高	558	623	613	530	564
	純投資目的 株式残高	93	104	104	91	101
	その他 株式残高	22	19	21	23	24
第一地銀	株式残高	588	653	646	564	606
	政策保有目的 株式残高	500	559	551	477	509
	純投資目的 株式残高	71	77	76	67	75
	その他 株式残高	17	18	19	20	22
第二地銀	株式残高	86	92	91	80	82
	政策保有目的 株式残高	58	63	62	53	54
	純投資目的 株式残高	22	27	27	24	26
	その他 株式残高	5.0	1.6	1.8	2.4	2.4

(出所) 各行有価証券報告書、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 5 株式資産の保有目的別構成比率（合計値）の推移



(出所) 各行有価証券報告書より日興リサーチセンター作成

<sup>4</sup> 図表 4、5 の各資産の残高は前年・当年の期末残高の平均値。



時価の開示のため市況による影響が排除できないが、図表4の2017年3月期から2021年3月期にかけての第一地銀・第二地銀の政策保有株式残高の推移を見ると、第一地銀は横ばい傾向にある一方で、第二地銀は減少傾向にあることが分かる。また図表5で保有目的別の構成比率を比較すると、第一地銀では全ての年度で政策保有株式比率は80%以上を占めているのに対し、第二地銀では全ての年度で70%を下回っており、構成比率に違いがあることが確認できる。また、第一地銀では、構成比率にあまり変化がないが、第二地銀では純投資株式比率が上昇傾向にあり2020年3月期では30%を超えている。

最後に政策保有株式の保有銘柄数に関する開示調査である。有価証券報告書の中で、政策保有株式の保有銘柄数の開示があった地方銀行を対象に、各期においての前年度からの銘柄の増減数を集計したのが図表6である。

図表6 政策保有株式の保有銘柄の増減数（前年度比）<sup>5</sup>

	2017年3月期	2018年3月期	2019年3月期	2020年3月期	2021年3月期
+11~	1	0	3	0	0
+6 ~ +10	0	2	3	0	0
+1 ~ +5	9	19	8	7	8
±0	12	6	8	5	5
-1 ~ -5	38	35	36	37	41
-6 ~ -10	15	15	9	18	19
-11 ~ -15	3	2	5	8	5
-16 ~ -20	1	1	5	5	1
-21~	0	0	3	0	1

[行]

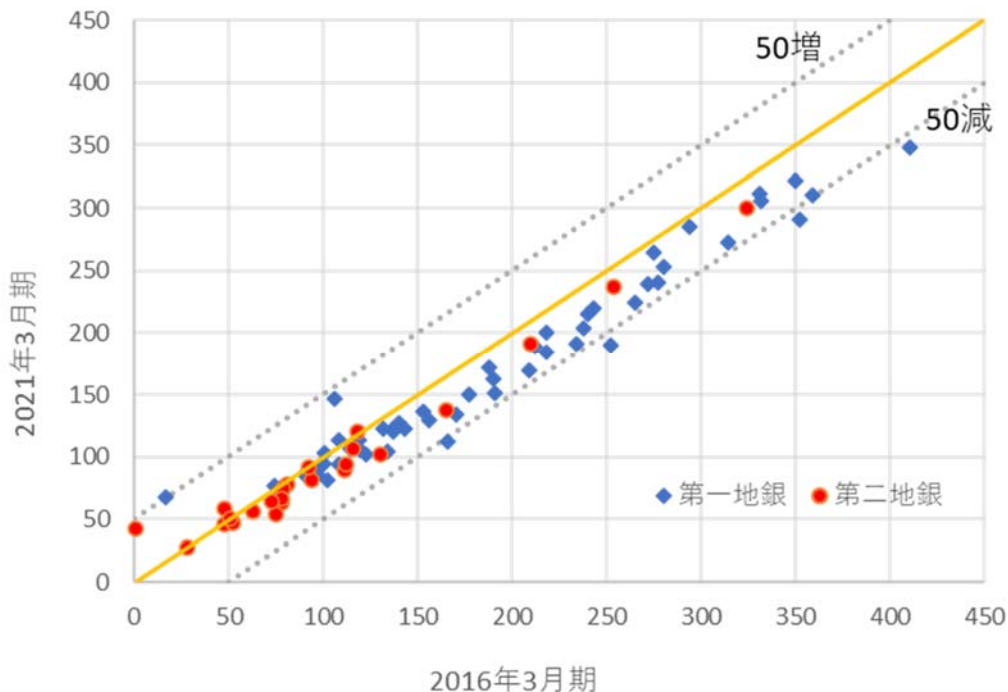
(出所) 各行有価証券報告書より日興リサーチセンター作成

2019年3月期までは、政策保有株式の保有銘柄数が前年より6銘柄以上増加している銀行が毎年あり、また11銘柄以上の大幅な増加のあった銀行も見られたが、直近2年間では銘柄数が増加している銀行が減少し、6銘柄以上保有数が増加している銀行は0行であった。また、直近2年間は保有銘柄数が減少した銀行が80%以上を占めていることが確認できる。

<sup>5</sup> 図表6では2016年3月期から2021年3月期の5年間分の開示があった80行を集計対象としている。ただし、2016年3月期において上場株式のみの開示であると考えられる1行は、2017年3月期の集計では除外し、79行としている。

次に、直近 5 年間で地方銀行が保有する政策保有株式数の増減を確認したのが図表 7 である。

図表 7 2016 年 3 月期と 2021 年 3 月期の政策保有株式の保有銘柄数



(出所) 各行有価証券報告書、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 は 2016 年 3 月期の政策保有株式の保有銘柄数を横軸に、2021 年 3 月期の保有銘柄数を縦軸として分析対象行をプロットしているが、2016 年 3 月期から 2021 年 3 月期にかけて 85%以上の銀行で保有銘柄数が減少していることが分かった。また、この期間に 50 銘柄以上の減少があったのは 4 行のみであり、直近 5 年間の動向を見ても全体としては少しずつ保有銘柄数を削減している地方銀行が多いことが確認できた。

#### 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・推定方法

本章では有価証券報告書の「株式の保有状況」の「保有目的が純投資目的である投資株式」の項目において2015年3月期から2021年3月期のすべての期間で売却損益合計額、評価損益合計額の開示があった80行を分析対象とし、「純投資株式」と「純投資目的以外の株式」（以下、「政策保有株式他」）に区分することで、それぞれの配当金を除いた損益率(キャピタルリターン)の推定を行った。なお「政策保有株式他」はすべての年度において95%以上を政策保有株式が占めている。図表8は各資産クラスの損益率（配当除く）の計算方法を示している。

図表8 各資産クラスの損益率（配当除く）の計算方法<sup>6</sup>

	定義
純投資株式の 損益率	$\frac{\text{純投資売却損益} + \text{純投資評価差額（前年差）}}{\text{純投資株式残高}}$
政策保有株式他の 損益率	$\frac{(\text{株式売却損益} - \text{純投資売却損益}) + (\text{株式評価差額（前年差）} - \text{純投資評価差額（前年差）})}{(\text{株式残高} - \text{純投資株式残高})}$

##### 4.2 推定結果と考察

図表9、10は政策保有株式他と純投資株式の配当を除く損益率の推定結果（分析対象行の平均値）及びTOPIX騰落率についての図表及びグラフである。

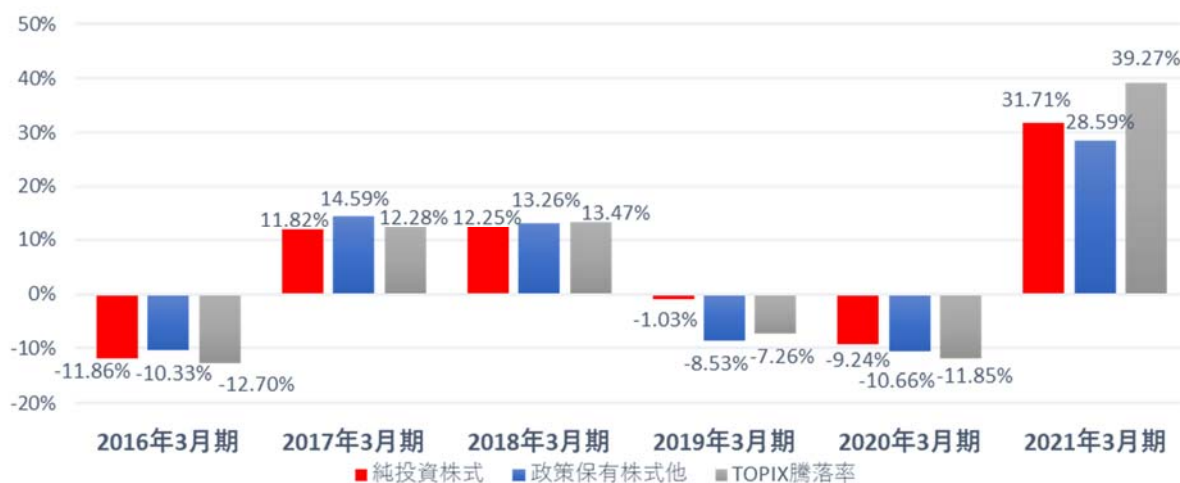
図表9 各資産の損益率（配当除く）

	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	2021年3月期
純投資株式	-11.86%	11.82%	12.25%	-1.03%	-9.24%	31.71%
政策保有株式他	-10.33%	14.59%	13.26%	-8.53%	-10.66%	28.59%
TOPIX騰落率	-12.70%	12.28%	13.47%	-7.26%	-11.85%	39.27%

（出所）各行有価証券報告書、決算説明資料、ディスクロージャー誌より日興リサーチセンター作成

<sup>6</sup> 株式残高および純投資株式残高は前年・当年の期末残高の平均値。株式売却損益、株式評価差額（前年差）は各行の決算説明資料より算出。株式残高はディスクロージャー誌の数値を使用。

図表 10 各資産の損益率（配当除く）のグラフ



(出所) 各行有価証券報告書、決算説明資料、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 9、10 から 2018 年 3 月期までは、政策保有株式他が純投資株式の損益率を上回る年度が続いていたが、2019 年 3 月期以降は継続して純投資株式の損益率を下回ることが確認できる。2019 年 3 月期は同年 1 月の内閣府令の改正により政策保有株式に関する開示項目が追加されており、影響があった可能性も考えられる。また、純投資株式の損益率は TOPIX が上昇した年はそれを下回り、下落した年はそれを上回っている。つまり、TOPIX の変動幅（損益率の絶対値）より毎年小さいことから、TOPIX よりリスクが抑えられていると考えられる。

## 5. 地方銀行の純投資株式の配当利回り（インカムリターン）に関する分析

最後に、本章では有価証券報告書の「株式の保有状況」の項目にある「保有目的が純投資目的である投資株式」において 2015 年 3 月期から 2021 年 3 月期のすべての期間で受取配当金合計額の開示があった 80 行を分析対象とし、純投資株式の配当利回り<sup>7</sup>（インカムリターン）の推定を行った。次頁の図表 11 は推定した分析対象行の推定配当利回りの平均値と TOPIX 配当利回り<sup>8</sup>である。

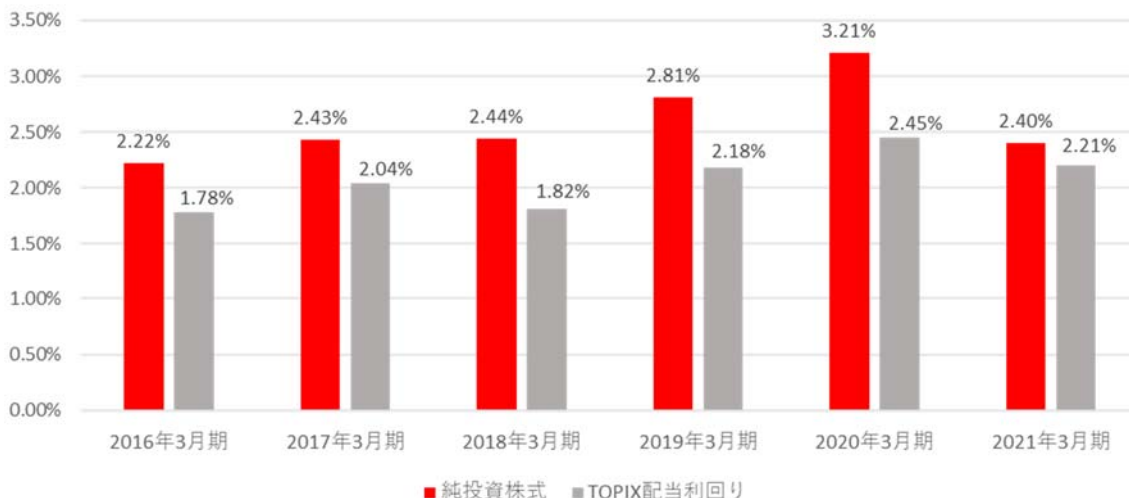
図表 11 から分析対象行の純投資株式の推定配当利回りと市場平均配当利回り（TOPIX 配当利回り）を比較すると、すべての年度において純投資株式の推定配当利回りの平均値は市場平均利回りを上回ることが確認できた。図表 9、10 の傾向とあわせて考えると、地方銀行の純投資株式は配当利回りが比較的高く、市場感応度の小さい銘柄を中心に投資していることが読み取れる。

<sup>7</sup> 純投資株式の配当利回りは、該当年の純投資株式の受取配当金の合計額を前年・当年の純投資株式の期末残高の平均値で割ることで算出。

<sup>8</sup> TOPIX 配当利回りは各期の四半期末の値の平均を使用。



図表 11 対象行の純投資株式の推定配当利回りの平均値と TOPIX 配当利回り



(出所) 各行有価証券報告書より日興リサーチセンター作成

## 6. まとめ

本稿では、地方銀行の政策保有株式の保有に関連する規制・制度や動向の整理、政策保有株式の時価残高や保有銘柄数を中心とした有価証券報告書等の開示データによる分析、政策保有株式と純投資株式のパフォーマンスに関する分析について執筆した。

開示データによる分析では、時価基準の保有目的別の残高の比率を見ると政策保有株式比率はすべての年度で第一地銀では 80%以上あった一方で第二地銀では常に 70%を下回っており、政策保有株式比率は第一地銀と第二地銀で比較差があることが確認できた。また、政策保有株式数の推移を確認すると保有銘柄数を減らす地方銀行が増えており、2016 年 3 月期と 2021 年 3 月期の銘柄数の比較では、85%以上の銀行で銘柄数が減少している。

政策保有株式と純投資株式のパフォーマンス分析については、配当を除く損益率（キャピタルリターン）の推定では 2018 年 3 月期まで政策保有株式他が純投資株式の損益率（配当を除く）を上回っていたが、政策保有株式に関する開示項目が追加された 2019 年 3 月期以降は継続して純投資株式の損益率を下回っていることが分かった。純投資株式の損益率は TOPIX が上昇した年はそれを下回り、下落した年はそれを上回っており、TOPIX よりリスクが抑えられていると考えられる。純投資株式の配当利回り（インカムリターン）は、2016 年 3 月期以降常に TOPIX 配当利回りを上回っていることが確認できており、地方銀行の純投資株式はリスクが比較的抑えられており、配当利回りが高い傾向にあることが確認された。

バーゼル規制による株式のリスク・ウェイトの変更や東証の流通株式の定義見直しによる政策保有株式の削減圧力の高まりなど地方銀行の株式保有環境は大きな変化に見舞われており、地方銀行が保有する株式についての開示情報には引き続き注視していきたい。

## 参考文献

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

金融庁,バーゼル3(国際合意)の概要

[https://www.fsa.go.jp/policy/basel\\_ii/basel3.pdf](https://www.fsa.go.jp/policy/basel_ii/basel3.pdf)

金融庁,最終化されたバーゼル III の国内実施に関する規制方針案

[https://www.fsa.go.jp/news/r2/ginkou/20201224\\_3/01.pdf](https://www.fsa.go.jp/news/r2/ginkou/20201224_3/01.pdf)

東京証券取引,市場区分の見直しに向けた上場制度の整備について

<https://www.jpx.co.jp/equities/improvements/market-structure/nlsgeu000003pd3t-att/nlsgeu000005jkv0.pdf>

東京証券取引,「東証上場会社 コーポレート・ガバナンス白書 2021」

<https://www.jpx.co.jp/news/1020/nlsgeu000003zc0h-att/nlsgeu000003zc32.pdf>

鈴木[2020],「【Short Review】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」

<https://www.nikko-research.co.jp/library/9556/>

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)