

## 株式保有を前提とした銀行の企業取引の総合採算性について

金融機構局 大谷 聡\*、須田 侑子、豊蔵 力、平形 尚久、宮明 靖夫

Bank of Japan Review

2007年11月

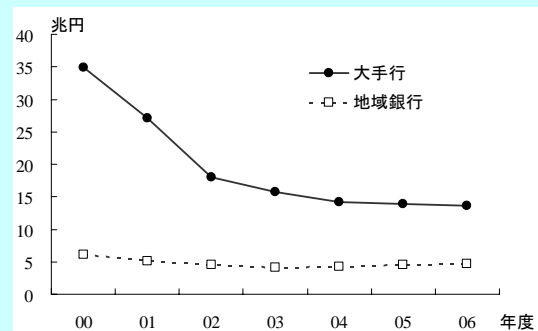
わが国の銀行は、メインバンク制と呼ばれる慣行のもとで取引先企業と株式を持合う形で多額の株式を保有してきた。こうした銀行による株式保有は、バブル崩壊後、長期的に株価が低迷する中で、巨額の含み損をもたらした。銀行の財務基盤を悪化させた。このため、銀行は、2000年代入り後、株式保有の上限規制や保有株式売却スキームの導入もあり、大手行を中心に保有株式を削減させた。しかしながら、最近では企業買収の増加による企業サイドからの株式持合い要請等もあって、保有株式を再び増加させる動きがみられ始めている。銀行は、株式保有によって、出資先企業との金融取引によるリターンを確保している一方で、株式の価格変動リスクへの備えとして自己資本を使用し、資本コストも負担している。この点、外部格付のある上場企業のデータを用いて、株式保有を前提とした企業取引の総合採算性を検証すると、長期的な視点でみて、株式保有コストに十分見合ったリターンが確保されていない可能性が示唆された。このため、銀行セクター全体でみると、保有株式の採算性を改善させるには、リターンの増強を図る、あるいは不採算先の株式を売却するといった対応が必要と考えられる。銀行は、顧客ニーズを踏まえた形で金融サービスの差別化を図り、必ずしも株式の保有を前提としなくても企業との取引採算が確保できるビジネスモデルを構築していくことが求められている。

### 1. はじめに

わが国の銀行は、メインバンク制と呼ばれる慣行のもとで取引先企業と株式を持合う形で多額の株式を保有してきた<sup>1</sup>。こうした銀行による株式保有は、1980年代後半には、バブルの拡大に連れて含み益をもたらしたが、バブル崩壊後は逆に、長期的な株価低迷により、巨額の含み損をもたらした。保有株式の含み損は、銀行の財務基盤を悪化させ、金融システム不安を増幅させる要因となった。

こうした状況に対応して、不良債権処理の促進に加え、銀行の保有株式の価格変動リスクを削減するための枠組みが構築された。すなわち、2001年には、「銀行等の株式等の保有の制限等に関する法律」が公布され、2004年9月末から銀行等の株式保有を Tier I（中核的自己資本）の範囲内に制限する規制が導入されたほか、銀行等の出資により銀行等保有株式取得機構が設立された。また、日本銀行は、2002年に株式保有が Tier I を超える銀行を対象に、累計2兆円の株式買入を行うこと

【図表1】保有株式の推移

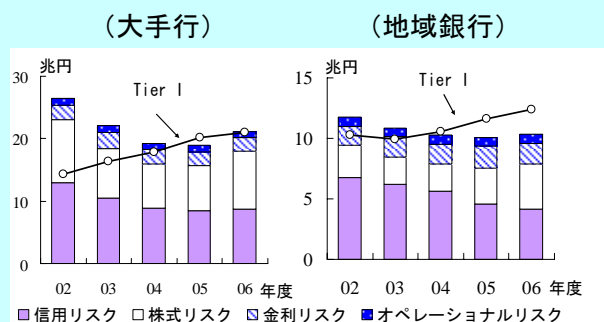


注) 上場、非上場株式の取得価格ベース。

を公表した<sup>2</sup>。この結果、当初 Tier I を大幅に超過する株式を保有していた大手行を中心に、2001年度以降、保有株式が大きく削減された（図表1）。

しかしながら、銀行セクターが抱えるリスク量をみると、足許では、株価ボラティリティの上昇や時価ベースでの保有株式残高の増加を受けて、株式リスクの占める比率が上昇している（図表2）。こうした中、ファンドなどが関与した企業買収の増加などを受け、企業サイドから銀行に株式購入の要請が増加しており、一部の銀行では、保有株

【図表 2】 Tier I とリスク量



注) 金利リスクは 100bpv、株式リスクは、TOPIX をリスクファクター、保有期間 1 年、信頼水準 99% で算出。信用リスクは、Basel II のリスクウエイト関数の考え方を踏まえて算定した最大損失額 (EL+UL) から、期待損失額 (EL) を差引いて算出 (信頼水準 99%)。オペレーショナル・リスクは、Basel II の基礎的指標手法の考え方にに基づき、業務粗利益の 15% とした。

式を増加させる動きがみられている。

銀行の株式保有は、企業との長期的な取引関係を維持・促進させるという視点に立つものと考えられる。したがって、株式保有に当たっては、長期的にみて株式保有のリターンがコストを上回っているかを検証しておく必要がある。この場合、株式保有を前提とした企業との金融取引からのリターンとしては、株式の配当収入のほか、貸出利息、手数料収入が得られる。同時に、銀行は、こうした金融取引を行うために要するコストに加え、保有株式の価格変動リスクに対するバッファーとして自己資本を使用するための資本コストを負担していることになる。

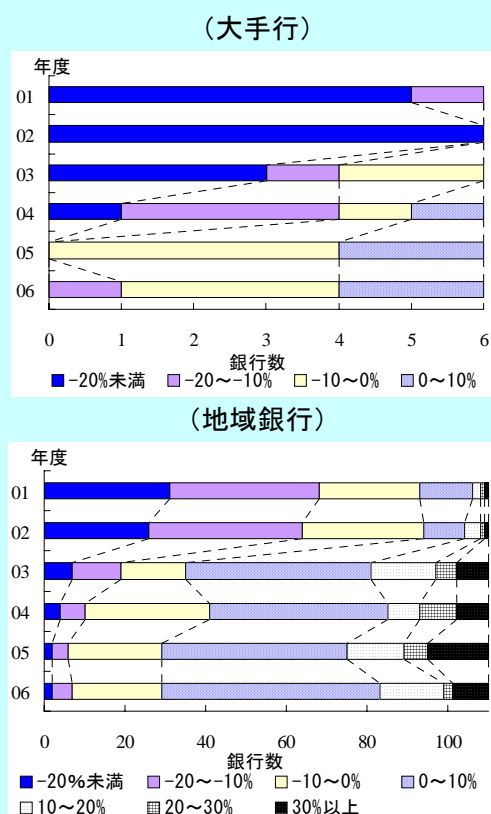
そこで、本稿では、まず、銀行の株式保有状況を確認し、次に株式保有を前提とした企業取引の総合採算性の試算方法および試算結果を示す。そのうえで、銀行の企業取引の課題について述べる。

## 2. 銀行の株式保有の動向

前掲図表 1 で大手行と地域銀行の保有株式残高を再度確認すると、大手行では 2002 年度にかけて大きく減少した後、2004 年度まで緩やかに減少を続けたが、その後は横ばい圏内で推移している。一方、地域銀行では、2002 年度まで幾分減少した後、2004 年度にかけて横ばいで推移したが、その後は小幅の増加に転じている。

次に、銀行別の保有株式の動きをみると、大手行では 2003 年度までは全ての先で保有株式が減少していたが、その後は一部の先で増加させる動きがみられている (図表 3)。また、地域銀行では、2002 年度まではほとんどの先で株式を削減して

【図表 3】 保有株式の年別変化率の分布



注) 当該年度末における保有株式残高 (取得価額) の、対前年度末比増減率別の銀行数 (大手行については FG 数) 分布を示している。

いたが、その後は増加させている先が増えている。

このように近年株式保有を拡大させる銀行が増えている背景として、銀行の自己資本制約が緩和方向にある中で、①企業買収を懸念する企業から株式保有要請を受けていることや、②銀行間の競争激化に伴い、企業との金融取引の優位に進めるため、当該企業の株式を取得する動きがあるとみられる。

## 3. 株式保有に伴うコストとリターン

銀行は、企業の株式を保有することによって取引関係を強化し、当該企業との金融取引からのリターンを確保している。一方で、銀行は、統合リスク管理の観点から、保有株式の価格変動リスクへのバッファーとして自己資本を使用しており、その自己資本に対して資本コストを負担している<sup>3</sup>。そこで、まず、株式保有のリターンとリスクの関係について、上場企業のうち外部格付を取得している企業を対象にして、企業取引の総合採算という形で定量化を試みる<sup>4</sup>。

本稿では、リターンとして、出資先企業との金

## 【BOX】総合採算の試算方法

本文では、銀行と企業の双方のデータを使用して、上場企業（東京・大阪・名古屋）のうち、年度末時点で外部格付がある先（但し、借入利息計上額をP/L上、把握できない電力、鉄道、金融業、及び借入残高対比で借入利息計上額が極端に少ない先を除く）を対象に、大手行・地域銀行の金融取引の総合採算性を検証している。リターンとコストの具体的な試算方法は以下のとおりである。

### (1) リターンの基本的な考え方（詳細は、BOX 図表を参照）

- ①貸出収益：貸出利息収入－銀行の資金調達費用。貸出利息収入は当該企業の借入利息計上額を、資金調達費用は銀行の平均的な資金調達コスト率を用いて算出。
- ②手数料収入：貸出預金関連、為替関連、社債引受・受託手数料を企業取引関連手数料の対象とし、銀行がP/Lに計上した手数料額をベースにして算出。
- ③株式配当収入：当該企業の配当金支払い総額をベースにして算出。

### (2) コストの基本的な考え方（詳細は、BOX 図表を参照）

- ④貸出EL：貸出残高（未保全額）×格付別デフォルト率。貸出残高は企業別に、未保全額は銀行の平均的な債権保全比率を用いて算出。
- ⑤株式保有にかかる資本コスト：株価変動リスク量（信頼水準99%）×資本コスト率（6%）。株価はTOPIXを一律に使用。
- ⑥貸出ULにかかる資本コスト：貸出UL（信頼水準99%）×資本コスト率（6%）。
- ⑦経費：銀行貸出残高に対する経費比率を用いて算出。

【BOX 図表】総合採算の試算方法及び使用データ

総合採算の構成要素	データ出所
①貸出収益：貸出利息収入－資金調達費用（企業の借入金 × 資金調達コスト率）	
(A) 貸出利息収入：企業の借入利息P/L計上額	(A)、(B)
(B) 企業の借入金：対象企業のB/Sに計上している長期借入金、1年以内返済長期借入金、1年以内返済関係会社長期借入金、及び短期借入金残高（平残）	日本政策投資銀行・日本経済研究所「企業財務データバンク」（以下、企業財務データバンク）
資金調達コスト率（銀行の平均的な調達比率）：(C) 資金調達費用 / (D) 資金調達勘定残高（平残）	(C)、(D) 日本銀行集計値
②手数料収入：役務取引等収益 × 対象企業向け貸出比率	
(E) 役務取引等収益：預金・貸出業務、為替業務、債券引受、社債等受託・登録等の業務に関する役務収益	(E) 日本銀行集計値
対象企業向け貸出比率：非金融企業向け貸出に占める対象企業向け貸出比率。具体的には、(B) 企業の借入金 / (F) 法人向け貸出金残高。	(B) 企業財務データバンク (F) 日本銀行「貸出先別貸出金」
③株式配当収入：企業の配当総額 × 銀行の株式保有比率	
企業の配当総額：(G) 一株当たり年間配当 × (H) 発行済み株式数	(G) 企業財務データバンク (H) QUICK「AMSUS」
銀行の株式保有比率：(I) その他有価証券(株式)残高 / (J) 東証一部・二部上場株式時価総額	(I) 日本銀行集計値 (J) 東京証券取引所
④貸出EL：企業の借入金(未保全額) × 格付別デフォルト率	
対象企業の借入金(銀行の担保未保全額部分)： 企業の借入金(上記(B)) × (K) 未保全率(銀行の平均的な担保未保全率)	(B) 企業財務データバンク (K) 日本銀行集計値
格付別デフォルト率： (L) 1981～2006年「格付別累積平均デフォルト率」の経過年数1年のデフォルト率	(L) S&P「グローバル・コーポレート・デフォルト・スタディ2006年版(要約)」
⑤資本コスト(株式)：VaRによる株式リスク量 × 資本コスト率(6%)	
株式リスク量：(M) 年度末時価総額 × 銀行保有比率 × (N) TOPIX日次ボラティリティー(年率換算後) × 2.33 リスクファクター：TOPIX、信頼水準99%、保有期間1年、観測期間5年	(M) QUICK「AMSUS」 (N) Bloomberg
株式評価差益(評価差損の場合はゼロ)： (O) その他有価証券(株式)の時価評価額 - (P) その他有価証券(株式)の取得価額	(O)、(P) 日本銀行集計値
⑥資本コスト(貸出UL)：貸出UL(信頼水準99%) × 資本コスト率(6%)	
貸出(未保全額)UL：(Q) 貸出最大損失額(信頼水準99%) - 貸出EL(上記④)	(Q) 日本銀行試算値
⑦経費：企業の借入金 × 経費率	
経費率：(R) 経費(銀行のP/L計上額) / (S) 資金運用勘定残高(平残)	(R)、(S) 日本銀行集計値

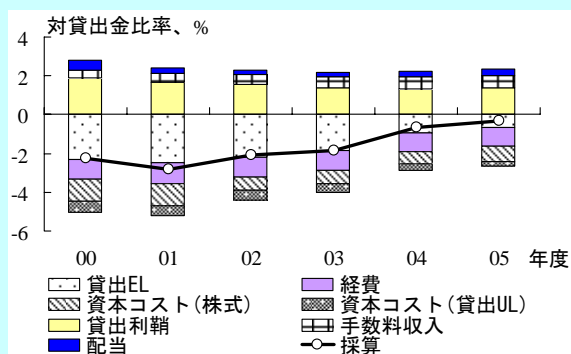
融取引から得られる収入（貸出収益、手数料収入）および株式配当を、コストとしては、貸出の期待損失（expected loss、EL）、貸出の非期待損失（unexpected loss、UL）にかかる資本コスト、株式保有にかかる資本コスト、および経費を使用する。そして、これらのリターンからコストを差し引くことで、総合採算を算出する（リターンとコストの計算に使用しているデータの出所や計算手法の詳細については【BOX】を参照）。

総合採算性の試算に当たっては、リターンについて、①分析対象企業の借入れは全額が株式を保有している銀行からのものである、②株式を保有している銀行は分析対象企業から平均的な企業取引関連手数料を得ている、との仮定をおいている<sup>5</sup>。また、コストについても、実際のROEは10%を超えているが、資本コスト率を6%と仮定して株主資本コストを計算している。

上記の仮定は、リターンを多め、コストを少なめと見積もることを意味している。言い換えると、総合採算性を銀行にとって有利な形で試算するアプローチをとっていることになる<sup>6</sup>。

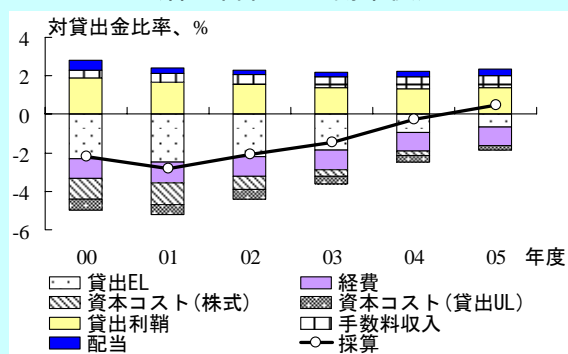
計測結果は、図表4に示されている。図表4からは、全体としてみると、企業の格付の上昇を受けて貸出に関するEL、ULがともに減少していることから、総合採算性は改善傾向にあるものの、それでも2000年度以降、コストがリターンを一貫して上回っていることが分かる。

【図表4】 保有株式の総合採算の試算結果



なお、現時点では、銀行全体としてみれば、株価上昇により株式評価差益が生じている。このため、評価差益を控除した株式リスクを配賦資本と仮定した資本コストを算出し、当該資本コストを用いた総合採算性も別途計算してみた（図表5）<sup>7</sup>。2005年度は、株式評価差益が株式リスクを超過していることから、株式保有にかかる資本コストがゼロとなっている。その結果、総合採算性は小幅

【図表5】 保有株式の総合採算の試算結果（株式評価差益勘案後）

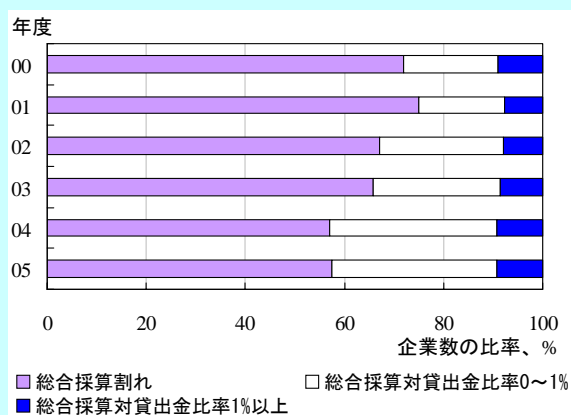


のプラスに転じている。もっとも、上述のとおり銀行にとって総合採算性が有利になるような仮定をおいていることを考え合わせると、長期的な視点でみて、上場企業の平均的な株式保有の採算は、十分に確保されていないとみられる。

むろん、以上の分析は、上場企業に対する平均的な総合採算性であり、個別にみれば、プラスの採算性が確保されている企業もあるであろう。この点を踏まえ、次に、企業別取引の総合採算性を計測する。なお、個別別の株式評価差益は捕捉できないため、ここでの計算では株式評価差益は勘案しないこととする。また、手数料収入も企業別には把握できないため、全企業について平均的な手数料率を用いている。

このような前提で試算した個別別の総合採算をみると、総合採算がプラスとなっている企業数は増加傾向にあるものの、2005年度でもなお全体の約4割にとどまっている（図表6）。この点、繰り返しになるが、総合採算は銀行に有利になるよう計測しているため、総合採算が小幅プラスとなっている先であっても、実際には採算割れとなっている可能性も考えられる。また、総合採算

【図表6】 個別別の総合採算分布



が1%を超える先をみると、全体の8~9%程度でほぼ横ばいであり、採算が十分とれているとみられる先は、実際にはかなり限定されていると考えられる。

以上の分析は、あくまで分析対象としている企業本体との取引であり、当該企業のグループ企業や従業員との取引等は考慮していない。従って、こうしたより幅広い範囲での銀行取引までを考慮すれば、総合採算性が改善する先も存在する可能性がある。このため、上述した分析結果は多少幅を持ってみる必要があるが、株式保有に基づく企業取引は、長期的にみれば、株式保有コストに十分見合ったリターンが確保されていない先が多いと推測される。こうした先について、銀行は、手数料収入等リターンの増強を図る、あるいは、保有株式の削減によって株式保有コストを圧縮するといった対応が必要と考えられる。

#### 4. 株式の保有要因

最後に、銀行の株式保有要因について分析する。具体的には、上場企業の2000年度から2005年度のデータを使い、以下の計測式を推計する。

$$\begin{aligned} \text{bankratio}_{i,t} = & c + c_i + c_t + \alpha \times \text{asset}_{i,t} + \beta \times \text{ROA}_{i,t} \\ & + \beta_{2+} \times \mathbf{1}\{\text{ROA} > 0\} \text{ROA}_{i,t}^2 \\ & - \beta_{2-} \times \mathbf{1}\{\text{ROA} \leq 0\} \text{ROA}_{i,t}^2 \\ & + \gamma \times \text{ROA}_{i,t} \times \text{asset}_{i,t} \end{aligned}$$

ここで、下添えの*i*は企業、*t*は年を表す。また、*bankratio*は上位株主12社にランクされる銀行(信託銀行等を除く)の保有比率の合計、*asset*は総資産、*ROA*は営業利益ベースの*ROA*を示す<sup>8</sup>。*ROA*を説明変数として使用しているのは、企業業績が銀行の株式保有比率に与える影響を検証するためである。企業の業績が良くなるほど銀行のリターンの増加が期待されるため、銀行の株式保有目的が顧客企業との取引関係の維持・拡大によるリターンの確保であるとするならば、当該企業の株式保有比率を高めることが考えられる。

また、経営状態が良い場合と悪い場合とで、業績が変動した際の株式保有比率に与える影響が異なる可能性が考えられる。この点を検証するため、*ROA*の二乗項を加え、そのパラメータを、*ROA*が正の場合と負の場合(経営状態の良し悪し)とで分けて推定している。なお、 $\mathbf{1}\{\}$ は、 $\{\}$ 内の条

件を満たせば1、満たさなければ0の値をとる指標関数である。さらに、*ROA*の変化(業績の変化)の*bankratio*への影響度合いが、*asset*の水準(企業規模)に依存するかを検証するため、*ROA*と*asset*の交叉項も加えて推計している。

推計結果は、図表7に示されている。図表7をみると、 $\beta$ が正で有意となっており、*ROA*が上昇(低下)した場合、保有比率は上昇(低下)するとの関係が検出されている。また、 $\beta_{2+}$ が正で有意である一方で、 $\beta_{2-}$ が0と有意に異なる。この結果は、銀行が、企業の業績が良い(*ROA*が正)ときは、企業業績に応じて株式保有比率を機動的に変化させるが、企業の業績が悪い(*ROA*が負)場合には、株式保有比率をあまり変化させていないことを示している。言い換えると、銀行の株式保有に関する意思決定は、*ROA*がプラスかマイナスかによって、非対称性がみられたことを意味する。さらに、 $\gamma$ が負で有意であることは、企業規模が大きいほど、*ROA*の変化に対する銀行の保有比率の変化の程度は小さくなることを示している<sup>9</sup>。

【図表7】推計結果

	推定値	t-値	p-値
$\alpha$	0.13	3.91	0.00
$\beta$	10.46	5.90	0.00
$\beta_{2+}$	3.21	2.38	0.02
$\beta_{2-}$	1.27	1.23	0.22
$\gamma$	-0.68	-6.69	0.00

注1) 計測期間は2000-2005年度。上場企業(東京、大阪、名古屋の一部、二部上場)のデータを使用。

注2) 対象とする銀行は、大手行及び地域銀行。但し、株主名簿上、銀行勘定保有か信託勘定保有かが明確に区別できない信託銀行は除く。

$\beta_{2+}$ と $\beta_{2-}$ の間に非対称性が存在することと、 $\gamma$ が負となっていることから、銀行が業績の悪い大企業について保有株式の処理を先送りしていた可能性が示唆される。このことは、銀行の株式保有に伴う評価損益の振幅を拡大し、銀行行動のプロシクリカリティを増幅させる方向に作用していたと考えられる。

#### 5. おわりに

本稿では、外部格付のある上場企業のデータを用いて、株式保有を前提とした企業取引の総合採

算性を検証した。その結果を踏まえると、銀行にとって総合採算性が有利になるよう計算しても、長期的な視点でみて、株式保有コストに十分見合ったリターンが確保されていない可能性が示唆された。このため、銀行セクター全体としてみたとき、保有株式の採算性を改善させるには、不採算先のリターンの増強を図る、あるいは株式を売却するといった対応が必要と考えられる。

この点、2000年代入り後、大手行を中心に保有株式が削減されてきたが、最近では企業買収の増加を映じた企業サイドからの株式持合い要請等もあって、保有株式を再び増加させる動きがみられ始めている。しかし、今なお株式保有に対して多額の資本を割り当てていることを踏まえると、株式の保有残高の維持や取得に当たっては、個別企業ごとに、その総合採算性を厳密に検証していく必要がある。

近年、金融のグローバル化の進展とともに、外国人投資家の持ち株比率が高まるなど、銀行は従来にも増して資本配賦の効率化と収益力の向上が求められている。このためには、各銀行が顧客ニーズを踏まえた形で金融サービスの差別化を図り、必ずしも株式保有を前提としなくても企業との取引採算が確保できるようなビジネスモデルを構築していくことが必要となる。中でも大企業取引の今後のあり方については、包括的に再検討していく必要があると思われる。

を把握することはできないという問題が生じる。この場合、借入利息額は全額株主である銀行に対するものと仮定して、リターンを算出した。銀行の総合採算が有利になるような試算をしたのは、このような試算方法をとっても採算割れという結果が出れば、実際の総合採算も採算割れになっている可能性が高いという結論を導くことができるためである。

<sup>7</sup> 株式評価差益の取り扱いについては、『金融システムレポート』日本銀行、2007年9月号のBox4を参照されたい。

<sup>8</sup> ここで、上位12社に限定しているのは、「企業財務データバンク」から入手できる個別株主の出資比率が上位12位までとなっているためである。なお、信託銀行等は、投資信託の受託等により信託勘定に株式を多く保有しているため、上位株主から除外している。

<sup>9</sup> ROAの変化に対する保有比率の変化の程度は、偏微係数として次のように表すことができる。

$$\frac{\partial \text{bankratio}_{i,t}}{\partial \text{ROA}_{i,t}} = \begin{cases} \beta + 2\beta_{2+} \text{ROA}_{i,t} + \gamma \times \text{asset}_{i,t}, & \text{if } \text{ROA}_{i,t} > 0 \\ \beta - 2\beta_{2-} \text{ROA}_{i,t} + \gamma \times \text{asset}_{i,t}, & \text{if } \text{ROA}_{i,t} \leq 0 \end{cases}$$

推定結果から、 $\beta_{2+}$ は正で有意、 $\beta_{2-}$ が0と有意に異ならないため、 $\beta_{2+} > 0$ 、 $\beta_{2-} = 0$ と考えることができる。このため、ROAに関する偏微係数は、ROAが正の場合の方が、負の場合よりも大きくなる。また、この偏微係数は、 $\gamma$ が負で有意であることからassetの減少関数となっている。このため、規模の大きい企業ほど、ROAが保有比率に与える影響は小さくなる。

日銀レビュー・シリーズは、最近の金融経済の話題を、金融経済に関心を有する幅広い読者層を対象として、平易かつ簡潔に解説するために、日本銀行が編集・発行しているものです。ただし、レポートで示された意見は執筆者に属し、必ずしも日本銀行の見解を示すものではありません。内容に関するご質問および送付先の変更等に関しましては、日本銀行金融機構局 白塚 重典 (E-mail: shigenori.shiratsuka@boj.or.jp) までお知らせ下さい。なお、日銀レビュー・シリーズおよび日本銀行ワーキングペーパーシリーズは、<http://www.boj.or.jp>で入手できます。

<sup>1</sup> 株式持合いの歴史的な経緯については、星岳雄、A・カシャップ、『日本金融システム進化論』日本経済新聞社、2006年を参照されたい。

<sup>2</sup> 2003年には、株式買入上限額は2兆円から3兆円に引き上げられ、2004年9月の買入終了までに2兆180億円の買入を行った。

<sup>3</sup> 統合リスク管理とは、金融機関が直面する様々なリスク(信用リスク、市場リスク、オペレーショナル・リスク等)を統一的な手法で計量化し、その総量が自己資本等の経営体力に収まるよう管理する手法をいう。

<sup>4</sup> 外部格付を取得している企業を対象としているのは、本文中で後述する貸出金のELおよびULの算出過程で企業のデフォルト率が必要となるためである。

<sup>5</sup> 分析対象期間では、大手行を中心に多くの銀行で欠損金が増加しているため、法人税負担が少なくなっている。このため、本稿では法人所得税率がゼロ、つまり、税引前利益イコール税引後利益として計算している。

<sup>6</sup> 例えば、リターンとして貸出利息を算出する場合、企業が銀行に支払った借入利息額であれば、財務データから把握できるが、株主になっている銀行に限定した借入利息額