

銀行業の企業価値経営について

杉山 敏 啓

1. はじめに

1.1 企業価値経営の時代

日本企業はかつて、収益性よりも量的拡大に経営のプライオリティを置いてきたと言われていた。量的拡大のためには製品競争力や価格競争力を高める必要があり、そのためであれば企業の低収益性は許容されてきた。このように短期的収益よりも長期的戦略を重視する姿勢は、日本の経営の特徴であり強みだと言われていた時代もある。

企業の低収益性が許容されてきた背景には、日本経済の特徴とも言われた間接金融中心型の金融仲介システムの存在が指摘できる。すなわち株式資本については持ち合い等による安定株主が主体であり、資本配分機能の中核的役割はメインバンク制の下、間接金融サービスを営む金融機関が主として担ってきた。メインバンクは、融資先企業が経営危機に陥った場合には経営再建支援に乗り出すが、平常時においては企業経営に対して過剰なガバナンスはしないという「状態依存型ガバナンス」を特徴としてきた¹⁾。

だが、1990年代に大規模な金融システム改革が進化したことで、戦後の日本的経営の前提条件は変化している。金融仲介機能においては金融市場が果たす役割が増し、その必然として株式資本が生み出すリターンに対する関心は全般的に高まりを見せている。M&Aの潮流から、十分なキャッシュフローを生み出さない経営資源を豊富に抱える企業は、買収等のターゲットにされる可能性が高まった。少なくとも上場企業については、企業価値の最大化を経営目標として標榜せざるを得な

い経営環境となっている。企業価値の最大化を経営目的として行う企業活動は、「企業価値経営」あるいは「株主価値経営」などと呼ばれる。

非上場企業についても、昨今の業界再編に向けたM&Aブームの影響から、企業価値経営と無縁ではない。非上場企業の場合、株式資本の市場価格は存在しないが、企業のフリーキャッシュフローや純資産価値などから、理論モデルを用いて株式価値や買収価額を算定する取り組みが、M&A戦略の検討時などには行われている。

1.2 金融機関経営へのインパクト

金融機関経営の重要キーワードは、バブル崩壊以前は「ボリューム競争」であったが、バブル崩壊後は「健全性の回復」、そして今日では「株主価値の拡大」へと変化している。銀行業において株主価値経営が重視されるようになった背景には、個別金融機関の諸事情もあるだろうが、以下では重要な点を3つ指摘したい。

第一は、収益管理体制の整備が挙げられる。金融規制時代には、商品の価格や内容については同質的な競争環境下にあったと言える。金融機関としては、ボリュームさえ確保できれば収益は後からついてきたため、預金残高や貸出金残高などの「規模の大きさ」こそが金融機関の業績、そして経済社会への貢献度を測る有効な指標（KPI）であった。

ところが、今日では金利規制・業務規制ともに大幅に緩和されており、従前における同質的な競争環境は過去のものとなっている。価格競争は激化し、業務は多様化・複雑化した。こうした経営環

境下では、収益管理が極めて重要な意味を持っていく。多くの金融機関では、銀行取引を通じて確保できる純利益を算出・管理するようになった。株主価値経営の基本は、株式資本に帰属するキャッシュフローの管理・増強にあるが、銀行業においても、このキャッシュフローを管理する基本的な仕組みが整ったのである。

第二に、リスク管理体制の整備が挙げられる。金融機関にとってリスク管理とは、いわば本業である。しかし、戦後日本経済はそもそも経済成長率が高かったため、融資先企業の業況が悪化しても、景気循環の波を乗り切ることが出来れば次の好況で救われることも多く、融資業務にかかる信用リスクはあまり顕在化せずに済んでいた。また融資先企業のデフォルトが生じたとしても、不動産担保や保有株式の含み益などが損失バッファーとして有効に機能していたため、金融機関の自己資本を大きく毀損するような事態は生じにくかったと言える。

だが、バブル崩壊後の低成長経済下では、上述した前提条件が崩れたため、金融機関にとってリスク管理業務の重要性が増した。わが国では1993年から適用されたBIS規制により、リスクテイク量を自己資本比率の範囲内に抑制することが義務化されたという制度的背景も大きい。自己資本比率は、金融機関のリスクテイク量(分母のリスクアセット)に対する経営体力(分子の自己資本)を示す指標であり、経営体力に見合ったリスクテイクを各金融機関に対して促すために、国内金融行政においては早期是正措置や早期警戒制度の基準値としても用いられている。さらに2007年からは新しいBIS規制(バーゼルII)の適用も始まる。バーゼルIIでは自己資本比率の算出方法が現行規制よりもリスク感応的になるため、金融機関にとってリスク管理業務の意味合いは更に重くなる。

金融機関の株主価値経営は、自己資本比率の確保を大前提として進める必要がある。後述する理論株価モデルで用いるキャッシュフローおよび資

本コスト率は、いずれも各金融機関が抱えるリスクを考慮した指標でなければならない。金融機関におけるリスク管理体制の整備もまた、株主価値経営を行う上での基本的条件の充足につながったと言える。

第三には、金融業界全体として自己資本に対する意識が高まったことが指摘できる。2006年10月には三井住友フィナンシャルグループが公的資金を完済したことで、既に3大メガバンク・グループについては国家による経営関与から脱却をしている。だが自己資本比率の低下に喘ぎ、公的資金注入を経験した銀行業では、エクイティ(リスクマネー)という経営資源の価値が改めて認識された。

元来より、経済社会においてリスクマネーという資金は稀少な経営資源である。株式会社はその位置づけからして、リスクマネー無しには活動し得ない存在である。とりわけ銀行業はリスクテイク自体が本業であることから、リスクマネーを経営資源とした収益獲得という性質が強く、自己資本をベースとした経営管理をしなければならない宿命を有している。

金融仲介機能を担う銀行自身が、自己資本をベースとした経営管理を本格化させることは、株主価値経営の機運が企業全体に広がる加速要因になるものと予想される。リスクマネーの出し手への貢献を重視した企業活動は、経済社会全体として見ても、稀少な経営資源の有効活用という見地から有益である。銀行業の株主価値経営へのシフトは、基本的には望ましい方向性であると評することができよう。

2. 企業価値評価モデル

企業価値向上という望ましい結果を導き出すためには、企業経営者は、企業価値・株式価値が拡大する理論的な仕組みをよく理解した上で、経営管理を行う必要があることは言うまでもない。

第2章では企業価値の考え方と、企業価値を決定付ける理論モデルについて整理をした後、銀

行業の企業価値評価に適したモデルについて述べる。

2.1 株主価値経営の意義

企業が生み出すリターンは、企業活動に必要な種々の経営資源の提供者に対して、優先順位に応じて帰属する。経営資源提供者のうち、人的資源の提供者（従業員）、物的資源の提供者（物品の納入業者など）、負債資本の提供者（預金者など）は、キャッシュフロー回収について高い優先順位を持つ。国家の租税徴収権はこれらの次である。そして株式資本提供者のキャッシュフロー回収の優先順位は、最も劣後する。

株式価値を最大化する経営とは、株主以外のその他すべての経営資源提供者に対して、キャッシュフローの配分をもって報いた後、株式資本の提供者への貢献度合いを最大化するという意味である。つまり、企業活動の経済社会への貢献度を最大化する経営と換言することができる。

かつてのわが国では、株主価値経営というと従業員や顧客を軽視した利益至上主義のような印象で、日本には馴染まないという意見も一部にはあったと聞く。だが、上述のように株主価値を最大化するということは、企業活動を取り巻くすべての利害関係者に対する貢献を実現するため、最も望ましい経営状態を意味するのである。

2.2 企業価値の定義

企業価値は次式で定義される。

企業価値 = 株式価値 + 負債価値

負債価値は金利リスクによって変動し得るも、その変動幅は大きくない。このため企業価値最大化を経営目的とすることは、株式価値最大化を目指すこととほぼ同義となる。

株式価値は次式で定義される。

株式価値 = 1株あたり株価 × 発行済み株数

株価の向上無くして、発行済み株数だけを増やしても、株式価値自体が変わらない場合、1株あたり株価の希薄化（ダイリューション）が起こる

だけである。株式価値の向上を図るためには、株価を向上させる必要がある。

このことから企業価値向上とは、株価向上とはほぼ同義だと言える。では、どのようにすれば株価は向上するのであろうか。

株価の実績値（マーケット価格）は、金融市場における需要と供給の均衡値であるが、その需要・供給は、当該企業の株式資本の期待リターン（株式資本提供者に帰属するキャッシュフローの期待値）によって決定付けられる。

合理的な資産価値は、その資産が将来生み出す期待キャッシュフローを、必要収益率で割り引いた現在価値に等しい水準に均衡する。この考え方は収益還元法あるいはDCF（Discounted Cash Flow）法と呼ばれており、債券価格や不動産価格などでは古くから活用されている理論モデルである。DCF法は、企業価値評価の理論にも適用することができる。

2.3 配当割引モデル

割引配当モデル（DDM; Dividend Discount Model）とは、株式を保有する対価としてもたらされるキャッシュフロー（すなわち配当金）を、株主期待利益率（資本コスト）で割り引くことによって理論株価を得るモデルである。

理論株価を P_1 、当期の配当予想額を d 、1期あたりの配当成長率を g 、株主期待利益率を r_c とすると、

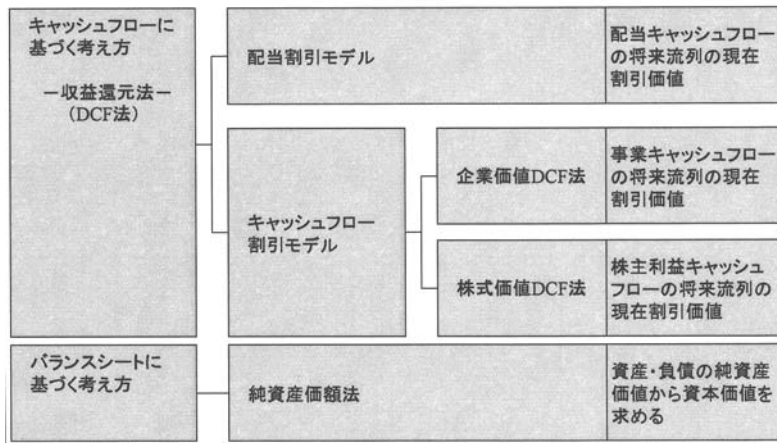
$$P_1 = \frac{d}{1+r_c} + \frac{d(1+g)}{(1+r_c)^2} + \frac{d(1+g)^2}{(1+r_c)^3} + \frac{d(1+g)^3}{(1+r_c)^4} + \dots$$

となるため、無限等比級数の公式より、

$$P_1 = \frac{d}{r_c - g}$$

として定義される。この公式は、ゴードンの株価評価モデルとして良く知られている。

図 1. 企業価値の評価モデル



2.4 キャッシュフロー割引モデル

ゴードンの株価評価モデルのように、直接的に理論株価を求めるのではなく、第一ステップで、投下資本の提供者に帰属する期待キャッシュフローを、投下資本の提供者が要求する期待収益率で割り引くことで理論的な企業価値（企業の市場価値）を求め、第二ステップで、そこから負債時価を控除して理論的な株式資本価値および理論株価を求めるというモデルもある。

これはキャッシュフロー割引モデルなどと呼ばれる。理論株価 P_1 は次式で定義される。

$$P_1 = \left(\frac{\text{キャッシュフロー}}{\text{期待収益率}} - \text{負債資本} \right) \div \text{発行済み株数}$$

2.4.1 一般企業の場合 —企業価値 DCF 法—

企業価値 DCF 法とは、キャッシュフロー割引モデルの一般的な形態であり、企業が生み出すキャッシュフロー（NOPAT など）を、企業活動に対する資本提供者に報いるために必要な投下資本コスト率（WACC など）で割り引く方法である。

一般企業の投下資本は、負債資本および株式資本（これらを合わせて総資本と呼ぶことが多い）

から構成されると考えてよい。よって DCF 法で用いる割引率は、負債資本提供者、株式資本提供者という 2 種類の資本提供者に対する資本コスト率を加重平均したものとなり、加重平均資本コスト（WACC; Weighted Average Cost of Capital）と呼ばれる。

企業 i の加重平均資本コストは次式で定義される。

$$WACC_i = \frac{D_i}{E_i + D_i} \times r_{D_i} + \frac{E_i}{E_i + D_i} \times r_{E_i}$$

E_i : 株式価値

D_i : 負債価値

V_i : 企業価値 = $E_i + D_i$

r_{D_i} : 負債資本コスト率（負債利率）

r_{E_i} : 株式資本コスト率（株主期待利益率）

株式価値は、WACC によって計算される企業価値から、負債価値を差し引くことで求められる。一般企業の株式資本価値算定では、上述した企業価値 DCF 法を適用する。

2.4.2 金融機関の場合 —株式価値 DCF 法—

一般企業が事業展開のために投下資本を増やそ

うとした場合、負債資本は機動的に使いやすい資金調達手段である。負債資本で調達した資金は、自己資金と共に実物投資や事業買収などに充てられ、事業活動を通じてキャッシュフローが生み出される。このため企業価値の理論モデルとしては、投下資本（負債資本+株主資本）にかかる資本コストでキャッシュフローを割り引く方法である企業価値 DCF 法は実態に合っている。

これに対して銀行業の場合、負債資本の位置づけが一般企業とは大きく異なる。負債資本の大半を占める預金は、一般企業における負債のように自らの設備投資等に使われるのではなく、貸出金や有価証券などで資金運用をするための原資に充てられる。つまり銀行業にとって預金は、自分自身のための事業資金と見るのではなく、収益を生み出すための商品として見るのが適当である。銀行は、金融マーケットで調達するよりも低い預金金利で預金を集めて、それを運用に廻すことで利ざや（預金スプレッド）を稼いでおり、銀行の内部管理においても、預金は収益源として位置づけられている。

したがって、銀行業の株式価値を計算する場合、一般企業のように企業価値から負債価値を引き算する方法（企業価値 DCF 法）ではなく、株式資本に帰属するキャッシュフローの将来流列を現在価値に割り引いて、株式資本価値を直接的に計算する方法（株式価値 DCF 法）が適すると考えられている²⁾。

銀行業の収益を見る場合にも、資金運用収益から資金調達費用を差し引いた資金収支を間接金融サービス事業に関する売上として捉えるのが一般的である。これに非金利利益を加えた業務粗利益は、一般企業における売上高に相当する計数である。

このように預金提供者への対価キャッシュフローは、売上高（業務粗利益）を計算する段階で考慮済みである。よって銀行業の場合、DCF 法で割り引くべきは株式資本に帰属するキャッシュフローであり、資本化の計算に用いる割引率は

WACC ではなく、株主期待利益率（いわゆる資本コスト）とするべきである。

2.5 経済付加価値モデル

経済付加価値モデルとは、資本コストを控除した後の企業価値に対する付加価値の貢献度を測定する理論であり、エコノミック・プロフィット・モデルもしくは EVA、MVA モデルと呼ばれることもある。基本的な考え方はキャッシュフロー割引モデルと同様であるが、経営管理・評価の尺度として洗練された理論である。キャッシュフロー割引モデルで計算される企業価値と、MVA に投下資本を加えた企業価値とは理論的に一致する。

2.5.1 経済付加価値

経済付加価値（EP; Economic Profit）³⁾とは、資本提供者に対して帰属するキャッシュフロー（税引き後利益）から、資本提供者が期待する資本コスト額を控除した値であり、次式で定義される。

$$EP = \text{キャッシュフロー} - \text{資本コスト額} \\ (\text{投下資本} \times \text{資本コスト率}^4))$$

定義式からも分かるように、EP は邦語では「資本コスト控除後利益」と呼ぶことができる。

EP は一定期間における企業活動から生み出された資本コスト控除後の付加価値であることから、EP がプラス値の場合、資本コストを上回る企業価値の純増額を意味する。税引き後利益ベースで黒字を確保できていたとしても、その黒字額が株式資本提供者の期待を充足する水準であるか否かが、事業の業績評価では重要となる。EP は事業業績の測定・評価の尺度として適している。

EP の定義式は次のように書き換えることができる。

$$EP = (\text{資本利益率} - \text{資本コスト率}) \times \text{投下資本}$$

資本利益率は **ROIC (Return On Invested Capital)** と呼ばれることも多い指標であり、次式で定義される。

$$\text{ROIC} = \text{キャッシュフロー} \div \text{投下資本}$$

ROIC は、投下資本の中味が「負債資本+株式資本」の場合には総資本利益率となり、「株式資本」の場合には株式資本利益率となる。同様に資本コスト率は、投下資本の中味が「負債資本+株式資本」の場合には **WACC** となり、「株式資本」の場合には株主期待利益率となる。

企業価値が増大するためには、資本コスト率を上回る資本利益率 (**ROIC**) を実現する必要がある。新たな事業への投資について検討をする場合、当該事業の期待資本利益率が、資本コスト率を上回ることが、投資判断が是認される条件となる (表 1)。

2.5.2 市場付加価値

フロー計数である **EP** の将来期待流れを現在価値に割り引いた合計値は、ストック計数である市場付加価値あるいは **MVA (Market Value Added)** として知られている。定義式は次の通りである。

$$\begin{aligned} \text{MVA} &= \text{市場価値} - \text{投下資本} \\ &= (\text{株式時価総額} + \text{負債時価}) \\ &\quad - (\text{株式資本簿価} + \text{負債簿価}) \end{aligned}$$

ここで負債資本については時価と簿価の差額があまり生じないため、文献によっては

$$\text{MVA} = \text{株式時価総額} - \text{株式資本簿価}$$

としていることもある。

ある期の **EP** が赤字であっても、当該企業の **MVA** は黒字となるケースは生じ得る。短期的には収益が低下しているが、将来の収益回復が織り込まれている場合が考えられる。逆に **EP** 黒字、**MVA** 赤字というケースもあるが、これは当該期の **EP** 黒字が将来的に安定継続する見込みが低い場合が考えられる。経営者が継続企業として株主価値経営を目指す場合、**EP** および **MVA** の双方の黒字化を目指すことが望まれる。

2.5.3 銀行業への適用

銀行業の場合、負債資本の大半は預金であるが、預金には財務会計上の時価概念がない。とはいえ経済学的に考えれば、例えば、高金利の時に集めた定期預金は、その後市場金利が低下すれば機会損失を発生させるため、含み損の状態となる。このように市場金利の変化によって保有する資産・負債に機会損失が生じるリスクのことを、金利リスクと呼ぶ。

ただし、銀行の場合、預金で集めた資金は貸出金や有価証券などで運用するので、市場金利の変化によって負債サイドで経済学的な機会損失が生じていたとしても、資産サイドでは同等の機会利益が生じていて、負債・資産をネットアウトすれば金利リスクが打ち消されていることも多い。このため、銀行業では預金・貸出金・債券・スワップなどの銀行勘定を統合して、銀行勘定全体としての金利リスクを管理する手法である資産負債の総合管理 (**ALM; Asset Liability Management**) が普及している。

表 1. 経済付加価値の意味

企業価値の変化	経済付加価値 (EP)	資本利益率 (ROIC)
増大	EP > 0	資本利益率 > 資本コスト率
減少	EP < 0	資本利益率 < 資本コスト率
不変	EP = 0	資本利益率 = 資本コスト率

バーゼルⅡ⁵⁾では第二の柱において、銀行勘定の金利リスク管理が義務づけられている。第二の柱は、第一の柱のように自己資本比率には反映されないが、金融当局による監督の対象となる。加えて第三の柱によって銀行勘定の金利リスクは、投資家等が金融機関の経営内容を分析・検討する際にも考慮される情報となるため、結果として銀行勘定の時価変動リスクは株式資本の時価に反映されると考えられる。

よって銀行業のMVAは、株式時価総額と株式資本簿価との差額によって把握できると考えて差し支えはないだろう。

3. 銀行業への企業価値モデルの適用

DCFモデル、経済付加価値モデルのいずれを適用する場合でも、資本提供者に帰属する収益指標としての「キャッシュフロー」と、割引率としての「株主期待利益率」を定義する必要がある。本章では、銀行業に企業価値モデルを適用する場

合についての考え方を述べる。

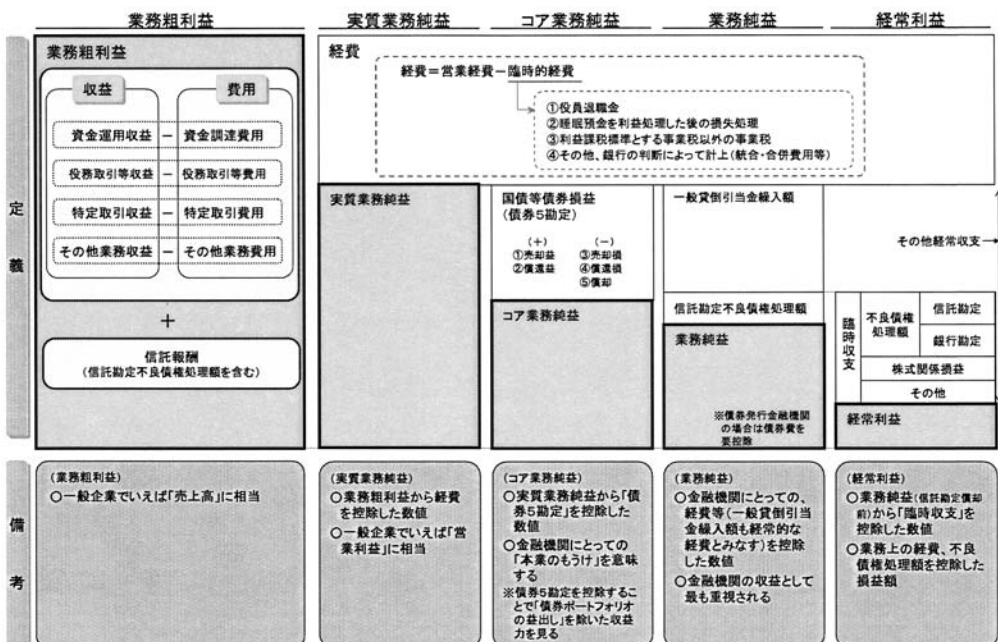
3.1 キャッシュフローの定義

3.1.1 銀行の収益指標

銀行業の損益計算書は、一般企業とは大きく異なる。一般企業の売上高に相当する財務科目はないが、金融機関にとっては「業務粗利益」がこれに相当する。一般企業の営業利益に相当するのが、業務粗利益から営業経費を控除した「実質業務純益」である。ここから一般貸倒引当金繰入額を控除した「業務純益」は、金融機関の収益力を把握する指標として実務的にもよく注目される。ここからその他経常収支⁶⁾を控除すると「経常利益」が得られる。経常利益の位置づけは一般企業と同様である(図2)。

金融機関の収益指標は、ディスクロージャー誌などで開示されている。

図2. 銀行の収益指標



出所) 杉山敏啓・玄場公規(2004)『ペイオフ対策のための金融機関評価と選択』生産性出版。

3.1.2 経営資源の提供者へのキャッシュフローの帰属

金融機関の収益指標について、キャッシュフロー段階別に、経営資源の提供者への帰属状況を見よう(図3)。

金融機関にとって財務会計上の負債であり、資金運用のための仕入れでもある預金等の資金提供者に対しては、資金調達費用によって対価が支払われる。物的資源や人的資源は、営業経費によって対価が支払われる。

金融機関が保有する貸出金や有価証券から生じる損失等は、実質業務純益と経常利益との差額部分によって充当される。

経常利益よりも下については一般企業と同様である。公共セクターに対する法人税が支払われた後の当期純利益が、株式資本提供者に帰属するキャッシュフローとなる。当期純利益から株主資本コストを控除すると、EP(経済付加価値)が算出される。EP黒字が実現されている時、その金融機関は、すべての経営資源提供者に対価を支払い、事業に関する損失等の埋め合わせを自己資

本に頼ることなく期間収益だけで賄い、株主期待水準を達成して、さらにEPを手元に残しているため、企業価値が拡大する望ましい状態にあると考えられる。

3.1.3 収益指標の推移と変動

全国銀行について収益指標の実績を概観しよう(表2)。総資産に対する収益(業務粗利益、実質業務純益、経常利益)の比率を見ると、時系列推移では上昇基調(収益増加)であることが分かる。ただし、収益増加の状況は個別銀行によって異なる。各行の収益指標の年度別標準偏差を見ると、1994年度頃までは安定的であったのに対して、それ以降の標準偏差が急拡大しているのが分かる。これは銀行間の業績格差が急速に広がったことを意味する(図4)⁷⁾。

資本に対する当期純利益の比率で見ると、全国銀行加重平均値の時系列推移の標準偏差が大きく、各行業績の年度別標準偏差も極めて大きい値を示している。

以上より、業務粗利益ベースや実質業務純益

図3. 収益指標と経営資源提供者・リスクの関係

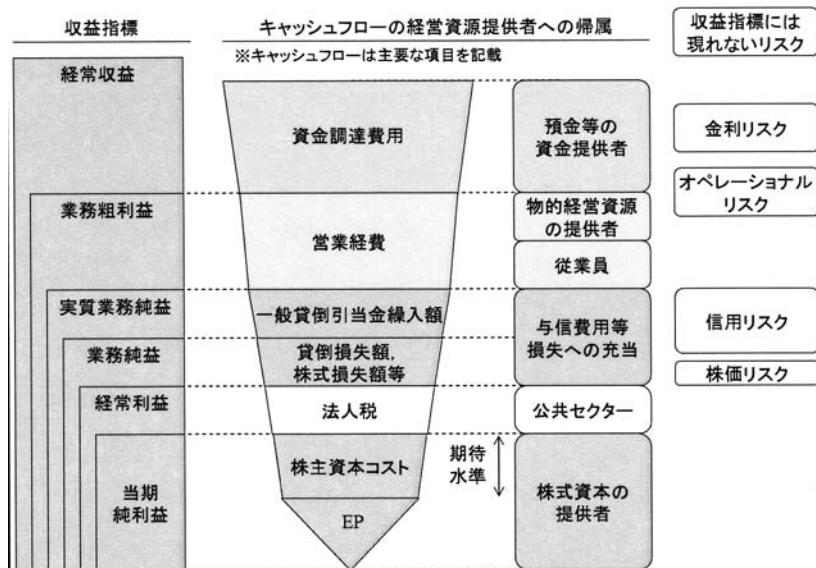


表 2. 銀行業の収益指標の推移と変動

時系列 (1989年度～2005年度)	総資産粗利益率		総資産実質業務純益率		総資産経常利益率			資本当期純利益率		
	期中平均	標準偏差	期中平均	標準偏差	期中平均	標準偏差	黒字率	期中平均	標準偏差	黒字率
年度別 (銀行数)	全銀平均	標準偏差	全銀平均	標準偏差	全銀平均	標準偏差	黒字率	平均	標準偏差	黒字率
2005年度 (128)	1.61%	3.10%	0.76%	1.87%	0.63%	1.94%	93.8%	12.17%	15.86%	93.0%
2004年度 (131)	1.61%	3.36%	0.75%	1.98%	0.26%	2.04%	89.3%	4.31%	13.59%	88.5%
2003年度 (133)	1.63%	4.39%	0.73%	2.80%	0.07%	3.07%	89.5%	-2.88%	46.31%	89.5%
2002年度 (136)	1.63%	5.29%	0.70%	3.35%	-0.64%	3.38%	64.0%	-18.58%	57.32%	63.2%
2001年度 (140)	1.62%	1.16%	0.72%	0.51%	-0.82%	2.44%	56.4%	-14.64%	52.12%	56.4%
2000年度 (141)	1.62%	1.12%	0.70%	0.48%	0.08%	0.78%	71.3%	-1.20%	23.49%	69.9%
1999年度 (147)	1.51%	0.98%	0.55%	0.34%	0.14%	3.17%	85.0%	-0.58%	45.07%	89.0%
1998年度 (146)	1.57%	0.42%	0.63%	0.24%	-1.57%	3.12%	49.3%	-20.92%	96.83%	51.7%
1997年度 (150)	1.56%	0.42%	0.61%	0.24%	-0.79%	2.24%	62.7%	-24.84%	84.83%	65.3%
1996年度 (151)	1.66%	0.50%	0.72%	0.35%	0.00%	0.90%	82.8%	-0.69%	52.80%	86.1%
1995年度 (152)	1.68%	0.46%	0.79%	0.44%	-0.36%	0.65%	78.9%	-13.73%	29.27%	74.3%
1994年度 (152)	1.40%	0.45%	0.49%	0.21%	0.12%	0.27%	94.1%	0.49%	15.05%	94.7%
1993年度 (152)	1.38%	0.39%	0.48%	0.19%	0.18%	0.14%	98.7%	2.50%	1.66%	98.7%
1992年度 (153)	1.36%	0.40%	0.49%	0.18%	0.25%	0.16%	96.7%	2.85%	2.74%	97.4%
1991年度 (155)	1.17%	0.46%	0.35%	0.20%	0.31%	0.16%	98.1%	4.56%	1.70%	98.7%
1990年度 (156)	1.02%	0.46%	0.25%	0.21%	0.36%	0.12%	98.7%	6.19%	2.56%	98.7%
1989年度 (157)	1.13%	0.49%	0.36%	0.21%	0.49%	0.15%	98.7%	8.52%	3.40%	98.7%

年度別 全銀平均：全国銀行各行データの加重平均値。

標準偏差：全国銀行各行データの標準偏差。

黒字率：全国銀行数に占める黒字行の割合。

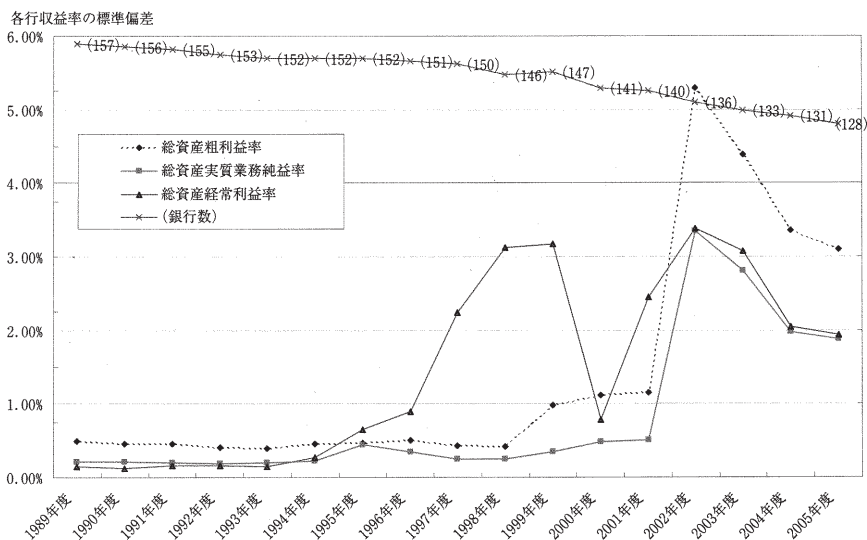
時系列 期中平均：全国銀行加重平均値の期中平均値。

標準偏差：全国銀行加重平均値の期中標準偏差。

黒字率：全国銀行加重平均値の期中における黒字率。

出所) 全国銀行協会「全国銀行財務諸表分析」各年度版。

図 4. 各行収益指数の標準偏差



出所) 全国銀行協会「全国銀行財務諸表分析」各年度版。

ベースの業績は比較的安定しているのに対して、資本に対する当期純利益ベースの業績ではボラティリティが大きいことが確認された。株主資本提供者に帰属すべきキャッシュフロー計数は税引き後の当期純利益であることから、金融機関としては、当該キャッシュフローの水準管理だけではなく、ボラティリティ管理（すなわちリスク管理）も重要であることが改めて浮き彫りとなった。

3.2 リスク管理の必要性

銀行業は元来リスクビジネスである。リスクが顕在化すれば収益は大きく変動し、自己資本が毀損される事態も起こり得る。このため金融機関が株主価値経営を行うためには、その大前提として、リスク管理体制の整備が求められる。

リスク管理とは、全てのリスクを無くすことではない。金融機関のリスク管理は、次に述べる2つの観点から行う必要がある。

第一に、リスクテイク量を自分自身の経営体力、すなわち自己資本の範囲内に収めることが求められる。銀行業は経済社会において決済システムを担っていることから、経営健全性の確保は最重要課題である。それ故に自己資本比率規制が課されているのである。金融機関にとって自己資本とは、いわばリスクに対する緩衝材の役割を持っていることから、緩衝材たる自己資本の充実度を保つことは、リスク管理の最重要テーマである。

第二に、リスクテイク量に見合った収益を獲得することが求められる。すなわち、リスク対比リターンの管理が必要であり、そのためには次に述べるリスク資本配分制度が有効である。

3.2.1 リスク資本配分制度

リスクとは、期待外の事象が生じることによって損失を被り、株式資本を毀損する可能性のことを言う。当初に計画したとおりの最終損益が獲得できる限り、株式資本の毀損は生じない。だが、わが国銀行業の過去の収益推移からも明らかなよ

うに、最終損益のボラティリティは高く、赤字に転落する可能性がつかまとう。

銀行業が安定的に事業を継続するための必要条件は、最終損益が変動して自己資本を毀損したとしても、それでもなお経営継続に足る自己資本を保有することである。そのためには最終損益が最大限のダウンサイドにふれた際にも、自己資本の範囲内で十分に吸収できる必要がある。言い換えると、リスクに見合った資本を確保しておく必要がある。この所要資本のことをリスク資本（あるいは所要リスク資本）と呼ぶ。

自己資本の充実度を守るためには、自己資本のすべてをリスクに晒すのではなく、事業運営のためにリスクに晒す資本と、リスクに晒さない資本とを予め区分けしておく必要がある。実務的には前者をリスク資本、後者をリザーブ資本と呼ぶ。リザーブ資本とは、最大限（99% タイルなど）のダウンサイド・リスクが生じたとしても、毀損されない自己資本領域を指す。

前者のリスク資本は、業務を営む上で必要となる一定のリスクテイクを可能とするための、いわば原資である。リスク資本の投下がなければ、リターンを稼ぐことは出来ないため、必要不可欠な経営資源だと言うことができる。

金融機関がリスクテイク量をリスク資本の範囲内に収めるためには、業務に伴うリスク量を予め計量化した上で、当該業務運営に必要なリスク資本を業務計画段階において見積り、業務別に配分する管理方法が有効である。これをリスク資本配分制度と言う。無論、実際のリスクテイク量を予め配分したリスク資本の範囲内に収めるように、業務運営を行う必要があることは言うまでもない。

3.2.2 キャッシュフローとリスクとの対応関係

前掲した図3を用いて、金融業務に伴うリスクについて、キャッシュフローと対応付けながら整理をしよう。

業務粗利益を生み出す源である銀行勘定の資

産・負債には、金利リスク（銀行勘定の金利リスク）がある。金融機関としてはこのリスク量を計量化した上で、所要リスク資本を配分しておく必要がある。

業務を営む上ではオペレーショナル・リスクが存在する。バーゼルⅡ（基礎的手法、粗利益配分手法）では、同リスクの大きさは業務規模に比例すると考えており、具体的には業務粗利益に一定比率（基礎的手法の場合 15%）を乗じることで、オペレーショナル・リスク相当額の自己資本（所要リスク資本）を要求している。

与信業務に伴う信用リスクは、金融機関にとっては最大のリスク要因である。期中に顕在化した貸倒損失額および予想される平均的な貸倒損失額は、与信費用として実質業務純益から経常利益の間で充当される。期中の期間損益では充当していないが、可能性としてあり得る信用リスクは、**VaR (Value at Risk)** などの尺度によって計量化した上で、所要リスク資本を割り当てておく必要がある。また保有株式にかかる価格リスクの管理も必要である。

3.2.3 リスク対比リターン

リスク資本は、金融機関にとって有限で稀少な経営資源である。このため、リスクが在るところにリスク資本を無尽蔵に配分することはできない。保有するリスク資本の資源制約を鑑みて、効率的にリスクテイクを行う必要がある。

リスクテイクの効率性は、リスク対比リターンによって測定する。この際に有効な測定指標は2つある。1つは、業務を通じて獲得する純利益から、業務運営に必要なリスク資本に要するコスト（株主資本コスト）を控除した **EP (Economic Profit)** である。

$$\text{EP} = \text{純利益} - \text{資本コスト} \\ (\text{リスク資本} \times \text{株主期待利益率})$$

もう1つは、業務を通じて獲得する純利益を、

業務運営に必要なリスク資本で除した **RAROC (Risk Adjusted Return on Capital)** である⁸⁾。

$$\text{RAROC} = \text{純利益} \div \text{リスク資本}$$

簡便な例で説明をすると、100億円の貸出金で税引き後の純利益を年間1億円稼いでいるとした場合、この貸出金のリスクウェイトを100%、所要自己資本比率を8%、株主期待利益率を10%と置くと、当該取引に要する所要リスク資本は、100億円×リスクウェイト1.00×所要自己資本比率0.08＝8億円となる。この取引のリスク対比リターンは、

$$\text{EP} = 1 \text{ 億円} - (8 \text{ 億円} \times 10\%) = 2,000 \text{ 万円} \\ \text{RAROC} = 1 \text{ 億円} \div 8 \text{ 億円} = 12.5\%$$

となる。EPが2,000万円と正值であるため、この取引は、株主資本コストを上回る利益貢献があり、年間2,000万円だけ銀行の企業価値を拡大させているということになる。RAROCが株主期待利益率10%を上回る12.5%であるということは、この取引を行うことの経済合理性が是認されると判断できる。

3.3 株主期待利益率の定義

3.3.1 CAPM 理論

DCFモデルで企業価値の理論値を算出する場合、企業価値DCF法でも株式価値DCF法でも、株主期待利益率（株主資本コスト率）が必要となる。ファイナンス理論の飛躍的な発展と企業実務への浸透により、今日では推計対象企業のリスクプレミアムを反映した株主期待利益率の推計方法として、CAPM（資本資産価格モデル）⁹⁾が広く普及している。

CAPMを応用して株主期待利益率を算出するには、「安全資産収益率」、「市場収益率」、「株価ベータ値」の3要素が必要となる。安全資産収益率は、例えば、国債利回りなどを採用する方法

が考えられる。市場収益率とは、市場ポートフォリオ全体の収益率という定義であり、例えば、TOPIX（もしくはTOPIX連動型上場投資信託）といった市場インデックスの収益率を用いる方法が考えられる。

CAPMでは個別銘柄のベータ値に関する情報は、すべての市場参加者が共有していることが理論上の前提条件となっているため、推計に用いる株価ベータ値は、市場参加者にとってポピュラーな計数を取得するのが適当と考えられる。

3.3.2 上場銀行の株主期待利益率

上場銀行株式について、CAPMの実際を見てみよう(図5)。安全資産収益率には10年物国債利回りを取り、市場収益率にはTOPIXの過去5年間の平均リターンをとった。ベータ値にはBloombergが発表している過去2年の週次データをもとに算出されたTOPIXに対する修正ベータ値を用いた。

安全資産収益率と市場収益率とを結んだ直線を、

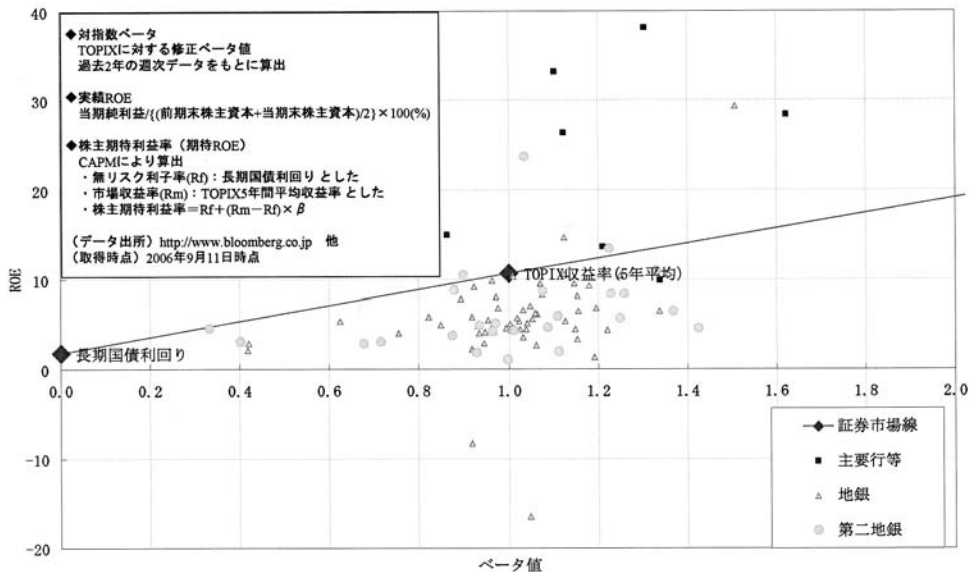
CAPMでは証券市場線(SML; Security Market Line)と呼ぶ。株式市場が効率的である時、個別銘柄の期待収益率は証券市場線の上に並ぶようにプライシングされるのが合理的とされる。つまり、証券市場線上の株主期待利益率は、ベータ値が与えられた時の個別株式銘柄の合理的な株主期待利益率を意味する。

上場銀行株式について、各銘柄の実績ROEを図中にプロットした。株主期待利益率と実績ROEを比較すると、実績ROEは証券市場線よりも下方に位置する銘柄が多いことに気づく。全体の9割弱の上場銀行は、株主が期待するROE水準には到達していないという現状である。

3.3.3 上場銀行のEP

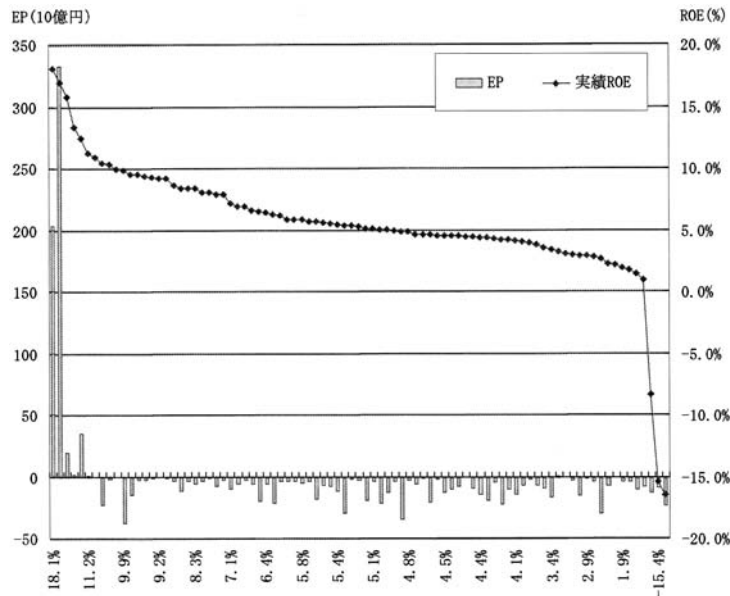
次に上場銀行株式に関して、図5で示した株主期待利益率を用いてEPを算出してみよう。収益実績データは2005年度決算値を用いた。EPは「当期純利益-資本の部合計×株主期待利益率」として算出した。

図5. 上場銀行株式の株主期待利益率



出所) <http://www.bloomberg.co.jp>. 他.

図 6. 上場銀行株式の EP



注) 株主期待利益率の出所は図 5 と同様。財務実績値は 2005 年度決算値。

出所) 全国銀行協会「全国銀行財務諸表分析」2005 年度版, <http://www.bloomberg.co.jp>, 他。

2005 年度決算では、上場銀行の大部分（約 95%）が黒字決算であった。だが算出された EP を見ると、EP 黒字の銀行はわずか 5.5% であり、大部分の銀行の最終損益は、株主期待水準に到達していないという状況である。金融機関の収益力は回復基調にあるとはいえ、その絶対水準はまだ不足していると思われる（図 6）¹⁰⁾。

4. むすび

銀行業が採用する経営管理指標は、量的指標による管理から、リスク対比リターン比率指標による管理へと、もう一段の進化を遂げる必要がある¹¹⁾。その理由として 2 つの潮流変化が指摘できる。

第一には、これまで述べてきた通り、銀行業にとっての経営目標の変化が挙げられる。ボリュームの拡大や表面収益の拡大ではなく、業務を通じた企業価値最大化を経営目標とする場合、リスク対比リターンの管理が不可欠となる。また企業アナリストなどの外部利害関係者が株主資本対比リ

ターンを重視していることも、金融機関の経営目標の変化を促す一大要因となっている。

主要な経営目標が変われば、内部管理に用いる指標 (KPI; Key Performance Indicator) も変えるのが必然である。EP や RAROC の最大化を目指すのであれば、内部管理において業務別のパフォーマンスを測定する指標も EP や RAROC そのものを用いる方が、有効性が高いのは明らかだ。

第二に、金融機関における業務の複雑化と巨大化が指摘できる。金融規制の緩和によって銀行が取り扱うことができる業務範囲は拡大した。収益獲得チャンスが拡大する一方で、リスクプロファイルも複雑化している。またメガバンクに代表されるように、金融機関のグループ化が進展した。上場企業としては 1 つのエンティティであっても、その傘下には複数の金融機関が存在している。

このような状況においてリスク対比リターンの管理を行うためには、エンティティ合計ベースの

管理だけでは不十分であり、機関別・部門別・業務別などでも管理を行う必要がある。

一部大手金融機関においては、部門別の経営管理指標としてEP・RAROCがかなり浸透して来たが、中堅・中小金融機関においては、まだ途上にあると言わざるを得ない。その原因としては第一に、収益管理とリスク管理との分断的な管理が指摘できる。内部の業績管理・評価においては平均ロスを考慮した純利益指標が普及してきたものの、リスク資本配分制度が未導入もしくは未成熟であり、リスク対比リターンへの考慮は依然、不十分である。第二に、そもそも内部の業績管理・評価の体制自体が遅れている点も指摘できる。金融機関によっては本部に業績評価制度が存在しない事例も見受けられる。業績評価制度に使われず、形式的に目標対比実績管理を行っても意味を成さない。

だが、金融機関が企業価値経営を目指すようになると、リスク資本配分制度は必要不可欠なインフラとなる。リスク資本配分制度をベースにEP管理が導入されれば、収益管理とリスク管理とは統合される。

銀行業においては、適切なリスクテイクと、それに応じたリターン確保に資する内部管理体制の整備が望まれる。深刻な自己資本の毀損を回避しつつ、自己資本の充実に資するリターン獲得が行われるような内部管理制度が、各金融機関においてそれぞれ確立されれば、全体では堅牢性の高い銀行システムの構築につながるからである。

(三菱UFJリサーチ & コンサルティング

主任研究員)

注

1) 企業の状態が平常時から危機時に変化すると、ガバナンス主体が内部主導からメインバンク主導に移行するようなコーポレート・ガバナンスのことを、Aoki (1994) では「状態依存型ガバナンス」と呼んでいる。Aoki Masahiko (1994) “The Contingent Governance of Team Production: An

Analysis of Systematic”.

- 2) 例えば、トム・コープランド、ティム・コラー、ジャック・ミュリン (2002) p. 469, トム・コープランド、ティム・コラー、ジャック・ミュリン (1993) によると、企業価値 DCF 法はエンタープライズ DCF 法あるいはエンティティ・アプローチ、株式価値 DCF 法はエクイティ DCF 法あるいはエクイティ・アプローチと呼んでいる。
- 3) EP は EVA (Economic Value Added) と呼ばれることもある。EVA, MVA はスターン・スチュワート社の登録商標である。
- 4) 通常、資本コストと言った場合は率を指すが、ここでは率、額の区分を明らかにする目的で、敢えて資本コスト率、資本コスト額と表記する。
- 5) バーゼル II は、銀行が保有するリスクに対して保有すべき最低所要自己資本を求める「第一の柱」、最低所要自己資本規制だけでは把握しきれないリスクの評価等について監督当局が検証を行う「第二の柱」、情報開示によって市場から評価を受けることで市場規律を促す「第三の柱」の三本柱から成り立っている。
- 6) その他経常収支の内容としては与信関係費用（貸倒引当金繰入額、貸出金償却）、株式関係損益、信託関係損益、その他の経常損益が含まれるが、金額としては与信関係費用が大きい。
- 7) 業界再編（合併等）によって収益率のブレが一時的に拡大したという背景もある。
- 8) RAROC は 1970 年代に米国バンカース・トラストが提唱した収益管理指標であり、今日では邦銀でも普及している。リスク調整後利益（もしくは税引き後のリスク調整後利益）をリスク資本で除した指標で、リスク資本配分の効率性を測定することができる。
- 9) CAPM (Capital Asset Pricing Model) とはウィリアム・シャープ、ジョン・リントナー、ジャン・モッシンによって発表されたモデルで、邦語では資本資産価格モデルと呼ぶ。投資家は分散投資では低減できないリスクに対しては「ベータ値×市場全体のリスクプレミアム」を要求するため、個別株

式の期待収益率は、安全資産収益率に当該株式のリスクプレミアムを加えた数値に均衡するという理論である。ベータ値は、市場インデックスの値動きに対する個別銘柄の値動きの割合であり、「個別銘柄のベータ値＝個別銘柄と市場インデックスの共分散÷市場インデックスの分散」として定義される。CAPMが成立するためには、主として次の前提条件が置かれる。①完全競争市場、②全投資家が同一保有期間を想定、③安全資産収益率で自由に資金の貸し借りが可能、④税金や取引費用を考えない、⑤全投資家が合理的な投資行動をとる、⑥全投資家が同質の期待を持つ。

- 10) 2005年度決算では、過去に引き当てた一般貸倒引当金の戻り益が発生した銀行があり、そこではEPが大きく出ている。戻り益は一過性の収益であり、金融機関収益の実力を示しているとは考えにくい点には注意が必要である。
- 11) 金融庁(2006)『主要行等向けの総合的な監督指針』では、量的指標の例として「リスク調整後収益(業務純益－予想損失)(RAR, RACAR)が挙げられており、比率指標の例として「リスク調整後資本利益率(リスク調整後収益／リスク資本)(RAROC)が挙げられている。

参考文献

- 井手正介・高橋文郎(2006)『経営財務入門(第3版)』日本経済新聞社。
- 池尾和人(2003)『銀行はなぜ変わらないのか 日本経済の隘路』中央公論新社。
- 川本裕子(2000)『銀行収益革命』東洋経済新報社。
- 白鳥哲哉・大山剛(2001)「近年における邦銀の収益低迷の背景と今後の課題」『金融研究』。
- 杉山敏啓(2002)『銀行の次世代経営管理システム』金融財政事情研究会。
- (2006a)「銀行の適正収益水準に関する考察」『国際金融』。
- (2006b)「わが国銀行部門のオーバーバンキング問題に関する考察」『国際金融』。
- ツヴィ・ボディ, アレックス・ケイン, アラン・J・マーカス(2003)『証券投資』東洋経済新報社。
- トム・コーブランド, ティム・コラー, ジャック・ミュリン(1993)『企業評価と戦略経営』日本経済新聞社。
- (2002)『企業価値評価』ダイヤモンド社。
- Takeo Hoshi and Anil Kashyap(2001) *Corporate Financing and Governance in Japan*, The MIT Press.