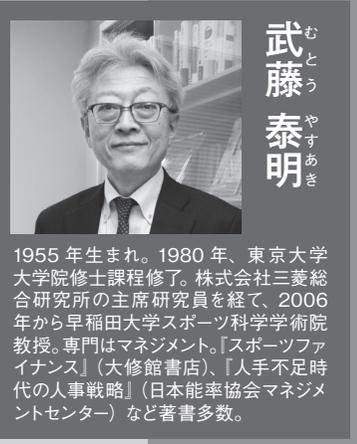




# 武藤泰明の 経営者目線で読む 景気動向

連載  
第111回

## 地銀の回復シナリオ



むとう やすあき  
武藤 泰明

1955年生まれ。1980年、東京大学大学院修士課程修了。株式会社三菱総合研究所の主席研究員を経て、2006年から早稲田大学スポーツ科学学術院教授。専門はマネジメント。「スポーツファイナンス」(大修館書店)、『人手不足時代の人事戦略』(日本能率協会マネジメントセンター)など著書多数。

労働市場のトレンド  
未来予測の羅針盤!

私がこの連載で「地銀は大丈夫か」というタイトルで分析をお示ししたのが2019年3月号である。結論は、いろいろな言われている割に地銀は堅調だということであった。そして5年が過ぎたのだが、その間、2020年から新型コロナウイルスが始まり、ゼロ金利も続き、言うなれば「いつも逆風」の5年間だったはずである。そして現在の問題の一つがPBR(株価純資産倍率)が低いことである。

PBRは式を示すと

株式時価総額 ÷ 純資産額

である。単位は「倍」である。つまり、その会社の現在の価値(期待されている今後の価値と言ってもよい)である株式時価総額を、投資家の持ち分である純資産額で割る。これが1倍を下回るとすると、会社は集めたお金(純資産)を有効に使えていないことになる。それなら投資をやめて投資資産を換金する(返金してもらう)ほうが持ち続けるより合理的だということになる。

実際には上場会社を解散するわけにも行かないので、PBRが1倍未満の上場会社が市場に残り続ける。昨年3月の時点で、東証プライム・スタンダードに上場している約3300の会社(銘柄)の中で、PBR1倍未満は約1800社であった。過半数、つまりPBR1倍未満は当たり前前の、驚くような状態ではないということだ。しかし東証は日本の証券取引市場の競争力を高めるために、1倍未満の企業に対して株価対策を求めた。

その後日本の株価が上昇したこともあって、「1倍未満」の企業の割合は2分の1を下回ったようである。市場関係者はさすがにしたたかで、PBRを割安株を見つけるための指標と位置づけた。1倍未満はダメ、ではなくて、今後上がるというサインだとみなしたのである。PER(株価収益率)と同じように使われ始めたと言つてよい。

○ほとんどの銀行のPBRは1倍未満

ところで、PBRをめぐるこのような動きの、完全に「蚊帳の外」にいるのが銀行である。東証に上場している会社をPBRが低い順に並べると、ワースト10社のうち8社が銀行(持株会社を含む。以下同様)である。下から11位、20位の中でも5社が銀行である。

ではPBRの高い銀行はないのか。上位10行を表1に掲げた(念のために、コンコルディアの主力は横浜銀行である)。住信SBI銀行とセブン銀行が上位なのだが、この2行は普通の銀行ではない。これを除くと、1位は三菱UFJ、2位が千葉銀行で、この2行だけがPBRが1倍以上だが、三菱UFJはこの1年で株価が84%上昇している。千葉銀行は55%である。つまり、この2行は1年前にはPBRが1倍を大きく下回っていた。他の銀行はもっと低かったはずである。念のため

に東証に上場している全銀行(75社)のPBRを見ると(表2)、0.4未満が37行でほぼ半数である。株価上昇のおかげで、これでも少なめの数字になっている。

ではなぜ、こんなにもPBRが低いのか。理由がある。

第一に、銀行には自己資本比率規制がある。詳しい説明は略すが、一般の事業会社の自己資本比率とは違う概念である。銀行は経営の安定のために多くの自己資本が必須なので、PBRの分母(純資産)を小さくすることが難しい。

第二に、日本はゼロ金利が続いた。ようやく解除されたものの、依然金利が低い。ということは、利鞘が小さいということである。だから昔ながらの銀行業は利益が出ない。株価が上がる理由がないということだ。

そして第三に、日本の銀行、とくに地銀は目立たない。事業の海外比率の高い会社は、

海外で、あるいは英語等でのブランディングができている。トヨタはTOYOTAで通じる。なぜこれが大事なのかと言うと、東証の株式について、保有総額の3割強が外国人、売買高だとこれが7、8割になる。おそらくそれゆえに、旭硝子はAGCになり、日本電産は企業統合に伴い社名をNIDECにした。日本人から見るといかにもわかりにくいのだが、どちらもBtoBの会社なので消費者を気にする必要がない。前述したコンコルディアは国内ビジネスでは傘下の横浜銀行のブランドを使う。投資家から見ただけコンコルディアなのである。

○持株会社方式でグループ再編を

さてではどうすればよいか。右のうち、第一の自己資本比率はこの産業の宿命なので、受け入れるしかない。第二の利鞘は金利次第である。そして、「金利のある世界」には一応あったものの、「まともな金利のある世界」は、まるで逃げ水のように遠のいている。

意外に思われるかもしれないが、私は第三の方法がよいのではないかと考えている。少し説明すると、つぎのようになる。

- ・金融持株会社方式を採用する
- ・これまでの銀行とその

子会社を並列に並べる

- ・銀行どうしの統合は必須ではない(地銀単独で持株会社に移行する)
- ・可能であれば、持株会社は外国人投資家からみてわかりやすい社名にする
- ・国内と海外のブランディングを別々に考える

1997年に独占禁止法が改正され、金融機関も事業会社も、純粹持株会社を設立・移行することができるようになった。法改正直後には、合併代替型、つまり合併せずに旧会社を残して統合するというのが、とくに事業会社では多かったように思われる。ここで気づいておきたいことは、いわゆるメガバンクの場合、持株会社による統合とあわせて、銀行が一つになっているという点である。たとえば第一勧銀、富士銀、日本興銀は一つの「みずほ」になった。金融業は合併代替型ではなかったのである。

そして事業会社も次第に純粹持株会社をさまざまな目的で活用するようになった。企業統合やM&Aで活用する例がやはり多いと思うが、たとえばキリンホールディングスは従来の親会社のキリンビールと子会社のキリンビバレッジを傘下に並列して置いている。アサヒもほぼ同様だと言つてよい。そしてこの形態にして、M&Aを積極化している。つまりグループ再編とM&Aを同時に行っているのである。地銀も他行との合併や統合より前に、持株会社方式への移行を検討する時期が来ているように思う。

## 武藤泰明の 経営者目線で読む 景気動向

労働市場のトレンド  
未来予測の羅針盤!

表1 PBR上位10行

|          |      |
|----------|------|
| 住信SBI銀行  | 2.72 |
| セブン銀行    | 1.32 |
| 三菱UFJ    | 1.11 |
| 千葉銀行     | 1.02 |
| りそな      | 0.91 |
| 三井住友FG   | 0.91 |
| ふくおかHD   | 0.88 |
| コンコルディア  | 0.85 |
| 三井住友トラスト | 0.84 |
| みずほFG    | 0.83 |

注：2024年4月26日の株価による。

表2 東証上場銀行のPBR水準

| PBR   | 行数 | 累積 |
|-------|----|----|
| 0.2未満 | 3  | 3  |
| 0.3未満 | 17 | 20 |
| 0.4未満 | 17 | 37 |
| 0.5未満 | 14 | 51 |
| 0.6未満 | 6  | 57 |
| 0.7未満 | 5  | 62 |
| 0.8未満 | 4  | 66 |
| 0.9未満 | 5  | 71 |
| 1.0未満 | 2  | 73 |
| 1.0以上 | 2  | 75 |

注1：2024年4月26日の株価による。

注2：住信SBI銀行とセブン銀行を除いている。