

(『週刊金融財政事情』2019年12月2日号)

**国内基準の自己資本比率に「有価証券評価損」算入を再開せよ
～インカム重視の有価証券運用で地域金融機関の健全性に懸念～**

和キャピタル
専務 伊藤 彰一

2019年9月期から「投資信託解約損益を除くコア業務純益」の開示が義務付けられる。これを受けて、地域金融機関ではますます利息配当金、つまりインカムを重視した有価証券運用が志向される可能性がある。こうしたインカム運用は評価損益を軽視した運用につながりやすく、結果的に元本を下回る投資になりかねない。有価証券評価損を意識した有価証券管理を促すためにも、自己資本比率算定における有価証券評価損の算入を再開すべきである。

投資信託解約損益をコア業純から除く意味

これまで投資信託解約損益は有価証券利息配当金の内数となっていたが、この中間期から、それを除いてコア業務純益を開示することが義務付けられる。投資信託解約損益は本質的には投資信託売却損益と変わらない。だが、現在の会計制度では投資信託売却損益は債券等売却損益に計上し、投資信託解約損益は有価証券利息配当金に計上される。そのため投資信託解約損益は、地域金融機関が経営上重視するコア業務純益をなす重要な収益の一つとなっていた。

マイナス金利政策が長期化するなか、地域金融機関の有価証券の大部分を占める債券投資からの利息収入は減少し続けている。地域金融機関はその減少分を補うべく、投資信託解約益を計上することで有価証券利息配当金の絶対額を確保してきた面がある。見方によっては、投資信託解約益で有価証券利息配当金をかさ上げしていたととらえられなくもない。

今回の開示制度改正では、コア業務純益だけではなく、「投資信託解約損益を除くコア業務純益」も開示しなければならない。となると、「投資信託解約損益を除くコア業務純益」のほうが地域金融機関の本業収益力を測る指標として重視される可能性が高まる。そのため、投資信託解約損益の経営上の意味合いが変わり、今後の有価証券運用方針も影響を受ける可能性が高い。

インカム運用が活発化する可能性

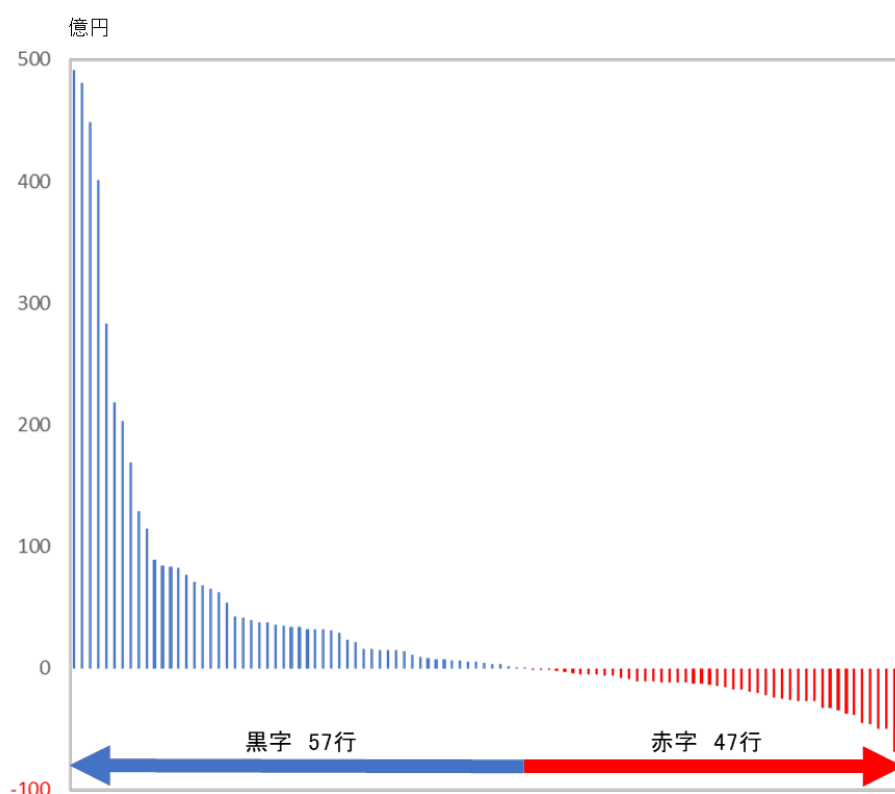
そもそも地域金融機関は、元本を保証しなければならない預金を運用している。そのため、

運用対象となる有価証券は元本割れのリスクの低い低リスク資産であるべきである。しかし、長期化する低金利・マイナス金利政策のもと、グローバルに見ても低リスクで利息が見込める運用資産は皆無に近くなった。

有価証券運用は地域金融機関にとって必ずしも本業ではないという考え方に立てば、無理して運用しないという方針が取られてもおかしくはない。新規投資はほどほどにして、有価証券残高や有価証券利息配当金は成り行きで減少してもやむをえないとする考え方である。

だが現実には、このような考え方を取りうる地域金融機関は少ないだろう。経営者としては、少なくとも前年度並みの収益は期待したくなる。上場地銀には収益プレッシャーがあるし、非上場であっても赤字にするわけにはいかない。ましてや、預貸業務や役務業務といった本業が赤字の金融機関（図表1）となると、有価証券運用で稼がないわけにはいかない。

図表1 地方銀行(104行)の2019年3月期本業利益



(注) 本業利益= 貸出金平残×(貸出金利回-預金等利回)+ 役務取引利益- 営業経費
(出所) 全国銀行協会

そうした背景のもと、投資信託解約益を除きつつ期初に計画したコア業務純益を確保しようとする、昨年度までの投資信託解約益相当分の利息配当金を得ようとする運用が強まる可能性がある。こうしたインカム運用（注）においては、国内債券だと20年国債や30

年国債などの超長期債券、高配当株式、リート、海外の貸出債権などを原資産とする投資信託や証券化商品などが対象となろう。ただ、いずれも従来の地域金融機関の投資の中心をなしていた短中期国内債券と比べると、そのリスクは極めて大きいものとなる。

環境変化で難しくなるインカム運用

なぜインカム運用でリスクが高まるのか。例えば10年前の10年物国債の金利は1.3%だった。当時100億円を投資したら、今年まで毎年1.3億円の利息収入が入ってきたことになる。翻って、19年9月末時点の10年物金利はマイナス0.2%である。利息が見込めるものといえば、20年物国債が0.2%とプラスだが、それで年間1.3億円の利息収入を得ようとするれば650億円も投資しなければならない。

仮に10年金利が1%上昇すると、10年物国債の価格は約10%弱下落する。100億円投資していれば10億円弱の評価損となる。一方でその場合、20年物国債は価格が20%弱下落する可能性があり、650億円投資していれば、130億円弱の評価損となるリスクを内包することになる。

最近、地域金融機関で注目されつつある高配当株式も、配当利回りだけで投資してしまうと、評価損を抱え込むことになりかねない。配当利回り3%の高配当株式に10億円投資すれば年間3,000万円の配当が期待できるが、株式はあくまで株式であり、そのリスク、つまり標準偏差は年率15~20%程度となろう。10億円の投資に対して年間で1.5億~2億円の評価損となる可能性は十分ある。

配当利回りは、配当総額を時価総額で除して計算される。株式市場が、将来その企業の収益力が落ちると評価し、株価（時価総額）が下落すると配当利回りは高くなる。そのとおりに収益力が落ちれば将来減配になる可能性もあるし、株価がさらに下落して評価損がふくらむリスクは高まる。毎年3,000万円の配当を取れたとしても、5年後の評価損が2億円であれば、トータル5,000万円の元本未回収の状況となる。万一その企業が破綻すれば当然、元本は回収できない。安く買って高く売ることが目的に投資するならば別だが、配当取りを目的にしたバイ&ホールド運用は投資としてかなり問題がある。

いわゆるCLO（Collateralized Loan Obligation）に代表される海外企業への貸出債権等を裏付資産とする証券化商品や投資信託も、複数先に分散されているとはいえ、回収不能に陥る信用リスクをはらむ。米国では公聴会が開かれるなど問題視されつつあるが、海外景気の悪化や金利上昇によって回収不能案件が出てくる懸念はぬぐいきれない。

こうしてみると、短中期国内債券を中心とする低リスク資産でインカム運用をしていた10年前と、低リスク資産以外でインカム運用しなければならない今日では、そのリスク量が大きく異なる。インカムが入るからといって潜在的にリスクの高い資産で運用することは、元本保証の預金の運用先としては原則ふさわしくはない。

危うい評価損の軽視

基本的に有価証券は、グローバル経済や主要国金融政策などのマクロ経済動向と、債券や株式の発行体である企業等の信用力に応じて価格が変動する（図表2）。しかし、インカム運用は、その価格変動を二の次にして、有価証券を保有し続けようとする誘因が働きやすい。その最大の理由は、売却すると、計画した利息収入が今後入ってこなくなるからである。かくして、評価損には目をつぶってでも予定する利息配当金を得しようとする判断がなされ、ひどい場合には、身動きが取れないほどの評価損を抱え込んでしまうのである。

図表2 有価証券の2つの種類

価格変動リスクのみの有価証券	価格変動リスク+信用リスクの有価証券
金利や株式指数の動き次第で価格が上昇したり下落したりする有価証券。下がることがあれば、上がることもある。原則、投資対象の倒産など信用度に基づく価格変動はない。	金利や株式指数の動きに加え、投資対象の収益力等の信用度に応じて価格が決まる有価証券。信用度の低下で価格が下落すると回収懸念は高まる。
<ul style="list-style-type: none">・国債(先進国)・政府保証債(先進国)・株式指数(ETF・投信)・リート指数(ETF・投信)・上記のみの投資信託・金融商品	<ul style="list-style-type: none">・社債(個別銘柄)・転換社債・株式(個別銘柄)・投資信託(個別銘柄組入重視のもの)・私募リート・信用リスクを内包する投信や信託・仕組債(CLO等)

(出所) 和キャピタル作成

昨年末から今年初頭にかけて、米国金利が上昇する中で米国債券の評価損の拡大に耐え切れなくなり、売却損を計上する金融機関が少なくなかった。昨年末までFOMCは金利を段階的に引き上げる金融政策を取っていたことから、米国の金利上昇はある程度予知できた。一方で、米中貿易戦争に代表される経済下振れリスクも顕著になっていたことから、FOMCが金利引上げ政策を転換し、金利が下がる可能性も十分想定できた。金利上昇過程の評価損がもっと小さい段階で売却しておけば、ずっと少ない売却損で済んだであろうし、金利が反転しそうな局面で再投資しておけば、将来の高い利息収入を享受できたはずである。

運用の基本は、買うべきときに買い、売るべきときに売るというシンプルな投資行動をいかに実践できるかである。利息配当金というインカム確保を重視するあまり、売るべきときに買い、買うべきときに売ってはいは、単年度では収益を計上できたとしても、長期で見れば元本割れとなる投資につながりかねない。

経営健全性で重要なのは期間収益よりも自己資本

インカムを重視して一度投資したら保有し続けるバイ&ホールド運用は、地域金融機関では今に始まったわけではない。むしろ地域金融機関の運用の主流をなしてきた伝統的な運用手法といえる。短中期国債などの低リスク資産で利息収入が得られていた時代では、期間収益が計画でき、かつ評価損になるリスクも低い安全な運用手法であったといえる。しかし、時代は変わってしまっている。

そもそも低リスク資産には金利がつかない金融環境下において、それでも利息や配当が見込める運用資産は高リスク資産であるとの認識を強く持つ必要がある。要するに、以前のようなローリスク・ローリターン&ハイリスク・ハイリターンではなく、今やローリスク・ノーリターン&ハイリスク・ローリターンという考え方をすべき時代になっているということだ。投資信託解約損益を含めずに前年度並みの有価証券利息配当金を得ようとする、かなり高いリスクを取らなければならない。ましてや、本業利益が赤字の地域金融機関などにおいて、収益計画の水準を落とすことができず利息配当金というコア業務純益の確保を重視する一方で、評価損は二の次にする運用が蔓延すると、結果的に、金融システム全体にとって潜在的なリスクを増大させることにつながりかねない。

金融機関の経営健全性や金融システムの安定性を確保するために重要なことは、各金融機関の期間収益よりも、最終的な自己資本の充実度である。言い換えれば、利息配当金などからなるコア業務純益よりも、評価損益を勘案した自己資本が棄損しないかどうかのほうที่สำคัญなのである。

自己資本比率の算定方法にもメスを

08年にリーマンショックが起こるまでは、国内基準行であっても、有価証券評価損は自己資本から控除して自己資本比率を算出しなければならなかった。つまり、有価証券評価損の状態に陥ると、そのぶん自己資本比率が低くなったのである。

その後、リーマンショックが起こり、そのあおりで地域金融機関の有価証券評価損がふくらみかねない懸念が高まった。これを受け、自己資本比率の低下回避を目的に地域への貸し渋りや貸し剥がしにつながらないよう、時限的な措置として、自己資本比率の算定において有価証券評価損を自己資本から控除しなくてもよい弾力化措置が講じられたと認識している。この弾力化措置は2度延長され、国内基準行（すなわち大部分の地域金融機関）では、現在も自己資本比率を算定する際に有価証券評価損は自己資本から控除しなくてもよいことになっている。

しかし、利息配当金の獲得を通じたコア業務純益の確保を重視した有価証券運用が、評価損の発生を軽視したり、金融システム全体の潜在的なリスクを増大させたりしかねない今

日においては、弾力化措置について再検討すべき時期に来ている。自己資本比率算定における有価証券評価損の反映を復活させれば、地域金融機関の経営者に対し有価証券評価損について問題意識を持つための強い誘因になりえよう。無理して期間収益を確保するよりも、将来大きく自己資本を棄損するリスクを抑制することのほうが、地域金融機関の経営健全性の確保、ひいては金融システム全体の安定性の確保を図るうえでは重要である。

(注) 本稿では、計画した有価証券利息配当金を獲得すべく、利息または配当取りに重きを置いた有価証券運用を行うことを「インカム運用」と定義する。

伊藤 彰一 (いとう しょういち)

福岡県出身。90年早稲田大学大学院商学研究科修士課程修了(商学修士)。同年三菱総合研究所に入所、金融機関向け経営コンサルティング業務などに従事。07年スパークス入社、地銀関連業務などに従事。16年和キャピタルを共同創業、専務取締役(現職)。