

池尾 和人（慶應義塾大学経済学部）

株式は、企業所得の受け取りに関する特定の権利を与えるもの（利潤証券）である（キャッシュ・フローにかかわる側面）とともに、その企業の経営に対する参加の権利を与えるもの（支配証券）でもある（コントロールにかかわる側面）。[p.4]

の側面を捨象して、の側面だけで考えると、株式は、リスクのある金融商品の one of them に過ぎないから、銀行の健全性維持という観点からは、当然にポートフォリオ・アプローチによるリスク量の測定という自己資本比率規制の国際的な見直しの潮流にそくした対応がとられるべきである。[pp.2-3]

ただし、統合リスク管理体制が十全に確立しているとは言い難い状況では、資産カテゴリーごとにリスク量の計算を求め、その後ポートフォリオの分散度の分を調整するという2段階的なアプローチが現実的だと考えられる。

逆にいうと、株式だけを特別に取り上げて論じる必要があるとすれば、の側面が問題となっている場合である。確かに日本の企業統治の再構築が求められているといえるとしても、株式の持ち合いを制限すれば片が付くといえるほど、企業統治の再構築は簡単な問題ではない。[pp.4-5]

また、この観点からの銀行の株式保有制限であれば、investment 目的の保有ではなく、control 目的の保有に限られるべきであろう。5%ルール。

#### 【付】

銀行の株式保有が pro-cyclical（景気変動を増幅するよう）な効果を有しているという議論があるが、これは、正確には、株式保有額に比して銀行の自己資本ベースが過小であることから生じる効果である。したがって、このような効果を除去するためには、銀行の自己資本額を一定とすれば、株式保有額を削減することは1つの方策であるが、唯一の方策ではない。次のような方策も考えられる。

1. 株式保有額はそのままで、貸出残高を大幅に削減し、今後景気後退局面を迎えてもそれ以上削減する必要のない水準に削減する。構造問題として考えるならば、GDP 比率等からみて、銀行の株式保有以上に、貸出残高は国際比較上過大である。
2. 資産の方はそのまま銀行が増資を行い、自己資本を増額する。なぜ、増資ができないのか。資本収益率の観点からみると、日本の銀行は、過少ではなく、過剰資本なのではないか。

以上のように考えていくと、この種の議論には、現在の貸出残高規模は維持されるべきだという暗黙の前提が存在するとみられるが、これは正しい前提か。

## 12. 銀行規制（下）

### 健全性確保の条件

金融機関の支払い能力の大きさ（債務超過に陥らない確率）を  $S$  とすると、

$$S = S\left(\frac{\sigma}{1+\mu}, k\right)$$

と書くことができる。ただし、 $\mu$  と  $\sigma$  は、それぞれ当該の金融機関の資産ポートフォリオ全体の期待収益率とその標準偏差であり、 $k$  は自己資本比率である。

右辺の第 1 argument の効果は負で、第 2 argument の効果は正である。

かつては、規制当局が金融機関の資産選択行動に直接に働きかけ、健全性確保を図ってきた。金融機関のアセット・アロケーションを規制当局が control できた（？）状況。 自己資本比率規制は、あまり重視されていなかった。

### 自己資本規制の重点化

1980 年代になって、銀行業の変容が進行し、銀行活動の高度化・複雑化が生じた（主として欧米での話）。 リスクの評価・負担・加工の業としての金融業

規制当局と金融機関間の情報の非対称性（前者の方が情報劣位）が拡大し、規制当局が金融機関の資産選択をコントロールしようとする、著しい非効率につながりかねなくなった。 規制手法の転換

資産選択そのものに関しては、金融機関自身の経営判断に委ねる代わりに、リスクに見合った自己資本の保有を求める。逆に、リスク負担に見合った自己資本を十分に保有していれば、自己責任で資産選択をしてもよいという考え方。

英国・米国における銀行規制の流れ バゼル合意（1998 年）による BIS（国際決済銀行）自己資本比率規制の導入。金融機関のアセット・アロケーションを規制当局は control できないが、一応 monitor はできる（？）状況。

信用リスクの大きさの測定は、アセット・スペシフィック・アプローチによる。

### 自己資本規制の見直し

1990 年代に銀行活動の高度化・複雑化は、一層進んだ。金融機関のアセット・アロケーションを規制当局は control できないし、monitor もできない状況。

1998 年から、BIS 自己資本比率規制は、市場リスクを考慮したものに改訂された。そ

して、市場リスクの測定方式には、2つの選択肢が認められるようになった。

1. 標準アプローチ（リスク管理体制の整備が遅れた銀行）
2. 内部モデル・アプローチ（リスク管理体制の整備が進んだ銀行）

後者は、個々の銀行のリスク管理システムを尊重する（二重投資を回避する）ものである。ただし、規制当局は、銀行の管理モデルの妥当性を事前に確認し（試算してみる）そのモデルを実際に運用しているかどうかを監視し、事後的な結果をテストする。これらにパスしなければ、内部モデル・アプローチの採用は認められない。

今後は、信用リスクの測定に関しても、同様の方向での見直しが実施されていく見通しとなっている。ポートフォリオ・アプローチによる信用リスク量の測定。

1999年6月 第1次市中協議文書の発表（コメント期限は、2000年3月末）。  
2001年初め 第2次市中協議文書公表の予定。

#### リスク計測の精緻化

1. 標準的手法適用
  2. 内部格付け方式適用
- （信用リスクに関して内部モデルの全面的な採用は見送られる見込み。）

銀行自身による自己資本戦略の策定 当局によるレビュー  
アセット・アロケーションの状態の monitor は困難であるので、金融機関自身のリスク（内部）管理体制が適切かどうかを monitor する（当局管理型から自己管理型へ）。

自己資本充実度に関する開示の充実 市場規律  
ただし、資本利用効率（ROE）の観点からは、自己資本は多ければ多いほどよいというわけではない。

#### 早期是正措置

問題先送りのコストの大きさを反省し、導入が図られる。

規制当局を規律付け、問題銀行の早期発見・早期隔離を実現する 早期是正措置（自己資本比率規制と銀行閉鎖政策の関連付け）。

## 日本の企業システム 9. 株式の持ち合い

1980年代のはじめまでの日本の企業財務の基本的特徴としては、外部負債（とりわけ銀行借入）依存度の高さと株式の相互持ち合いの2点があげられる。銀行借入依存度の高さの基礎には、いわゆるメイン・バンク制があったとされる。これらの特徴は、日本企業の経営スタイルを財務面から支持するものであったと考えられる。

株式の持ち合い=企業（銀行を含む）どおしが、「政策的な」目的で、互いの発行している株式の一部を保有しあうという現象。

「政策的な」目的=取引関係の維持・強化      純粹の投資目的

### 株式の持ち合いと株価

株式は、企業所得の受け取りに関する特定の権利を与えるもの（利潤証券）である（キャッシュ・フローにかかわる側面）とともに、その企業の経営に対する参加の権利を与えるもの（支配証券）でもある（コントロールにかかわる側面）。

まず、の側面は捨象し、の面だけから株式持ち合いの効果を検討してみる。

企業部門内部での持ち合いをいかに行おうとも、企業部門を総計したときのキャッシュ・フローは増減しない。それゆえ、株式の取引が等価交換である限り、（株価は、企業のファンダメンタル価値を反映して決まることを前提にすれば）株価には変化は生じないはずである。ただし、株式数の増加により、株価総額は見かけ上増加する。資本の水増し効果。その反面、他の条件が一定であれば、ROEは低下する。

したがって、現在の株価がファンダメンタルを反映したものであれば、持ち合いの解消によっても株価の低下は生じないはずである（持ち合い株の売却で得た資金で、自社株を買い戻すことを互いに行うケースを考えれば良い）。

### 経営支配権の希薄化

の側面では、株式の持ち合いは、株主の経営支配権を希薄化する効果がある。

この面からみると、株式持ち合いは株主の側からの経営への干渉を封じるための制度的配置であると解釈できる。経営者支配の相互承認は、安定株主ゲームのナッシュ均衡解の1つになる。

メリット：経営者・従業員の側の努力や企業特種的な熟練の蓄積にかかわるインセンティブを高める。これらは、立証可能性をもたない要素であり、公式の契約の対象とはなし得ない。

現代の企業の stakeholder は、出資者（株主）のみに限られるものではなく、従業員も

その資格をもつと考えられる。むしろ、短期的な値上がり益を期待して株式を偶々保有しているに過ぎない投資家は、真の stakeholder といえるのか。

デメリット：経営者・従業員側のモラル・ハザード的行動を助長する。株主のチェックが働かない。

メリットの方が大きければ、株式の持ち合いは株価を高めるといえる（逆は、逆）。

### 日本のコーポレート・ガバナンス

敵対的企業買収 (hostile take-over) による利益の源泉としては、経営の効率化と従業員余剰の収奪の2つが少なくとも考えられる。を目的としたTOBはいわば良いTOBであるのに対して、を目的としたTOBはいわば悪いTOBである。

敵対的企業買収は常に良いこととは限らず、米国でも経営者支配の安定性を認める動きがみられる (Poison Pills等の合法化)。

株式の持ち合いは、悪いTOBのみならず、良いTOBも排除してしまう。良いTOBに代る補完的な装置が必要。

かつては、メイン・バンク制 (あるいは、借金の規律) がそうした補完的装置として機能していた可能性がある。しかし、企業の外部負債への依存度が低下するに伴って、メイン・バンクの企業経営に対する影響力が大幅に低下しており、メイン・バンクが十分な経営監視機能を発揮できなくなってきたとみられる。

この結果、有効な監視が働かないことによる企業経営の非効率化が現実の問題として深刻化しており、メイン・バンク制に代わるような企業経営のチェック・メカニズムをいかに再構築するかに関心が集まっている。これが、日本企業のcorporate governance (企業統治) と呼ばれる問題の核心である。

チェック・メカニズムの再構築のためには、予想されるキャッシュ・フローに基づいて企業証券を適正に価格づけるような資本市場の確立が不可欠であろう。「株式買上げ機構」の設立のような話が、このことに有益なのか？

また、企業も、ストック・オプションを活用したり、社外取締役制度の本格的な導入等を検討すべきであろう。