

自己資本比率規制強化議論に立ち向かう視点 (注1)

西村あさひ法律事務所 弁護士 谷澤 満

目 次

1. 自己資本の質に関する国際合意
2. 日本の規制環境
3. 日本の金融機関への影響
4. 規制強化への対応策
5. 質疑応答

谷澤 満 (たにざわ みつる) 西村あさひ法律事務所 弁護士



【略歴】

1999年東大法、-2008年コロンビア・ロー卒 (LL.M.) フルブライト奨学金。
2000年西村総合法律事務所入所、2003年-2005年金融庁総務企画局国際課専門官兼
監督局総務課バーゼルII推進室室長補佐-バーゼル委証券化WG-国内規制 (内部
格付手法及び証券化) 起草、2005年-2008年西村ときわ法律事務所、2008-2009年
モルガン・スタンレー証券株式会社投資銀行部 (FIG) (出向)、2009年9月西村あ
さひ法律事務所。

(注1) 本稿は2009年12月16日に日本総合研究所内で行われた経済情勢検討会の内容を記録したものである。文責はすべて日本総合研究所にある。

今日、起きて日経の朝刊をみると「(新しい自己資本比率規制の導入が) 10年間の延期」という記事が出ていて驚いたのですが、少なくとも経過措置は入る見込みであるものの、どんな経過措置を入れるかという、あくまでも、Core Tier1は何か、全体としての水準はどうするかといった、中身の数字が固まるのと同時期にする話であって、最初から経過措置のあり方だけを切り離して議論することはしないということのようです。いずれにせよ慌てることなく、発表される内容を見てから地に足を着けて対応していただければと考えています。

今日は、最初に若干バックグラウンドのようなこととお話ししまして、徐々に最近、話題性のあるトピックに入りたいと思います。まず、自己資本の質に関する国際合意として、どういった流れができているのかについてお話しします。それから、では日本の規制環境は今どうなっているのか、日本の金融機関にどんな影響があるのかについて、一般的に言われているところと、私は必ずしも経済の専門家ではないのですが法律家という立場から見た場合に考えられることについてお話しします。そして、規制強化への対応策として、テクニカルにトランザクションとしてどういったものが考えられるのかといったことを中心にお話しします。

1. 自己資本の質に関する国際合意

本日はあくまでも自己資本の質の話に限ることとし、バーゼル委員会で同時並行的に議論されているバーゼルⅡの枠組みの強化や見直し、例えば再証券化やトレーディング勘定の規制の改訂といった話は、付属の参考資料を御覧下さい。この他、本題以外で参考資料のなかで触れているお話として、証券化のRetention Requirement、オリジネーターがモラルハザードを防ぐという意味でどれだけ劣後部分を保有していなければならないかという若干テクニカルな問題と、G20のなかで議論が出ている報酬規制があります。報酬規制については、欧米と日本では水準の桁が一つも二つも違いますので、わが国に直ちに波及するわけではありません。丸山純一・金融庁前審議官も「日本は日本の実情に沿ってやる」と発言されていた(注2)ので、すぐに日本で動きがあるわけではありませんが、皆さまにとっては海外で起ころうとしている流れの把握も重要かもしれないと考えて、資料を追加しました。本題としては、自己資本比率規制はそもそも何のためにあるのかということをお話しし、そのうえで、自己資本比率規制における資本とは何なのかという点に入ります。

1-1. 自己資本の質強化に関する国際合意

自己資本の質の強化に関する国際合意の流れとして、どこから時系列を取るかということはありませんが、直近では2009年9月4～5日に開かれましたG20の会合で、自己資本の質、一貫性、透明性の向上が打ち出されています。そのなかで、レバレッジ規制や流動性の規制、あるいは景気連動性を抑制するような資本のバッファの枠組み、それから、国際的に活動する銀行の破綻に伴うシステム・リスクをどのように軽減していくかというテーマが出されています。

日本はそれまでの交渉ではあくまでも資本は「エンハンスメントするというワーディングにとどめていたのですが、この9月の段階でTier1を「レイズ」というところまで押し切られてしまっているのが現状ではないかと思います。私は当時、モルガン・スタンレーへの出向を終えて西村あさひ法律事

務所に戻ったばかりで、まだまだ実際に優先株はどうか、優先出資証券はどうかというところで議論の余地があると思っていたのですが、ちまたで議論されているところを聞くと、英米の当局は自らが政治的なポーズを取らないと国内的に監督当局は何をやっていたのだと言われてしまうことから、原理主義者のようにCore Tier1、普通株増資必要以外は駄目だという論調がかなり強く打ち出されていたようです。

G20で打ち出された流れは、ピッツバーグ・サミットにおいても裏書されたといえますか、自己資本の質と量の改善について各国がコミットしました。先ほどちょっと触れましたが、実施時期は2012年末が目標とされています。実際にはバーゼル委員会の新規制が年内に発表される予定であるというところにつながっていて、11月に行われた会合においても、その流れが変わるという情報はとくになかったと思います。

(これらの国際合意と)日本法との関係に立ち戻ってみますと、東京大学の神田秀樹教授なども雑誌で整理されていたと思うのですが、これ(バーゼル合意の枠組み)はあくまでもソフトローに過ぎず、国内で強制力を持った仕組みにするためには、あくまでもハードロー、すなわち銀行法と、それに基づく告示の改正が必要です。さはさりながら、やはりグローバルで活動している銀行にとっては、必ずしも日本のルールだけに服するわけではありません。例えば英国のFSAにレポートしなければならぬ場合もあれば、米国のFHC (Financial Holding Company) のステータスを取ると、もちろん日本の規制当局がホームホストの関係では主体的に監督することになっていますが、米国規制のくびきから全く自由というわけにはいきません。あるいは、国際合意から全く離れた日本だけの行動をしようと、国際金融のマーケットでの資金調達においてプレミアムが発生しかねないというプレッシャーもあると思います。

もう一つは導入の経緯として、国内の規制強化のための方策というものがあります。自国だけ厳しいルールでやりたいと言っても、なかなか民間の金融機関は競争上不利になるから嫌だと言われて説得の材料がないというときに、国際合意だから入れるというように説得の材料として使われていた面があるかと思えます。

1-2. 自己資本比率規制の政策目的

自己資本比率規制がそもそもなぜ銀行法という法律を通じて政策として導入されているのかを考えてみますと、一つには、自己資本比率は支払い能力欠如に至る確率の代替指標であるという説明がなされます。この題目自体が、実際には自己資本比率が高かろうが頓死してしまうこともあるとか、むしろ株価や貸し倒れのデータで見た方が先行指標としてはいいのではないかという批判があって、こういったことを突き詰めていきますと、例えば劣後債の強制発行というプログラムの方が政策的に良いのではないかという議論も出てくると思えます。ただ、現在、それについては、例えば自己査定がきちんと行われているかどうか必ずしも担保されていない、劣後債の流通市場が整備されていない国では実効性に乏しいなど、いろいろな反論の仕方があるかと思えますが、少なくともこういった代替指標としての役割が期待されていて、その指標が与えられることで各金融機関が取っているリスクの条件が画されていく、あるいは金融機関の損失が出たときの耐久力を示す指標としての役割を果たすことが期待されていると

いうようには言えると思います。

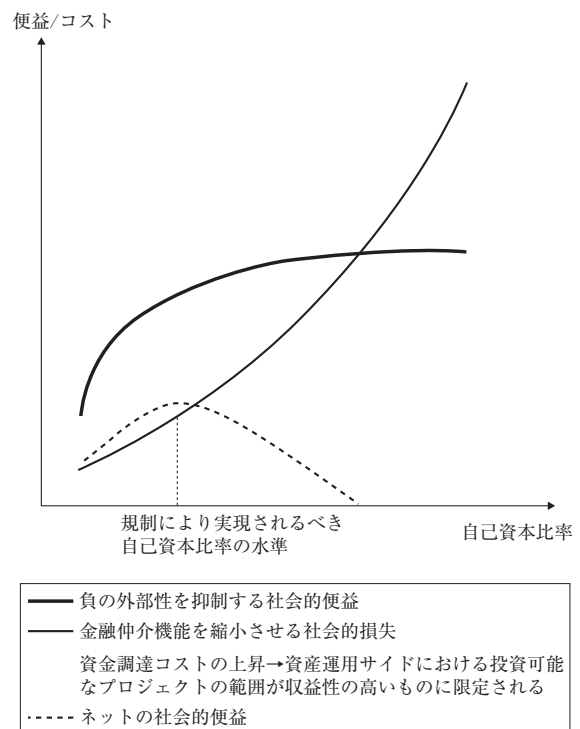
もう一つ（の理由として挙げられるのは）－今回一番の主眼が置かれたところですが－外部性の問題への対処です。金融機関が一つ潰れると、その国の経済全体にもたらす影響が非常に大きいと考えたときに、なるべく潰さないという方向での監督、もしくは潰れにくい方向へ誘導していくことが大事だということです。（イメージを持っていただくために）資料に簡単なポンチ絵を付けたのですが（図表1）、銀行破綻のリスク（システミック・リスク）が実現したときには、社会的に負担しなければいけない費用が発生します。今回であれば、海外で公的資金の投入がありました。日本も10年以上前に同じような話があったと思いますが、そういった社会的な費用と、逆に企業価値最大化や破綻リスク防止のために銀行が負担しなければいけない私的な費用を比べたときに、銀行においてはシステミック・リスクが顕在化したときの社会的な費用が大きいので、普通の私企業と同じようにそれぞれに任せてはおけません。ただ、規制上の資本をやみくもに高くすると、採算の低い信用供与が制限され、信用の供給量が小さくなるというマイナス面もあるため、これらを均衡させるように、規制上の資本水準を設定することが目標となります。

なぜこのシステミック・リスクが生まれてくるのかについてご関心のある方は、佐藤隆文前金融庁長官が書かれた『信用秩序政策の再編』という本をご覧いただければと思いますが、一

つの理由としては、銀行と預金者の情報の非対称性の問題です。もう一つは、今回クローズアップされたところで、金融機関同士の業務が相互に依存している問題で、今回は（さらに）預金保険制度の傘下にある金融機関だけをカバーするのでは足りないのではないかと問題提起が一つ出たのではないかと思います。これは、AIGの例もそうですし、米国の投資銀行がやはり預金保険の傘の下に入らないと金融システムが維持できないといったところにも表れているのではないのでしょうか。

三つ目の目的は、預金保険制度における過大な負担の回避です。制度の傘下にある金融機関が潰れてしまうと当然その保険収支は悪化しますし、過大なリスクをとっている金融機関でも、預金保険はシステムとしてカバーしますので、そのような金融機関に対しても保険を付与しなければなりません。そう考えたときに、一人のフリーライダーとまでは言いませんが、そのシステムに乗ってしまう人が、倫理に悖るという言い方が正しいのかどうかは別にしても、リスクを取り過ぎてしまうと、システム全体が崩壊してしまうので、預金保険制度に参加する人は一定の規律を守ってくださいと言う意味で、規制の

（図表1）規制自己資本比率の水準



（資料）執筆者作成

正当化の理由が出てくると思います。

もう一つは、銀行経営の規律付けという目的です。例えば、株主の圧力が強い国、配当を物凄く出している国も世界にはあります。そのように配当をたくさん出すのはいいかということは別にしまして、株主が増えていけば経営効率が上昇できるのではないかということで、それが本当かどうかは別にしまして、規制の理由として挙げられています。ただ、一つ（信用秩序維持政策という観点から）問題になり得るのは、規制自己資本に見合うリターンを上げなければいけないことです。業務の効率性に対するプレッシャーが掛かってくるのですが、ではそのリターンはどのように生み出していくのかということ、を、「規制で押し付けられている」と言うには語弊があるかもしれませんが、それでも各金融機関は投資家に対して説明していかなければいけません。これが非常に苦しいことの一つではないかと思います。

少し教科書的なお話になりますが、モディリアーニ＝ミラーの理論（MM理論）では「企業価値は資本構成に左右されない」という命題がありますけれども、実際の社会では法人所得税が掛かるので、その意味では負債比率を上げた方がいいと考えられます。ただし、負債比率を上げてしまうと、一般事業法人の場合、破綻リスクが高まったり、調達金利コストが高まったりします（ので、一定のバランスを見いだすことになります）。しかし、とくに預金取扱金融機関の場合には、預金保険で負債の調達コストが下がる構造に置かれています。したがって、理論的には（私的な）最適な自己資本率は、預金保険のない場合と比べて低くなります。ですから、預金保険によるモラルハザードを防ぐため、（また、外部性の問題に対処するため、）規制によって上げているという説明の仕方もできると思います。

1-3. 自己資本比率規制における資本とは何か

自己資本比率規制の政策目的がこのようなものであるとした場合、この規制において資本はどんなものである必要があるでしょうか。まず、信用秩序維持という政策的な観点から質の高い資本とは何なのかと考えた場合に、going concern baseで見える場合とgone concern baseで見える場合の二つの視点があると思いますが、今回はgoing concern baseでの視点が非常に強く出ていると思います。Too big to failの問題ですし、あるいは、Too Connected to failの問題で、潰れないようにあらかじめ資本を多く積みせるといことです。これが今回の金融危機への対応として正しいかどうかはちょっと脇に置いて、少なくとも今回打ち出されているのはこの方向であると私は理解しています。

going concern baseで損失吸収可能性があるとはどういうことかという、第1に、内部留保を自由に積み立てられることが大きいと思います。デフォルトにつながる継続的な支払い義務がなく、損失に備えた内部留保を柔軟に行い得るものだからです。これがないものとしては例えばUpper Tier2があると思います。配当が累積するという性質があり、少なくともある時期が来たら払い出しをしなければいけないので、内部留保に一定の制約が出てきてしまうという点では質が劣るとされているのがUpper Tier2で、こういった制約がない資本がTier1だという説明ができると思います。ちょっと横道にそれるのですが、持株会社のレベルで累積型の優先株を一定程度Tier1に認めている国もあって、それは競争の平等条件という点からしてどうかと思うところがあります。

本題に戻りまして、第2に、償還の必要がない（永続性がある）ことです。資本が永続的に使えるのであれば、長期投資に用いることも可能ですし、リファイナンスの心配もある意味ではなくて済みます。

す。Upper Tier2やハイブリッドTier1は－ステップアップという仕組みや、イギリスですとpayment in kind（現物株で繰り延べた配当の分を払う仕組み）を入れて、償還へのプレッシャーを高める仕組みがありますが、そういった特殊なものを捨象しますと－建前としては永続的に使うことができます。こういった永続性がないもの、期限付劣後ローンや期限付劣後債のようなものは、Lower Tier2という位置付けになります。

これらのすべての性質を備えているものがTier1と位置付けられていて、資本の質を強化するという議論のなかでは、このTier1に焦点が当たっていると言えるでしょう。銀行が継続することを前提に損失吸収可能性を強調するのですが、これは、非常にコストが高い方法なのではないかという指摘もできると思います。

これ以外の観点で資本とは何かと考える際に、バーゼルのペーパーなどを見ていると、議決権が銀行規律を果たすうえで重要だと言うような向きもあります。議決権は、ハイリスク・ハイリターンな投資へのプレッシャーを高めてしまいます。預金保険があるために、そういうマイナスの面も（経営効率を高める一方）で存在するので、私は中立的なところではないかと考えているのですが、人によっては議決権を強調される方もいます。こういった観点からしますと、「では優先株は駄目ですね」「質が劣るのですか」という議論に発展していくのですが、個人的には、必ずしも「優先株という議決権のない株式をTier1に入れているので資本信用秩序政策という観点から質が劣る」とする理由は、まだ十分に説得的なレベルに至っていないのではないかと思います。

以上、国際合意といいますか、国際合意として、これまでどんな議論がなされてきたか、これまで（資本の議論が）どんな立ち位置にあったのかということ、復習的にお話ししました。

（注2）（編集者注）日本総合研究所金融シンポジウム・パネルディスカッション「新たな国際金融システムの構築に向けて」（2009年5月29日実施）Business & Economic Review 2009年9月号所収。

2. 日本の規制環境

2-1. 基本的項目／Core Tier1

日本でTier1はどのように規定されているかということ、告示5条等に普通株や優先株といった株主資本や、連結子法人等の少数株主持分から、一定の繰延税金資産や無形固定資産を除外して計算するという規定があります。では今議論になっているCore Tier1はどこかに書いてあるのかということ、こちらは法律には書いてありません。ただ、唯一、監督指針のなかで、普通株式と内部留保がTier1の主要な部分であるかどうかに着目していくといわれています。これはあたかもルールのようなのですが、あくまでも監督事務を行ううえで金融庁の職員に宛てた文書であり、間接的に「こんな監督をするから、こんなところに気を付けてください」という機能を果たすものです。また、現在書かれているのは、どちらかといいますと1998年のシドニー合意を踏襲したものなので、それが当然のようにCore Tier1の定義になるということではないと思います。これだけに絞られてしまうと、場合によっては一定程度認められていた繰延税金資産や無形固定資産がこれからはTier1にも入ってこないことになりますので、今後どのように発表されていくのか注目したいと思っています。

これは定義の話ですが、絶対的な水準として、イギリスのターナーレビューで提示されているCore Tier1で4%、Tier1で8%という数字が一つの指標になっていることは否めないと思います。それが国際合意としてそのまま、いわば原理主義的な流れで通ってしまう可能性はかなりありますが、実際にそうなるかどうかは発表を待ちたいと思います。

ちょっと先走りましたが、今後、国際合意でどう決まるのか、それを国内規制にどう落としていくのかといった裁量がどれくらい認められるのかも、合意文書のなかで示されます。今までの例でいきますと、mustと書かれるのか、例えばshouldあるいはmayという形で書かれるのか、もしくは明確に「各国の裁量による」と書かれるのかといった表現から、今後の動向が読み取れるのではないかと思います。mayになったところや明確にこれは国内で決めてくださいと書かれた場合には、国内ルールが主戦場になると思います。

資本の定義のなかで1番ポイントになるのは、優先株の問題です。今のままでは優先株がCore Tier1に入る・入らないという議論が出てきます。今後5年、10年のスパンで新しく優先株を再設計し直せば、それはTier1に入っていくのかという議論も出てくるとは思います。優先株は駄目で、Core Tier1は普通株しか認めないことになりますと、では普通株でどんな形で増資を果たしていくかを併せて検討する必要があるかと思っています。

もう一つ、国内ルールのなかで、あるいは国際レベルでどのように調整がなされるのかという問題もあります。現在は単純に4%や8%で今の算式を前提にした絶対水準の調整方法が議論されていますが、自己資本比率はあくまでも一つの目安でしかありません。8や4という数字を調整するやり方のほかに、分母の部分を倍にするといった調整の仕方もあると思います。これは（景気循環増幅効果について）元日銀（現あらた監査法人）の大山剛さんなどが提唱されているところで、では実際にどのように落ちていくのかと思っています。政治的な見え方としては、「(分子を調整して) 8%が全体の数字として12%になりました」「Core Tier1は4%必要です」と打ち出す方が目立ちますので—理屈のうえでは分母を調整する方が綺麗だと私は思っていますが—見せ方の問題が先に来てしまうのかもしれないと思います。調整方法の違いがもたらす差異についてはまだ分析が及んでいませんが、今後はどちらかという今までと物差しが変わらないように提言していくことが必要ではないかと考えています。

もう一つ、景気循環増幅効果（プロシクリカリティ）へどのように対応するのかということで、先ほどの大山さんが言及しているのはむしろこちらの方法でしたが、景気循環増幅効果とは、景気がいいときに資本の積み増しを求める、要は分母の掛け目を上げていくということで、これを国内規制でやろうとしたときにはかなり問題があるのではないかと思います。一つ目の問題は、自己資本比率規制には、当局の方はそんなに大きな声で言いませんが、国内の与信量を裏からコントロールするという役割が間接金融中心の日本のなかでは非常に大きいと思われる一方で、こういった政策金融の役割を金融庁が担うと、政治的なプレッシャーが掛かってきて歪められてしまうという恐れが否定できないことです。今回の「モラトリアム」法（注3）の議論でもある通り、そういった懸念があるのではないかと私は思います。

もう一つの問題は、景気判断を誰がするのかという話になったときに、政治的介入の恐れはあるとし

でも、判断を金融庁がするとして、彼らにはそれをするだけのマクロファクターの分析が出来る部隊を持っているのかという問題です。場合によっては、むしろ今の日本銀行のリソースをうまく活用する方がいいのではないかと。これは、翻って考えれば、英国のFSAのような形で、今の金融庁検査と日本銀行金融機構局による日銀考査は一緒にやってしまった方が検査の負担が減るのではないかと。そういうところにも波及して、全体としてパフォーマンスを上げることが政策の問題としては考えられるのではないかと思います。

私のようなアウトサイダーがこんなことを言ってもなかなか響いてこないのですが、金融検査に入ったときに、三段表や「検査官が訳の分からないことを言って困るのです」といったご相談をいただいたときに、アドバイスさせていただくこともあります。そのなかで「昔は日銀考査が終わると金一封が出たのですが、最近では金融庁検査が終わると金一封が出るのです」と仰った方がいました。もう随分前の話ですが、時代が変わっていたのだと思います。今はまた逆にどんどん貸せというプレッシャーが掛かり始めているのかもしれませんが、とにかくここで申し上げたかったことは、少なくとも公にマクロファクターを判断するときには、それなりの陣容による対応が必要なのではないかとということです。

三つ目は、実際に監督当局もしくは中立的な第三者がマクロファクターの判断をする際に、経済に及ぼす影響が非常に大きいため、ついつい判断が後れがちになるのではないかとという問題です。政治的批判を恐れて慎重になり過ぎないか。今申し上げたことの裏返しかもしれませんが、そういったことを解決していかないと、景気循環増幅効果に対処するのは難しいのではないかと思います。

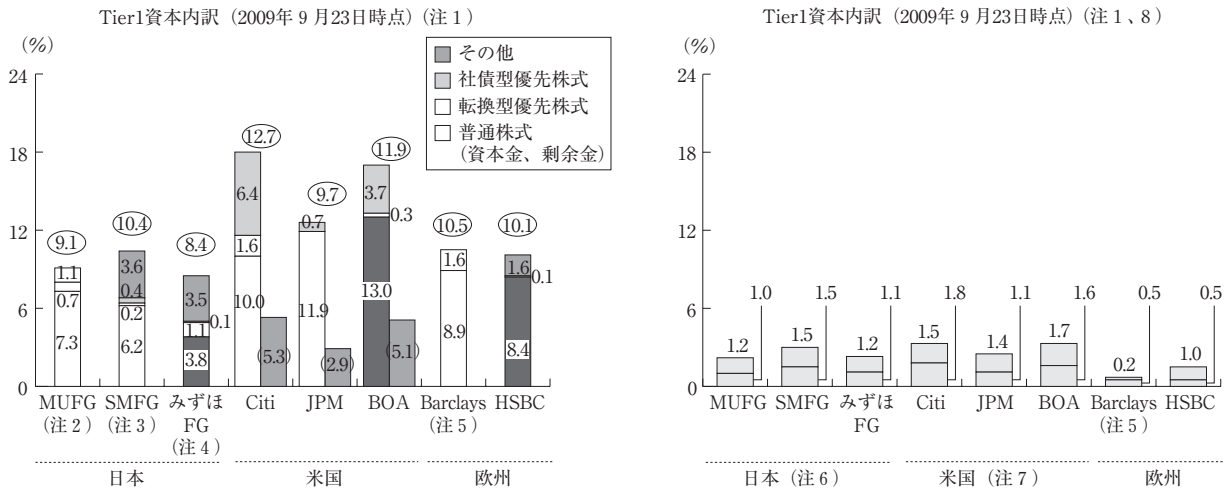
分かりやすい代替指標として株価を用いるというアイデアは一つあり得ると思います。最近、メガバンクの β 値がちょっと低下しているという分析が出ていましたが、伝統的には、(金融機関は)日本経済そのものといいますか、日経平均や株価との連動性が高いことを捉えて、そういった指標を入れていくのも一つのやり方かと思います。

2-2. 各行のTier1資本内訳比較

今、実際に欧米の金融機関と比べて日本のTier1がどのような状況か、少し前のデータで恐縮ですが(図表2)問題なくCore Tier1になるであろうと思われる部分で見えていきますと、日本の銀行は水準が低く、増資競争に追いやられて非常に不利であるという見方が一つあると思います。その見方を擁護する説明としては、わが国の当局や業界の皆さんが主張されていたように、そもそもビジネスモデルが違うということがあります。自己資本比率規制だけではなく、コア預金のような形で備えがあるために、日本は危機になるとすぐに流動性が枯渇するような、信用リスクへの不安が流動性リスクにどんどん発展していくようなところはちょっと違うという議論の立て方もあると思います。しかし、これがルールとして決まってしまうと、どうしてもグローバルスタンダードに合わせて戦っていかざるを得ないという面があります。

もう一つは、私は経済の専門家ではないのですが、実際にこれから貸倒引当金が欧米でどれぐらい必要になってくるのか、証券化商品やレベル3アセット、さらにはトレーディング勘定で抱えているエクスポージャーといったものの潜在的な損失が、今欧米で出されている自己資本比率にどれぐらい正確に反映されているのかについて、大いに注視していきたいと思っています。特に欧州の金融機関は、かつ

(図表2) 各行のTier1資本内訳比較



(出所) 会社開示資料
 (注1) 2009年9月23日時点の為替レートを適用 (USドル：91.4円、ポンド：150.0円)。
 (注2) 2009年5月28日発表 (7月27日償還) の優先出資証券償還 (1,300億円)、7月16日発表の優先出資証券発行 (3,700億円) 分を考慮。
 (注3) グリーンシュエによる増資分含む。2009年9月16日発表の優先出資証券3,430億円の発行を考慮。
 (注4) 2009年7月の公募増資 (グリーンシュエ含む)、2009年8月24日発表の優先出資証券725億円と2009年9月17日発表の優先出資証券追加発行分250億円、及び2009年8月14日時点の転換型優先株式の普通株式転換分を考慮。
 (注5) 優先株式発行なしとして表示。
 (注6) 日本はのれん以外の無形固定資産が計上されていると仮定。2009年3月末の値を適用。
 (注7) アメリカは個別項目の加除にてTier1資本を算出しているため、「その他」の項目でマイナスとなっている (日本・欧州は株主資本より控除)。
 (注8) うち、正味繰延税金資産 (既にTier1から控除されている金額は除く)。

での日本と同じ姿を見ているようですが、かなり先送りしているのではないかと考えています。実際に、一つの信用危機の対応として住宅ローンの条件を緩和して元利を繰り延べた部分について、政府が銀行に対して政府信用を提供してみたり、預金保険の保険料を安くしてみたりという形で、それぞれ柔軟な先送りを行い、また、それを手伝うような政策が入っていると思います。

やや横道にそれますが、資本の水準の議論において、公的なサポートをなくして比べたときにどうなのかという議論はもちろんあり得ると思います。ここでよく誤解が生じやすい点として、「公的資金が入っているから比べないでくれ」と言う批判がなされることがあるのですが、少なくとも債券の投資家から見たときには、公的資本でも市場から調達した資本でも、下が厚ければ損をしにくいから、誰がお金を入れたのかについては関係ない。実際に公的資本を返済する際には、エグジットのところで内部留保から返すのがこれまで日本では多かったのですが、それよりもむしろエグジットのところで誰かストラテジックパートナーのような方を見つけて、優先株もしくは普通株をその方を買ってもらうことによって、持ち主をパブリックのセクターからプライベートのセクターに移すことが実際に行われていますので、こういった批判は、少なくとも債券の投資家からの目線においては、あまり当たらないように思います。

(注3) (編集者注) 「中小企業者等に対する金融の円滑化を図るための臨時措置に関する法律」(平成21年11月30日成立)。

3. 日本の金融機関への影響

3-1. 資本コストに見合ったビジネスモデル

最初に申し上げた教科書的な説明に照らしますと、資本の水準が上がると期待リターンも当然高くなって、それが経営の規律となって銀行の生産性が向上して素晴らしいというストーリーが語られることがあります。これを実際の投資家の方に説明しようとする、投資銀行にいと投資家の方に受け入れていただくために発行会社の意向に沿ってなるべく魅力的なエクイティストーリーを作る必要があって、弁護士としては株主総会対策の想定問答についてご相談を受けることもあるのですが、なかなか苦しいところになります。

実際に投資家が抱かれるであろう懸念の一つとして、市場リスクや再証券化の規制が強化された場合に、「自己資本が目減りするでしょう。それに対する備えなのではないですか」「今後経済が悪化して、信用コストが増加していくのではないですか。そのための備えではないですか」「後ろ向きなもの、穴埋めに使われてはかないません」といった質問が寄せられる可能性もあるかと思えます。これに対しては、まずきちんとファクト（事実）を説明していく以外に対処法はありません。ただファクトを伝えるだけではなく、その金融機関が他行に対して有利な点、誇るべき点があれば、そこについては他行対比の数字を出していくという方法が一つあるのかもしれない。

今はダウンサイドの質問に対する対応ですが、もう一つ、お金は入れますが、それに対してリターンが見込めるだけのビジネスチャンスはあるのかという質問も想定されます。前回の三井住友フィナンシャルグループのエクイティファイナンスは、そのときの市場環境もあったのかもしれませんが、非常に大成功に終わりました。そのストーリーをつくっていくときには、もちろん買収という明らかに成長を物語るストーリーがあったと思います。しかし、それができない場合にどう説明するのかがなかなか難しいのです。

無理に考えますと、一つは、今回の規制が本当に入った場合、日本の金融機関のなか、あるいは世界の金融機関のなかでもついて来られるところは限られます。そうしますと、海外に支店を持って展開しなければいけないビジネスについてはもうやめる、というところが出てきて、「新国際基準行」とそうではないところで一つの線が引かれます。増資するのであれば、「新国際基準行」になるために必要な増資だという説明ができるわけです。

ただし、では「新国際基準行」としてやれるビジネスチャンスを取ったときに、何をやるのか、どういう投資ができるのかは非常に難しいところです。資本に見合ったリターンを上げていかなければいけないのですが、だからといってハイリスクの投資に傾けば、そもそも信用秩序維持という政策と矛盾しないかという問題が出てきます。もちろん十分な資本を準備してやる分にはいいと思いますが、だからといって期待するリターンが上げられるのかというところは厳しく吟味されます。

逆に、規制当局はCore Tier1を高くして、片方でリスクを取るビジネスをしないでくださいということで、「こういったビジネスはいかがですか」「こういう新しい商品はいかがですか」と金融庁に持っていったときに、「いいとは言えない。でも、駄目とも言わない。後で何か問題があったらうちます」と言われます。役人としては立派な回答と思いますが、日本の金融機関が国内は縮小傾向にあるなかで、海外で戦おう、あるいは国内の新しいフィールドで戦おうというときには、産業支援的とまでは言いま

せんが、そういう視点ももう少し持っていたらと思うこともあります。その意味で、今、監督検査という機能と企画の機能が一緒になっていることがいいのか悪いのかということが一別になったところで大して変わらないのかもしれませんが、あるように思います。ここについては官民一体となってできることがあるのではないかと個人的には思うところです。

(株主および投資家に対して説明を要する) もう一つの点は、希釈化に対してどのように説明するのかという問題です。これについては株主割当増資 (Rights Offering) の導入が一つの回答になり得るのではないかと思います。東証もかなりルールも整備するというので、私も金融商品取引法や会社法の改正、もしくは運用を変えることによって、少しでも使いやすい形にすることが必要ではないかと思えます。

議論を戻しまして、先ほどのリターンを確保するときには何が難しいのかというところでいわれているのは、一つはプライシングの問題です。資本コストに見合うだけを金利に転化すればいいではないかという話が出てくると思うのですが、少なくとも国内のフィールドで戦っている限りは国内基準行との競争があって、もし国内基準行が自己資本率の水準で優遇的といいますか、国際スタンダードより低い数字で良いことになれば、その資本コストの分、「新国際基準行」はハンディを背負って戦わなければなりません。逆にこれを貸出金利へ転嫁しようとする、今の過当競争の環境ではお客さんが離れてしまう結果に終わる可能性もあります。かつてあるメガバンクがやろうとしたときにはあったようにお伺いしています。そういうところも考えると、なかなか難しいでしょう。

もう一つはコストの低減ですが、その場合も、欧米の金融機関でやっているところをどうやるのかと考えると、日本には労働法、労働慣行の問題があって、なかなかドラスティックにやることは難しいように思います。もちろん、一番いいのは、新しい分野を見つけて、そこに経営リソースを張っていくことです。ただ、私が思い付くようなことは皆さんも思い付いていると思います。

もう一つ、リターンを向上させる施策としては、顧客をセグメンテーションして、一部の顧客に非常に優遇的なサービスを一部の方に提供することが考えられます。しかし、日本特有の慣行としてユニバーサル・サービスといいますか、例えばATM等のサービスで大きな差をつけることがどこまで社会的に許容されるのかという問題があって、資本主義の時代に何を言っているのかとお叱りを受けるかもしれませんが、こういったところも隠れた制約になると考えられているのではないかとも思いました。

このように、収益を確保しようとしたときには確かに難しい点があるなかで、ではどのようなことをしていくのかと皆さん日々考えていると思いますが、これを株主にどのように説明するのかというと、一つは「新国際基準行」として頑張るための布石であるということで、もう一つは「新国際基準行」としてこんなことをやっていきます、少なくとも市場リスク再証券化や引当増の問題は欧米より酷くないことを訴えていくことになるかと思えます。

3-2. 既存の行内格付制度の見直し

(資本コストにみあったビジネスモデルの構築に加えて) 対応を迫られることとして、実際に自己資本比率の規制強化が入りますと、実際にはある商品に投資する、あるビジネスをするときの所要自己資本が増えるという形になります。そうしますと、今まで規制上の自己資本はこれで、実際にはEVA

(Economic Value Added) でもRAROC (Risk-Adjusted Return on Capital) でもいいのですが、経済的な資本として各部署に張られている数字はこれぐらいだとウオッチをして、両方のバランスをとって運営できる体制を作っていたのに、ある日突然規制上の資本だけが大きく上がってしまうと、物差しを変える必要があるのかなのかということも検討する必要がでてくると思います。収益性が高いところだけやっていいということになるのか、それともそれ以外の方法があるのかということを検討する必要があります。

資本の質と量の強化を離れて自己資本比率の分母も含めて考えると、今まではプロバビリティ・オブ・デフォルト (PD: 倒産確率) やLGD (Loss Given Default: デフォルト時損失率) のデータは経済が好調なときの数字を取っていましたが、今回、実際にエコノミクスが悪い時期、景気が悪い時期が入ったので、悪いときのデータが入り直すことで、むしろバーゼルⅡモデルや今までやっていた管理が正しいのかどうか、データが増えてより良くなるのかということを見てもいいのではないかと思います。しかし、今は単にアウトプットとして出てくる数字 (の絶対水準) を上げるということを監督当局ではやろうとしています。私はむしろちゃんとPDとLGDの数字があっていたのか地道に検証していく方が真っ当だと思うのですが、そんな議論はあまりされていないのが実情のようです。

4. 規制強化への対応策

4-1. 既存の分子/分母対策

最後に、若干テクニカルなお話になってしまうかもしれませんが、既存の分子/分母の対策について説明します。自己資本比率を上げなければならないときに何をするのかというお話で、分子の方を増やすためには資本を調達するのが一つですし、それは普通株の場合、優先株の場合、優先出資証券の場合もあれば、劣後ローンの場合、劣後債の場合もあると思います。

優先出資証券については、今後、海外優先出資証券の「海外」という文字が外れる可能性があるかもしれません。「海外」の字を外した場合は、資産流動化法上の特定目的会社を使うことによって、海外のSPCを使う場合と同じようなタックスメリットを得られます。海外では、優先出資証券を海外のSPCが発行したものに限っていないのですが、仮に、日本語、日本法で完結する世界ができますと、国内で運用先に困っている方に優先出資証券を販売することができるかもしれません。ただし、これはCore Tier1の向上に必ずしも寄与するものではないと思いますので、その意味ではプライオリティとしては若干下がると思います。

また、実際に社債の価格が今まで100だったものが30や50になっているときに、80、90でセカンダリーマーケットで買えば益が出るので、その分Tier1が増えます。あるいはPBRの低い会社をソーティングして探し出し、かつ金融関連事業に当たるのかどうか、従属会社として活用できるのかどうかを吟味したうえで、その会社を買収する。実際にももちろんちゃんと償却しているかということは厳しく査定することになると思いますが、大きくアンダーバリューされている会社であれば負の暖簾が立って、負の暖簾の償却は一括で認められるようになりますので、そういった形で資本を増やすことができると思います。それ以外にも、不良債権のジョイントベンチャーをつくるなど、いろいろなストラクチャーも考えられなくはないのですが、王道としては、まずは資本を調達することになると思います。

分母対策の方は、資産そのものを減らすという方向と、資産にかかるリスクを削減するという二つの方向があります。資産そのものを削減するときは、資産を売却したり、バルクセルしたりということになります。私が法律事務所に入って若手としてやっていた2000～2002年にかけてはこのような案件が非常に多く、「この担保に付いている物件、この値段ならいいな」となどと思っていた時代でした。実際に先送りを許さない圧力がかかっている場合は、こういうものが実際にマーケットに出てくることになると思います。では、欧米でこのような動きが起こっているのかというと、私は正確には知りませんが、こういうところにセカンダリーで入っていく目利きとしての能力があれば、先方にとっては分母対策であると同時に（邦銀にとっては）ビジネスチャンスになるのではないかと思います。なお、それ以外には、ローン・パーティシペーションでオフバランスを図る、CLO、CBOといった形で組成して、今持っている資産を外していくという方法があるかと思います。

また、潜在的に大きな問題として、政策保有株式をどうするかという問題があるかと思います。現在はgrandfathering（経過措置）で、バーゼルⅡでも（適用されるリスク・ウェイト）100%で良いことになっています。この10年が終わっても、（株式にかかるリスク加重資産の計算を）PD/LGD方式でやっている限り、銘柄によって規制上のインパクトは大きくないのかもしれませんが、逆に（経済的には）ボラティリティはものすごく高いところですので、今はこれをどのようにしていくかが非常に難しいとだけ申し上げておきます。例えば政府がルールとして導入してもう全部売らせてしまう、民間ではどうにもならないので、政府の御旗でやっていくということは今後あり得ると思います。しかし、それをやってしまうと、持ち合いといいますが、日本型の資本主義の根幹にかかわる問題ですので、買収の脅威が出てきます。「それで日本はいくのですか」「外資をどんどん受け入れる形になるのですか」という議論と表裏の関係になりますので、政府が強制的にやるのは難しいかもしれません。では民間として何ができるかという、明確な答えを提供できなくて申し訳ないのですが、足下では関係を残す先と解消する先を選別して、後者については解消していくほかないのではないかと思います。

資産そのものを削減するほかに、資産にかかるリスクを削減する方法もあります。これは、最近では事業再生ADR（Alternative Dispute Resolution：裁判外紛争解決支援制度）で注目を集めているクレジット・デリバティブ・スワップや、古く行われていたところでは預金担保証券、2002～2003年にかけて大きく行われていたバランスシート型のSynthetic CDOがあります。

4-2. 規制対象～国際基準／国内基準の選択

もう一つの規制対応としては、非常に大きな枠組みの問題としまして、今、国際基準行となっているところが国内基準行へ移行することが一つの経営的判断として入ってくるころかと思っています。それと同じような話だと思うのですが、自己資本以外にもレバレッジの規制や流動性、景気連動性の問題、報酬規制の問題等々、G20やバーゼル銀行監督委員会で話されている内容がそのまま日本のルールとして、もしくは運用上入ってくる金融機関の対象はどこなのかということで、並行して金融システム上重要な金融機関はどこなのかという議論がされていますので、それらが適用される金融機関が同じだということになりますと、どうなるかは本当に分からないのですが、「主要な金融機関」のみが新しいルールで戦うことになるのかもしれませんが、ここは今後の議論に委ねられているので、何とも申し上げられない

ところでは。

4-3. Rights Offering

普通株の増資や希薄化にはどういった対応が考えられるのかということで、かなりテクニカルな論点だけをまとめました。本当に論点になっているところだけで、背景やバックグラウンドの説明もなくして恐縮ですが、ポイントだけ簡単に申し上げます。

一つは、新株予約権の上場の前例が今はないことです。東証がルールを策定したり整備したりすることになっているのですが、東証のシステムで対応できるかどうか必ずしも分からない状況においては、取得条項付きの新株予約権を無償で株主に割当て、行使をしなかった株主がいる場合には会社が（取得条項に基づき）現金で取得し、取得した新株予約権を引受会社（証券会社）に譲渡して、その引受会社が投資家を募っていくというやり方が一番のメインシナリオになると思います。

東証のルール整備がどれぐらいになるかで少し違うシナリオもあると思いますが、このシナリオを前提としますと、アメリカの投資家が多い発行体の場合には、SECへの登録を回避すべきかを検討する必要がありますが、回避する場合には、新株予約権の行使や譲渡を制限しなければならないので、発行体である会社が一律に取得条項に基づいて一旦買い取って、その分の現金を交付するという代替策が考えられます。しかし、これをやってしまうと（国内の投資家には認められている）議決権を取得する機会を奪うことになりますので、株主平等の原則に照らしたときに、会社法上問題はないのかという論点が出てきます。

二つ目は、新株予約権を証券会社が買うことになったときに、その買取価格はどうか考えた方がいいのかということです。既発行の新株予約権は自己株ではないため、有利発行が正面から問題になる話ではないのですが、少なくとも税務上幾らまでならいいのか、10%ぐらいならいいのかという議論も出てきます。もっと立ち入った議論になりますと、一連の取引をみた場合、大口機関投資家はいいとして、少数株主が無理やり応じなければいけないというような抑圧的な状況に置かれるのではないのかという議論に発展する可能性もあります。

三つ目の論点は、発行会社が取得条項に基づいて取得した新株予約権を証券会社が買う場合に、仮にその会社の3分の1以上の議決権を取得できるような形になってしまいますと、今度はTOBの問題が出てくることです。

あとは、目論見書を交付できない株主がいた場合、筆筒株や所在株主が不明な場合に、どうやって実務的に対応するのかという問題です。先ほどのように1回現金化したうえで、それを供託のような形でプールしておけばいいのかといった、平等原則の問題があります。

さらに、資金調達期間が一般の場合に比べて長くなれば株価が大きく変動します。これは証券会社の問題、引いては発行コストの問題にかかってくるのですが、株価のボラティリティをヘッジする期間が長ければ長いほど、そのコストは上がります。では短い期間で調達出来るようにするときに、会社法や金融商品取引法が若干ネックになってきます。もし皆さんに応援していただければ有難いのですが、実際に海外、イギリスではHBOSがやろうとして3カ月ぐらいかかったことを反省して、最短16日ぐらい（実務上は1カ月くらい）でできるようところまで法改正をするといった形で金融当局が支援している面もあります。日本もなるべく、「それは法務省の問題だから」などとは言わずに、手に手を取り合

って頑張っていただけたらと思います。

4-4. 条件付資本 (Contingent Capital)

もう一つは条件付資本 (Contingent Capital) といわれるもので、まずは強制転換条項付きの劣後債や優先株を投資家が買ってくれるのかどうか、こういった商品を生設計した場合に、当局がこれをTier1あるいはLower Tier1という形で認めてくれるのかどうかという問題があります。例としては、ロイズが行っていたTier1比率が5%を下回る場合には普通株に転換するという条項があって、イギリスで認められている議論がそのまま日本で直ぐ適用されるわけではないと思いますが、今後、国内法制化のなかでもどんな条件であればTier1あるいはCore Tier1として認められるのかということが議論されると思います。

ほかに、条件付資本のやり方としては、頭の体操のようですが、保険型証券のようなものも考えられなくはありません。投資家がキャッシュを出して、それで国債等の安全資産に投資し、普段はそこにお金がじゃぶじゃぶしているのですが、トリガー事由、危機時期にはそれが強制的に普通株に切り替わるといった、プライベートの保険のようなものがあります。ただし、これを発行体からみると、コストが高いのでそれなら普通株で調達するという話になりがちですし、監督当局からみると平常時に払込代り金を利用できないので資本性が劣るのではないかという議論になりがちで、ちょっと難しいように思います。

この仕組みは当面メインシナリオにはならないと思いますが、景気循環性のプラス2~3%の部分は若干普通株よりコストが安いという目線がもし投資家にあつて、監督当局もプラス2~3%の部分はこれでみていいということになれば、規制上のコストを下げるという意味であり得ない選択肢ではないと思います。

4-5. 優先株の再設計

最後は優先株の再設計です。Core Tier1とは何かという議論で、普通株と比べた場合に何が違うのかというと、議決権の有無が挙げられるのですが、これは信用秩序政策の点から重要なのかという疑問があつて、そんなに重要ではないという結論であれば、議決権はなくてもいいことになります。

また、内部留保といいますが、こういった形で配当が留保可能で内部に積み上がっていけばいいのかということで、一定のトリガーが引かれたときには配当が強制的に停止してしまいます。これはmayではなくてmustで止まってしまうということで、金融機関に裁量の余地はない商品を使ったときにも、Tier1普通株対比で駄目なのかというところは議論として入ってくるように思います。

普通株との違いでは、議決権復活条項で配当へのプレッシャーが生じやすい、償還へのプレッシャーが別にあることもあります。優先株が普通株と同等であればCore Tier1と見なす可能性があるということであれば、人によっては定款が汚れるという言い方をしてしまうかもしれませんが、優先株を再設計していくことが合理的なコストを達成するうえでは重要なことかもしれないと思っています。

優先株を出して、それを普通株に一定の条件を満たした場合には転換しなければいけないというふうに組んでいくのも、先ほどの条件付資本とミラーの議論になるように思います。



以上で、駆け足でしたが、本日お話しさせていただきかかった自己資本の質に関する議論を終わります。もし何かご質問等がございましたらお願いします。

5. 質疑応答

(Q1) われわれが知っている限りの問題点を網羅されていると思いますが、一つ教えていただきたいのは、資本の質がなぜ今問題になっているかという点で、これがどうもよく理解できないのです。それはなぜかといえば、Too big to failでシステミック・リスクを起こさないために公的資金を導入したということでしたが、今後は資本の質を強化するというのであれば、例えば自己資本比率を20%ぐらいにしないと、今日起きたようなリスク吸収力は資本にないからです。すぐに債務超過になってしまいます。だから、なぜ資本の質を今バーゼルなどで一生懸命議論しているのかということがよく分からないのです。

ずっと過去の規制の歴史を見てみると、最初はいわゆるレベル・プレイング・フィールド論で規制しました。その次に、ラフに言ってしまうと、もっとリスク・センシティブなものにしなければいけないといってバーゼルⅡになり、今、破綻が起きて新しいことをやるというときに、資本増強することについてはある意味異論はないのですが、なぜ質の議論になるのかというところがよく理解できないので、教えてください。

(谷澤) ショートアンサーとしては、分かりません。私も不思議です。ですが、バーゼルⅡでも述べられていたように一つは分母の見直しが終わった後に、次は分子だというコンセンサスがあって、それが走り出していたのは事実だと思います。とくにハイブリッド型の優先出資証券なんかが出ていたときに、実際には償還のプレッシャーが非常にかかりやすい商品をつくっていました。なぜそういう商品設計をしたかといいますと、投資家層を広げたかったからです。デッドの投資家が買いやすい商品でエクイティタイプのを設計すると、デッドの投資家のコンセンサスとしては、必ずステップアップのときに

コールしてくれるものだし、配当は絶対止めないという期待ができてしまっているわけです。その期待に応えられないと銀行は次の調達で困るので、そういうものが全くなければ内部留保を積んで次の損失に備えたいと思っても、出さなければいけません。これだと、資本の質が弱いのではないかという議論があったかと思います。

ただ、今回のような経済危機に本当に資本だけ増やせばいいのかというと、ちょっと対処方法が違うのではないかという批判は当然あり得ると思います。私もそれが根本的な解決になるのかと不思議に思います。ただ、当局者を弁護すると、恐らく今回の質の向上だけですべてを解決しようと言っているわけではなく、流動性の規制やレバレッジの規制を入れて、全体で整合性を取ろうとしているように思います。

日本が資本の質の高さという点以外でも反省というか、見習うべき点があるとすると、今回はかなりドル資金が足りなくなったこともありますので、それぞれの国でそれぞれの資金を調達できるように、各国各通貨のなかでのALMを向上させるという問題を一つ認識すべきだと思っています。

話を戻しまして、なぜ資本を増やさなければいけないのかについては、私にはよく分かりません。(Q2) 私も今日の話の背景的なことに非常に関心があります。アメリカでは公的資本投入から政治的な議論に発展してきているのだと思いますが、事務的に出してきた法案に対して、議会ではどちらかというと今は連銀批判が非常に強くなっています。それから、英国ではどうもみていると中央銀行が民間の大銀行が大き過ぎるということを言い出しています。みんないろいろなところを突いているなかで、フランスなどでは役員報酬が高いことに集中させて、そこで収束させようとしています。非常にそれぞれが政治的な感覚でこの議論をしていて、資本の質の話が次々と動いてきました。今朝の新聞でもそうでもないということだったので、それならいいと思ったのですが、この問題の国際的な動きはどうご覧になっていますか。

(谷澤) 私自身も今ご指摘いただいたことと同じように思っています。一つは悪者探しですし、監督当局は「お前がちゃんと監督していなかったからこんなことになったのだ」と言われなかったために規制強化を打ち出して、規制強化をした結果、経済がうまく回らなくなると、「本当にちゃんとやっていたのですか」というところにまた波が戻ってきたということかと思っています。報酬の規制だけをすればすべてが解決する問題でもないと思いますし、銀行を救済する、もしくは本業に専念させる、あるいは資本を入れさせるだけですべてが解決するわけではないと思います。

今回の例でいいますと、逆に大きいところは潰さずに、かつ救済合併させるなりして金融機関の数を小さくしていくと、当局は潰さないのだということで、運営している金融機関の方にも投資をしている投資家にもモラルハザード的な動きがかなり出てくると思います。その動きの一つは、例えば劣後債や劣後ローンのスプレッドに表れていて、これが本当にリスク対比で十分なスプレッドになっているでしょうか。例えば日本で言いますと、劣後ローンが実際に返ってこなかった事例はあって、日債銀のときも、私が記憶している限りでは、債権者が多いことと調整が大変だということを踏まえて、劣後ローンの方には泣いてもらったのですが、劣後債はきちんと返しています。拙くなったら公的資金が入るだろうという形でデッドの投資家が期待してしまいますと、その調達コストが妙に下がってしまうことがあるのです。あるいは、金融機関の方が海外にIRに行くときに、「日本にはimplicit government support

(見えない政府保証)があります。預金保険機構というものがあまして、預金保険法の102条で拙くなったらお金が入るから大丈夫です」と言えてしまうのです。本来であれば、「政府に頼るから大丈夫」ではなく、「自分がきちんとリスクをコントロールしてやっているから大丈夫です」と言うのが金融機関としてあるべき姿だと思のですが、Too big to failで当局が守ってくれているから大丈夫だということになりますと、そこに投資家も金融機関もモラルハザードが起きてしまって、次のクラッシュの衝撃が逆に非常に大きくなるのです。考え方としては、幾つか金融機関を分けて適度に潰すことによって緊張感を保たせるのも一つのやり方だと思いますが、日本においてはあまり好まれず、政治的なハードルも高いのではないのでしょうか。

私よりも皆さん胸の内に物凄く仰りたいことがたくさんあると思いますが、政治的な流れ、ポーズがあることは否定できないと思います。一例を挙げますと、G20で打ち出されていたトーンよりも、バーゼル銀行監督委員会のトーンの方が強く打ち出されています。それは、Financial Stability Forum (金融安定化フォーラム)やG20という屋上屋が入ったことで、自分は彼らより厳しいことを言わないと存在意義がないということになるので、「それは困るのですが」というところも入っていると思います。(Q3) 外部性の問題という話は、要するに今回、規制当局で何を狙っているのかということが議論になったのですが、たくさん資本を積みせると言っても、では資本を積むコストは誰が負担するのかがずっと議論としてありました。結局、銀行が負っているといっても実は銀行ではなく、本当に負っているのは銀行の投資家、株主ですので、その人たちに見合うメリットは何かというと、銀行を潰さないという議論になるのです。ですから、銀行に一生懸命資本を積むことで、国が銀行をつぶさないことをコミットする形になるのですが、規制当局の方は本当にそこまで意識して議論しているのでしょうか。「だから、皆さん安心して銀行の株を買ってください」とキャンペーンを打ってくれるのかということです。そうでもない限り、そんなに膨大な資本は調達できないように思います。だんだんそういうことをみんな現実を感じ始めたので、今朝の(新自己資本比率規制の導入を)10年先に延ばすという記事は日経のフライングだと思うのですが、トーンとしては何となくもう少し冷静になろうという感じになっています。谷澤さんは規制当局の方をご存じだと思うので、そこまで皆さん考えているのかについて教えてください。

(谷澤) 規制当局の方のお考えは公表されている以上のことは分かりかねます。個人的には、ご指摘のとおり、「おかしいですよ。そんなに無理に調達されて、今の日本の構造でハイリスク・ハイリターンでやれというのはですか。同時にハイリスク・ハイリターンをやるなと言うのなら、どうしろと言うのですか」「ローコスト・ロービジネスで、その株を無理やり持たされた株主は損をするのではないですか。規制当局は株主に対して何か説明してくれるのですか」などと水を向けてみたりするのですが、敢えて付度するのであれば、調達するしかないという状況認識なのではないのでしょうか。多分、仰りたいことはいろいろあるのだと思いますが、最終的には本当に投資家が損を負担する問題ですし、投資家に損をさせないように公的資金を入れますと、ひいてはタックスペイヤーの問題になってくると思います。

では国会でそういうところが厳しく議論されるのかといいますと、されていないように思います。それは、政治問題にしないように力を尽くしている面もあるように思います。一つは難しい国際的なことの専門家の議論であるためでしょうか、怒られるかもしれませんが、そういう力学が働くのかもしれない

せん。ただし、単純に目を背けるようにしているのかといいますと、そうではなく、その言い方には語弊があります。皆さん、それぞれの立場で非常に真面目にやっているのは事実だと思うのです。逆に、変に政治の介入が入って歪められてしまう可能性も当然あると思います。然るべき十分な議論、ディスカッションが公の場でされているのか、国策として打ち出すための知の集積やディスカッションがされているかといわれると、本当にそうなのだろうかとも私も時々思います。逆に皆さん頭の良い方ばかりですから、日本という国が最終的にどうやって収益を上げていくのかという問題を解決しない限り、この問題だけをいくら考えていても本質的な問題は解決しないということが分かっているから、あえて先導を取って立ち入っていかれないのかもしれないかもしれません。

ただ、話は若干それますが、見方によっては、日本はバーゼルⅡを本当に世界の先頭を切ってやっている面もあります。昔話になりますが、金融庁でバーゼルⅡに取り組む際、「でも、その法律は誰が書くのですか」「君が書くのだ」「僕は任期付きですし、アドバイザー的な立場かと思っていたのですが、承知しました。せめて財務省の文書課の経験あるスタッフを配属していただきたいのと、それに加えて知り合いの会計士と税理士を誘いたいので、それだけ予算を取りませんか」「ない。頑張れ。力は貸す」といったやりとりのなかでやることになりました。民間の金融機関の皆さんも含めて関係各部署の方がいろいろ力を貸してくださいましたが、それで何とか漕ぎ着けて、世界に先駆けて出したわけです。実際、ファンドの規制などは当初は評判が悪かったのですが、EUは必ずしもルックスルーしなくていいと言っていた一方で、日本だけは、志ある担当官が、もうルックスルーだと言いつけていました。そのおかげで、そこに突っ込まなかった、突っ込めなかったのかもしれないかもしれませんが、それで今回の金融危機において損害が少なかったという面もありますので、日本が主導といいますか、いいか悪いかは別ですが、世界に先駆けて出した法を、例えば英語でホームページにどんどん載せていけばいいのです。アジアの金融当局、HKMA (Hong Kong Monetary Authority: 香港金融管理局) などはどんどんやっていますが、彼らは逆に支店しかないので、自分がアジアの先駆者だと発信し続けられない限り、主導的な地位にいられないのです。しかし、日本には世界的な金融機関があるので、そういったところをどんどん打ち出して、アジアのスタンダードとして、欧米だけではなく日本という国もあるということをもっと主張していてもいいのではないかと思います。

(Q4) もしかしたら法律の問題かもしれないと思うので、既存株主と新しい増資に伴う株主の関係について伺いたいのですが、Too big to failであるがゆえに銀行は潰れないのであれば、最終的にゼロにはならないので、ある意味で既存株主はその段階で保護されています。このような国際合意がもし国内法制に落ちてきて、Too big to failであるがゆえに、増資の際に新規発行することになると、そのときの既存株主はある意味で潰れないがゆえに、モラルハザードではありますが優位さを持つ一方で、新規株主はその後のリスクを背負っています。したがって、普通の事業法人が発行する新規増資と違って、有利発行に関して一定の法的なメリットというか、例えば10%の目処があるとしても、それでは多分増資し切れない場合に、何らかのそういう解釈があるのかどうかについて教えていただけますか。

(谷澤) 既存株主は政府のサポートがあるから有利かどうかは、恐らく成長ストーリーが十分ではないなかで増資を発表すると株価が下がりますので、その観点ではもうすでに既存株主は十分なリスクを引き受けているというか、そういうところはあるかと思います。

新規発行するときの有利発行の問題は、金融機関だから特別の扱いをすることにはならないと思います。銀行法はあくまでも会社法の特別法なので、銀行法のなかで銀行だけ有利発行の基準を変えるということはまずないと思います。ただ、Rights Offeringや株主割当のなかでは、例えば60%や40%ディスカウントで発行するといったとしても、それをすべての既存株主に分けますので、増資に応じてもいいですし、しなくてもいい。時価100円のを60円で増資できる権利ということであれば40円メリットがありますので、増資に応じない場合はその40円の権利を35円で他の方に売ることが出来るという形で実現していくこととなります。有利発行の問題は株主割当のときには正面からは生じないように思います。では第三者に割り当てるときに別の議論があるのかというと、そこは立ち戻って考えてないと思います。

有利発行の問題は、検討していますと10%という目安が伝統的にはあることはあるのですが、最近のブックビルディング方式などが出てきますと、実際には2~3%ぐらいのディスカウントでいけることが増えています。そうしますと、今まで10%というお題目がありました、それがそのままいけるのかということは、今後議論になり得るかもしれません。

(Q5) 先生にお聞きするのが正しいのかどうか分かりませんが、この規制が全部入った後の金融界、ポスト金融危機後の金融業界のイノベーションはどのように考えていけばいいのでしょうか。要は、これだけ自己資本で規制がかかって、流動性規制、レバレッジ規制がかかりますと、逆にいうと、今まで良し悪しは別としてトレーディング勘定のところのアービトラージをしながら投資銀行業務がある程度栄えて、いろいろな商品が出てきたという側面もあると思います。今後、規制が入った後、新国際基準行はどういう形になるのか、結局、当局サイドの人たちは何を指して議論しているのでしょうか。

(谷澤) 当局の方のお考えを私がそれを答える立場にあるかどうかとも全くの疑問です。差し控えさせていただきますが、そのうえで私個人の考えとしてお答えさせていただきますと、日本の銀行のオペレーションは素晴らしく、オペレーショナルリスクを数字で計上して、「いや、そんなにないよ」と言っても、「え？」と海外の理解を得られないぐらい素晴らしいのです。私が海外に留学したときに窓口の担当者とお話をしても「事務処理は本社でしかやらないから、この端末で打って」と言われたりすることがありました。何が言いたいかと申しますと、できればアジアで、リテールで勝負していくのが一つの解なのかもしれないということです。もしくは、勝負できるのであれば、海外で投資していかないと、日本という国が成り立ちません。これは、機関投資家の方や機関投資家的な金融機関の方とお話をさせていただくと、全く同じ話題に収斂していくのです。海外で稼ぐことを真剣に考えていかなければいけないと思います。(とくに海外展開しないのであれば) 収益源の主軸は国債と海外債券投資という傾向が強まるのかもしれません。

ただし、そんなに簡単ではないのも事実かと思えます。国内のなかで起きてくる流れで一つ違った動きとしてあるのは、皆さんのビジネスモデルと一致するのかどうか分かりませんが、少なくとも(旧)銀行局の目線でのビジネスではなく、顧客目線で行われるビジネスで、金融サービスであることを感じさせないビジネスを考えていかなければいけないように思います。その一端として出てきているのがセブン銀行やイオン銀行がやろうとしていることなのかもしれません。ただ、流通系の銀行がしようとしていることとメガバンクがしようとしていることは若干違うと思います。私のない知恵では、新しい付

加価値を見いだしていく必要があるとしか言えません。

ですので、マクロ的に見たときには海外で稼ぐ術を考えることが一つで、何に日本は強みがあるのかといったときにはやはりオペレーションではないかと思います。もう一つは、海外のバルクセールで出てきたものなどを買っていくことだと思いますが、実際にご相談いただくなかでも、セカンダリーのマーケットで目利きができて、底値で拾え、多少ロスは出しつつも、そこでペイできるというところがやはり強いと思います。ちょっと言い過ぎでしたらすみませんが、そういったところで何か出来ることが一つあるように思います。

それから、これはできるのかどうかちょっと分かりませんが、国内のビジネスモデルはそうは言ってもそんなに急には変えられませんので、国際部門と国内部門を大胆に分けてしまうことも考えられます。ただ、それが出来ればいいのですが、持株会社レベルで結局自己資本比率規制が掛かりますと、全体として国際水準を満たさなければいけないので、意味がありません。では全く別のエンティティで、緩やかな連携をしたグループでいけるのかと考えたときには大口信用供与規制の縛りがあって、海外部門のバランスシートが膨らんできたときに、資本金等の15%の預金を裏付けとする調達では支えきれないという事態も出てくるかと思えます。そこは国策的な問題ですが、立法も絡めてこれからどう日本の金融業の絵を描いていくのか本当に考えなければいけないと思います。正直、野村證券が今行っているビジネスモデルが成功できるかどうかの一つの試金石かと思えますし、それ以外のビジネスモデルを見つけていくのも一つのやり方ではないかと思えます。

もう一つ別の方向性として考えられるのは、いいか悪いかは別にして、沢山配当をすることです。電力会社やガス会社のように、これはインフラ産業だということでやっていくわけです。

私のない知恵を絞って考えたことは、恐らくすべてここにいらっしゃる皆さんの意に沿わない回答ではないかと大変危惧していますが、僭越ながら私が思っていることご報告しました次第です。

(2009. 12. 16)

本検討会の翌日、2009年12月17日付けで、バーゼル委より、市中協議文書が「銀行セクターの強靱性の強化」(原題: Strengthening the resilience of the banking sector)と、「流動性リスク計測、基準、モニタリングのための国際的枠組み」(原題: International framework for liquidity risk measurement, standards and monitoring)が公表された。資本の質・量に関する提案は前者に含まれている。規制案においては、現行の原則としてTier1 (Hybrid Tier1含む)、upper-Tier2、lower-Tier2からなる分子項目を、Common Capital (普通株式等資本)、Tier1 Additional Going Concern Capital (追加的Tier1資本)、Tier2へと再編し、控除項目も含めて各項目を再定義した上で、Common Capital、Tier1 (普通株式等資本と追加的Tier1資本の合計)、及びTotal Capital (Tier1とTier2の合計)について、最低水準を設けることがうたわれている。Hybrid Tier1の商品性にみられた永続性への懸念を反省し、このカテゴリーをなくすと共に、Step-up等の償還蓋然性を高める仕組みがあるものは、規制上の資本として認めない方針が強く打ち出されている他、のれん、その他の無形固定資産、繰延税金資産についてはCommon Equityから除外され、厳格化が図られている。仮に、この市中協議案の大枠が維持された場合には、従前の枠組みを前提とした、優先株式、優先出資証券、劣後債、少数株主持分の再設計、新規制に対応した条件付資本の再設計などが課題となるほか、償還蓋然性に関する投資家への説明・販売姿勢が、資本性の評価に影響することになる点にも留意が必要である。詳細については機会を改めて検討したい。