

銀行の出資規制緩和を巡る議論

調査部 主任研究員 野村 敦子

目 次

1. はじめに
2. 議決権保有制限等の制定の背景
 - (1) 株式持ち合いの歴史的な経緯
 - (2) 銀行と事業会社の株式持ち合いの功罪
3. 銀行の事業会社に対する出資にかかる規制の概要
 - (1) 独占禁止法
 - (2) 銀行法
 - (3) 大口信用供与等規制
 - (4) 銀行等の株式等の保有の制限等に関する法律
 - (5) 銀行法の例外措置
4. 緩和を巡る議論と必要とされる視点
 - (1) 今回の議論の経緯
 - (2) 出資規制緩和にかかる議論の本質的な問題
 - (3) リスクマネー供給の観点で検討されるべき課題
 - (4) 出資規制緩和で必要とされる視点
5. おわりに（注1）

（注1）本レポートは、2012年11月26日発表のリサーチ・レポート「《金融展望2012-1》銀行の出資規制緩和を巡る議論」を、一部加筆・アップデートしたものです。

要 約

1. 現在、銀行の事業会社に対する議決権の保有制限（いわゆる5%ルール）について、緩和を巡る議論が進められている。企業の他社株式の保有に制限が設けられたのは、戦後の経済民主化の一環としてであった。その経緯を振り返ると、①戦後のGHQによる財閥解体と株式放出に伴う株式持ち合いの進展（戦後～1950年代）、②証券不況後の株式の受入と企業集団の形成（1960年代～1970年代）、③エクイティ・ファイナンスの活発化と銀行による株式保有の拡大（1980年代～1990年代初め）、④バブル経済崩壊後の株式持ち合い解消の進行（1990年代半ば以降）と、大きく四つのステージに分けることができる。

2. それでは、企業間の株式持ち合いはどのような意味があるのだろうか。持ち合いを行う目的としては、①企業の乗っ取りや敵対的買収の防止、②安定的な長期系列取引関係の維持、③情報の非対称性に起因するエージェンシー・コストの節約効果、④静かな株主としての相互保有株主の存在、⑤株価上昇局面における保有株式の含み益の経営への寄与、といった点が挙げられる。

その反面、最近では、①企業経営や株式市場の合理性・効率性等へのマイナスの影響、②長期系列取引の排他性、不透明性、非効率性、③コーポレート・ガバナンスの機能不全、④株価下落局面における保有株式の含み損の財務圧迫、といった問題が顕在化している。さらに、市場のグローバル化や国際会計基準への対応、経済合理性の追求や株主からの要請等もあり、持ち合いは徐々に解消される方向にある。

3. 上記に加え、銀行が一般事業会社の株式を保有する問題点として、①資金力のある銀行による産業支配、②利益相反、③株式保有リスクの拡大と本来業務への影響、④セーフティネットの利益の漏出、といった点が指摘されている。とりわけ、銀行は金融仲介機能や信用創造機能、決済機能といった経済活動に不可欠な機能を担っており、銀行経営が株価の変動に左右されるとなると、経済全体にそのリスクが及ぶ恐れがある。

このため、銀行の株式保有に関しては、①独占禁止法による議決権保有の制限、②銀行法に基づく議決権保有の制限、③大口信用供与等規制、④株式等保有制限法、などの規制が課せられている。このうち、①と②がいわゆる5%ルールと呼ばれるものである。ただし、5%を超える出資が全面的に禁止されているわけではなく、ベンチャー企業や事業再生途上にある企業に対する出資については、一定の要件のもと5%ルールの適用除外とされている。

4. 独占禁止法により、5%ルールが設定されたのはいまから60年以上前のことでもあり、その当時と比べ、実体経済や銀行、企業の置かれている環境は大きく変化していることなどから、制度の本質的な意味や枠組みについて改めて検討すべき時期にさしかかっているといっていいただろう。

そのようななか、5%ルールを緩和する方針が打ち出された。出資にかかる規制を緩和することにより、銀行によるデットとエクイティの両面からの資金供給の柔軟化や、中小企業のバランスシートの改善、資金繰りの緩和などの効果が期待されている。もっとも、5%ルールの緩和だけでエクイティの抛出が増加するとは考えにくく、また、デットがエクイティに安易に振り替えられることにな

ると、さらなる問題の先送りに繋がり、デットとエクイティの両面で銀行に一段とリスクが集中することが懸念される。

5. リスクマネーの供給やベンチャー企業の育成、中小企業の事業再生にかかる根本的な問題は、出資規制（5%ルール）の上限緩和だけでは解決できないのであり、また出資規制の緩和自体は副作用も考えられる。このため、それぞれの議論は分けて考える必要があると思われる。

まず、リスクマネー供給の円滑化に関しては、併せて、①投資家層の拡大、②出資の出口戦略に向けた環境整備、③企業のライフステージに応じた資金調達形態の多様化、などを検討すべきである。

6. 一方、5%ルールを見直すとすれば、銀行経営や金融システムの安定性への影響を踏まえ、リスクマネー供給の円滑化とは別に、制度全体の再設計として捉える必要がある。銀行本体の株式保有については、一定の意義が認められる反面、利益相反や銀行への過度のリスク集中、問題の先送りなどの副作用も想定される。したがって検討に際しては、①銀行の経営の健全性の維持、②銀行の本来業務への影響の抑制、③株式市場の健全な発展への配慮、④コーポレート・ガバナンスの機能不全の回避等に十分に配慮することが求められる。加えて、銀行における利益相反管理体制や優越的地位の濫用防止のための内部管理体制の整備、株式保有も含めた統合リスク管理の高度化など、銀行における自主的・自律的な取り組みについても併せて検討する必要があるだろう。

1. はじめに

2012年5月に、金融庁・金融審議会「金融システム安定等に資する銀行規制等の在り方に関するワーキンググループ」の会合において、銀行の事業会社に対する議決権保有制限（いわゆる5%ルール）について見直しの必要性が示され、現在5%とされている上限の見直しも含め、議論が進められている。この背景には、創業間もないベンチャー企業や事業再生に取り組む中小企業に対し、金融機関による資本金の供給を促し、企業価値の向上を図ることがある。

そもそも、金融機関に対し議決権保有にかかる規制が制定されたのは、独占禁止法上では金融機関による事業支配力の過度の集中の防止、銀行法上では銀行経営の健全性の確保・維持が目的とされている。また、2002年には、銀行の経営が保有する株式の価格変動リスクに晒されることを防止する観点から、銀行が保有できる株式時価総額を自己資本の範囲内に制限する株式保有制限法が制定されている。

これまでの経緯を踏まえると、銀行の議決権保有や株式保有の制限を緩和することについて、融資による資金供給が難しい企業に対し、リスクマネーの供給を円滑化するという側面からのみで論じることはできないと思われる。銀行経営の健全性や収益性の観点、あるいは市場や経済に与える影響等、これまでの議論を検証しつつ、方向性を探っていく必要がある。

そこで、本稿では、銀行の事業会社に対する議決権保有等の制限について、歴史的な経緯やこれまでの議論を整理することで、今後検討すべき論点の明確化を図ることとしたい（注2）。

（注2）なお、今回の5%ルール緩和の議論とは別に、銀行業界からマーチャント・バンキング業務（投資家への販売または自己の資産運用のために一般事業会社の株式等を保有すること）の拡大を目的とした議決権保有制限の例外措置拡充の要望が数度提出されている。しかしながら、今回の5%ルール緩和の議論とは目的が異なるため、本稿のなかでは、マーチャント・バンキング業務にかかわる部分については、とくに取り上げないこととする。

2. 議決権保有制限等の制定の背景

戦後、銀行等の金融機関に対し、一般事業会社の議決権保有等を制限する法律が制定された背景には、GHQ（連合国最高司令官総司令部）が主導する経済の民主化があった。その後、企業グループにおける株式持ち合いの進展、バブル経済崩壊に伴う株式保有リスクの顕在化等を経て、銀行と事業会社間の株式持ち合いは解消される方向にある。また、銀行等に対する議決権保有制限の目的についても、初期の事業支配力の過度の集中の防止から、銀行経営の健全性の確保・維持に主眼が移っている。以下では、銀行と事業会社間の株式保有の歴史的な経緯について整理するとともに、その功罪について考察する。

(1) 株式持ち合いの歴史的な経緯

①戦後のGHQによる財閥解体と株式放出

第二次世界大戦後、GHQは占領政策の一環として経済民主化改革、すなわち、農地改革、労働改革、ならびに財閥解体を推し進めた。このうち財閥解体については、①財閥本社ならびに傘下の巨大会社の解体など企業の分割、②財閥家族の公職追放・役員就任制限による人的な企業支配力の排除、③財閥本社および関係会社あるいは財閥家族が所有する株式保有の分散化による財閥組織の資本的つながりの排除など、財閥に集中していた資本や人材、経済力の排除・分散が進められた。

1946年8月に持株会社整理委員会（HCLC）が発足し、HCLCが財閥本社、家族、財閥直系・準直系会社が保有する株式を譲り受ける受け皿となった。1947年6月には、HCLCに譲渡された株式等の処理を進めるため、証券処理調整協議会（SCLC：Securities Coordinating Liquidation Committee）が設立された。SCLCは財閥保有の株式の放出先として、発行会社の従業員、当該会社の本・支店等所在地の住民を優先することとし、それ以外の株式については一般投資家に対して売却することとした。この措置により、財閥保有株式が個人を中心に放出されることになり、一時的に個人の持株比率が上昇した。しかしながら、戦後の疲弊した経済状況のなかで個人が株式を保有し続けることは難しく、ドッジ不況に伴う賃金の遅配や欠配なども重なり、当面の生活資金等の確保、あるいは株価下落による損失拡大を回避するために、個人による保有株式を売却する動きが拡大した。

こうした個人による保有株式売却の受け入れ先として、法人の株式保有比率が上昇することになった。一つには、財閥系企業が手放した株式の回収をはかり、企業集団の再形成を図ったことがある。銀行は、財閥解体政策の対象として指定されなかったことから、個人の保有株式の放出の受け皿となり、旧財閥系銀行を中心とした株式所有による企業の系列化・集団化が急速に進展した。もう一つには、投機筋による株の買占めへの対抗策として、法人による株式の受入が拡大した。財閥系企業の株式が大量に放出されたものの、これを持ちきれない個人が株式を売却する動きが拡大したため、株式の流動性が高まり、株の買占めが起きやすい状況になっていた。こうしたなか、1952年には旧三菱財閥系の陽和不動産と関東不動産の株式が投機筋に買占められる事態が発生した。両社は、旧三菱本社の所有していた不動産を多数引き継いでいたことから、三菱グループ各社は社長会で全株式を買い戻すことを決定した。同様の事件が大正海上火災（現三井住友海上火災）でも発生し、ここでも三井グループ各社が共同で買い戻した。

こうした買占め事件やグループ企業による経営再建等を契機に、安定株主としてグループ各社間で相互に株式を保有する動きが進み、旧財閥系企業グループ、銀行を中心とするグループ、あるいは巨大事業会社を中心とするグループによる企業集団が形成されていくこととなった。

②証券不況後の株式持ち合い進展

1960年代から1970年代にかけては、証券不況を受けて設立された株式買入機関の保有株式放出の受け皿、ならびに資本の自由化に伴う外資参入に対する買収防衛策の両面で、企業グループによる株式の相互持ち合いが一段と進展した。

高度経済成長のもと、1950年代後半からの株式投資信託ブームも相俟って、株式市場は急速に拡大した。投資信託の残高は、1961年には4年前の約10倍となる1兆円を突破した。しかし、1961年の金融引き締め策により株価が下落し、さらに、1963年にケネディ大統領がドル防衛策として利子平衡税創設を発表したことを受け、株価は一段と下落した（ケネディショック）。11月にはそのケネディ大統領が暗殺されたことでアメリカの株式市場が大混乱となり、日本市場にも影響が波及、株価は暴落した。当時の日経平均株価は、1961年7月18日時点で1,829円であったのが、1965年7月12日には1,020円にまで下落した。

そこで、株価維持対策のための株式買入機関として、1964年に銀行14行と4大証券により日本共同証

券、1965年には4大証券により日本証券保有組合が設立された。両機関は、株価維持のための株式の需給バランス調整を目的として、大量の株式買い入れと一時凍結（保有の継続）を行った。1965年12月に株価が底を打つと、両機関は保有する株式を徐々に売却していったが、初期段階には、株式の発行会社の意向に沿う形で、銀行、生命保険会社、取引先企業などが安定株主として放出株を引き受けることとなった（図表1）。その結果、金融機関、事業法人等の株式保有比率が急上昇した。当時の所有者別持株比率の推移を見ると、1965年度に金融機関・事業法人の合計で47.4%であったのが、1974年度には62.6%と大きく上昇している（図表2）。

(図表1) 株式買入機関の株式売却状況

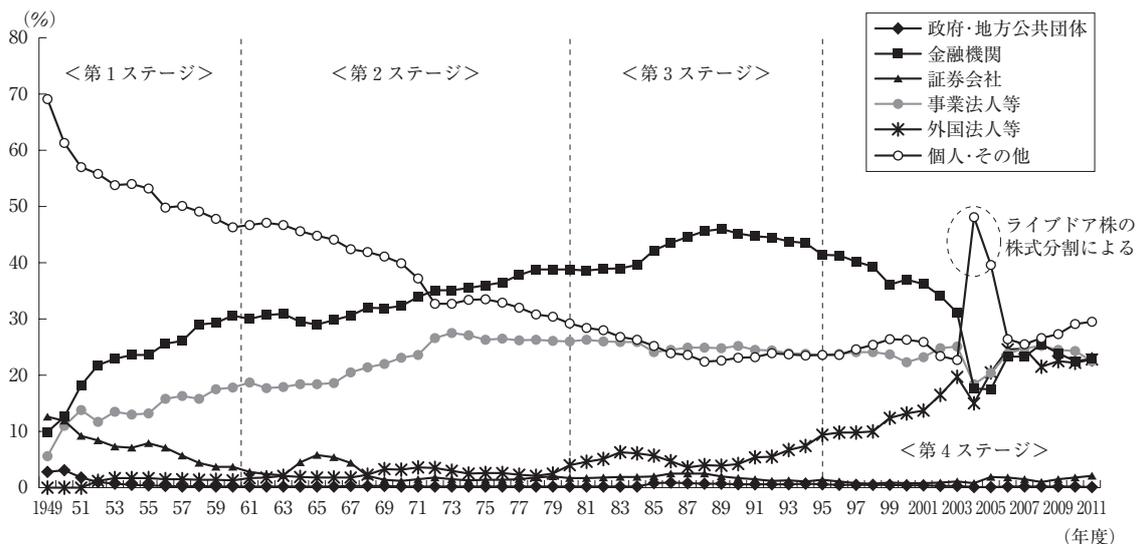
日本共同証券			日本証券保有組合		
売却先	金額(百万円)	構成比(%)	売却先	金額(百万円)	構成比(%)
銀行	39,935	14.7	都市銀行	49,673	20.6
生保	19,493	7.2	長期信用銀行	15,111	6.3
損保	6,704	2.5	信託銀行	17,661	7.3
その他金融機関(注1)	3,079	1.1	地銀・相互銀	3,818	1.6
関連企業	61,752	22.7	生保	43,898	18.2
投信	13,702	5.0	損保	7,316	3.0
発行会社役員	6,805	2.5	会社・関連	41,051	17.0
外国人	8,753	3.2	会社・役員	10,791	4.5
その他(注2)	112,178	41.2	個人投資家	51,756	21.5
合計	272,401	100.0	合計	241,075	100.0

(資料) 伊藤正春「持ち合いの終焉と株式市場の新世紀」大和総研(2004年6月29日)、原典：日本共同証券財団「日本共同証券株式会社社史」、資本市場振興財団「日本証券保有組合記録」

(注1) 「その他金融機関」は農林中金・相互銀行・信用金庫等。

(注2) 「その他」は売却先不詳の市場放出分。

(図表2) 所有者別持株比率の推移



(資料) 全国証券取引所

(注1) 1985年度以降は、単位数ベース、2001年度から単元数ベース。

(注2) 2004年度から2009年度までは、ジャスダック証券取引所上場会社分を含む。

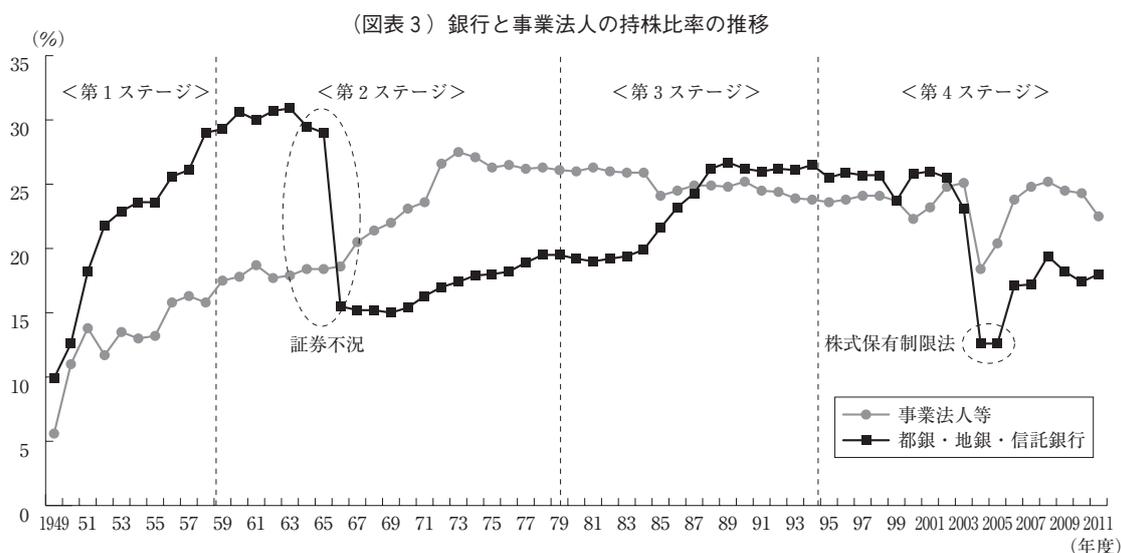
(注3) 2004年度～2006年度における急激な増減について：2005年度調査まで調査対象会社となっていた㈱ライブドアによる大幅な株式分割の実施等から、2004年度調査から単元数が大幅に増加し、㈱ライブドア1社の単元数が集計対象会社全体の単元数の相当数を占めることとなったため、2004年度～2006年度の数値は、その影響を受け大きく増減している。

こうした株価維持対策に加えて、資本の自由化による外国資本の進出や敵対的買収（TOB）への対抗策としても、安定株主作りが進められた。日本は、1963年にはGATT11条国、翌64年にはIMF8条国へ移行した。さらに、1964年にOECD（経済協力開発機構）に加盟し、資本の自由化が段階的に進められた。この時期は、前述の証券不況で株価下落や投資信託の解約が進み、株式の買占めが容易な状況であったことから、外資による会社乗っ取りに対する危機感が強まっていた。そこで、発行企業は関係の深い金融機関や取引先企業に株式の引受を依頼し、持ち合いが一段と進むこととなった。6大企業集団（三菱、三井、住友、芙蓉、三和、第一勧銀）が形成されたのは、この時期といわれる（注3）。株式の相互持ち合いが進展するなか、企業集団による事業支配力の過度の集中を防止する観点から、1977年に独占禁止法第11条が改正され、銀行等の議決権保有制限が上限10%から5%に引き下げられた。

③エクイティ・ファイナンスの活発化

戦後間もない時期の企業の資金調達手段は、銀行借入を中心とする間接金融が主流であった。その後、高度経済成長とともに大企業の資本蓄積が進み、日本経済は資金不足経済から資金余剰経済へと移行した。大企業の資金調達手段も間接金融から直接金融へとシフトし、資金の調達・運用手段として市場が利用されるようになった。1970年代半ばから、時価発行増資、転換社債の発行、新株引受権付き社債の発行などのエクイティ・ファイナンスが盛んに行われるようになり、調達された大量の資金は株式投資や株式持ち合い、不動産等への投機にも使われ、バブル経済が生成されていくこととなった。

所有者別持株比率の推移を見ると、個人・その他は1949年度の69.1%をピークとして、1988年度の22.4%まで一貫して下がり続けたのに対し、金融機関は同期間に9.9%から45.6%、事業法人は5.6%から24.9%に上昇しており、いわゆる機関化現象が進展した（図表2）。エクイティ・ファイナンスは、安定株主の持分比率を低下させる可能性があるが、金融機関が引き受け手になることによって、企業にとっては安定株主比率を維持することができる。一方の金融機関にとっても、株価上昇局面では株式の含み益



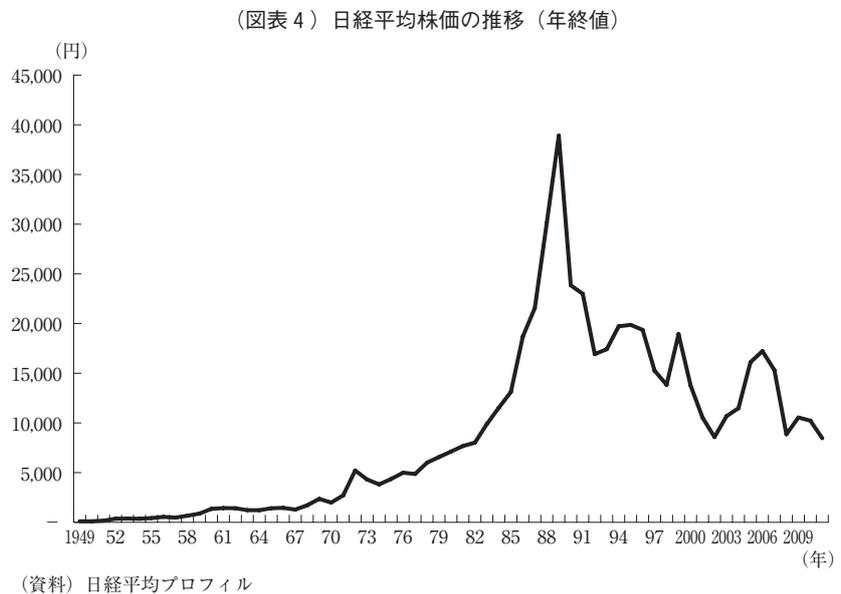
(資料) 図表2と同じ

を期待できるというメリットがあった。金融機関のなかでも、とくに都銀・地銀・信託銀行の伸びが大きく、1960年代終わりの持株比率は15%程度であったのが、バブル絶頂期の1980年代末から90年代初めにかけて26%に上昇しており、同時期の事業法人は22%前後から25%前後と小幅な伸びであったことから、企業のエクイティ・ファイナンスの引き受け手として主に銀行が機能していたことがわかる（図表3）。

④強まる株式持ち合い解消の圧力

1990年代後半に入ると、株式所有構造は大きく変容した。バブル経済の崩壊に伴い、株価が大きく下落（図表4）し、企業や金融機関の保有株式に含み損が発生したことから、事業会社による銀行株売却と同時に、銀行による事業会社株売却も進んだ。

事業会社による銀行株売却が進行した理由としては、第1に、1997年の金融危機発生に伴い、銀行株の投資収益率が低下し、保有リスクが上昇したことが挙げられる。第2に、会計基準の国際的な統一化などの流れを受けて、1999年度以降、連結財務諸表制度の導入（1999年度）、金融商品の時価会計の導入（2000年度）、時価会計の適用範囲の拡大（2001年度）など会計基準の見直しが図られ、保有株



式の評価損益が決算に反映されることになったことがある。第三に、1996年1月に適債基準の撤廃と財務制限条項の自由化が行われたことがある。社債の自由化で、大企業にとって資金調達先としての銀行との関係性が一段と薄まると同時に、格付けに代表される市場の評価が重要になった。

一方の銀行側の事情として、①不良債権処理のための償却原資として保有株式の売却が進められたこと、②国際決済銀行（BIS）の自己資本比率規制の見直しに伴い、株価変動リスクの把握と削減が要請されたこと、③金融危機に伴う銀行再編の動きのなかで、合併により独占禁止法や銀行法上の規定（総議決権の5%）を上回ることとなった保有株式を放出せざるを得なかったこと、などが保有株式を放出していく契機となった。2002年には、銀行経営の健全性確保のために、保有株式の株価変動リスクを遮断する目的から、銀行の保有株式の時価総額を自己資本の範囲内に制限する銀行株式等保有制限法が制定された（詳細は後述）。

このように株式持ち合いの解消が進行した結果、法人安定株主の持株比率が急速に低下し、株式の企業間での分散化、ならびに外国人の持株比率が上昇することとなった。1989年における金融機関の持株

比率は46.0%、外国人の持株比率が4.0%であったのが、2001年には金融機関が36.2%にまで低下し、外国人が13.7%へと上昇している。その後、2005年前後にアクティビスト・ファンドや競争相手に買収されることを懸念する一部企業において、再び持ち合いを強化させる動きが出て、解消はいったん停滞した。もっとも、銀行と事業会社間の持ち合いというよりも、事業会社間で持ち合いを強めるケースが多かったことが指摘されている（注4）。

しかし、2008年秋のリーマンショックに端を発する世界金融危機で株価は急落し、持ち合いを強化した企業は多額の損失を被ることとなった。投資家の企業経営に対する視線が厳しくなっており、株主に対する説明責任がこれまで以上に強く求められる状況下、事業に直接関連のない持ち合い株が収益を圧迫しているような事態では株主に対する説明責任を果たせないことから、持ち合い復活の動きは一時的なものにとどまった。さらに、国際会計基準（IFRS）導入議論（注5）が台頭したことも、株式持ち合いの解消を促すこととなった。この結果、2011年の持株比率は、金融機関が22.9%、外国人が22.8%とほぼ拮抗した状況となっており、銀行の持株比率は2.7%にまで低下している（図表2）。

（2）銀行と事業会社の株式持ち合いの功罪

①株式の相互保有の理由

銀行と事業会社の株式の相互保有の歴史的経緯を見てきたが、なぜ、企業同士の株式持ち合いが進んだのであろうか。その理由として、第1に、企業の乗っ取り・敵対的買収の防止が挙げられる。戦後の財閥系企業の株式放出や、1960年代～70年代の資本自由化、会社法施行（2006年5月）に伴う三角合併の解禁（2007年5月）時において、投機筋や外資、競争相手による敵対的買収の増加に備え、安定株主との株式持ち合いを強化する動きが活発化した。

第2点目として、安定的な長期系列取引関係の維持である。親会社と下請け企業、メーカーと卸・小売店の間の商取引、あるいは、金融機関と事業会社との金融取引等において、株式保有も含めた緊密な関係の構築が有利に働き、経営の安定をもたらすと考えられていた。事業会社にとっては、長期系列取引により、売上変動の最小化や取引コストの低減など、経営の安定が実現できた。金融機関と事業会社との長期的な取引関係はメインバンク制とも呼ばれ、資本市場が未発達な状況下においては、系列事業会社は優先的に金融機関から資金を調達でき、金融機関にとっては融資・預金ばかりでなく職域取引等周辺業務の獲得ができ、双方にメリットをもたらした。

第3点目として、情報の非対称性によってもたらされるエージェンシー・コストの節約効果がある。株主と企業の間には利益相反が存在し、企業の経営者は必ずしも株主の利益のために行動せず、株主が投資した資金や財を有効に利用しない可能性がある。これを「エージェンシー・コスト」と呼ぶ。エージェンシー・コストは、株主が当該企業に関する情報を十分に持たない（情報の非対称性の存在）ことにより発生するが、株主と企業の関係が株式持ち合い等により緊密な場合には、情報の非対称性やそれに起因するエージェンシー・コストが小さくなる。さらには、株式や社債を購入する投資家よりも貸出を行う銀行の方が、企業に関する情報に精通しているため、情報の非対称性にかかるコストが低いと指摘されている（注6）。

第4点目として、静かな株主としての相互保有株主の存在である。株式持ち合いの状況下では、株主

の大半が物言わぬ株主であることから、経営者が企業の経営や株主総会を思い通りにコントロールできた。また、高配当の要求もないことから、利益を内部留保として蓄えて、将来の投資や変動に備えることができた。このように企業経営者にとって株式持ち合いは、株主の干渉や市場からの圧力がなく、長期的な視点からの経営が可能と考えられた。

第5点目として、株式市場が右肩上がりの状況下では、保有する株式が含み益を生み、経営のバッファとして寄与していた。例えば、バブル経済崩壊時に、企業は収益の落ち込みを含み益のある保有株の売却で補い、銀行は不良債権処理の損失を補填することができた。

②株式持ち合いの問題点

一方、株式持ち合いの問題点は、上記で述べた利点とちょうど表裏の関係にあるといえる。

第1に、先述のように、わが国の株式持ち合いの動機の多くは長期取引の維持や買収防衛を主眼に置くものであり、必ずしも株価収益率の最大化を目標とするものではなかった。このため、収益は期待できず、低配当の株式を保有することによる資金効率の低下、株式の長期保有に伴う資金の固定化、市場における株式の流動性の低下や株価形成を歪めるといったデメリットが指摘できる。

第2に、株式持ち合いの直接の問題点ではないものの、株式持ち合いの動機となる長期系列取引は、新規参入者にとっては排他的、不公正な取引慣行と受け止められる。とくに、外国企業から日本市場は閉鎖的であると批判され、貿易摩擦の原因ともなった。また、長期継続取引は安定供給や品質の確保ができる等のメリットがあるものの、取引関係や価格が硬直的なものとなり、新しい技術やサービスの導入を阻むものとなり、経済全体が非効率となる恐れがある。

第3に、安定株主が静かな株主として議決権を保有するとなると、株主総会における議決権による監視機能が形骸化し、コーポレート・ガバナンスが機能しなくなることも考えられる。経営者への監視機能が十分に作用しないと、経営者の責任感覚が希薄化し、企業不祥事が発生するなどの弊害が生じる。

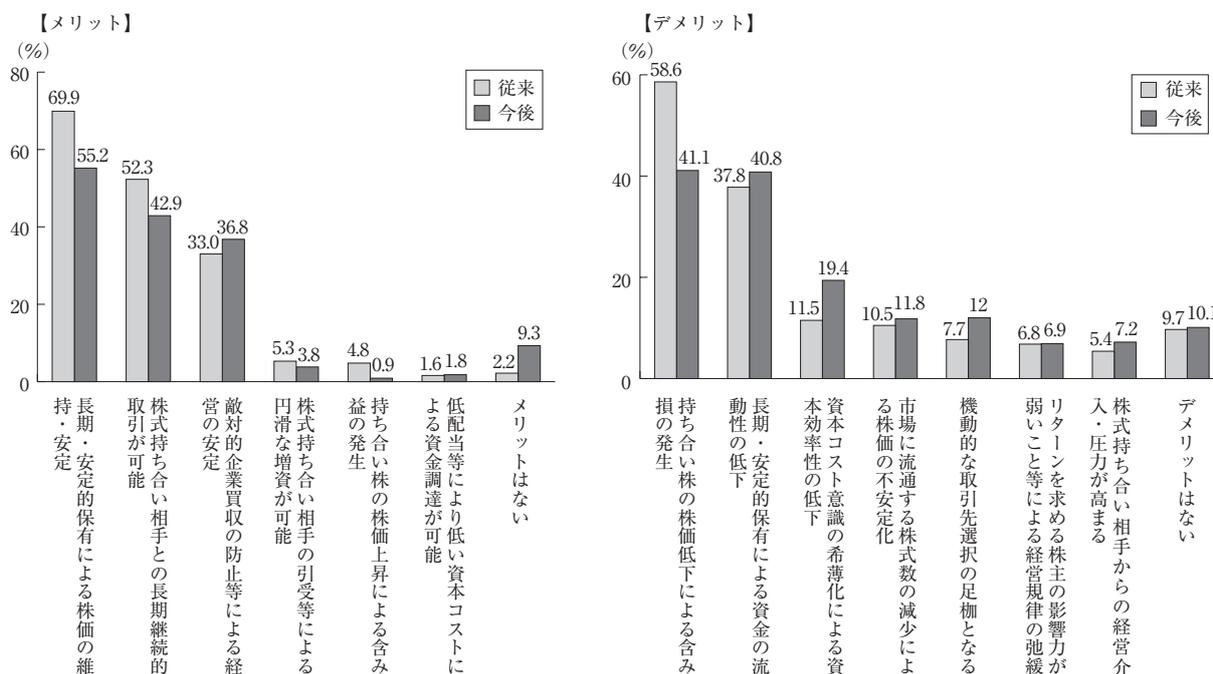
第4に、株価下落の局面では、保有株式の含み損が企業財務の圧迫要因となり、自己資本が毀損する恐れがある。たとえ本業が好調であっても、保有株式の損失が甚大なために、業績が最終赤字となるケースもある。バブル経済崩壊や金融危機の局面では、保有する株式の評価損が業績を圧迫する企業が多く見られた。

ちなみに、1998年に経済企画庁（現内閣府）が行ったアンケート調査では、株式持ち合いのメリットとして「長期・安定的保有による株価の維持・安定」、「株式持ち合い相手との長期継続的な取引が可能」、「敵対的企業買収の防止等による経営の安定」が挙げられており、一方デメリットとしては「持ち合い株の株価低下による含み損の発生」、「長期・安定的保有による資金の流動性の低下」を挙げる企業の割合が高かった（図表5）。

③銀行における問題点

銀行が一般事業会社の株式を保有することについては、前に掲げた問題以外に、①銀行による産業支配の懸念、②利益相反、③株価変動リスクの拡大と本来業務への影響、④セーフティネットの利益の漏出、といった点が指摘できる。

(図表5) 株式持ち合いのメリット・デメリット



(資料) 平成10年度企業行動に関するアンケート調査 (内閣府)

第1に、銀行による事業会社の株式保有は、メインバンクとしての融資や役員派遣と相俟って、企業のコーポレート・ガバナンスに寄与する側面がある一方で、産業支配の状況を作り出す懸念がある。銀行は、企業に対する融資などの資金供給を通じて相対的に優位にあると考えられるが、そのうえ事業会社の大株主になると、銀行の企業や特定産業への影響力が増大し、自由な産業活動や市場競争が阻害される恐れがある。

第2に、一般的には銀行業と証券業の兼営の場合の利益相反が指摘されるが、銀行や大口債権者が債務者企業の株主の立場になると、やはり利益相反が発生することが懸念される(注7)。例えば、企業に貸出する債権者としての内部情報をもとに、株式や社債などの有価証券を発行させて自行に有利に働くように貸出金を回収したり、系列証券会社を引受主幹事とするように圧力をかけるなどの動機が働き、他の株主に不利益が生じる可能性がある。あるいは、系列事業会社に対する与信判断が他の取引先企業に比べ甘くなったり、資金逼迫時に系列事業会社への資金供給を優先させるなど、資金配分の公平性・公正性が阻害されたり、系列事業会社のリスクが銀行を通じて預金者にも及ぶことなどが考えられる。

第3に、銀行が大量の株式を保有すると、株価の騰落が銀行経営や貸出行動に影響を与える恐れがある。例えば、株価が下落して多額の損失が発生すると、自己資本が毀損して銀行のリスク負担能力が低下することになり、信用収縮をもたらす可能性がある。また、銀行がベンチャー企業や再建途上の中小企業等、未上場企業の株式を保有する場合には、IPOやM&Aといった出口がないと、不稼動資産として蓄積・固定化されることになり、資産の質や資金効率の低下を招く恐れがある。

第4点目として、「セーフティネットの利益の漏出」、すなわち銀行のセーフティネットの利益が銀行業以外の他の事業に及ぶことによる競争条件の不均衡等が発生する問題が指摘されている(注8)。銀

行は金融仲介機能、信用創造機能および決済機能を通じて経済活動を円滑に進めるという公共性の高い業務を担っており、一つの銀行の破綻が金融システムや経済にまで影響を及ぼすというシステム・リスクを内包している。そこで、中央銀行の「最後の貸し手」機能や公的資金注入、預金保険制度といったセーフティネット（銀行の破綻が預金者や金融システムに影響を及ぼすことを防ぐ安全網）が構築されている。しかしながら、系列事業会社に経営破綻が生じた場合など、銀行の本来業務以外で生じた損失を補填するために、「セーフティネットの利益の漏出」が発生する恐れがある。そうすると、銀行がセーフティネットの存在を前提に、よりリスクの高い行動を取りがちになり、銀行グループが経営破綻したときの社会的コスト（すなわち国民負担）が増大する可能性が指摘されている。

- (注3) 岡崎哲二「資本自由化以降の企業集団」橋本寿朗・武田晴人編『日本経済の発展と企業集団』東京大学出版会（1992年2月）
- (注4) 宮島英昭、新田敬祐「株式所有構造の多様化とその帰結：株式持ち合いの解消・「復活」と海外投資家の役割」RIETI Discussion Paper Series 11-J-011、独立行政法人経済産業研究所（2011年2月）
- (注5) 2009年2月に金融庁が、2012年までにIFRSの強制適用の是非を検討することを表明した。IFRSが導入されれば、保有株式の価格変動が企業の株価決定に大きく影響することが予想され、持ち合い株式の見直しが進められた（その後、強制適用の時期は先送りされることとなった）。
- (注6) 上野陽一、馬場直彦「わが国企業による株主還元策の決定要因：配当・自社株消却のインセンティブを巡る実証分析」日本銀行ワーキングペーパーシリーズNo.05-J-6（2005年4月）
- (注7) 一般的に、銀証兼営における利益相反行為に関しては、銀行が貸出先企業の経営悪化を察知し、社債や株式を発行させることで貸出金をいち早く回収し、他の投資家に損害を与えるようなケースがある。銀行の事業会社の株式保有に関しても、系列事業会社に対する与信判断が甘くなったり、過度の融資集中が生じるなどにより、他の利害関係者に損失を与える懸念が指摘される。
- (注8) 日本銀行信用機構局「金融サービス業のグループ化—主要国における金融コングロマリット化の動向—」（2005年4月）p.34などによる。

3. 銀行の事業会社に対する出資にかかる規制の概要

そもそも銀行は、顧客の預金受入や貸出業務を取り扱うとともに、決済システムを運営するなど、公共性の高い業務を担っており、経済のインフラとして重要な役割を果たしている。そのような銀行が株式を大量に保有するとともに、先に述べた通り、経営が株価の変動に左右されるなどリスクが高まり、最悪の場合には、金融システムが不安定になり、日本経済全体に影響が及ぶことも考えられる。

そこで、銀行による株式保有に関して、様々な規制が設けられている（図表6）。以下では、銀行の株式保有に関連する規制の概要ならびに最近の緩和を巡る議論について整理する。

(1) 独占禁止法

「私的独占の禁止及び公正取引の確保に関する法律（独占禁止法、以下独禁法）」は、私的独占や不当な取引制限、不公正な取引方法等を禁止し、事業支配力の過度の集中や、事業にかかる不当な制限・拘束を排除することにより、公正かつ自由な競争を促進し、国民経済の民主的で健全な発達を促進することを目的とする法律で、1947年7月に施行された。

その第11条第1項に、「銀行又は保険業を営む会社は、他の国内の会社の議決権をその総株主の議決権の100分の5（保険会社は100分の10）を超えて保有してはならない」と規定されている。独禁法上の議決権保有制限の目的は、銀行・保険会社による事業会社の支配の拡大とそれによる事業支配力の過度

(図表 6) 銀行の株式保有等制限の経緯

年	法律等	内 容	概 要
1947	独占禁止法施行	金融会社の株式保有制限 (第11条)	・競争関係にある同種の金融会社の株式を取得してはならない ・総資産が500万円を超える金融会社は、他社の発行済株式総数の5%を超えて所有してはならない
1949	独占禁止法改正	競争相手の株式保有制限 緩和等	・競争会社間の株式所有の禁止規定の削除 ・金融会社は国内の他社の発行済株式総数の5%を超えて所有してはならない
1953	独占禁止法改正	上限緩和	・株式所有の限度を5%から10%に緩和
1977	独占禁止法改正	上限厳格化	・株式所有の限度を10%から5%に厳格化(10年の経過措置設定)
1982	銀行法改正	銀行グループ(第16条) 大口融資規制(第13条)	・銀行本体とその子会社合算で5%以下 ・大口融資規制の法制化
1997	独占禁止法改正 ⇒銀行法改正	銀行持株会社解禁に伴う 措置(第52条の8)	・銀行持株会社とその子会社合算で15%以下
1998	金融システム改革⇒ 銀行法改正	例外措置 大口信用供与等規制	・証券子会社が業務として所有する株式 ・担保権実行等の事由により取得した株式 ・VC子会社が保有するベンチャー企業の議決権 ・有限責任組員が投資事業有限責任組合の組合財産として所有する株式 ・信用供与に出資等を追加、企業単体で自己資本の25%、企業グループで40%
1999	銀行法改正	例外措置の拡充	・合理的な経営改善計画に基づくDESを追加
2001	独占禁止法改正 株式保有制限法施行	商法改正に伴う措置 株価変動リスク回避	・発行済みの株式の総数→総株主の議決権 ・銀行が保有できる株式時価総額は自己資本(Tier1)の範囲内
2002	独占禁止法改正	金融業の範囲	・金融業を銀行業または保険業に変更
2008	銀行法改正	例外措置の拡充	・ベンチャー企業(設立5年未満→10年未満) ・事業再生を行う会社を追加

(資料) 金融庁等資料を基に日本総合研究所作成

の集中を防止する点にある(一般集中規制)とされるが、沿革的には、アメリカの金融規制における「銀行と商業の分離」原則の影響を受けているとの指摘もある。

1953年の独禁法改正により、第11条の上限がいったん10%に緩和された。その背景には、戦後の企業の再建、新設、設備整備のための資金調達手段として大量の株式が発行されたものの、個人は資金を株式投資に振り向ける余力に乏しく、金融機関や企業に厳しい株式保有制限が課せられていると、大量に発行された株式の消化が難しいことがあった。そこで、戦後の経済の復興と発展を促進するために、独禁法の改正がなされ、1949年に事業会社による他の会社の株式所有が解禁されるとともに、1953年には金融会社の株式保有制限が5%から10%に緩和された。しかし、この規制緩和により株式持ち合いならびに巨大な企業集団の形成が進み、産業支配力の過度の集中が懸念されたことから、1977年に企業結合の手段となる株式所有の規制強化が図られ、金融会社の議決権保有制限は再び上限5%に引き下げられた。

なお、事業会社による銀行・銀行持株会社の議決権保有に関しては、とくに制限は設けられていないものの、銀行・銀行持株会社が「事業支配力が過度に集中することとなる会社」となる場合には、独禁法上、その設立等が禁止される。(独禁法第9条第1-2項)。

(2) 銀行法

銀行法において、銀行は経営の健全性確保の観点から他業禁止が課されており、この趣旨の徹底を図るとともに、銀行の子会社の業務範囲制限逸脱を回避するために、事業会社の株式保有について上限が設けられている。

具体的には、銀行法第16条の3第1項において、「銀行又はその子会社は、国内の会社の議決権について、合算して、その基準議決権数(当該国内の会社の総株主等の議決権に百分の五を乗じて得た議決

権の数)を超える議決権を取得し、又は保有してはならない」とされている。

また、銀行法第52条の24において、銀行持株会社またはその子会社に対する規定が設けられており、「国内の会社の議決権については、合算して、その基準議決権数（当該国内の会社の総株主等の議決権に百分の十五を乗じて得た議決権の数）を超える議決権を取得し、又は保有してはならない」とされている。1998年3月に独禁法第9条の改正により、持株会社の設立が解禁されたことに伴う措置であり、持株会社傘下の金融機関が5%（保険会社の場合は10%）ずつ株式を保有すると全体の保有率は増大し、独禁法の趣旨が損なわれることから、グループ全体としての上限が定められた。

このように、独禁法上の規制対象は銀行本体に限られるのに対し、銀行法上は銀行持株会社についても規制が設けられており、また、銀行法上は銀行子会社による議決権保有を合算することとされている。また、事業会社が銀行持株会社（銀行を子会社とする持株会社）または銀行主要株主（銀行の総議決権の20%以上を保有するもの）となる場合には銀行法の規制対象となる。

(3) 大口信用供与等規制

銀行法には、特定企業への集中リスクを排除するための規制として「大口信用供与等規制」が設けられている。大口融資等が特定企業に集中すると、当該企業に経営上の問題が発生した場合など、金融機関の経営にも深刻な影響をもたらす恐れがある。そこで、①銀行の資産のリスク分散、ならびに、②銀行の信用の広く適正な配分、といった観点から、特定の企業・グループに対する貸出や出資等の信用供与の額が銀行の自己資本の一定割合を超えることが禁止されている。

大口信用供与等規制は、歴史的に見ると1890年より枠組みはあった（注9）が、1974年12月の大蔵省銀行局長通達「銀行の大口融資規制について」で明示規制が発出され、具体的な指導が開始された。その後、1981年の銀行法の全面改正（1982年施行）に伴い、第13条に「同一人に対する信用の供与」が規定され、通達により指導されてきた大口融資規制が法制化された。また、当初、信用金庫等の協同組織金融機関については、それぞれの制度に基づく指導が行われてきたが、1982年の銀行法の全面改正に伴い、それぞれの根拠法令も銀行法第13条を準用する規定に改められている。

さらに、1998年12月の金融システム改革のための関係法律の整備等に関する法律および同法政省令により、銀行法第13条が抜本的に改正され、これまで普通銀行、長期信用銀行、信託銀行等業態別に異なった基準であったのが、共通の基準が適用されることになった。すなわち、グループ規制体系への移行の観点から、単体ベースの規制に加え、受信側・与信側ともにグループ概念を導入し、合算ベースの規制が課されることとなった。そして、「信用供与等」の内容についても従来の融資に加え、株式も対象とされた。現在の規制の内容は、銀行の同一企業に対する信用供与等（融資および株式保有）の額について、当該銀行の自己資本の額に一定比率を乗じた額（企業単体で25%、企業グループで40%、銀行主要株主は単体で15%以内、グループは25%以内）を超えてはならないとされている（図表7）。

なお、国、地方公共団体に対する信用供与、政府が元本の返済および利息の支払について保証している信用供与等については、当該規制の適用除外とされているほか、国民経済的見地に立って真にやむをえないものと認められる資金需要については、大口融資規制の趣旨を十分尊重しつつ、事例に応じて弾力的に対処することとされている。

(図表7) 大口信用供与等規制の内容

概要	銀行・グループ、銀行持株会社グループに対して、①銀行資産の危険分散、②銀行の信用の広く適切な配分、といった観点から、特定の企業・グループに対する貸出等の信用供与等が銀行等の自己資本の一定割合を超えることを禁止。					
規制対象	貸出金、債務保証、出資、社債、CP、デリバティブ取引にかかる信用リスク相当額、ファイナンス・リース等（公募社債、トレーディング勘定のCP、デリバティブ取引にかかる信用リスク相当額は当分の間適用しない）					
検討課題	大口取引先が倒産した場合の「バックネット」としての大口信用供与等規制の性格に鑑みると、インターバンク取引（コールローン等）、コミットメント（特定融資枠契約にかかる融資未実行残高）、デリバティブ取引の信用リスク相当額等は、大口信用供与等規制の対象とすべきと考えられるが、わが国では対象外。					
与信側の範囲	銀行等単体のほか、銀行等に加え銀行持株会社およびその連結子会社、関連会社（持分法適用会社）が行う信用供与等を合算ベースで規制。					
受信側の範囲	受信者単体のほか、受信者およびその議決権50%超の支配関係にある子会社、親会社、親会社の子会社（兄弟会社）等への信用供与等を合算ベースで規制。					
算出方法	オンバランス取引は、貸借対照表計上額（簿価）、オフバランス取引は対象とされていない。自行の預金担保、担保国債等の額は信用供与等の額から控除（担保不動産、第三者による保証等は考慮せず）。					
限度額	与信側（貸出等の信用の供与を行うもの、銀行等）、受信側（借入等の信用の供与を受けているもの、企業等）ともに信用供与等の限度額が設けられており、自己資本の額に下記の規制比率（%）を乗じた額（信用供与等限度額）を超えてはならない。					
	自己資本に占める割合 (%)		受信サイド			
			銀行主要株主			
			単体	グループ	単体	グループ
与信サイド	銀行（単体）	25%	40%	15%	25%	
	銀行（グループ）	25%	40%	15%	25%	

(資料) 金融庁

(注) 銀行の議決権のうち原則として20%以上を保有する株主等を「銀行主要株主」と定義。

(4) 銀行等の株式等の保有の制限等に関する法律

先述の通り、わが国の銀行はメインバンク制や親密企業間の株式持ち合い慣行のもと、事業会社の株式を保有してきた。しかしながら、バブル経済崩壊後の長引く株価低迷で多額の含み損が発生し、さらに不良債権問題も重なり、大手金融機関が相次いで経営破綻するなど金融システムの安定性が損なわれ、経済にも深刻な影響をもたらした。そこで、金融システム安定化策の一つとして、銀行の保有株式の価格変動リスクを削減するための枠組み構築が検討されることとなった。

2001年4月の緊急経済対策において、「我が国金融システムの構造改革を推進し、その安定性への信頼を高めていくためには、(中略)銀行の保有する株式の価格変動リスクを銀行のリスク管理能力の範囲内に留めることにより、銀行経営の健全性が損なわれないことを担保するため、株式保有制限の在り方に関する制度整備を行う必要がある。(中略)他方、こうした施策に伴う銀行の株式放出が短期的には株式市場の需給と価格形成に影響し、株価水準によっては金融システムの安定性や経済全般に好ましくない影響を与える可能性もあり、こうした観点から公的な枠組みを用いた一時的な株式買取りスキームを設ける」方針が示された。

これを受け、2001年6月に金融審議会金融分科会第二部会が「銀行の株式保有に関する報告」を発表して、株式保有制限を導入する方針を打ち出し、2001年11月に「銀行等の株式等の保有の制限等に関する法律」が成立した。同法のもと、2004年9月末（その後、2006年9月に延期）以降、銀行が保有できる株式時価総額は自己資本（BIS規制上の自己資本比率のコア資本<Tier 1>）の範囲内に制限されることとなった。銀行には、信託銀行、農林中央金庫、信金中央金庫も含まれる。ただし、子会社や関連会社の株、未公開株、デット・エクイティ・スワップ（DES: Debt Equity Swap）（注10）で取得した

株は対象としない。

さらに、銀行が同法の上限内に保有株式を取めるために一気に売却を行うと、相場の急落など株式市場への悪影響が懸念されたことから、これを未然に防ぐための株式の一時引受機関として、2002年に銀行業界の資金（100億円）拠出により銀行保有株式取得機構が設立された。

2008年9月のリーマンショックに端を発する金融危機を受け、2009年3月に「銀行等の株式等の保有の制限等に関する法律の一部を改正する法律」（第三次改正）が成立した。機構の買い取り業務は2006年3月でいったん終了したものの、新たに政府保証付きの買い取り枠が20兆円に設定され、株式買取りが再開された（このときに設定された期限は2012年3月31日まで）。加えて、銀行等からの保有株式買取りを前提としない事業会社からの銀行株式等の買い取りスキームも新設された。2009年7月には、株式市場下支えのため買い取り範囲の拡大がなされ、買い取り対象となる株式を優先株式、優先出資まで拡大し、加えてETF、J-REIT（会員が保有するもの）を買い取りの対象とした。取得機構は時限立法に基づき、3年ずつ業務期限を延ばしてきたが、2012年3月30日の第5次改正法案成立により、買取業務の期限が2012年3月31日より2017年3月31日まで5年間延長されることとなった。

(5) 銀行法の例外措置

銀行法では、銀行グループによる事業会社の株式保有について上限規制（銀行本体とその子会社の合算で5%以下、銀行持株会社とその子会社の合算で15%以下）が設けられているが、同時に例外措置が設けられている。

1998年の金融システム改革法に基づき、銀行法が改正された際に、次の場合の議決権等の保有に関しては、規制の対象外とされた。

- i) 銀行の証券子会社とその業務として所有する株式
- ii) 担保権の実行等の事由により取得した株式（1年超保有は承認制。ただし、50%超の保有は承認制の対象外<1年以内保有に限定>）
- iii) 銀行等の投資専門子会社を通じて保有するベンチャービジネス（VB）会社の議決権（保有10年以内。更なる1年超保有は承認制。）
- iv) 有限責任組合員が投資事業有限責任組合の組合財産等として所有する株式等（有限責任組合員が議決権を行使できる場合および10年を超えて保有する場合等を除く。）

（金融庁総務企画局企画課信用制度参事官室「事務局説明資料」（平成24年10月10日）より）

このうち、ベンチャー企業に対する出資に関しては、リスクマネー供給等に柔軟に対応するために、1998年の金融システム改革時に、銀行・銀行持株会社の子会社の範囲に「新たな事業分野を開拓する会社」が加えられた。新たな事業分野を開拓する会社とは、「資本規模や従業員数から見て会社の規模が十分小さいこと、設立から10年以内に子会社でなくなることを条件としたベンチャービジネス企業」とされている。そして、銀行のベンチャーキャピタル子会社が銀行等の「特定子会社」の一つとされ、ベンチャーキャピタルが取得・保有するベンチャー企業の議決権については、規制の対象外（特定子会社は議決権保有制限の算出対象となる銀行の子会社に該当しない）とされた。

さらに、1999年には産業再生法の施行に基づく措置として、「合理的な経営改善計画に基づくデッ

(図表 8) 銀行グループの議決権保有制限の例外措置の拡充内容 (2008年)

- | |
|--|
| <p>(1) 新たな事業分野を開拓する会社 (ベンチャービジネス会社)
：現行の要件の一つである設立5年未満を設立10年未満とする (①の i)</p> <p>① 中小企業新事業活動促進法上の中小企業者 (製造業の場合、資本金3億以下または従業員300人以下) で、</p> <ul style="list-style-type: none">i 設立10年未満ii 試験研究費等の合計額 / (総収入 - 固定資産等譲渡益) > 3/10 <p>② 中小企業新事業活動促進法上の中小企業者で、</p> <ul style="list-style-type: none">i 設立1年未満ii 常勤の研究者が二人以上iii 常勤の研究者の数 / 役員および従業員の数 ≥ 1/10 <p>③ 中小企業新事業活動促進法に基づく異分野連携新事業分野開拓計画の認定等を受けている会社</p> <p>(2) 経営の向上に相当程度寄与すると認められる新たな事業活動を行う会社 (事業再生会社)
：新たに以下のいずれかの会社に該当する非上場の株式会社を追加する。</p> <ul style="list-style-type: none">① 中小企業の新たな事業活動の促進に関する法律に規定する「経営革新計画」の承認を受けている会社② 産業活力再生特別措置法に規定する「事業再構築計画」の認定を受けている会社③ 民事再生法に規定する「再生計画」の認可を受けている会社④ 会社更生法に規定する「更生計画」の認可を受けている会社⑤ 銀行等が債権放棄、デット・エクイティ・スワップ (債務の株式化) またはデット・デット・スワップ (債務の劣後ローン化) のいずれかを行うことを内容とする合理的な経営改善計画を実施している会社 |
|--|

(資料) 金融庁

ト・エクイティ・スワップの場合」が追加され、DESの利用環境の整備が図られた。

2007年12月には、金融審議会金融分科会第二部会報告「銀行・保険会社グループの業務範囲規制のあり方等について」において、地域密着型金融の一層の推進等の観点から、ベンチャービジネスの育成、企業再生 (地域再生) 等の分野を念頭に、議決権保有制限の例外措置の拡充を検討すべきであるとの提言が示された。中小企業の事業再生に関しては、デット (負債性資金) ばかりでなくエクイティ (資本性資金) も含む総合的なファイナンスが求められ、地域金融機関が主要な担い手であるという観点に基づくものである。これを受け、2008年12月の銀行法改正により、事業再生に取り組む中小企業についても、一定要件を満たす場合には議決権保有制限の対象外とされた。具体的には、「新たな事業分野を開拓する会社 (ベンチャー企業)」および「経営の向上に相当程度寄与すると認められる新たな事業活動を行う会社 (事業再生に取り組む中小企業)」として内閣府令で定める会社 (図表 8) について、特定子会社 (ベンチャーキャピタル等銀行の投資専門子会社) を通じて取得・保有する議決権は規制の対象外とされる。これらの企業については、10年間に限り5%超の議決権を保有することが認められることとなった。加えて、ベンチャー企業については、設立要件を5年以内から10年以内に変更され、対象範囲が拡大された。

もっとも、金融庁の調査によれば、例外措置の活用実績 (2007年4月～2012年3月) は、ベンチャー企業が1,350件 (587億24百万円)、事業再生会社が43件 (7億86百万円) と、とくに事業再生案件にかかる実績が極めて少ないのが現状である。

(注9) 金融庁の資料によれば、1890年 (明治23年) の銀行条例で「銀行の1債務者に対する貸出金は資本金の10%以内に制限」されていたが、1895年 (明治28年) に廃止。その後、1926年 (大正15年) の金融制度調査会において大口融資規制の是非の検討が行われたが、とくに法律によって規制せず、行政指導に委ねることが適当とされ、1927年 (昭和2年) の旧銀行法において明文の規制は設けられなかった。

(注10) DES (Debt Equity Swap) とは、債務の株式化、すなわち、Debt (債務) をEquity (資本) に転換 (Swap) させる取引をいう。金融機関が債務者企業の再生支援のために、貸出債権の一部を株式に転換することによって、債務者企業の過剰債務を圧縮し、自己資本比率を改善させることが期待できる。また、DDS (Debt Debt Swap) とは、金融機関が貸出金の一部を

返済順位が低い劣後ローンに振り替える取引をいう。一定の要件を満たせば、債務者企業の自己資本がDDS実行分だけ実質的に増加する効果がある。

4. 緩和を巡る議論と必要とされる視点

独占禁止法や銀行法により、5%ルールが設定されたのはいまから60年以上前のことであり、その当時と比べ、現在の経済や銀行、企業の置かれている環境は大きく変化していることから、制度の本質的な意味や枠組みについて改めて検討すべき時期にさしかかっているといてもいいだろう。そうしたなか、5%ルール緩和を巡る議論が浮上した。その主要な目的は、ベンチャー企業や事業再生途上にある中小企業に対し、リスクマネーの供給の円滑化を図るといふことがある。

しかし、この問題の根本的な解決に当たり、現在の議論の方向性や論点で妥当か、銀行の公共性や健全性確保等の視点も踏まえ検討すべきと考えられる。そこで、以下では今回の議論の内容と方向性について検討するとともに、銀行の出資規制のあり方を議論するに当たり、必要とされる視点について整理する。

(1) 今回の議論の経緯

そもそも、今回の5%ルール緩和の議論の起点はどこにあるのだろうか。今回の議論は、2012年3月に公表された金融庁・金融審議会「我が国金融業の中長期的な在り方ワーキンググループ」の報告書が発端となっている（注11）。同報告書のバックグラウンドペーパーにおいて、「企業のライフサイクルに応じたエクイティ性資金の供給に関しては、金融機関による株式保有にかかる規制（いわゆる5%ルール等）が障壁となるケースがあるかもしれない」ことが指摘された。さらに、2012年4月に民主党の成長戦略・経済対策プロジェクトチームが発表した「成長ファイナンス戦略」において、「金融機関の出資規制の見直し」が取り上げられた。こうした提言を受け、金融庁・金融審議会の「金融システム安定等に資する銀行規制等の在り方に関するワーキンググループ」の資料において、「金融機関が事業再生局面にある中小企業等に出資する場合、議決権の取得に関するいわゆる『5%ルール』があるため、企業が少額の出資しか得られないことがあり得る。同ルールを緩和することが、地域金融の向上に資する場合もあり得よう」（2012年5月29日事務局資料）として、検討に着手する方針が示された。2012年7月に公表された「日本再生戦略」においても、「ベンチャービジネスの育成や事業再生支援等の観点から無議決権株式のより一層の活用等の金融機関による資本金の供給促進等といった、更なる中小企業支援策を講じる」ことが盛り込まれている（図表9）。

こうした経緯を経て、現在、金融庁・金融審議会の「金融システム安定等に資する銀行規制等の在り方に関するワーキンググループ」において、出資規制緩和に向けた議論が進められている。

「5%ルール」の緩和が狙上に上った背景には、そもそもわが国では中小企業やベンチャー企業に対するリスクマネーの供給が欧米に比べ限定的であることが長年議論されており、対応策も講じられてきたものの、抜本的な解決策が見出されていないことがある。このことに加え、世界金融危機や東日本大震災、円高の進行などの影響を受け、中小企業の業況の悪化や資金繰りの逼迫が深刻化しており、中小企業向け金融支援が喫緊の課題となっている。このため、中小企業の資金繰り支援を目的として2009年

(図表9) 最近の議論の推移

2012年3月	金融庁金融審議会「我が国金融業の中長期的な在り方」WG・バックグラウンドペーパー	企業のライフサイクルに応じたエクイティ性資金の供給に関しては、金融機関による株式保有にかかる規制（いわゆる5%ルール等）が障壁となるケースがあるかもしれない。
2012年4月	民主党の成長戦略・経済対策プロジェクトチーム「成長ファイナンス戦略」	金融機関の出資規制の見直し：現在、銀行法においては、5%出資規制が講じられているところであるが、これを緩和することにより、エクイティ性資金の投入による経営権の取得を通じた企業価値の向上策を促す仕掛けを推進する。とくに創業時の支援において、ベンチャーキャピタル的な役割を銀行が果たすことを期待する。
2012年5月	金融庁金融審議会「我が国金融業の中長期的な在り方について（現状と展望）」報告書 金融庁金融審議会「金融システム安定等に資する銀行規制等の在り方に関するWG」資料	例えば、金融機関が事業再生局面にある中小企業等に出資する場合、議決権の取得に関するいわゆる「5%ルール」があるため、企業が少額の出資しか得られないことがあり得る。同ルールを緩和することが、地域金融の向上に資する場合もあり得よう。
2012年7月	「日本再生戦略」	ベンチャービジネスの育成や事業再生支援等の観点から無議決権株式のより一層の活用等の金融機関による資本金の供給促進等といった、更なる中小企業支援策を講じる。

(資料) 金融庁等資料をもとに日本総合研究所作成

12月に中小企業金融円滑化法が施行されたものの、同法は2013年3月末に失効予定である。同法の失効に伴い、中小企業の資金繰りが急速に悪化することのないように、現在、出口戦略として、金融機関による資本金の供給や動産担保融資（ABL）等の活用の促進、官民連携による事業再生ファンドの設立等の取り組みが進められている。

わが国の経済を支える中小企業の再生・活性化やベンチャー企業の創業支援を促進するためには、企業のライフステージに応じ、デット（負債性資金）とエクイティ（資本金）の両面からの柔軟な資金供給が求められる。もっとも、エクイティの拠出にあたって、現行の5%ルールならびに例外措置では対象となる中小企業が限られてしまう。そこで、銀行が出資可能な範囲を拡大するために、5%ルールの見直しが議論されているものである。

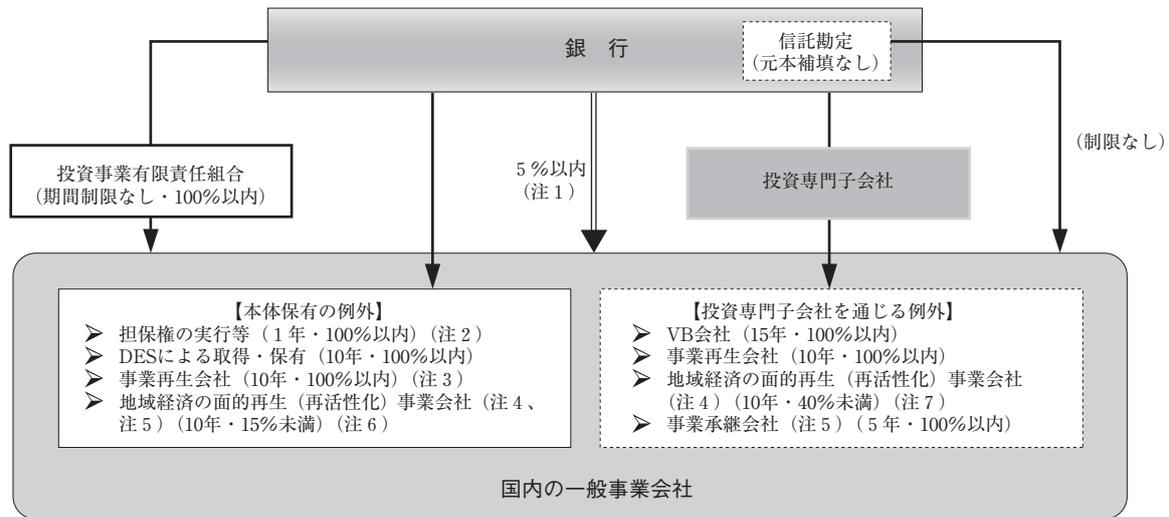
当初は、中堅・中小企業のすべてについて一律に5%の上限を緩和する案が出されたものの、銀行経営の健全性等に与える影響を懸念する声が多く聞かれた。そこで、2012年12月13日の会合では地域経済の面的再生事業会社（低迷する地域経済を面的に再生するための事業を行う会社であって、事業の集約や再構築を伴うもの）等に対象を限定して、銀行本体等による出資を緩和する方針が示された（図表10）。どのような場合に適用されるかなど、具体的な運用方法については今後議論があろうが、12月13日の事務局案では、この面的再生事業会社に対する銀行本体の出資上限を15%未満（10年以内）、投資専門子会社を通じて出資する場合には上限を40%未満（10年以内）とし、破綻企業に対する出資の上限は撤廃（100%以内、10年以内）する内容が示されている（図表10）。今後、さらに詳細を検討したうえで、2013年度の通常国会への銀行法改正案の提出、ならびに2014年度中の施行が目指されている。

(2) 出資規制緩和にかかる議論の本質的な問題

銀行の社会的な使命のひとつとして、円滑な金融仲介機能の発揮を通じた日本経済・地域経済への貢献が挙げられ、その一環として、ベンチャー企業の育成や企業の事業再生への取り組みの支援についても、一定の役割を果たすことが求められている。

こうした観点から今回の出資規制の緩和が議論されており、そのメリットとして、①デット（借入等）による資金調達に難しい企業について、銀行本体によるエクイティ（出資等の資本金）の拠出

(図表10) 金融機関による議決権保有規制の概要 (改正案)



(資料) 金融庁

(注1) 銀行の子会社が保有する議決権を含む。

(注2) 1年を超える場合は当局の承認のうえで50%以内の保有が可能。

(注3) 企業再生支援機構や中小企業再生支援協議会等の第三者が関与した案件で、銀行の出資を織り込んだ事業再生計画が策定されているもの。

(注4) 低迷する地域経済を面的に再生 (再活性化) するための事業を行う会社であって、地域の事業の集約や再構築を伴うもの。

(注5) 中堅・中小企業に限定する。

(注6) 持分法が適用される会社については、当該適用水準 (原則15%未満、影響力基準に該当しない場合20%未満等) までとする。

(注7) 連結子会社については、当該連結基準 (原則40%未満、実質支配力基準に該当しない場合50%未満等) までとする。

(注8) 協同組織金融機関についても、同様の措置を実施する。

が行いやすくなり、銀行による中小企業向け資金供給方法の選択肢が拡大する、②中小企業のデットをエクイティに振り替えることでバランスシートの改善や資金繰りの緩和、新規貸出が可能になる、などといった点が挙げられている (注12)。

もっとも、①出資規制の緩和だけでエクイティの抛出が増加するとは考えにくく、また、デットがエクイティに安易に振り替えられることになると、②さらなる問題の先送りに繋がり、③デットとエクイティの両面から銀行に一段とリスクが集中することが懸念される。

第1に、中小企業やベンチャー企業向けのエクイティの抛出の阻害要因は、出資規制だけではない。例えば、DESは中小企業の事業再生を支援するにあたり活用すべき資本金性資金の一つとして掲げられているが、その活用が進まない要因の一つとして5%ルールが挙げられている。そこで、今回の緩和で上限が引き上げられることにより、DESの利用が拡大することが期待されている。しかしながら、金融機関が中小企業向けにDESを実施しにくい理由は、5%ルール以外に、①大企業に比べ中小企業の株式は流動性がないこと、②出資を受ける企業側の抵抗感が強い場合が多いこと、③DESを実施することによる寄付金課税や債務免除益課税の問題があること、④中小企業の資本金や自己資本比率が高まると課税上の恩典が適用されなくなること、などの点が指摘されている (注13)。

5%ルールについては、先に述べた通り「会社との間の合理的な経営改善のための計画に基づく株式の取得」等について適用除外とされており、必ずしも大きな障害とはいえなくなっている。また、経営への関与の度合いは弱まるものの、リスクマネーの供給という観点では無議決権株式の保有という方法もあろう。いずれにせよ、出資の上限を引き上げても、出資の出口 (投資の回収) となる市場や税制面

等の環境整備も併せて行わなければ、結果としてエクイティの拠出は進まず、期待されるメリットは実現しないと考えられる。

第2に、出資規制の緩和により、これまでより中小企業やベンチャー企業向けにデットとエクイティの両面からの資金供給が行いやすくなるとされている。しかしながら、経営状態が悪化している企業に対する貸出条件の変更にしても、出資や資本金等エクイティの拠出にしても、資金繰りの緩和や財務状況の改善は一時的な効果でしかないものであり、早急に経営改善や事業再生に着手しなければ、単なる問題の先送りにしかならない恐れがある。本来、事業再生への取り組みは、企業価値の毀損がそれほど進んでいない段階で、できるだけ早期に取り組む必要がある。ところが、一時的な資金手当てにより当事者である企業や金融機関の危機意識が薄れ、経営上の問題への取り組みが先延ばしにされれば、かえって企業の経営や財務状態を悪化させ、銀行の抱えるリスクが拡大する恐れがある。

第3に、銀行による事業会社への出資は、債権者であるのと同時に株主になることとなり、利益相反の懸念が生じることは先にも指摘した通りであるが、この問題に加え、今回の緩和で銀行本体が事業会社に対し従来の上限以上の出資が可能になると、貸出（デット）と出資（エクイティ）の両面で、銀行へのリスク集中がさらに拡大する恐れがある。とりわけ、今回の出資規制緩和に伴い、地域経済を担う地域金融機関に対し、銀行本体による貸出に加えリスクマネー拠出の要請が強まることになると、当該地域のリスクが地域金融機関に一段と集中することになる。すなわち、特定の企業に対する貸出・株式の両面からの与信集中リスクが高まり、当該企業が倒産した場合には、貸出のみならず株式からも多額の損失が生じる恐れがある。貸出の場合には、担保や保証により損失の一部が補填される可能性もあるが、株式の場合にはそうした保全本はない。さらには、当該企業と取引関係のある地域の他企業にも影響が波及するなど、銀行の抱えるリスクが増幅される恐れがある。

したがって、こうしたリスクの集中により、銀行の経営の健全性や地域経済にマイナスの影響を与える恐れがないか、リスク集中により本来取り組むべき成長資金の供給が滞らないかなど、緩和が与える影響も十分に考慮されなければならない。

いずれにせよ、出資の上限が緩和されるとしても、銀行が事業会社に対し出資を行ったり、貸出を資本金に振り替えるにあたっては、対象企業の事業再生の可能性を適切に見極めると同時に、当該銀行のリスク管理体制も踏まえ、個々の銀行の経営判断のもと、慎重かつ厳正に検討・対処すべきものと考えられる。

(3) リスクマネー供給の観点で検討されるべき課題

このように、出資規制の上限緩和については、地域経済や地域金融機関の経営への副作用も考えられ、効果と影響の両方の側面から十分かつ慎重に検討すべきであろう。また、出資規制（5%ルール）の上限緩和だけでは、リスクマネーの供給やベンチャー企業の育成、中小企業の事業再生にかかる根本的な問題は解決できないのであり、それぞれの議論は分けて考える必要があると思われる。

まず、リスクマネー供給の円滑化の観点から、今回の議論と併せて検討すべき課題としては、以下の点が指摘できる。

第1に、そもそもリスクマネー供給という目的であれば、銀行に先導的な役割を期待するとしても一

定の限界があることから、投資家層の拡大を図っていく必要がある。一つには、対象とされるベンチャー企業や事業再生途上にある企業に対し、リスクマネーを供給するとともに、経営支援等を行う専門的な機関として、ベンチャーファンド（ベンチャーキャピタル）や事業再生ファンド、プライベート・エクイティ・ファンドなどの育成が必要である。とくに、事業の再生に取り組むに当たり、地方の中小企業はオーナー経営が多く、非上場で市場の圧力を受けにくいいため、自ら能動的に事業再建に取り組む動機に乏しい。また、地域金融機関においても、地域経済における風評を恐れ、取引先企業に対しどれだけ徹底的に事業再構築を進めることができるか難しい側面がある。こうした場合に、第三者として中立的立場にあり専門家でもある事業再生ファンドやプライベート・エクイティ・ファンドが関与する意義があると考えられる。

もう一つには、個人投資家や機関投資家等からの投資を促進するための環境の整備も重要である。現在、上記のファンドへの主な資金供給源は地域金融機関や政府系金融機関であるが、個人投資家や機関投資家、企業等からの資金供給が拡大すれば、ベンチャー育成や再生ビジネスへの取り組みに弾みがつくものと考えられる。すでにエンジェル投資税制などが設けられているが、この拡充に加えて、例えば、個人投資家に対し株式の長期保有に対する優遇税制を行うなどにより、安定株主層が形成されるように促すことも一案と考えられる。

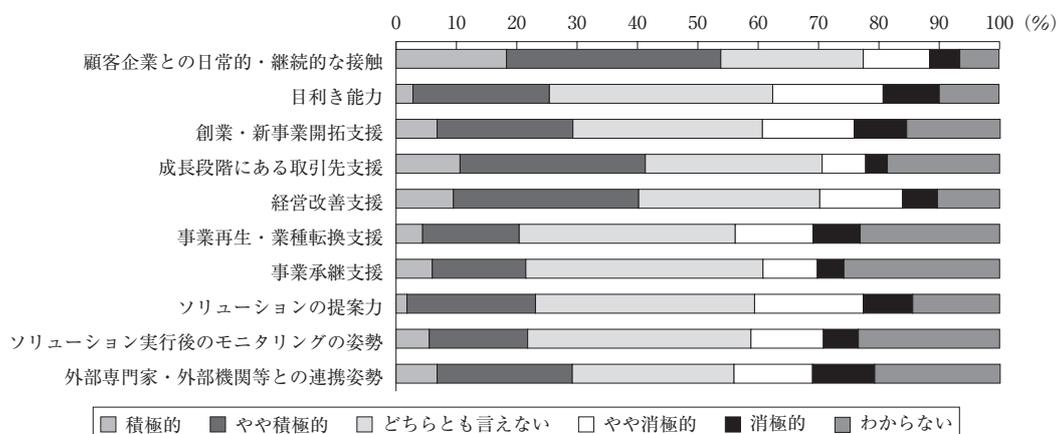
第2に、投資の回収に向けた出口戦略を展望可能とするための市場等の環境整備である。銀行による出資にしても、個人や機関投資家、ファンド等による投資にしても、最終的な資金回収の目処が立たなければ、エクイティの拠出は難しい。例えば、事業再生においてDESの活用が推奨されているものの、中小企業の場合にはIPO等の出口戦略の策定が困難なため、DESが活用されにくいという事情がある。IPOに加え、M&Aや事業譲渡など、多様な出口戦略を展望できるようにするためには、出資対象企業の企業価値の向上が重要な課題であり、そのための環境整備が求められる。

それでは、5%ルールを緩和して銀行本体による直接出資をやすくすることで、企業価値の向上といった効果が期待されるかといえば、あまりにも短絡的といえよう。企業価値の向上に当たっては、資金の手当てに加え、企業の経営に入り込み、徹底的な事業再構築と成長戦略の遂行を支援するハンズオン機能の発揮が求められる。銀行が十分なハンズオン機能を有しているかといえば、多くの取引先に対して、長期にわたり経営の内部にまで入り込んできめ細かな指導をしていくのは、物理的にも能力的にも難しいといえ、そのようなノウハウを有する銀行は現状では限られている。さらに、事業の再構築ばかりでなく、販売支援や技術支援等専門性の高い分野にかかるノウハウも求められ、銀行単独で対応可能な範囲を超えるケースも多い。

こうした側面から考えると、銀行はあくまでも事業再生ファンドやプライベート・エクイティ・ファンド、ベンチャーファンド等への出資などリスクマネーの供給者に徹し、実際の事業再生支援に関しては事業再生ファンド等の外部専門機関がハンズオン機能等を提供することが有効な場合も多いと考えられる。したがって、銀行と外部専門機関との連携や必要とされる専門人材の育成、銀行と外部専門機関の人的交流によるハンズオン機能等ノウハウの強化などが、地方においても円滑に可能とするための環境整備が不可欠と考えられる。

金融庁のアンケート調査（図表11）でも、金融機関の「顧客企業の事業価値を見極め、経営課題を発

(図表11) 金融機関の取り組みに対する評価



(資料) 金融庁「地域金融機関の地域密着型金融の取組み等に対する利用者等の評価に関するアンケート調査結果等の概要」(2012年7月)

見・把握する能力(目利き能力)や「事業再生・業種転換支援」、「ソリューションの提案力」で消極的評価が積極的評価を上回っており、自行の能力の強化と同時に、これら機能の補完のために、いかに外部専門家や外部支援機関・専門機関等の活用を図るかが課題になっているといえる。

第3に、企業のライフステージに応じた資金調達形態の多様化である。事業再生にかかる金融支援の手法は、金融機関による債権放棄、ファンドへの債権譲渡、DES、DDSと様々あるが、必ずしもエクイティである必要はなく、企業のニーズや実態に応じて様々な投資・融資の手法を採用できるような環境整備が重要である。例えば、電子記録債権や動産担保融資(ABL)、債権の流動化など、新しい手法を円滑に活用できるように、制度的な手当てを講じることが考えられよう。電子記録債権に関しては、企業が保有する金銭債権の早期資金化や流動化に適した手法であり、中小企業が活用しやすいように、信用保証制度の導入や公共調達の支払い手段として優先的に採用するなどの方法が考えられる。ABLに関しては、金融機関・企業の双方にとって事業資産価値を測定する際のコストが負担になるとの指摘があり、その費用の一部を支援するなどの方策が考えられよう(注14)。また、最近注目されているリスクマネー供給方法の一つに「市民ファンド」や「クラウド・ファンディング(注15)」がある。アメリカでは、クラウド・ファンディングの手法に法的安定性を持たせ、未公開企業への投資を促進させることを目的として、クラウド・ファンディング条項を含むJOBS法(注16)が成立している。こうした動きはわが国にとっても参考になろう。

なお、現行の5%ルールの例外措置では、対象とされているベンチャー企業の範囲が限定的(前掲図表9)であり、実態と乖離している点、あるいは、企業の再建にかかる期間に比べ例外措置で認められている議決権の保有期間が短いこと(「DESにより取得・保有する株式にかかる議決権の保有期間が1年を超える場合は当局の承認が必要」等)などが問題点として指摘されている。この点に関しては、対象企業の定義や保有期間の見直し等、例外措置の拡充という観点から対応可能と考えられる。

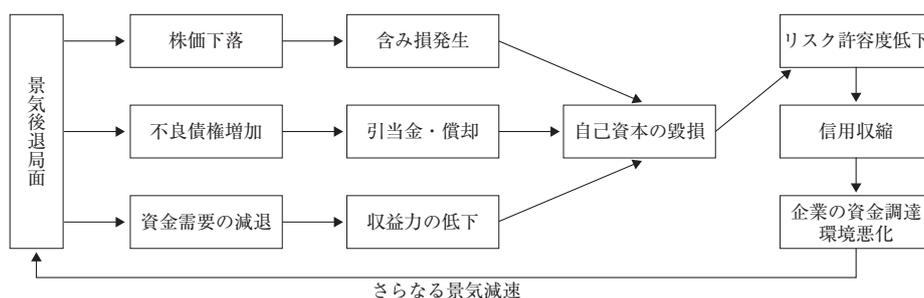
(4) 出資規制緩和で必要とされる視点

一方、銀行の事業会社に対する出資や株式保有については一定の意義が認められる反面、銀行経営の健全性や金融システムの安定性の確保に影響を及ぼす恐れがあることから、規制が設けられてきた経緯にある。したがって、5%ルールの上限等、銀行の事業会社に対する出資や株式保有にかかる規制の原則そのものを見直すに当たっては、影響の大きさを鑑みて、リスクマネー供給の円滑化という目的とは別に、制度全体の再設計として捉える必要があろう。すなわち、以下の視点を十分に考慮したうえで、具体的な指針作りに向け検討を進めるべきと考えられる。

第1に、銀行経営の健全性の維持への配慮である。繰り返し述べたように、銀行は金融仲介機能や信用創造機能、決済機能を提供するなど、社会や経済に欠くことのできないインフラとしての役割を担っている。銀行が経営破綻するなどにより金融システムが不安定化すると、経済活動にも深刻な影響をもたらすことになる。したがって、銀行の保有する株式等の資産の価格変動リスクや特定企業への集中リスクが、銀行の経営や財務状況の健全性を損なうことなく、銀行のリスク管理能力の範囲内にとどめるように制度設計を図ることが肝要である。また、各銀行においても自行の株式保有について、そのリスクとリターンを的確に分析・評価していく体制を整備する必要がある。

第2に、銀行の株式保有が資産の質や資金効率の低下を招き、本来業務に支障をきたすことにならないように考慮すべきである。一つには、株式保有による収益の変動がマイナスに大きく振れ、損失が発生した場合には、自己資本比率規制への対応等も相俟ってリスク許容度が低下し、銀行の貸出行動を抑制することが考えられる（図表12）。もう一つには、成長の可能性が低く、負債比率が大きい企業ほど株式を市場で売却することが困難なため、銀行がこうした収益性の期待できない株式を保有し続けざるを得ないケースが生じ、資金の固定化や資産の質の悪化へと繋がる恐れがある。

(図表12) 景気後退局面における株価下落の銀行経営へ影響



(資料) 日本総合研究所作成

先行研究（注17）によれば、銀行・事業会社間の持ち合い解消は、「成長可能性が高く、資本市場へのアクセスが容易で、もはや銀行借りに依存する必要のない事業会社が銀行との関係を急速に解消」し、他方、「成長可能性が低く負債比率の高い企業は持ち合い関係を維持」しているという。その結果、銀行による企業統治が機能する範囲が縮小し、同時に「銀行が保有する株式ポートフォリオは、成長可能性が低く、業績が悪く、負債比率の高い企業群に偏る」可能性が示唆されている。

また、日本銀行の調査・研究では、長期的な視点から見ると、銀行は株式保有コストに十分見合ったリターンが確保されていない可能性があること（注18）や、銀行と資本関係の強い企業の収益性は非貸出企業に比べ、相対的に低いという特徴を有している（注19）ことなど、株式の相互保有は必ずしも銀行・事業会社双方の利益に貢献するわけではないことが指摘されている。さらに、「銀行の株式保有は、株式損益を通じて収益の振れをもたらすという点で大きなリスクである。こうした特性を持つ株式リスクが信用リスクや金利リスクと相まって顕在化すると、損失が増幅され、銀行経営に大きな影響が及ぶおそれがある」ことから、「銀行は企業取引上の相対的なメリットを吟味したうえで、計画に沿って着実に株式リスクの削減を進めていくことが重要である」と指摘されている（注20）。

第3点目として、株式市場の健全な発展を阻害しないように考慮すべきである。過去における事業会社と銀行間の過度の株式持合いが、株式市場の流動性を低下させ、価格形成を歪めるなど、その健全な発展を妨げてきた可能性があることが指摘されている（注21）。銀行による株式保有に一定の意義が認められるとしても、基本的には、一般投資家の株式市場への参加促進を図り、幅広い層からリスクマネーが円滑に供給される仕組みを整備することが重要と考えられる。

第4点目として、コーポレート・ガバナンスのあり方への影響も考慮する必要がある。専門家のなかには、過去の高度経済成長の時代には、銀行が債権者ならびに株主となることで、経営を監視し規律付けるコーポレート・ガバナンスの機能が有効に働いたとの見方もある。しかしながら、近年では、企業間の株式持ち合いは、議決権行使を前提とするというよりも買収防衛策や長期的取引関係維持の目的が強く、経営監視の意味でのコーポレート・ガバナンスが適切に機能しない要因の一つではないかと指摘されている（注22）。とくに、近年のIFRS導入議論や企業不祥事の頻発などで、株主や市場の企業に対する見方が厳しくなっており、株主に対する説明責任を果たすことができないような株式持ち合いは株主から厳しく追及される可能性がある。株主や市場が納得しないような投資を行えば、それは自行・自社の株価に影響が及ぶことにもなりかねない。

また、出資規制の上限を緩和するのであれば、銀行における利益相反管理体制や優越的地位の濫用防止のための内部管理体制の整備、株式保有も含めた統合リスク管理の高度化（注23）など、銀行における自主的・自律的な取り組みについても併せて検討する必要がある。

(注11) 民主党成長戦略・経済対策PT「成長ファイナンス戦略—日本再生へ向けた成長マネーの供給拡大策—（中間報告）」（2012年4月17日）<http://www.npu.go.jp/policy/policy09/pdf/20120508/shiryo1.pdf>

(注12) 金融庁資料等による（図表9ならびに<http://www.fsa.go.jp/common/about/shihonseikariirekin.pdf>等）。

(注13) 松尾順介「地域再生ファンドと地方金融機関の関係について」RIETI Discussion Paper Series 06-J-045、独立行政法人経済産業研究所、2006年6月、安松万梨子「DESにおける寄付金課税と債務免除益課税の問題点」公益財団法人租税資料館、等による。

(注14) 金融審議会「我が国金融業の中長期的な在り方」WGバックグラウンド・ペーパー・シリーズなどによる。

(注15) クラウド・ファンディング（Crowd Funding）とは、インターネットを通じて不特定多数の投資家から、出資や寄付等を募る資金調達方法。

(注16) JOBS法（Jumpstart Our Business Startups Act）とは、新興企業の資金調達の円滑化を通じ、経済成長ならびに雇用促進を目指したアメリカの法律。2012年4月に成立。

(注17) 宮島英昭、新田敬祐「株式所有構造の多様化とその帰結：株式持ち合いの解消・「復活」と海外投資家の役割」RIETI Discussion Paper Series 11-J-011、独立行政法人経済産業研究所（2011年2月）

(注18) 日銀レビュー2007-J-13「株式保有を前提とした銀行の企業取引の総合採算性について」金融機構局・大谷聡、須田侑子、豊

蔵力、平形尚久、宮明靖夫（2007年11月）

(注19) 日本銀行「金融システムレポート2010年3月号」補論『わが国銀行の収益性』

(注20) 日銀レビュー2012-J-6「わが国銀行の株式保有と貸出・債券との関連リスク」金融機構局・菅和聖、福田善之、杉原慶彦、西岡慎一（2012年4月）

(注21) 宇野淳・神山直樹「株主保有構造と流動性コスト：投資ホライズンの影響」（早稲田大学ファイナンス研究所ワーキングペーパーWIF-09-002：April 2009）によれば、「日本の株式持ち合いによる保有集中を分析した結果によれば、潜在的投資ホライズンが長いほど流動性は低下する」。

(注22) 宇野・神山 [2009、前掲]によれば、「流動性の低さに加えて、潜在的投資ホライズン（期間）が長いほど企業価値は低くなる（外国人のケースは逆の結果となる）。持集中度が高い企業の企業価値は、ガバナンスの形骸化と流動性コストの増大という二重のマイナス効果が計測された」としている。

(注23) 統合リスク管理とは、金融機関が直面する信用リスク、市場リスク、オペレーショナル・リスク等の様々なリスクを統一的な手法で計量化し、リスクの総量が自己資本等の経営体力の範囲内に収まるよう管理する手法をいう。

5. おわりに

今回の議論は、出資規制の上限緩和により、銀行によるリスクマネー供給の増加を図り、中小企業の資金繰りや経営の改善を期待するものである。しかしながら、円滑化法同様に、金融面からの支援は重要であるものの、それだけで中小企業の事業再生やベンチャー企業の育成が進むわけではなく、実態経済面から中小企業やベンチャー企業の経営を支える施策を同時に講じる必要がある。

また、5%ルールのあるあり方を検討するにあたっては、現在の日本の置かれている環境に見合った制度の再設計として捉える必要があるものの、これまでの独禁法や銀行法等における基本的な考え方や法の精神から大きく変わることはないと思われる。したがって、これまで見てきたように、出資規制や株式保有制限にかかる歴史的な経緯やわが国金融システムの抱える問題の本質、銀行経営の健全性や本来業務への影響など、規制緩和の便益とリスク等を踏まえたうえでの慎重な議論が望まれよう。

(2012. 12. 14)

参考文献

- ・ 増尾賢一「日本の株式所有の歴史的構造」(1)～(7)、中央学院大学 商経論叢
- ・ 菅和聖、福田善之、杉原慶彦、西岡慎一 [2012]. 「わが国銀行の株式保有と貸出・債券との関連リスク」日本銀行金融機構局 日銀レビュー2012-J-6、2012年4月
- ・ 大谷聡、須田侑子、豊蔵力、平形尚久、宮明靖夫 [2007]. 「株式保有を前提とした銀行の企業取引の総合採算性について」日本銀行金融機構局 日銀レビュー2007-J-13、2007年11月
- ・ 宮島英昭、新田敬祐 [2011]. 「株式所有構造の多様化とその帰結：株式持ち合いの解消・「復活」と海外投資家の役割」RIETI Discussion Paper Series11-J-011、独立行政法人経済産業研究所、2011年2月
- ・ 橋木俊詔、長久保僚太郎 [1997]. 「株式持合いと企業行動」、大蔵省財政金融研究所『フィナンシャル・レビュー』1997年11月
- ・ 松尾順介 [2006]. 「地域再生ファンドと地方金融機関の関係について」RIETI Discussion Paper Series 06-J-045、独立行政法人経済産業研究所、2006年6月
- ・ 宇野淳・神山直樹 [2009]. 「株主保有構造と流動性コスト：投資ホライズンの影響」早稲田大学ファ

-
- イナンス研究所ワーキングペーパーWIF-09-002、2009年4月
- ・日本銀行「日本銀行百年史」日本銀行
 - ・日本銀行「金融システムレポート」各号
 - ・金融庁ホームページ (<http://www.fsa.go.jp/>)