

自己資本定義と資本政策ワークショップでの総括および質疑の模様

2008年10月29日に日本銀行において開催した「自己資本定義と資本政策」ワークショップでは、以下のテーマで講演が行われた。ワークショップの最後に、それらの講演に関して、日本銀行・金融高度化センター長・神津の進行で総括的な質疑が行われた。このペーパーは、その模様を取り纏めたものである。

1. 「自己資本を巡る議論

バーゼル銀行監督委員会・自己資本定義サブグループでの検討」

日本銀行金融機構局 国際担当企画役 中田 勝紀

2. 「The Use of Hybrid Capital Instruments by Banks in Asia」

メリルリンチ香港 Senior Director Ms. Michele Barlow

3. 「The Role of Capital in Bank Rating」

STANDARD & POOR'S 主席アナリスト 吉田 百合 様

4. 「統合リスク管理上の自己資本定義と資本管理を巡る論点」

キャピタスコンサルティング 代表取締役 森本 祐司 様

(神津) まず、日本銀行・中田から、バーゼル銀行監督委員会における自己資本の定義を巡る議論が紹介された。それによれば、同委員会では、自己資本比率規制上の分子(自己資本)について、ストレスへの耐性を意識した「量」と「質」を検討しているとのことである。そこで3点ほど聞きたい。

1点目として、監督当局が、ストレスへの耐性を意識した自己資本の「量」と「質」を求めるという場合、ストレス時と平時におけるリスクテイク余力のバランスをどのように考えているのかを聞きたい。例えば、数十年に1度の大きなストレスを想定したとして、そのストレスが生じるまでの数十年間においても、大きなストレスを覚悟した資本の「量」と「質」が求められる

のだろうか。仮に、そうであれば、平時において、銀行部門が取り得るリスクは、そうでない場合に比べ、かなり小さくなってしまいうだろう。

2点目は、自己資本の定義を巡る議論とその経済合理性について聞きたい。講演では、EUにおける自己資本定義を巡る議論が紹介された。それによれば、EUでは、hybrid商品（資本性商品）の自己資本への算入に関しては、その要件の充足度合いに応じて、例えば、50%、35%といった一定の比率で上限を設けるという考え方となっている。これは、自己資本比率規制上、分母（リスク量）については、出来る限り実態に即して測定することを目指しているのと随分と異なるアプローチである。何に対して、どのような資本が求められているのかということについての経済合理性が見えにくくなってしまっているのではないか。

3点目は、最近、各国において、公的資金により資本注入を行うケースが相次いでいるが、資本の「質」という観点で、この「公的資金による資本」を、どう評価したら良いだろうか。

（中田氏）1点目であるが、監督当局の視点は、資本の「量」は多く、また、「質」は良いに越したことはないという傾向がある。現状、銀行のビジネスのあり方まで踏まえた、最も望ましい資本の量と質に関する答えを示せるまでには議論は進んでいない。資本の量と質を巡る議論について、それぞれ敷衍すると、次の通りである。

まず、資本の「量」であるが、各国の監督当局では、今次金融危機の教訓として、トレーディング部門におけるリスク 特に、複雑な市場性クレジット商品に係るリスク、市場流動性リスクなどが正確に測り切れず、その結果として、当該リスクに見合う資本の量が不十分だったのではないかという見方をしている。ただ、監督当局においても、資本の「十分な」量に関する答えを持ち合わせているわけではなく、その点を市場に問い掛け、市場の要求に応えようとしているのが現状だろう。

次に、資本の「質」であるが、現在のところ、平時において、資本の質を高めておくことにより、ストレス時における金融機関の資本調達 普通株のほか、hybrid商品（資本性商品）など に関する選択肢を増やしておくことが出来ないだろうか、ということが議論されている。

2点目の質問について、個人的な意見を申し上げれば、やはり“白地に絵を書いているわけではない”ということだろう。まず、分子（自己資本）の定義を見直すことの影響は非常に大きいという事情がある。従来、各国では、様々な hybrid 商品（資本性商品）を自己資本として認めてきた経緯があるため、それらと全く異なるコンセプトを導入することは現実的ではないという面がある。一方、出来るだけ共通のルールで、各国がある程度満たし得るものにしたいという面もある。これらのバランスを踏まえ、資本の質を高めるとすれば、hybrid 商品（資本性商品）については、要件の充足度によって、一定の算入上限を設定することが現実的な選択肢となるとの判断に至ったのであろう。

3点目の公的な資本の質をどう評価するかであるが、正直に申し上げて、各国の対応の違いにやや驚いていると同時に、各国当局も悩んでいるのであろうというのが率直な印象である。今後も、各国の方針、監督当局の考え方などを反映し、様々なかたちでの資本注入が実施されるかも知れないが、今のところ、国際的に共有化された公的資金による資本注入のあり方や考え方が定着しているわけではないということだろう。

（神津）メリルリンチ香港の Ms. Barlow の講演で、最近における hybrid 商品（資本性商品）市場の話伺った。現状、この市場は事実上停止しているが、平時に戻れば、相応に資金調達ができる市場であろうと感じた。そこで2点ほど伺いたい。第一に、実際に、市場で hybrid 商品（資本性商品）を扱っている立場から、そもそも、この商品の良い点は何かについて改めて伺いたい。第二に、どのようなプロセスで平時に戻っていくのか、平時において、通常の投資家のリスク選好を前提とした場合、hybrid 商品（資本性商品）によってどの程度の資金調達が可能なものなのかについての見方を伺いたい。

（Ms. Barlow）1点目の hybrid 商品（資本性商品）の良い点であるが、通常、こうした商品は、他の資本性商品と比べ、銀行（発行体）の観点からみれば、より調達コストが安く、また、投資家にとって、より高いリターンのものが発行できる点が挙げられる。また、この商品は、負債性を兼ね備えているため、税務上、利払いを損金算入できるメリットもある。さらに、通常、普通株を発行するのは自国通貨建てとなるが、この商品であれば、外国通貨建ての資金調達が可能となるため、資金調達の柔軟性が高まる点もメリットであ

ろう。一方、株主の観点からみると、この商品には議決権が与えられないこと、また、この商品の発行に伴う既存株式の希薄化が生じない点もメリットと言えるだろう。

2点目の質問であるが、まず、「平時」がどういう状態なのかが問題だろう。過去数年間の状況が「平時」であったかと言えば、おそらく、そうではないと思う。過去数年間は、様々なストラクチャード商品が開発され、またレバレッジの高まり等を通じて、スプレッドが極端に小さくなっていた。今後、事態が落ち着いていったとき、同様の状況に戻るかと言えば、そうではないだろう。足許は、hybrid 商品（資本性商品）のスプレッドが非常に拡大し、各国政府から資本が注入されていることで、同商品を発行する余地・必要性がなくなっているため、資金調達の可能性を推測することは難しい。どのようなかたちで平時へ戻るかを考えてみると、おそらく、信用度が高く、経営がしっかりとした強い銀行が、少しずつ発行を始め、徐々に投資家に戻ってくるのではないか。何れにせよ、足許では、クレジット商品は供給が非常に多い一方、需要が全くないため、この市場がどのようなかたちで平時へ戻るのかを予測するのは難しいと感じている。

（神津）キャピタスコンサルティングの森本様の講演は、「経済価値」を中心に据えて、リスクと資本との関係を整理し直すという内容であった。改めて、経済価値という概念の大切さを考えさせられたが、同時に、この経済価値という概念について、昨今の議論を踏まえて意見を伺いたい。

すなわち、昨今、価値（value）の概念を巡り、様々な議論が生じている。例えば、discount cash flow 等の手法で想定される経済価値と、市場で観察される取引価格とに明らかな乖離が生じることがある。Fair Value と一口に言っても、「何らかのモデルで算定したものを Fair Value とし得る」という考え方もあれば、「如何なる価格であっても、市場で観察された価格が Fair Value である」という考え方もある。また、その価値を評価するタイムホライズンによっても、Fair Value は異なり得る。例えば、短期的な売買を行う投資家にとっては、今、その資産が市場で売買できる価格が Fair Value となるだろうし、より長いタームで企業の価値を考える投資家にとっては、短期間の価格変動に関する情報は、それほど重要な意味を持たないかも知れない。何れにせよ、経営者が、自らのタイムホライズンに基づき、自ら経済価値を計算しても、

それが、投資家あるいは市場からサポートされなければ、その計算結果は受け入れられないという意見にも、相応に説得力があると思われる。

(森本氏)ご指摘のように、おそらく、経済価値で測れば全て上手くいくということはないだろうと思う。大切なことは、経済価値を測定する努力と苦しみを続け、出来るだけ真実に近づけることであろう。

まず、価値を考えると、市場が機能しているか否かという問題は、常につきまとう。保険業界での経験を例にとれば、再保険市場は、市場規模が小さいため、台風等の事態が生じると、いわゆる「ソフトマーケット(市場で価格(再保険料)が付かなくなる状態)」になることがある。同様の事態を何度か経験し、新たなリスクの取り手を作り出すために、業界で資金を拠出し合って再保険会社を作ることも行われた。

また、資本市場において、我々は、漠然と「プライステイカーでいられる」と思っている。しかし、相当なレバレッジがかかり、多くの紐が絡み合ったような状態となっていると、どれか1本の紐を引っ張ることにより、全ての紐が落ちてしまうことにもなり得る。

こうした状況を念頭に置くと、「モノの値段とは何か」というテーマは、非常に難しい問題と言える。しかし、実務として、価値評価の方法を何れかに決めなければならないとすれば、個人的には、「試行錯誤を繰り返すしかない」と考えている。そうした試行錯誤の中で、どういう手段や方法であれば、市場参加者が安心して金融商品の売買ができるようになるかを考えるということではないか。これは、物々交換ではなく、お金が安定して世の中に行き渡り、安心してモノの売買が出来るようにするためには、どういう条件が必要なのかという究極の問題かも知れない。何れにせよ、金融商品を適正に評価するための仕組み作りを、皆で悩みながら色々と考えていかなければならないだろう。

なお、現在、市場が非常に不安定な中で、時価会計の凍結が議論されている。この点に関して、個人的な意見を申し上げますと、現在、自分が保有するモノの価値については、適正に評価することが基本であると思う。この「適正に評価する」とは、市場で評価すれば、どのぐらいの価値になるのか、という意味であり、保有者は、その現実を見据えて、必要な対応策を打つべきであろうと思う。

(参加者) コメントが2点ある。1つ目は、経済価値あるいは EC (Economic Capital) については、各銀行が自主的に行うものであるが、バーゼル の第三の柱により、それらが開示されることで混乱が生じるのではないかと危惧している。すなわち、各銀行が、独自の考え方や方法で算定した経済価値や EC を開示しても、それらの算定には、唯一の方法論や解があるわけではない。それにも関わらず、多くの銀行が、異なる根拠の数値を同様に開示することで、情報の受け手に混乱が生じるのではないか。

2つ目は、資本政策の議論に関して、会計や監督等が歩調を合わせて頂きたいということである。すなわち、銀行内部では、例えば、自己資本比率規制への対応、EC 管理の視点、企画や財務会計の視点など、様々な関係当事者が、それぞれの立場で、様々な制度や枠組みとの整合性を要求されている。この結果、一つの金融機関において、全体として整合性を持った資本政策を考えることは非常に難しい。この点に関して、森本様の講演で、保険業界においては、監督や会計等が「保険負債を含む全てを経済価値で評価する」という統一的な視点で制度を構築しようとしているとの説明があった。銀行業界においても、自己資本比率規制、監督、会計などについて、歩調を合わせて頂くことをお願いしたいと思う。

(森本氏) 1点目の開示に関するコメントについて、若干補足したい。ご指摘の懸念は尤もである。リスクや価値というものは、比較可能性等を考慮すれば、非常に難しい論点を含んでいる。しかし、原則を定めていくことにより、何とか、そうした論点をクリアしようと努力している事例が存在しているということは、ご理解頂ければと思う。

すなわち、講演で、保険会社の Embedded Value の開示について触れた。実は、この数値は、1990年頃から開示されており、既に20年近い歴史を有しているのだが、当初算定されていた Embedded Value は、様々な問題点や、計算方法が各社で異なっており比較が困難といった指摘があった。これを受けて、2004年に、EEV (European Embedded Value) 原則が公表されたのだが、この EEV 原則に基づいて各社から数値が公表されてみると、それらは、従来よりも、却ってバラバラで比較が困難なものであった。この点を踏まえ、2008年6月に、MCEV (市場整合的な EV) 原則が公表されるに至った。こうした動きは、保険業界において、ご指摘された開示に対する懸念への対応例とい

える。つまり、Embedded Value に関しては、画一的な基準を設けると、その基準に上手く当てはまらない先が困る一方、市場から信認された数値でなければ、開示された全ての先の数値が信認されなくなるという問題があったわけである。こうした中で、CFO フォーラムのほか、アクチュアリー、欧州の監督機関や国際会計基準の専門家が議論を重ねたうえで、ある程度の妥協しながら、適正な基準を見つけるため、一応の原則論を決めたわけである。そして、この原則論は、上手く機能しなければ、2年後に改訂される可能性もあるというもので、今後も、こうした試行錯誤が繰り返されていくことになる。

(参加者) リスク計測と資本政策に関して、コメントする。リスク計測の精緻化を進めることは出来るだろうが、銀行における実際の資本政策をみると、必ずしも計量化されたリスクの数値に基づいて行われるわけではないと感じる。銀行界にバーゼル が導入され、その第二の柱では、Economic Capital 管理が重要となるわけだが、この考え方に基づけば、本来、望ましい資本の水準は、銀行のリスク特性に応じた経済価値ベースで決定されるはずである。しかし、金融機関の現場では、今のところ、必ずしも両者がリンクしているわけではない。自己資本比率計算上の分母(リスク)は、ボトムアップで積み上げたデータである一方、分子(自己資本)は、基本的にトップダウンで決まること多く、この両者の接続が難しいと感じる。

(神津) バーゼル は、日本が世界に先駆けて導入したが、本年でまだ2年目である。このため、ご指摘のように、まだ、ボトムアップの Economic Capital 管理からの要請と、トップダウンによる資本政策とが十分にリンクしていないということもあるかも知れない。ただ、今後は、両者のフィードバックが行われつつ、ビジネスモデルに応じた、リスク特性にフィットした資本構成が目指されていく方向なのではないかと思う。Economic Capital 管理あるいは統合リスク管理のプロセスは、詰まるところ、経営のガバナンスの問題であるから、各組織での理解が深まっていけば、Economic Capital に基づき資本構成が変わり、新たな資本構成に基づきリスクテイクが行われ、その結果がまた資本構成に跳ね返るといったフィードバックが生まれることが期待される。

なお、今次局面のように、非常に強いストレス状態になると、一部の経営陣の間で、リスク管理に対する不信感のようなものが生じ得る。リスク管

理部署の中には、経営陣から、「先進的と言われていた欧米の金融機関の現状を見ると、現在取り組んでいるリスク管理 あるいは Economic Capital 管理 にどれほどの意味があるのか」と問われた方もおられるだろう。しかし、だからと言って、何の手掛かりもないままに経営して良いという話にもならない。むしろ、こういう局面であるから、リスク管理の重要性を各現場のレベルで確認し、より実効的なリスク管理を追求していくことが大切であると思う。

以 上