

## 規制対応の公募増資が抱えるインセンティブ問題

早稲田大学大学院 鶴沢 真

サブプライム・ローン問題に端を発する金融危機や欧州ソブリンリスク問題を受けて、世界の銀行で増資が行われている。日本のメガバンクはバーゼルⅢと呼ばれる新しい金融規制に対応するため、相次いで公募増資を実施してきた。また野村もこの規制を意識した資本増強を行っている。増資時の株価をみると、主要な投資対象は国債であり、株主価値の希薄化が予想されるにもかかわらず各社の株価は安定推移していることが観察される。

銀行と事業会社との相違点は、預金保険によってデフォルトリスクが債権者（預金者）から分離され、政府によって負担されている点にある。加えて、SIFIs（Systemically Important Financial Institutions）レベルの金融機関においては、暗黙の政府保証が存在する。資産価値の増加が見込めない規制対応の増資に応募する新規株主や継続保有している既存株主は、政府からの価値移転の期待値も見込んで株主価値を評価していると考えられる。政府は資本規制を強化することで、銀行の健全性を高め、政府保証の範囲を狭めようとしているが、市場では新しい規制比率は政府が必要と考える自己資本として意識され、その水準まで保証が拡大調整されると考えている。従って、規制対応増資は新しい規制をクリアすることのできる積極的なシグナルとして機能している。

政府からの富の移転を見込んだ投資家に対して増資を行い、その資金を国債に投資している状況は、銀行経営者のモラルハザードと言えよう。株主も政府による補填をあてにしているので、経営者の行動をモニタリングするインセンティブを持たず、有為な投資プロジェクトを探索する努力を求めない。

オプション・モデルによって銀行の営業資産に関する各請求権を検討し、市場から得られる株価データをもとにしたシミュレーションによって具体的数値を示すことで、希薄化した株主価値が政府保証の期待値の増分によって補われるメカニズムを明らかにした。

政府からの価値移転に対する期待が市場に発生する条件としては、当該金融機関が金融システムに深く組み込み（Too Connected）されており、その破綻による外部コストが大きな（Too Big）存在であることに加えて、資金は余剰だが代替的な投資対象が存在しない状況がその背景にあると考えられる。特に金融危機後のように、銀行の営業資産のボラティリティが上昇し、政府保証への期待が高まった上で、他に資金の運用先がない状況でこそ、政府の後ろ盾に頼る増資が可能だったと考えられる。

保証オプションの行使条件やプレミアムが不透明で、市場規律が働いていない点、すなわち投資プロジェクトの有為性の観点からの市場のスクリーニングが機能していないところに問題がある。

本稿の分析が示唆する政策的含意は以下の2点である。(1)情報の非対称性を緩和するために、規制のデザインと併行して危機時の銀行破綻に対応する制度設計を進め、その内容を可能な限り開示していくことが望まれる。(2)銀行への資本注入にあたっては市場のメカニズムが働くよう民間ベースでの資本保険等の検討を進めていく必要がある。