

## レポート「銀行の政策投資株式について」

一般社団法人 日本取締役協会  
新しい金融の動きを理解し戦略を考える委員会  
委員長 江原伸好  
副委員長 川本裕子  
ワーキンググループリーダー 佐々木裕子

### エグゼクティブ・サマリー

- **我が国の銀行が保有するいわゆる「政策株式」は、既にその歴史的役割を終えつつあると考えるべきである。**
  - 持ち合いを中心とする金融機関の「政策保有株式」は、かつてのように資本調達コストがほとんど問われず、高度成長期のように右肩上がりの安定市場でなければ、その経済的合理性を担保できない上、融資業務との潜在利益相反リスクを完全に回避できない。
  - 会計基準の国際化によって企業ガバナンスの透明化が進む昨今、政策保有株式について株主に対する説明責任を果たすことは、ますます困難になりつつある。
  - リーマンショック以降の株価低迷、国際会計基準導入をにらんだ動きとしての、昨今の銀行による自主的な「政策株式・持ち合い株式」解消の加速は、その役割の終焉を一部裏付けるものと言える。
  
- **もっとも、このままでは銀行の政策株式保有の「完全解消」までには至らない可能性が高い**
  - 銀行の政策株式保有の多くを占める「持ち合い」株は、バブル崩壊、不良債権処理を経て急激に縮小した（市場に占める持ち合い株比率 1991年27%→2001年8%）が、それ以降今日に至るまで、市場の8%を占める持ち合い株は「安定株主対策」として根雪のように残り続けてきた。
  - メガバンク3行も今後政策投資株の売却を加速する見込みではあるが、買収防衛策として安定株主を求める企業側の事情と、「総合的取引採算」を看過出来ない銀行側の事情とが相まって、必ずしも銀行側が政策投資株式保有を「完全解消」する動きまでには至っていない。
  
- **日本経済の早期回復を目指すためにも、今こそ銀行の政策株式保有の完全解消に向けて、新しい枠組みでのインセンティブシステムや施策パッケージを、デザインすべきである**
  - 銀行の政策保有株式の「早期完全解消」は、健全な金融機能の回復・安定化を通じた日本経済の早期回復・安定化に繋がる。
    - 銀行を巡る市場・規制環境は2010年以降も大きく変化する可能性があり、多くの銀行はそれに備えるべく、自己資本の早期安定化を図るべき。

- 銀行の政策投資株市場売却は、「総合取引採算」という日本独自の不透明なリスク・リターン判断の土台を崩し、銀行与信市場のリスクプレミアムの適正化に貢献する可能性が高い。
- 政策株の多くを占める「持ち合い株」の「早期完全解消」は、健全な日本企業ガバナンスと、健全な日本株式市場の確立の礎となり、グローバル市場における日本経済の競争力強化を加速する。

とはいえ、銀行の政策投資株の「完全解消」は、民間の自主性依存だけでは実現し得ない可能性が高い。業界・規制当局・市場関係者のそれぞれがその重要性を再確認し、金融システムの不安定さを取り除くため、新たなインセンティブシステムを考案することが大切である。その際、市場関係者からの更なるプレッシャーや規制・税制政策を組み込んだ施策（銀行に対する政策投資株保有制限強化、銀行に対する政策株売却優遇税制等）も視野にはいってこよう。

## 1. はじめに

銀行が事業会社の株式を「政策的」に保有する（またはお互いに株式を持ち合う）、いわゆる銀行の「政策投資株」は、日本的な企業ガバナンスの仕組みの一つとして発展してきた。その功罪についても、内外含めてこれまで多くの見解が述べられてきた。

しかしながらここへ来て、この「政策投資株」「持ち合い株」見直しの必要性は、銀行の自己資本安定化ニーズの高まり、時価会計のグローバルな流れの急速な進化のなかで、急速に高まりつつある。

特に、リーマンショック以降の足もと 1 年間は、多くの邦銀が、問題の根源であった「証券化商品」の影響はほとんど受けなかったにも関わらず、株式市場の急激な冷え込みによる評価減損リスクに直面することとなった。

実際、メガバンクだけみても、09 年度 3 月期には、前期対比数千億から 1 兆を超える有価証券評価損益の収縮を経験した。多いところでは前期自己資本（6～12 兆円）の 1 割以上の水準にあたる自己資本原資が、国内株式価格の変動により失われる事態となった。

こうした事態の背景にあるのは、銀行の保有する有価証券、特に国内株式の影響の構造的な大きさである。

これは言い換えると、銀行が、その自己資本の余力を、政策投資株式の保有という形で「価格変動リスクの高い株式」に過度に振り向けているということであり、結果として、経済が不安定であればあるほど、本来なら市場に供給されるはずの融資創造が行われず、という構造リスクを抱えているということである。

日本経済の振れ幅がますます大きくなっていくであろうことが容易に想像される今こそ、こうした政策投資株式のもたらす構造リスクの大きさを改めて認識し、業界全体として最終的な姿を見据えながらアクションをとり、この問題に決着をつけるべき時機に来ているのではないだろうか。

本報告書では、我が国の銀行による政策投資株(含む持ち合い株)構造が形成された歴史、最近の構造変化の理解、海外との比較を通じて、改めて銀行による事業会社株への政策投資の功罪を棚卸ししながら、今後我が国が課題解決に向けてとるべき道についての示唆を抽出したい。

## 2. 銀行から事業会社株への「政策投資（含む持ち合い）」形成された歴史と背景

- 1950・60年代の資本自由化政策による「企業連合」の形成と戦後復興・高度成長
  - 個人投資家主導から、企業連合主導へ
  - 財閥解体でも手つかずで残った銀行グループ
  - 企業連合を促進する法律改正—独占禁止法改正、OECD加盟による資本自由化
- 高度成長に裏付けされた「株式持ち合い構造」の合目的性

### 1) 1950・60年代の資本自由化政策による「企業連合」の形成と戦後復興・高度成長

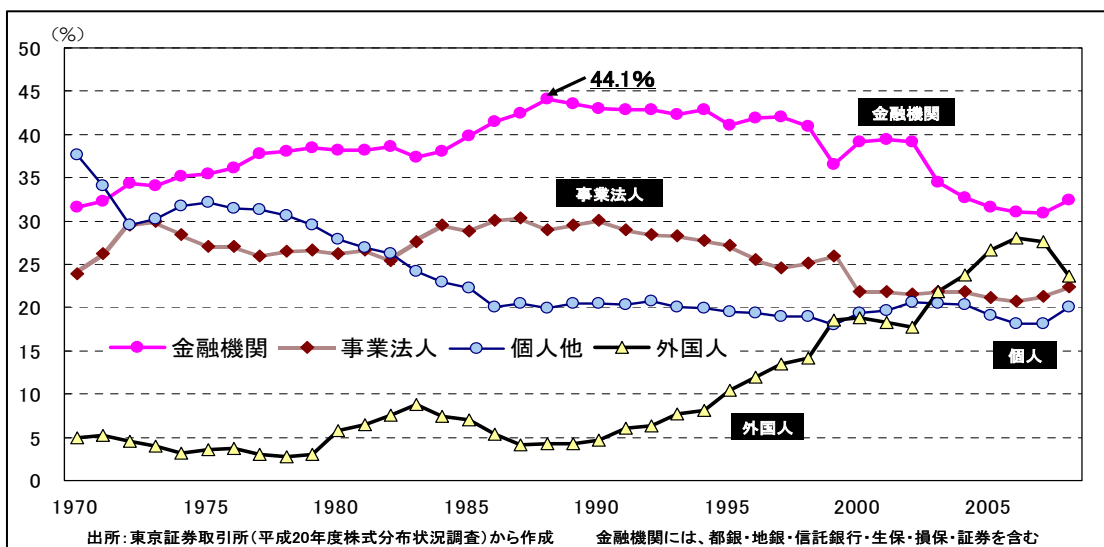
#### ① 個人投資家主導から企業連合主導へ

歴史的にみると、第二次世界大戦直後の日本の株式市場の圧倒的な株式保有者は個人投資家であった。「所有者別持株比率の推移」（図1）によれば、1950年代の戦後復興から1970年代の高度成長期にかけて、この圧倒的な個人投資家市場は縮小し金融機関と事業法人が代わりに台頭した。金融機関は、バブル経済崩壊前の1988年から1989年のピーク時に市場全体の4～5割の株式を持つことになる。

そもそも個人株主主導の、ある意味「米国流資本主義型」市場であった日本が、なぜ銀行グループと企業が連合する「政策投資株」「持ち合い株」をガバナンスの核とした「日本流の資本主義」市場へと変容していったのであろうか。

それは、戦後の経済復興、高度成長を目指していこうという時代に、それを支えるための企業連合形成を後押しする土壌・法律改正が揃ったからである。

図1 所有者別持株式比率（市場価格ベース）の推移 出所：東京証券取引所



## ② 財閥解体でも手つかずに残った銀行グループによるメインバンク制度の形成

もともと戦後直後に個人投資家市場が形成されたのは、財閥家族の企業支配力の排除、株式保有の分散化を柱とする財閥解体が契機である。

一方で、この財閥解体措置の中で手つかずであった銀行部門は、戦後復興してきた家計部門の大幅な余剰資金を銀行預金で吸収していく。1950年代には、芙蓉グループ、第一勧銀グループ、三和グループ等の新興企業グループが形成され、銀行によるグループ内系列融資が積極的に行われるようになる。

戦後復興の経済成長の折、企業部門の設備投資等の旺盛な資金需要に柔軟に対応したこの貸し手優位の金融システムは、のちにメインバンク制度へと発展していく。

つまり、財閥解体は個人投資家市場をいったんは産むが、一方で手つかずに残った銀行グループの存在が、メインバンクという日本独特の企業連合型ガバナンスの基盤を形成し、これが後々の「銀行による持ち合い株式構造」を形作る第1の土壌となったのである。

## ③ 企業連合を促進する法律改正

### 独占禁止法改正

企業連合の組成を促進した法律改正の一つは、1949年と1953年の2度にわたる独占禁止法の緩和ともいえる改正である。これにより、企業の株式保有制限が緩和されることとなる。おりしも日本は、自らの力で経済復興を遂げ、大きく成長しようという時代である。企業側には、長期的取引関係の強化、エクイティファイナンスによる資金調達増大など、安定株主を求める様々なニーズが高まっていた。

系列やメインバンクシステムの形成が進む中、この独占禁止法の改正は、「銀行グループ、企業同士の株式持ち合い」という形での、独特な安定株主形成を推進することになる。

### OECD加盟による資本自由化と商法改正

1964年の日本のOECD加盟に伴い、資本の自由化や貿易の自由化が進行し、日本市場での足場確保を目的とした海外企業による企業買収が顕在化することになる。これらは「乗っ取り」として恐れられた。

これらの脅威に対する法制面からのサポートとして、他企業の株式取得を容易にする商法改正が行われ、合併・提携等による産業の再編成や株主の安定化工作による株式持ち合いが進むことになる。

## 2) 高度成長に裏付けされた「政策投資株」「株式持ち合い構造」の合目的性

翻ってみると、銀行による企業株の「政策保有」「株式持ち合い」が日本経済の高度成長期に果たした役割は、決して小さくない。

海外に追いつけ追い越せが至上命題であった日本企業にとって、着実な右肩上がりの成長を実現していくために、下記の観点から「株式持ち合い」による企業間協調は、競争力強化の観点から極めて合理的な選択であった。

- ・ 敵対的買収の排除
- ・ 長期継続取引実現による売上変動の最小化、取引コストの低減
- ・ 増資コストの低減、および低配当による外部流出の低減効果
- ・ 「静かな株主」による安定経営と中長期視野に立った施策実行

そして、日本の実体経済全体が常に成長し続け、多くの企業が恒常的な高配当をし続けていた限りにおいて、「持つ側」と「持たれる側」はお互いに完全な「Win-Win」の関係であり得た。

しかしながら、この「株式持ち合い」に内在される構造的な問題は、高度成長期の終焉とバブル崩壊に代表される「経済の曲がり角」に接した瞬間、2000年以降の会計基準の統一化の流れの中で急速に表面化することとなる。

### 3. 銀行政策投資株を巡る構造変化—2つの「経済・金融危機と会計基準変更」

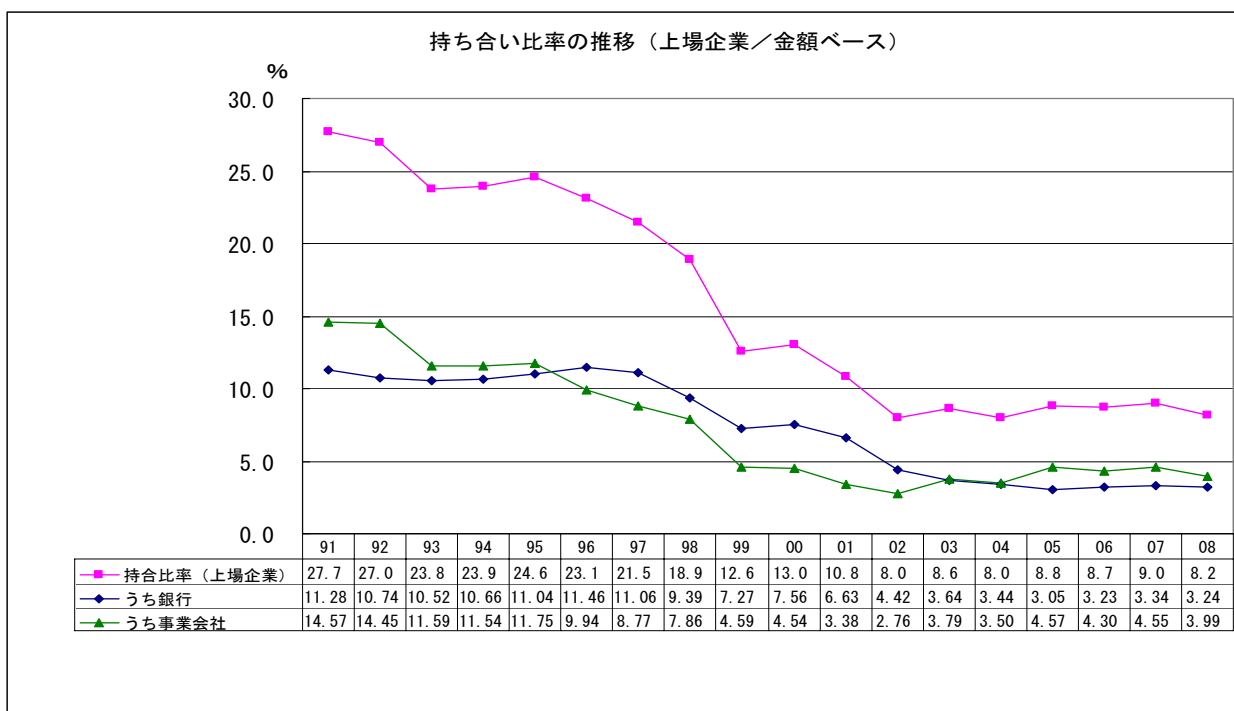
「銀行による取引企業先株式保有」に象徴される日本流資本主義は、1990年代以降の2つの「経済・金融危機と会計基準変更」に同時に対峙する過程で、大きな転換を迎える。

- **1990年代から2000年初頭の「バブル崩壊・金融危機」と「時価会計導入」**  
1991年のバブル崩壊以降の企業収益低迷により始まった持ち合い解消は、1990年代後半以降の金融機関の不良債権処理・金融再編と、2001年に導入された持ち合い株式への時価会計導入とが相まって、急速に加速する。
- **2008年の「リーマンショック」と「国際会計基準導入」**  
金融危機が一段落すると、「企業防衛」目的の持ち合い株式の復活が一時的に見られたものの（2005～2007）、リーマンショックによる株式評価損失の顕現化と「国際会計基準導入」の議論を契機に状況は一変。2008年度は持ち合い解消の動きが再び加速している。

#### 1) 「バブル崩壊・金融危機」・「時価会計導入」と持ち合い解消）-1990年代後半から2000年初

1991年のバブル崩壊を契機に、日本企業の持ち合い状況は急激に変化していく。大和総研が行っている持ち合い構造推計によれば、上場企業の持ち合い比率は、1991年の28%から2002年には8%まで急落した。わずか10年の間に、持ち合いは、市場全体で見れば、80年代以前の1/3以下の水準まで低下したことになる。

図2 株式持ち合い比率の推移（バブル崩壊以降） 出所：大和総研「株式持ち合い構造推計」



持ち合い解消においてはまず事業会社が先行した。市場における株式売買状況を見ると、事業会社の売り越しのピークは1991年から2000年で、この10年間、事業会社は毎年売り越しを続け、通算で16兆円を超える株式を売り越している。

一方、銀行は1997年から2005年にかけて売り越しのピークを迎える。銀行はこの間、通算で12兆円を超える株式を売り越した計算である。

### ① 企業収益低迷により始まった事業会社の持ち合い解消

事業会社が持ち合い株式の削減を積極的に行った1991年から2000年は、全般として、バブル崩壊後のデフレ不況の中で、企業収益が大幅に落ち込み、低迷した時期と重なる。バブル崩壊後も2000年頃までは、日経平均は14,000円～20,000円のレンジで推移し、バブル前（1985年終値：13,113円）を上回る水準にあったことから、この時期、事業会社は、含み益のある持ち合い株式を積極的に売却することにより、本業の損失を補うとともに、借入金を積極的に返済すること等を通じ、バブル崩壊とその後の長期不況下で痛んだ財務構造を改善したと考えられる。

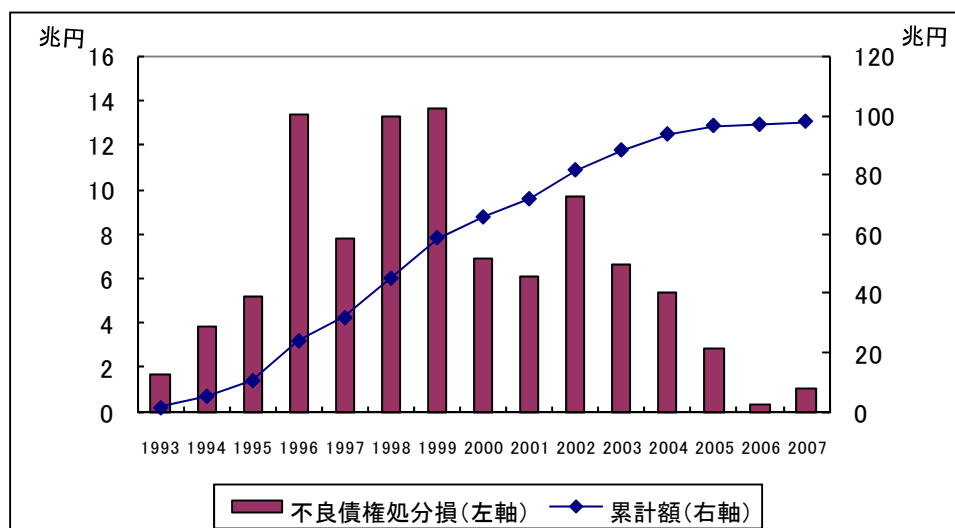
### ② 金融危機対応に付随する銀行の政策投資株解消

#### 不良債権処理目的の株式売却

一方、銀行の持ち合い株式解消は、事業会社の動きよりも5年ほど遅れることになる。状況を一変させたのが、1995年に始まる「不良債権問題」の顕現化である。住専問題を契機に不良債権問題は大きく取り沙汰され、金融不安が高まる。北海道拓殖銀行（1997年11月）、山一証券（1997年11月）、日本長期信用銀行（1998年10月）、日本債券信用銀行（1998年12月）の破綻、大手15行への公的資金注入（1999年3月）など、1995年以降の銀行業界は不良債権問題への対応に苦慮、多くの統合・再編を余儀なくされた。

銀行が持ち合い株式の削減を積極化させた1997年から2005年は、この不良債権問題がピークを迎えていた時期にあたる。この間、不良債権処理の損失を補うため、あるいは痛んだバランスシートを改善するため、保有株式を大量に市中で売却せざるを得ない状況に置かれていた訳である。

図3 不良債権処理損の推移（全国銀行）＜各年3月末＞ 出所：金融庁



### ③ 金融再編による5%ルール抵触

さらに持ち合い株式解消を加速したと思われる要因は、金融再編である。金融危機の中で、多くの銀行の統合・再編が行われたが、「事業会社の5%超の株式保有を禁止」という銀行法に抵触しないために、統合・再編銀行が併せて5%を超えてしまった保有銘柄の市場売却をせざるを得なかったケースも少なくなかったものと思われる。

### ④ 時価会計導入（2001年）による政策投資株式解消の加速

金融不安の発生に伴い、日本企業の会計情報に対する不信感を払拭するため、政府は、金融商品への全面時価会計導入を決定する。2001年から導入された時価会計により、「政策投資株式」もこの時価評価の対象となった。過度な政策投資株保有は、株価次第で純資産が大きく変動し、銀行の収益基盤が大きく左右されるリスクを負うことになる。

この結果、多くの銀行は更なる政策株圧縮を実行することになった。

## 2) 銀行間の競争激化と企業防衛策ニーズの高まりを背景とする「政策投資株復活」- 2005年～2007年

---

### ① 銀行の株式保有総量規制（銀行等の株式等の保有の制限等に関する法律）

金融不安を経験した政府は、銀行のバランスシート上に過度な価格変動リスクを背負わせないように、いわゆる「保有制限法」を発動する。これにより、2006年9月末以降、銀行の株式保有額は、中核的自己資本の範囲内に制限されることとなった。株式売却の円滑化を図るため、銀行等保有株式取得機構が設立されたほか、日銀による買取りも実施した。

この結果、銀行の株式保有額が自己資本の範囲内に収まる「上限キャップ」が明確になったものの、実際には「根雪」のように残る政策投資株式・持ち合い株式の解消を加速するまでには至らなかった。

### ② 銀行間の「取引シェア競争」の激化と買収防衛ニーズによる「政策株」復活

銀行の政策株投資売却の動きは、金融危機の落ち着きと経済情勢の一時安定化に伴って、2005年以降一服する。銀行による「持ち合い株」比率も2007年には上昇に転じた（前掲図2）。

これには、その時期に事業提携や買収防衛の観点から、企業側の安定株主ニーズが活発化したこと、銀行側にも、企業の融資需要が低迷する中での新たな取引獲得戦略の一環として、政策株式保有を復活する合理的理由があったことが背景として考えられる。

しかしながらこれが皮肉にも、後にリーマンショックでの傷口を大きくする一因となってしまう。

## 3) 「リーマンショックによる経済危機」・「国際会計基準の導入」と持ち合い解消-2008年～現在

---

### ① リーマンショック以降の市場関係者・規制当局からのプレッシャーの高まり

2008年10月のリーマンショックは、多くの企業経営者に、「持ち合い株式」を主軸とする日本企業独特の企業連合型ガバナンスの見直しを迫る強烈な契機となった。2008年10月～12月期に事業会社（上場・金融機関除く）が計上した有価証券評価損は7,000億円を超えた結果、内外の機関投資家・市場関係者から、政策投資株式に関する多くの批判があいついだのである。

これを契機に再び銀行の政策投資株の売却が加速することとなった。市場での金額ベースでの持ち合い比率は07年度の9.0%から08年度は8.2%へと低下（前掲図4）、全体の持ち合い解消額も1兆555億円にのぼった。

持ち合い解消が進む中で相変わらず政策投資株を大量に保有する事業体に対して、株主や投資家も改めて厳しい目を向け始めた。資本効率の悪化や経営規律の緩みにもつながりかねないとの批判もあり、金融庁も株式持ち合いに関する情報開示を義務化する方針を打ち出すこととなった。

## ② 国際会計基準導入に向けた議論による持ち合い解消加速

銀行の政策投資株解消を更に加速しているもう一つの大きな要因は、国際会計基準の導入議論である。2009年6月、日本においても、2012年をめどに国際会計基準（IFRS）を強制適用を検討する旨が発表された。

国際会計基準審議会（IASB）は持ち合い株式について

- (i) 毎期の時価変動、実現損益をすべて「純利益」に計上（→この場合、持ち合い株式の時価変動により、純利益が大きく変動）
- (ii) 毎期の時価変動、実現損益をすべて「その他包括利益」に計上。（→この場合、持ち合い株式からの受取配当金、売却損益は純利益に計上できない）

の2案を提案。（その後、日本企業の強い反対を受け、(ii)の場合にも受取配当金だけは純利益計上できる方向（ただし、売却損益の純利益計上は認めず）に部分修正。）

いずれにしても事業体が政策的な持ち合い株式を保有するデメリットが大きくなることから、09年10月発表の大和証券のアンケートでは、企業・市場関係者の6割が、「国際会計基準の導入で持ち合い株式の売却が加速する」と回答している。

## 4) 銀行の政策投資株と「企業連合」が果たしてきた役割の終焉に向けて

1950年代、60年代の「企業連合加速政策」により創出され、70年代、80年代の高度成長期を下支えした銀行が取引企業の株式を保有する、いわゆる「政策株」「持ち合い株」の構造は、日本が成熟経済に入って直面した二つの大きな危機と、企業経営を透明化する会計制度変更の流れの中で、その負の側面が明らかになり、これまで果たしてきた役割を終焉しつつあるように思われる。

とはいえ、こうした環境下においても、銀行の政策株投資が全て解消するまでには、それなりの時間がかかるとの声が少なくない。最後まで「根雪」のように残る可能性もある銀行と取引企業間の「政策的な株式保有」に対し、今一步踏み込んだ改革を促すには何が必要なのであろうか。先行する海外の事例を中心にその示唆を抽出してみたい。

## 4. 諸外国の株主分布の変化とその背景（ドイツの事例）

- 「安定株主型」市場から「株主分散型」市場に変容したドイツ  
ユーロ圏金融市場の中心地となるべく、欧州統合時に株式市場改革を実行したドイツ政府
- ドイツ政府の総合的な持ち合い解消施策とその成果  
「銀行保有株式を放出させる政策」と「銀行放出株式を市場の国際化で吸収させる施策」

### 1) 「安定株主型」の市場から「株主分散型」に変容したドイツ

主要各国の株主分布は

- ・ 安定株式型 銀行や法人の所有比率が高く、一方では個人および機関投資家の比率が低い型
- ・ 株主分散型 銀行や事業法人の所有比率が極端に低い一方、主体が個人および受託者責任を明確にする機関投資家の間に広がる特徴を有する型、に分類される

歴史的背景をみると米国（20世紀前半まで）、英国（1970年代まで）も元々安定株主型であったが、その後今日の型へ移行した。ドイツも安定株主型市場から、1994年以降、かつて強大であった銀行の株式所有比率を大きく低減することに成功している。市場が安定株主型から株主分散型に変容していった要因を、最近のドイツの例を取り上げて検証してみたい。

ドイツの株式保有構造の特徴は、今日の日本市場と同じように、銀行等の金融機関および事業会社による保有が大きいことである。多くのドイツの大企業には、若干名の大株主が存在する。主に創業者一族やその財団、あるいは銀行などの法人である。

英米では20世紀の半ばに株式の分散が進み、特定の支配株主の存在がみられなくなったなか、ドイツでは引き続きこのような支配株主が存在する理由には、日本で持ち合い株式構造が形成されてきた経緯と共通する部分が多い。

- (i) 第二次世界大戦の敗戦から戦後復興するにあたり、安定した株主構造を定着させようという力が背景に働いていること
- (ii) 強大な銀行の存在<sup>1</sup>により資本市場の発展が妨げられたこと
- (iii) オーナーや創業者一族による株式保有への固執<sup>2</sup>と合わせ、財団などの手段によりオーナーの所有株式の分散が免れたこと（これだけは日本の財閥解体と異なるが、日本でも結果として系列保有という形で所有株式分散が免れていることは、同様の経緯と言えるかも知れない）
- (iv) 結果として、証券市場を重視する政策がそれほど採られなかったこと

<sup>1</sup> たとえば Dittmann, Ingolf, Maug, Ernst G. and Schneider, Christoph, "Bankers on the Boards of German Firms: What They Do, What They are Worth, and Why They are (Still) There" (February 1, 2008). ECGI - Finance Working Paper No. 196/2008

<sup>2</sup> たとえば Hackethal, Andreas, Schmidt, Reinhard H. and Tyrell, Marcel, "Banks and German Corporate Governance: on the way to a capital market-based system?", Corporate Governance, An International Review Vol 13 No 3 May 2005, Blackwell Publishing p397

## 2) ドイツ政府の銀行政策株の解消施策とその成果

---

しかしながら、特に2001年以降、様相は大きく変貌する。1994年には4.1%であった銀行の株式所有比率は、2005年には0.4%へ低下し、それまでの銀行による株を通じた企業統治構造の改革が急速に進んだのである。

その背景にあるのは、ドイツのEU圏における金融中心地たる地位を確立すべく、ドイツ政府が欧州統合の際に打ち出した、銀行からの株式放出と、その受け手の国際市場からの確保を同時に狙った、株式市場の国際開放施策であった。

### 銀行所有株式を放出させる施策

- ・ 銀行の所有株式に対する税制の見直し（長期保有株式の売却を非課税とする）による、銀行所有株式の売却の容易化。
- ・ 国際会計基準の早期採用。（株式保有のリスクの顕現化）

### 放出された株式の受け手を他のEU圏から誘引する施策

- ・ 政府による市場取引の規制強化および上場会社の情報開示制度の厳格化による個人投資家の呼び込み。
- ・ 銀行が売却したあとの空白を埋めるための海外の機関投資家の呼び込み強化。（公開会社には英語による報告書等の作成を（規範によって）義務付け等）
- ・ 機関投資家による受託者責任の概念強化と銀行業務からの隔壁強化。（銀行の名義上の議決権行使の実質上の凍結）

なお、ドイツでは銀行が引き続き、主要取引先の監査役会に人材を送り込んでいることは、産業界において銀行との関係を維持したいとする傾向が依然として存在することを示している。この企業間の関係維持のニーズを、「株式相互保有」と切り離してきたことが、ドイツのもうひとつの特徴である。

依然として市場の8%を持ち合い株式として根雪のように保有している日本にとって、それを0.4%にまで引き下げたドイツでの官主導の試みは、銀行の「政策投資株式」の早期完全解消を実現していくうえで、大きな示唆をもたらすものであるといえよう。

## 5. 銀行による「政策投資株」を巡る今後の展望

- 足もとの政策株解消の動きとその「限界」
- 銀行による政策投資株の「早期完全解消」の必要性
- 今後必要となる官民の総合リーダーシップ

### 1) 足もとの政策投資株式解消の動きとその「限界」

政策投資株式については、昨年以降メガバンクを中心に解消の動きが加速している。メガバンク 3 行は、既に自己資本安定化を睨み昨年 4～12 月で、前年同期の約 2.5 倍にあたる簿価 4000 億の株式売却を実施した。

しかしながら、企業側からの取引銀行に対する安定株主としての期待は、直近の大型保険上場案件をみても明らかなように、買収防衛目的等を理由に依然根強く残っている。

すなわち、銀行の「政策投資株式の圧縮」は一定程度までは進むかもしれないが、「完全解消」に至るには、依然大きなハードルがあるということだろう。

### 2) 銀行政策投資株式の「早期完全解消」の必要性

しかしながら、日本経済の早期回復、日本株式市場の発展強化を考えると、積極的な施策によって「根雪」のように残る銀行の「政策投資株」を早期に一掃し、持ち合い等の完全解消を目指す意義は極めて大きいと思われる。

#### (i) 金融機関の自己資本安定化と金融規律の健全化

- ・ 金融機関を巡る市場・規制環境は 2010 年以降も大きく変化する可能性があり、多くの邦銀はそれに備えるべく、徹底した自己資本の安定化を図るべきである。
- ・ 政策投資株の完全解消は、「総合取引採算」というやや不透明な銀行・企業取引関係を解消し、適正なリスク・リターンに基づく与信市場の確立に大きく貢献するものと思われる。
- ・ 銀行の充実した自己資本と、適正なリスク・リターンにより日本全体の健全な金融機能が確保され、早期回復を図る日本経済を支える原動力となり得ると思われる。

#### (ii) 適切な市場プレッシャーと企業ガバナンスの健全化による日本企業の競争力強化

- ・ リーマンショックから早くも回復し始めている他の海外株式市場に比べ、日本の株式市場に対する海外の目は依然として厳しい。銀行主導の積極的な政策投資株・持ち合い株式の「早期完全解消」は、日本経済の成長戦略を後押しする象徴的な出来事となり、日本市場に対する国際的信認の早期回復に繋がり得る。

### 3) 今後必要となる新しい枠組みでのインセンティブ

とはいえ、日本において依然として根強い銀行に対する「安定株主確保」期待を断ち、銀行の政策投資株式の「完全解消」を実現するためには、銀行・事業会社全体が、「政策投資株の解消」そのものを新しい行動規範として受け入れ、実行する必要があるため、各銀行・企業の自主性依存だけでは限界があるのではないだろうか。

むしろ、「銀行政策投資株の完全解消」は、銀行業界・事業会社にそれをおこなわせるインセンティブが必要である。金融庁をはじめとする規制当局からの今一步踏みこんだ総合的な規制・施策パッケージも効果があろうし、それに呼応する銀行業界・事業会社業界の足並みをそろえる強力な業界リーダーシップが必要となろう。

もちろん、政策対応においては、ドイツのような持ち合い株式売却に対する優遇税制という「アメ的施策」から、持ち合い株式保有の全面禁止という「ムチ的規制強化」まで、選択肢は幅広い。政策効果比較分析、フィージビリティ・スタディによる最適な施策パッケージのデザインが必要となろう。

「持ち合い株式の2010年問題」が取り沙汰され、グローバル市場での日本経済リーダーシップの行く末を強力なリーダーシップで牽引していくべき今こそ、日本経済回復のカンフル剤となり得る「銀行政策投資株式の解消」に向けた包括的な施策パッケージを、官民共同で提示・実行されることを強く期待したい。

以 上

一般社団法人 日本取締役協会  
新しい金融の動きを理解し戦略を考える委員会<sup>i</sup>  
委員長 江原 伸好  
副委員長 川本 裕子  
ワーキンググループリーダー 佐々木裕子

問い合わせ先

一般社団法人 日本取締役協会  
〒105-6106 東京都港区浜松町 2-4-1 世界貿易センタービル 6階  
電話 03-5425-2861 e-mail: [info@jacd.jp](mailto:info@jacd.jp)

---

<sup>i</sup> なお、第4章については、関孝哉氏のご協力に感謝したい