

2013 年 10 月 9 日

Mizuho Industry Focus Vol. 139

株主自益権の劣後性へのコミットメントと株式投資の期待収益率 ～流動性プレミアムを明示的に考慮した資産価格形成に向けて～

草場 洋方

hirokata.kusaba@mizuho-cb.co.jp

〈要 旨〉

- 投資家が株式投資に高い収益率を期待してよいことを、価格変動率が大きいという皮相的な理由によって論ずるべきではなく、何故それが大きくなるのかという本質的な背景を捉える必要がある。それは、株主が自益権の劣後性にコミットしているからである。そして、その程度という点で、長期的に資本をコミットする株主とそうでない株主には差があるため、両者の期待収益率には差が付いて然るべきである。その差は「いつでも資金化できる」という流動性の差として表現できる。
- 最も基礎的且つ代表的な資産価格モデルである CAPM は、消費－貯蓄の意思決定と資産選択の意思決定が分断された一期間モデルであるという点で包括性を欠いているだけでなく、資産ユニバースに貨幣の概念が存在しないという点で流動性に差のある諸資産の期待収益率を推定するモデルとして不十分である。
- 小野（1992）の MIU（Money-in-Utility）モデルは、□家計の動学的効用最適化行動を基盤にした一般均衡モデルであり、□資産ユニバースに貨幣が組み込まれている、という点で CAPM とは対照的である。そこでは、均衡において流動性プレミアム（貨幣を保有することによる効用）が名目利子率と等しくなることが示される。MIU モデルを資産価格評価に応用することで、資産の流動性の差を価値評価に簡潔に反映することが出来る。
- また、オプションプライシングの考え方を株式価値評価に応用した Merton（1974）の無裁定モデルを用いると、株式の流動性の差は、ヨーロッパン・オプションとアメリカン・オプションのプレミアムの差として表現することが可能である。
- 株式の期待収益率を推定する際には、これらのモデルの応用等を通じて流動性の差が明示的に反映されるのが望ましい。十分な流動性が確保された上場株式の期待収益率は流動性プレミアムの分だけ低く推定されるべきであり、同様に、上場企業が認識すべき普通株式の資本コストもその分低く認識されてよい。
- 自益権の劣後性に強いコミットメントを行う代わりに高い収益率を期待したい投資家と、近視眼的な株主利益の最大化ではなく中長期的な視野で株式価値を向上させたいと考える企業との利害を一致させる方法は、企業が譲渡制限のある株式を発行し、配当率等の発行条件について譲渡可能な株式と差を付けることである。

目 次

株主自益権の劣後性へのコミットメントと株式投資の期待収益率 ～流動性プレミアムを明示的に考慮した資産価格形成に向けて～

はじめに	2
第一節 株主の本質的立場を巡る長短株主の差異	4
第二節 資産価格モデルにおける流動性の軽視	7
第三節 流動性プレミアムを考慮した資産価格の均衡モデル	12
第四節 無裁定価格モデルによる長短株主の差異の表現	16
第五節 株式投資及び企業財務の実務における応用	19
おわりに	24
補論 Markowitz の平均分散モデルから CAPM の導出まで	26

はじめに

どんな株主でも
同列に扱うべき
か

グリーンメーラーやアクティビスト或いはデイトレーダーのように短期的な投資資金の回収を前提とした株主とウォーレン・バフェット氏に象徴されるような長期的に資本をコミットする株主とを株主として同列に遇することに対し、ある種の違和感を抱いている企業経営者は少なくないだろう。株主総会で「配当金額を引き上げよ」という株主提案が提出されたとして、それがバフェット氏からの申し出であれば頷けるとしても、アクティビストファンドからの要求であれば苦々しさに駆られる——それが標準的な感覚ではないだろうか。

株主は、株式投資を短期的な鞘取りの道具と捉えるのではなく企業価値向上に向けた地道だが着実な企業努力を中長期的な視野から支援する存在であるべきではないか。企業の所有者としての自覚に基づき業容が良いときも悪いときも企業と共に歩む姿勢を持つべきであろう。このような思いは、必ずしも企業経営者だけが持つものではなく、わが国の社会一般に広く共有されているようにも思われる。

取り分け昨今、アベノミクスを受けた株高傾向を捉えてアクティビストファンドなどの動きが国内でも再び活発化しはじめるにつれ、「会社は誰のものか」、「企業と株主の関係はどうあるべきか」という類の議論が改めて注目を浴びつつある。例えば、2013年4月、経済財政諮問会議の下に「目指すべき市場経済システムに関する専門調査会」が設置され、経済の持続的成長に向けた資本主義のあり方について議論が行われている。同6月には諮問会議への中間報告が行われ、「短期的な「マネー・ゲーム」に偏らない「実体経済主導」の持続可能な経済社会を実現するための市場経済システムの構築が必要である」との提言が行われた。

ファイナンス理論
の主張

アクティビスト等はどう反論するかも知れない。「ファイナンス理論は株式投資の期待収益率が価格変動リスクの大きさによって決定されると教えている。我々は非常に高い価格変動リスクに身を晒しており、従ってそのリスクに見合った利益配分を受ける権利がある。株式の保有期間の長短は何の関係もないことだ」。なるほど、ファイナンスの標準的なテキストで解説されているCAPM (Capital Asset Pricing Model、資本資産価格モデル) に従えば、確かに、ある株式に投資する際の期待収益率の差は所謂 Beta の差——当該株式の値動きと市場全体の値動きの共分散の差——のみに依存して決定される。このフレームワークに従う限り、株式の保有期間の長短は本質的に期待収益率に何の影響も及ぼさない。

収益率はその変動
リスクだけの関
数か

CAPM はアクティビストなど特定の投資家だけでなく資産運用や企業金融の実務家の間に広く浸透している。「収益率の大小はその変動リスクの大小に依存する」という考え方は、ファイナンスの実務における言わば「イロハのイ」であり、今更「ある種の違和感」などが入り込む隙間はないようにも思われる。そうであれば、やはりグリーンメーラーとバフェット氏は同列に遇されるべきなのだろうか。「企業の所有者としての自覚」など、ファイナンス理論を知らぬ素

人の戯言に過ぎないのだろうか。

**長期株主は短期
株主に優越する
べき**

この点について、本稿は「長期に資本をコミットする株主（以下、長期株主）とそうでない株主（以下、短期株主）とはやはり違うのではないか」という立場から論じたい。すなわち、株式の期待収益率は投資期間の違いに応じて差が付いて然るべきであり、従って長期株主は短期株主よりも多くの収益を期待してよい。企業は長期的に資本をコミットする投資家により多くの利益を還元すべきであり、目先の利鞘稼ぎに終始する投資家への利益還元は相対的に少なくて構わない。本稿ではこのような主張を行っていきたい。

本稿の構成

以下の構成を述べよう。まず、第一節では、会社法制上の株主の立場とファイナンス理論の主張する「リスク」の本質を対比させながら、債権者に対する株主の期待収益率の優越が残余財産の分配を巡る劣後性に依拠しており、そのような劣後性へのコミットメントという観点で短期株主と長期株主に本質的な差異があることを論じる。

第二節では、株式投資の期待収益率を推定するモデルとして広く利用されている CAPM が拠って立つ前提条件の妥当性を問い直す作業を通じ、短期株主と長期株主の差を価値評価に織り込む上で CAPM の枠組みでは不十分であることを述べる。特にトービンの二分法（フロー選択の決定とストック選択の決定の分離）、新古典派的な貨幣ヴェール観に根差した資産としての貨幣概念の軽視、を中心的な論点とする。

続く第三節及び第四節では、短期株主と長期株主の差異である「流動性プレミアム」について、その経済的な意味合いを議論する。まず第三節では、流動性が資産価格に与える影響を論じた小野（1992、2009b）の一般均衡モデルを概観し、名目利子率と流動性プレミアムとがトレードオフ関係として捉えられることを示す。第四節では、流動性プレミアムが無裁定モデルにおいてどのように表現されるかを、Merton（1974）を基に考える。

第五節では、流動性プレミアムを考慮した資産価格モデルを実務に適用する際の考え方について述べる。具体的には、十分な流動性が確保された上場株式への投資について投資家が期待すべき収益率、或いは企業が認識すべき資本コストが流動性プレミアムの分だけ低く推定されるべきであることを指摘すると共に、長期に資本をコミットする投資家と長期的な視野で株式価値を向上させたい企業との利害を一致させる方法として、譲渡制限のある株式の発行について検討する。

第一節 株主の本質的立場を巡る長短株主の差異

株主の自益権

そもそも株式保有に伴う株主の経済的利益はどのような法律的裏付けに依拠して発生するのであろうか。北村・柴田・山田(2008)によれば、株主の権利は自益権(株式会社から直接経済的利益を受ける権利)と共益権(株式会社の管理運営や経営の監督是正に関与する権利)に分類することができる。会社法は株主の権利として①剰余金の配当を受ける権利、②残余財産の分配を受ける権利、③株主総会の議決権、の三つを定めており(105条1項)、①の剰余金配当請求権と②の残余財産分配請求権が自益権に相当し、③の株主総会議決権が共益権に相当するものである¹。このうち本稿の関心は専ら株主の経済的利益にあるので議論を自益権に絞ると、それは、端的には、投資先企業がゴーイングコンサーンであれば配当を、清算される時には残余財産の分配を受ける権利のことといっていよう。

配当及び残余財産の分配プロセス

次に、配当及び残余財産の分配がどのように為されるかを整理したい。ゴーイングコンサーンの企業が配当しようとするときは、都度、株主総会の普通決議により配当財産の種類や帳簿価格の総額、株主への割当に関する事項、配当の効力発生日等を定めることになる。江頭(2011)によれば、配当原資は「最終事業年度の末日の剰余金の額から会社債権者保護上控除すべき額及び最終事業年度の末日後の剰余金の減少額を控除し債権者異議手続を経た最終事業年度の末日後の剰余金の増加額を加算した額」として決定される。一方、企業が解散する場合は、事業を終了させ、未収債権を取り立て、未払い債務を弁済し、残余財産を株主に分配するという清算手続きが実施される。清算が開始されると、清算株式会社は債権者に対し一定の期間内にその債権を申し述べることを官報に公告し、且つ知れている債権者には各別にこれを催告しなければならない(499条)。そして、清算株式会社は、債務の弁済を経た後でなければ、その財産を株主に分配することが出来ない(502条)。

株主有限責任と自益権の劣後性

配当と残余財産の分配に共通するのは、仕入先や銀行等の債権者への支払いを済ませた上で(或いは支払い能力を十分に残した上で)はじめて株主への経済的分配が為されなければならないということである。では、なぜそのような劣後性が求められるのか。それは、株主自益権が常に債権者に劣後することを求める「株主有限責任の原則」(104条)という法理が存在するからである。すなわち、株主の責任は出資した金額の範囲に限られ、例えば、投資先企業が債務の弁済に窮したとしても追加の出資による弁済義務等は負わない。裏を返せば、債権者が自らの債権を保全する裏付けは債務者企業が現に有する資産のみということになるので、債権者への支払いを経ずして株主に企業資産を分配することは債権者保護(を通じた商取引の円滑化)の観点から認められないのである。

¹ これらは原則的、代表的なものであり、会社法に定める株主の権利は他にも存在している。岸田(2012)の整理によれば、自益権としては、上記の他、株券交付請求権(215条)、名義書換請求権(130条)、株式買取請求権(469条)等がある。また、共益権は、単独で行使できる単独株主権と、行使に議決権の割合等の一定の要件が必要な少数株主権に区分される。単独株主権としては、上記の他、総会議事録閲覧謄写請求権(318条2項)、株主総会決議取消請求権(831条)、新株発行差止請求権(210条)等がある。少数株主権としては、総会に関する検査役の選任請求権(306条)、株主総会召集請求権(297条)等がある。

Business Risk と
Financial Risk

株主の権利と義務にはこのような相互関係がある。株主は経済的に有限の義務しか負わない代わりに、その自益権は常に債権者に劣後するのである。この文脈で基礎的なファイナンス理論がいうところの「リスクと収益率」の関係を考えてみたい。ここでいうリスクとは収益率自体の分散を意味している。では、株式収益率が分散するのはなぜだろうか。Brigham and Houston (1998) に従うと、株式収益率の分散の程度は Business Risk と Financial Risk の程度に依存する。Business Risk とは、端的には ROA の変動の度合いであり、それは、売上数量や販売単価等のボラティリティ、価格転嫁の容易さ、固定費の大きさ等に依存する。他方、Financial Risk とは、企業が負債調達を増やす際に株主が甘受しなければならないリスクのことをいう。所与の ROA においては、負債のウェイトが大きいほど元利払い変動の損益やキャッシュフローへの影響が大きくなり、その分株主への分配額が変動しやすくなることから、Financial Risk は財務レバレッジに依存する。

リスクと Beta

ROA が時間を通じて変化しない場合、Business Risk はゼロである。また、負債での資金調達を一切行わない企業においては、得られた Free Cash Flow to the Firm が常にそのまま Free Cash Flow to Equity となるから、Financial Risk もゼロである。従ってこのような企業の株式への投資は、投資収益率に変動を齎すファクターが存在しないことから、本質的に無リスク資産への投資と変わるところがない。CAPM 的なフレームに換言すれば、Business Risk が Unlevered Beta の大きさに、それに Financial Risk を加えたものが Levered Beta の大きさに対応している。Business Risk と Financial Risk がいずれもゼロであれば Unlevered Beta も Levered Beta もゼロであり、従って株式の期待収益率は無リスク資産利子率と一致する。

自益権の劣後性
へのコミットメント
こそが高い株主
収益率の源泉

このように整理すると、ROA の分散が所与の状態において、負債を有する企業の株主がそうでない企業の株主に対して高い収益率を期待してよいのは、Financial Risk を引き受けているからに他ならないことは明らかである。負債を有する企業の株主は、債権者への元利払いを経た後でなければ自益権の主張が出来ないことを予め了解して投資しているからこそ、高い収益率を期待してよいのである。我々が CAPM を実務に適用して株式の期待収益率を推定しようとする場合、株式市場で現実に観察される株価のボラティリティデータのみに注目して Beta の高低を議論しがちだが、株主が高い収益率を要求してよいのは、当該株式の価格変動が激しいという皮相的な理由によるのではない。その背後にある株主自益権の劣後性へのコミットメントこそがその本質的な源泉と解すべきなのである。

自益権の劣後性
に関するケース
スタディ

では、短期株主と長期株主は、株主自益権の劣後性に関して同等のコミットメントを行っているといえるだろうか。簡単な事例を基に考えたい。今、投資が行われ、10 年間操業し、その後清算される事業プロジェクトがあるとしよう。総投資額は 150 であり、50 の負債と 100 の株式によってファイナンスされるとしよう。50 の負債は 10 年間の期限の利益を当該事業に与えることに合意した銀行団から調達する。100 の株式は、10 年後の清算終了時まで他者に譲渡することをしない株主団に 50、毎年の業績を確認しつつ他者への譲渡可能性を留保する株主団に 50 を夫々割り当てる。中途でのプロジェクト中止を経営者に強

制できるような支配株主はおらず、全ての株主はプライステイカーとして振舞うと考えよう。さて、投資が実行された後、当初の償却負担の重さ等の事由により2年経過時点での累積損失が▲20になったとする。このとき、10年間の期限の利益を供与している銀行は、仮に以降8年の事業計画について懸念を持ったとしても債権を回収することは出来ない。清算終了時まで株式を譲渡しない長期株主も同様である。一方、短期株主はその時点で株式を売却することが可能である。株式が簿価相当額で評価されていれば50の投資に対して売却価格は40となるから、清算時までの8年間それを貨幣として保有していれば短期株主の損失は▲10で確定する。更に、その時点から一層業績が悪化し、清算時点で累積損失が▲120に達したとする。債務超過状態に至っているため長期株主は▲50の損失を被り、出資額は全く回収できずにプロジェクトは終わる。加えて、株主有限責任の原則に基づき銀行団も債務超過額については損失負担義務があるため、▲20の損失を甘受しなければならない。

長期株主は自益権の劣後性を体現

この事例から、株主自益権の劣後性に関して、短期株主と長期株主とは同等のコミットメントが行われていないということが指摘できるだろう。まず、長期株主の行動は、株主有限責任の原則と対応する自益権の劣後性と平仄が取れている。彼らはプロジェクトが終了し、銀行への債務弁済が終了した後の残余財産についてのみ自益権を主張する存在であり、この事例では残念ながら残余財産はゼロであった。そして、その意味で Financial Risk に対して十分に身を晒している存在であり、従ってその対価として高い投資収益率を期待してよい。

短期株主は劣後性へのコミットメントが低い

他方、短期株主は本質的な意味で自益権の劣後性を体現しているとはいえない。事例では、短期株主の損失額が銀行の損失額を下回った。このようなことが起こるのは、銀行への債務支払額が確定していない間に第三者への譲渡によって短期株主が投資資金を回収したからである。その意味において、彼らは Financial Risk に対して十分に身を晒していない存在というべきであり、故に、短期株主の期待収益率は長期株主のそれに比べてその分だけ低い水準にあって然るべきであろう。また、それは銀行等の債権者との比較においても同様である。すなわち、同じ時点で投資したとしても、投資のコミットメント期間に違いがあり、株主の投資回収が債権者より早期に行われる場合、株主の期待収益率が債権者の期待収益率を上回らなければならない道理はない²。

短期株主の期待収益率は割り引かれるべき

結局のところ、投資の期待収益率が「価格変動の程度」に依存し、株主の期待収益率は債権者の期待収益率よりも高くあるべきという議論が成立するのは、投資の実行と回収が同じタイミングで行われる場合に限られる。長期株主や債権者よりも先に投資回収を行うことの出来る短期株主の期待収益率は、「いつでも貨幣化できる」という権利の価値、つまり流動性プレミアムの分だけ割り引かれるべきなのである。

² このケースにおいて短期株主の損失が長期株主及び債権者より限定されたのは、短期株主が時価=簿価 (PBR=1) のバリュエーションにて第三者に株式を売却したからであり、当然ながら、売却時点で株式市場が当該企業の株式をどのように評価しているかに依存して短期株主の損益は変化する。短期株主の損失額が長期株主と等しくなるのは PBR=0 のとき、すなわち、当該企業が8年後に債務超過に陥ることが売却時点で完全に予見可能となっている場合に限られる。

第二節 資産価格モデルにおける流動性の軽視

続いて本節では、わが国のファイナンス実務で最も一般的に利用されている資産価格モデルである CAPM の枠組みを採り上げ、資産の持つ流動性の濃淡を適切に価値評価に反映することが出来ないというその本質的な欠陥について指摘し、株主自益権の劣後性へのコミットメントに違いのある株式の期待収益率を評価するモデルとして不十分であることを述べる。

資産価格モデルとは

ある資産が産み出す将来キャッシュフローの流列をどのような尺度で現在価値に変換し、その資産価格を表現すべきか。その尺度を理論的に表現したものを「資産価格モデル」という。CAPM は、その中で最も基礎的且つ代表的なモデルである。学術的には、裁定価格理論やマルチファクターモデルなど様々な資産価格モデルが提案され、その一部は実務的にも利用されているわけだが、わが国の企業金融の実務においては依然として CAPM をベースとした価値評価が主流を占めているといつて差し支えない。

CAPM の枠組み

CAPM では、銘柄 i の期待収益率 $E(R_i)$ が、無リスク資産利子率 R_f 、市場ポートフォリオ m の期待収益率 $E(R_m)$ を用いて、以下の良く知られた形式で表現される。

$$E(R_i) = R_f + \beta_i \{E(R_m) - R_f\} \quad (1)$$

$$\text{where } \beta_i = \frac{\text{Cov}(R_i, R_m)}{\sigma(R_m)}$$

上記 (1) 式において、夫々の銘柄の期待収益率に差を齎すのは β_i の分子を構成する共分散の差のみである。従って、本稿冒頭で述べたように、CAPM を用いて資産価格の評価を行っている立場からすれば、投資期間の長短は本質的に期待収益率に影響を与えないということになってくる。

CAPM は流動性に違いがある資産の評価モデルとして妥当か

ここで考えるべきは、そもそも (1) 式は流動性に違いがある資産の評価モデルとして妥当なのかどうかである。CAPM は理論的に極めて美しく、シンプルなモデルとして導出されているが、それだけに導出過程には数多くの前提条件が付されている。一般に理論モデルの妥当性は前提条件の妥当性に大きく依存する。では、CAPM 導出のそれは妥当と言えるだろうか。あらゆる前提条件について議論することは出来ないが、ここでは本稿の問題意識である「長期株主と短期株主の流動性の違い」に関する論点にフォーカスしながら考えよう。図表 1 に、CAPM 導出に至る主要な前提条件を一覧している。このうち、本稿では大きく二つの論点を採り上げたい。

【 図表 1 CAPM 導出までの主要な前提条件 】

【 資産選択に至る前段階に関する前提条件 】

- | | |
|---|---|
| 1 | 経済主体にとって、フローの意思決定（消費するか貯蓄するか）とストックの意思決定（どの資産を選択するか）は独立である |
|---|---|

【 Markowitzの平均・分散モデルに関する前提条件 】

- | | |
|---|---|
| 2 | 投資家は、与えられた投資ホライズンにおける期待収益率の確率分布として投資機会を捉える |
| 3 | 投資家は、与えられた投資ホライズンにおける期待効用を最大化するように振舞う。富の限界効用は低減的である |
| 4 | 投資家は、期待収益率の分散（標準偏差）として投資リスクを計測する |
| 5 | 投資家は、投資意思決定に関して、投資機会のリスクと収益率にのみ関心を持つ。すなわち、投資家の無差別曲線は、彼らの思い描く収益率分布の期待値と分散の関数である |
| 6 | 投資家はリスク回避的である。すなわち、期待収益率が等しい複数の投資機会があれば、その中で最もリスクの低い投資を選択する。逆に、リスクが等しい複数の投資機会があれば、その中で最も期待収益率の高い投資を選択する |

【 資本市場線、証券市場線の導出に関する前提条件 】

- | | |
|----|--|
| 7 | 投資家は、無リスク利子率のコスト（或いは収益率）にて、何時でも無制限の資金貸借が可能である |
| 8 | 投資家は、等しく一期間の投資ホライズンを持つ |
| 9 | 投資家は、同一の期待を持つ。すなわち、ある株式の期待収益率及びリスクに対して、同一の見方をする |
| 10 | 全ての投資商品は、無制限に分割可能である。すなわち、投資家はどのような投資ポートフォリオも構築できる |
| 11 | 税金はなく、取引コストもない |
| 12 | 物価の変動はなく、金利は不変である |
| 13 | 資本市場は均衡している |

（出所） みずほ銀行産業調査部作成

問題点① 消費決定と投資 決定の分断

第一に、標準的なファイナンスのテキストにおいて、CAPM の導出は Markowitz (1952) の平均分散モデルの解説からスタートし、資本市場線、証券市場線 (CAPM) を順次導出していくパターンが殆ど³だが、実は、資産をどう選択するかという資産選択理論のカバー範囲に至る以前の段階において一つの強い前提条件が付されていることを忘れるべきではない。Markowitz モデル、資本市場線、証券市場線は全て資産をどう選択するかを考える理論である。つまり、何がしかの資産に投資したいと願っている経済主体の存在が所与の条件となっており、その上で資金をどう夫々の資産に配分すべきかをモデル化の対象としているのである。

それは、一見すると当たり前のようにみえるかも知れないが、そうではない。経済主体がある時点で保有する資金の用途を考えると、株式や社債、不動産などの資産に投資するという選択肢と共に、財やサービスを消費するという選択肢も当然に存在するからである。しかし、小峯 (1995) の言を借りれば、資産選択論は「消費－貯蓄の分割問題」ではなく、貯蓄を所与としたときの「資産の分割問題」を分析している。つまり、手元資金を消費に使うのか貯蓄するかという意思決定と、貯蓄するとしてどのような資産を選択するかという意思

³ 補論において、Markowitz モデルから CAPM の導出に至るプロセスを概論している。

決定が分断されており、専ら資産選択についてのみ検討しているのである。Tobin (1969) の ”The key behavioral assumption of this procedure is that spending decisions and portfolio decisions are independent—specifically that decisions about the accumulation of wealth are separable from decisions about its allocation.” という言葉から、小野 (1994) はこの条件を「トービンの (フローとストックの) 二分法」と呼んでいる。

図表 1 に「条件 1」として示したこのような設定の妥当性が低いことは、毎月の給与支給日において我々がどのような意思決定を行うかをイメージしてみると分かりやすい。給与の一部はその月の生活費や娯楽費として消費し、一部は財形貯蓄や投資信託のような投資性貯蓄に振り向け、一部は臨時の支出に備えるために現金や普通預金としてプールする。誰もこのような資金の配分に関する意思決定を行っているであろう。そして、どのような割合で資金を配分するかは、夫々の置かれた環境に依存しながら期待効用の最大化を実現するように同時的に決定するのであり、消費—投資の意思決定と資産選択の意思決定が全く独立してなされることを想定するのは凡そ現実には妥当しない。

**問題点②
貨幣の概念の欠如**

第二に、資産選択理論においては、選択の対象となる資産のユニバースから貨幣の概念が全く抜け落ちている。経済主体が資金を消費ではなく貯蓄に振り向けようとするとき、貯蓄の形態は株式や債券などへの投資という場合もあれば、銀行の当座預金や現金など、収益率はゼロだが極めて高い流動性を持つ資産である場合もある。しかし、伝統的な資産選択理論においてはその可能性が排除されてきた。その根本的な背景を辿ると、新古典派経済学における貨幣観に行き着く。嶋村 (1990, 1991) にあるように、新古典派の貨幣観はしばしば「貨幣ヴェール観」などと呼ばれ、彼らは貨幣を実物取引円滑化のための手段であり経済の実物面を覆うヴェールのようなものに過ぎないと捉えてきた。財と財との円滑な交換がなされる市場において貨幣は価格の計算尺度という以上の意味を持たず、従って投資対象として貨幣を特に保有しようという需要は発生しない。新古典派ミクロ経済学から発展した伝統的なファイナンス理論は基本的にそのような摩擦のない完備市場を想定しているので、資産選択モデルの中で貨幣保有を考慮しようという積極的な意思が出てこない。

現実には、貨幣需要或いはその背後にある流動性選好は、様々な動機に基づいて生じる。古くはケインズのいう取引を円滑に行うための取引的動機、将来の固有ショックに対応しようとする予備的動機、利子率に関する不確実性を減らそうとする投機的動機がある。これに加えて、Holmstrom and Tirole (2001) や齊藤 (2001, 2007)、齊藤・柳川 (2002) は将来の流動性制約に対する柔軟性を事前的に確保しようとする流動性保有動機が存在を指摘している。また、小野 (1992, 2009a, 2009b) は、将来それを消費の原資にするかどうかに関わらず「富を保有することそのものが効用を生む」という守銭奴的貨幣愛からの流動性選好の存在を議論している。

しかしながら、伝統的な資産選択理論においては図表 1 に示す諸条件によってこのような諸動機に基づく貨幣保有の可能性が選択肢から除外されている。まず、「条件 7」によって完備な市場を仮定することで取引的動機による貨幣需要が発生しない設定となっている。加えて、「条件 5」から投資家は投資機

会を捉えるときにリスクと収益率にしか関心を持たず、「条件 9」によって同一的な期待を持つ存在となっていることから、万が一の支出に備えるための予備的動機も持たず、将来の流動性制約についての関心もなく、貨幣を保有すること自体に満足することもない。更に、「条件 4」によって全ての投資リスクは標準偏差によって計測可能であるから、投資家は確率分布では表現できないような（例えばリーマン・ショックのような）不確実性を回避しようとする投機的動機も持たない。そして「条件 6～8」より、投資家は同じリスク量であれば期待収益率の高い資産を選択するが、同一の投資期間についてある水準の利子率を持つ無リスク資産が存在するという設定になっており、例えば 10 年の投資期間について考えるときに、当座預金に 10 年間資金をプールするという選択肢はなく、全ての投資家が 10 年物国債に投資することが想定されている。このような前提条件が現実を描写していないことは述べるまでもないことである。

CAPM では不十分

以上の二つの指摘は、図表 2 のように纏められる。CAPM は、経済主体の一期間の資産選択にのみ関心を払うモデルであり、りんごやみかんといった財の消費から得られる効用と、株式や債券といった資産への投資から得られる効用の比較をしながら毎期の資金配分を行うという家計の動学的最適化行動を考慮することが出来ない。また、資産のユニバースとして貨幣概念の入り込む余地を排除しているため、「何故家計や企業は金利の付かない預金や現金を保有するのか」という極めて基本的な貯蓄行動に対して解答を与えることも出来ない。

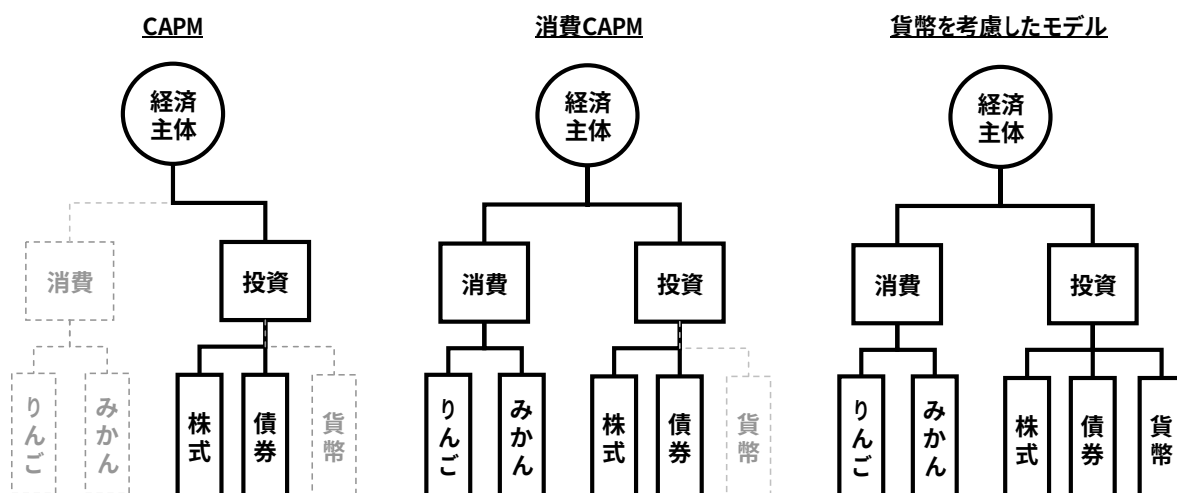
消費 CAPM とその限界

CAPM の持つこのような静的で部分均衡的な性質への批判を受け、より動学的な視点で一般化したモデルとして構築されたフレームに消費 CAPM がある。消費 CAPM は、家計が消費から得られる生涯期待効用の最大化を図るために消費の異時点間の配分を決定すると同時に貯蓄の内訳を決定することを想定するモデルであり、その意味で消費決定と投資決定の分断という CAPM の欠陥を払拭するものである。しかしながら、消費 CAPM も新古典派的な貨幣ヴェール観の下で構築されたモデルという点では CAPM と同様であって、図表 2 の中央に示すように資産のユニバースから貨幣は排除されており、その意味で本稿の問題意識に十分応えるモデルということとは出来ない。

資産の流動性の差を明示的にモデル化する必要

第一節で述べたように、短期株主と長期株主に違いを齎すのは流動性の差であり、両者の期待収益率の違いを適切に価値評価に反映するためには、資産の流動性の差が明示的に資産価格モデルに反映される必要がある。従って、本来望ましいのは消費－貯蓄選択と資産選択の同時決定及び資産のユニバースに貨幣が含まれる図表 2 の右に示すようなモデルであるといえるだろう。

〔 図表 2 モデル化の範囲の比較 〕



(出所) みずほ銀行産業調査部作成

第三節 流動性プレミアムを考慮した資産価格の均衡モデル

第一節では短期株主と長期株主では夫々が抱える流動性プレミアムの差分だけ期待収益率に差が付いて然るべきであることを論じ、第二節では、CAPMが資産の持つ流動性の差を価値評価に反映できる枠組みではないことを指摘した。では、CAPMのこのような欠陥を補い、資産の持つ流動性の差を明示的に価値評価に織り込めるような枠組みは存在するのか。本節では、流動性プレミアムを考慮した資産価格モデルとして小野 (1992, 2009b) の一般均衡モデルを採り上げ、実務的に適用可能な程度の平易な形で流動性プレミアムが表現可能であることを示す⁴。

小野の MIU モデル

小野 (1992, 2009b) のモデルは、①家計の異時点間の効用最大化行動を基盤として構築された所謂「ミクロ的基礎を伴った動学的一般均衡モデル」である点、②異時点の消費だけでなく流動性保有からの効用発生を想定する「MIU (Money-in-Utility) モデル」である点、を特徴としている⁵。流動性保有そのものに効用を認める点は新古典派の貨幣ヴェール観とは全く対極的であり、それ故に、小野の MIU モデル (以下、MIU モデル) は新古典派ミクロ経済学から発展した資産選択理論において欠落している流動性プレミアムの問題を明示的にモデル内に組み入れることに成功している。

このモデルの基本構造を概説しよう。消費可能な財として c が存在し、資産としては収益のない貨幣 M と名目利子率 R を生む証券 B が存在するとする。従って総資産 A は

$$A = B + M$$

である。これはストックの予算制約式である。また、家計所得は簡単化のために証券 B からの収益のみであるとする。消費財の価格を p とした場合、

$$\dot{A} = R(A - M) - pc$$

としてフローの予算制約式を表現できる。これらの実質値を小文字で表現すると、

⁴ 流動性の差を資産価格に適切に反映しようとする意図を持った研究は他にも存在している。Holmstrom and Tirole (2001) は、企業が将来何らかの理由で流動性が必要となる事態に備えて予め流動性資産を需要することから、流動性の高い資産には流動性プレミアムが付され、ファンダメンタルに比べて割高に取引されることをモデル化し、LAPM (Liquidity-based Asset Pricing Model) と名付けた。わが国でも Holmstrom and Tirole (2001) の考え方をベースとする流動性プレミアムの研究が齊藤 (2001, 2007)、齊藤・柳川 (2002) 等によって行われている。

⁵ 小野モデルにおける流動性効用については、それが不確実性の回避を源泉とする効用なのか、守銭奴的貨幣愛を源泉とする効用なのかで、捉え方に些かの混乱があるように思われる。例えば、小峯 (1995) においては確率分布の形状自体が分からないような不確実性を回避しようとする流動性需要を取り扱ったモデルという文脈で小野モデルが紹介されている。他方、小野 (2009b) では、将来が完全に予見できるような不確実性のない環境を前提としても「流動性を蓄積すれば、支配力に基づく安心感や満足を得ることが出来る」として、社会的地位や評価の向上、守銭奴的な貨幣保有願望の充足、といった点から流動性の効用が議論されている。松尾 (1999) は、不確実性回避からの流動性選好というケインズの貨幣需要と小野の完全予見一般均衡モデルに概念的な矛盾があることを指摘しつつも、貨幣効用関数を線形にした小野的な完全予見一般均衡モデルと、絶対的リスク回避度一定の財消費効用関数を仮定した不確実性下の合理的期待一般均衡モデルとで、解の動学的振る舞いが等しくなることを示している。

$$\begin{aligned}\dot{a} &= ra - c - Rm \\ a &= m + b\end{aligned}$$

となる。 r は実質市場利子率 $R - \pi$ であり、 π は物価変動率 $\dot{p}/p$ である。また、家計の効用は消費からの効用 $u(c)$ と流動性保有からの効用 $v(m)$ の和であり、 $u' > 0$, $u'' < 0$, $v' > 0$, $v'' \leq 0$ であるとする。

MIU モデルでは、このようなフレームの中で家計が時間を通じた総効用を最大化するように行動する。この家計の動学的最適化行動は

$$\begin{aligned}\max \int_0^{\infty} \{u(c) + v(m)\} \exp(-pt) dt \\ \text{s.t. } \dot{a} = ra - c - Rm, \quad a = m + b\end{aligned}$$

として表現され、これを解くと各時点において以下の式が得られる。

$$\rho + \eta_c \dot{c}/c + \pi = R = v'(m)/u'(c) \quad (2)$$

ここで η_c は相対的リスク回避度（消費の限界効用 $u'(c)$ の弾力性）をあらわしている。(2) 式は MIU モデルを特徴付ける重要な式である。第 1 辺を将来の消費に関する時間選好率（或いは消費の利子率） R_c を用いて

$$R_c = \rho + \eta_c \dot{c}/c + \pi$$

と表現したとき、これは将来の消費のために現在の消費を諦めて貯蓄しようと思う度合いを意味する。第 2 辺は証券 B を保有した場合の名目利子率そのものである。そして第 3 辺は実質貨幣保有量の 1 単位増加による効用の増加が消費の実質増加量で測ってどのくらいに相当するか、すなわち消費単位で測った流動性効用の大きさを意味する⁶。これを流動性プレミアム（或いは貨幣の利子率） l によって

$$l = v'(m)/u'(c)$$

と書くと、(2) 式は

$$R_c = R = l \quad (3)$$

と纏められる。つまり、時間選好率、名目利子率、流動性プレミアムが均衡において常に等しくなるという関係が導かれるのである。

⁶ 実質消費 c の 1 単位増加は消費効用を $u'(c)$ 増加させるから、実質消費 c が $v'(m)/u'(c)$ 単位増加した時の消費効用の増加は $v'(m)/u'(c) \times u'(c) = v'(m)$ であり、これは実質貨幣量の 1 単位増加時の流動性効用の増加分に等しい。

均衡において流動性プレミアムと名目利子率は同じ価値

MIU モデルを資産価格モデルとして捉えたときのポイントは、流動性はないが利息を生む証券を保有する行為と、流動性は極めて高いが利子を生まない貨幣を保有する行為は、均衡において同じ効用を生むという点である⁷。現実世界における資産は、夫々に固有の流動性と収益性を合わせ持っている。そして、「人々が資産を貨幣と収益資産に割り当てるとき、各資産が持つ流動性と収益性という二つの便益を比較しながら、有利な資産運用を行おうとする。従って、人々が色々な資産を同時に保有するということは、流動性の低い資産は不利を補うために収益性が高く、流動性の高い資産はその分収益性が低いことを意味する」(小野(2009b)) のである。加えて、各資産には収益がどの程度の確度で実現するかという固有の安全性があり、安全性の低い資産にはそれを補うためのリスク・プレミアムが生じ、100%の確率で約束された収益が実現する無リスク資産にはリスク・プレミアムは発生しない^{8 9}。

MIU モデルを用いた資産価格評価のケーススタディ

以上を踏まえ、①10年満期定期預金、②当座預金、③10年間譲渡可能性のない株式、④常時時価での譲渡が可能な株式、の4種類の資産ユニバースを考え、夫々の資産価格をMIUモデルに従って評価することを考える。銀行預金は無リスク資産であり、③と④は譲渡性の有無を除いて差がない同じ銘柄の株式とする。利子率とリスク・プレミアムは夫々5%であると仮定しよう。このとき、①～④の夫々の収益率はどのような水準となるべきだろうか。まず、①の10年満期定期預金は、固有の利子率が5%であり、リスク・プレミアムはゼロなので合計は5%となる。また、満期は10年後なのでその間の流動性プレミアムは付かない。②の当座預金は利子率もリスク・プレミアムも存在せず、表面的な収益率はゼロである。しかし、①10年満期定期預金の保有と②当座預金の保有は均衡において同じ効用を持つから、金銭的価値換算で5%に相当する流動性プレミアムを得る。ポイントは、利子率と流動性プレミアムがトレードオフという点である。高い流動性プレミアムを持つ資産は利子率が低く、流動性プレミアムを持たない資産はそのコンペンセーションとして高い利子率を持つのである。③の譲渡性のない株式は、流動性プレミアムは発生しないが、利子率5%とリスク・プレミアム5%を持つ。従って金銭的な収益率は10%となる。最後に④の何時でも譲渡可能な株式について考えると、まずこの資産の価格変動の不確実性は③の譲渡性のない株式と同程度なのでリスク・プレミアムは5%である。加えて、常時時価で譲渡可能という性質から5%の金銭的価値に等しい流動性プレミアムを持つ。そして流動性の低さを利子率でコンペンセートする必要がないので利子率はゼロとなり、金銭的な収益率は5%となる。

⁷ 「均衡において同じ効用を生む」というのは、より平たい言葉で表現すると「(マクロ的にみて) 資産保有者にとっての満足感と同じである」というような意味である。財市場、貨幣市場、資産市場の需給が同時に均衡するように時間選好率、流動性プレミアム、名目利子率の水準が調整される結果、均衡が実現した状態においては夫々が生む効用に関して無差別の状態になるという表現でもよい。

⁸ 脚注5で述べたように、小野のモデルは経済主体が完全予見の下で動学的最適化を行うというのが基本的な枠組みである。小野(2009b)では危険資産を考慮した形でのモデルの拡張は明示的な形では行われていないが、「2つの資産を比較するとき、収益性と流動性の差が同じなら安全な方を選択するであろう。従って、この2つの資産の収益率+流動性プレミアムには、安全性の差をちょうど埋めるような差が発生する。このような安全性の差に起因する収益率の差は、リスク・プレミアムと呼ばれている」とある。具体的には、効用関数にいくつかの条件を付することでリスク・プレミアムを単純な足し算として表現可能であるという。

⁹ なお、小野のMIUモデルでは流動性保有の限界効用に正の下限が存在する、すなわち $\lim_{m \rightarrow \infty} v'(m) = \beta > 0$ という設定がなされる。このような条件下では、金融緩和によるピグー効果が発生せずに流動性の罫が持続し、結果として不完全雇用が解消しない不況定常が実現する可能性が生じる。マクロ経済動学の分野では、小野モデルはこのような「貨幣効用の非飽和性」をわが国が経験してきた長期不況の原因に求めるモデルとして特徴付けられている。

MIU モデルは長 短株主の差を表 現可能

以上を図表 3 に纏めている。①と②は同じ無リスクの銀行預金であり、投資によって得られる効用は夫々5%で等しい。但し、①の定期預金への投資はそれを金銭的価値として得るが、②の当座預金は流動性効用として得る。同様に、③と④は同じリスクのある株式であり、投資によって得られる効用はリスク・プレミアムの分だけ①と②より大きく、夫々10%である。但し、③はその全てを金銭的価値として得るが、④はその内の 5%を流動性効用として得るのである。最後に、③を長期株主、④を短期株主と読み替えるとき、短期株主は長期株主が得られない流動性効用を得ており、その分だけ金銭的な収益率については低くなっていることが分かる。このように、MIU モデルは CAPM では表現できない両者の流動性の差を価格評価に反映することが出来るのである。

【 図表 3 MIU モデルによる資産価格評価のケーススタディ 】

(単位: %)		流動性 プレミアム	利子率	リスク プレミアム	総価値	うち 金銭的価値
①	10年満期定期預金	0	5	0	5	5
②	当座預金	(5)	0	0	5	0
③	10年間譲渡可能性がない株式	0	5	5	10	10
④	いつでも譲渡可能な株式	(5)	0	5	10	5

(出所) みずほ銀行産業調査部作成

第四節 無裁定価格モデルによる長短株主の差異の表現

前節では均衡モデルの枠組みの中で流動性の価値をどう表現するかを議論したが、本節では、投資の中途段階で換金できる権利の有無によって株式の価値評価に差が生じることを、無裁定条件に基づく資産価格モデルの枠組みを用いて表現することを考える。Merton (1974) の考え方に沿って述べる。

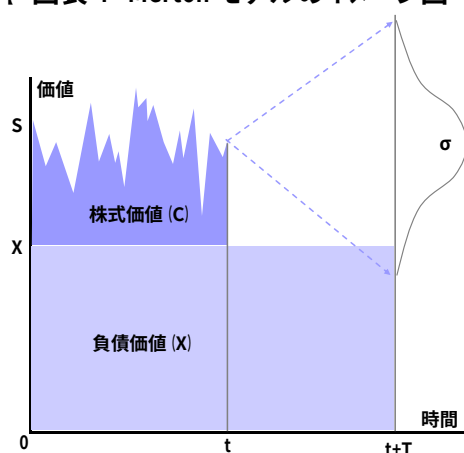
Merton モデル

Merton (1974) は、オプションプライシングモデルを株式価値評価に応用する方法を提唱した。図表 4 に従って簡単に解説する。企業価値 S_t は負債価値 X と株式価値 C_t からなる。負債の償還期限を T 年後、企業価値の連続複利ボラティリティを σ %、連続複利無リスク資産利子率を R_f^c とする。そのとき、株式価値 C_t は、企業価値 S_t を原資産とし負債価値 X を行使価格とするコールオプションであるとみなせる。つまり、負債償還時点で企業価値が負債価値を下回っていればアウト・オブ・ザ・マネー、上回っていればイン・ザ・マネーとなるようなコールオプションと同等の性質を有している。Merton (1974) の設定では、負債の償還が T 年後にしか発生せず、且つその時点でのみオプションの行使判断が行われるヨーロピアン・タイプとなっている¹⁰。従って期中のキャッシュフローが発生しないことを仮定すれば、株式価値 C_t は以下の Black-Scholes モデルによる評価が可能となる。

$$C_t = [S_t \times N(d_1)] - [X \times e^{-R_f^c \times T} \times N(d_2)] \quad (4)$$

$$\text{where: } d_1 = \frac{\ln\left(\frac{S_t}{X}\right) + [R_f^c + (0.5 \times \sigma^2)] \times T}{\sigma \times \sqrt{T}}, \quad d_2 = d_1 - (\sigma \times \sqrt{T})$$

【 図表 4 Merton モデルのイメージ図 】



(出所) 小林 (2003) を参考にみずほ銀行産業調査部作成

¹⁰ このような設定をより現実に近づけるべく、オプションプライシングモデルを応用した信用リスクの定量化に向けては様々なモデルが開発されている。例えば、ファースト・パッセージ・モデルと呼ばれるモデルでは、償還期限までに企業価値が負債価値を一度でも下回った場合、その時点でデフォルト（アウト・オブ・ザ・マネー）が確定するという設定がなされている。詳細については小林 (2003) に良く纏められている。

**Merton モデルは
長期株主の立場
を表現**

Merton (1974) のモデルは、 T 年後に行使可能な株主自益権の価値を企業価値に対するコールオプションとして定義し、その現在価値を示すものといえるが、注目したいのは、①企業価値が負債価値を上回ったときだけペイオフが発生する、② T 年後の負債弁済前の権利行使は出来ない、というモデルの設定である。これより、Merton (1974) は第一節で議論した長期株主の立場を表現していることがわかる。

**短期株主の立場
はアメリカン・オブ
ションによって表
現可能**

一方、短期株主の立場は、このようなモデルの設定とは異なっている。短期株主は、長期株主と同様に T 年後の債務弁済後に自益権を行使することも可能であるが、同時に、それ以前においても、好きなタイミングでオプションを行使し、その時点の株式価値分のキャッシュを得ることが可能である。故に、このような短期株主の立場をコールオプションとして表現しようと思えば、ヨーロピアンではなく、アメリカン・タイプとして近似するのが妥当だろう。

**満期以前に権利
行使可能な分だ
けオプションプレ
ミアムに差**

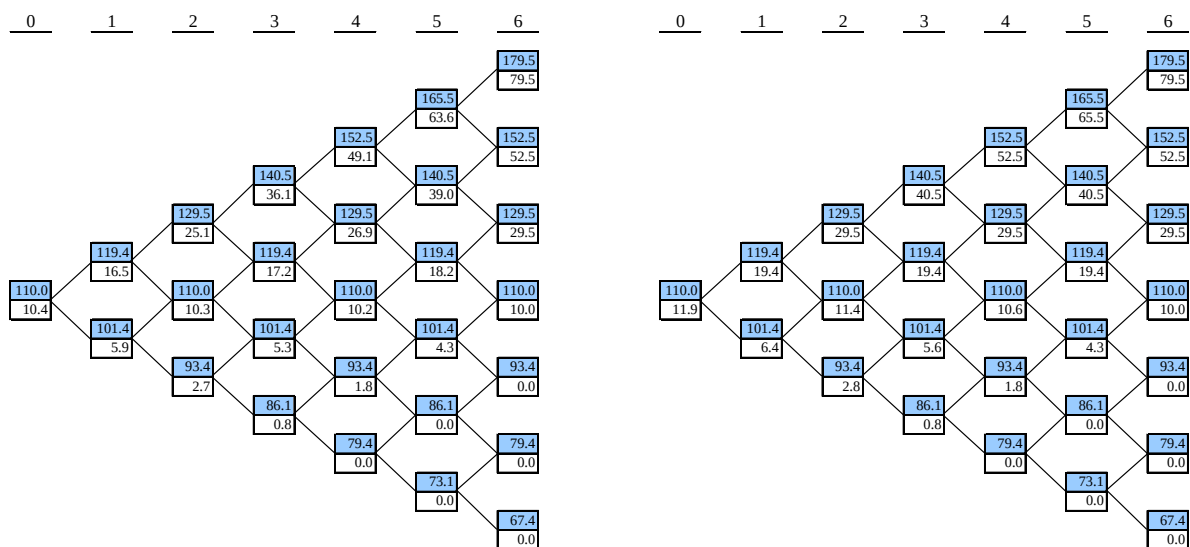
価格形成に与える要素が等しいヨーロピアン・オプションとアメリカン・オプションを比べると、満期以前にオプションを行使する権利の価値分だけ、両者の価値には差が生じる。この差は、原資産からのキャッシュフローが全く発生しないという限定的な条件下でゼロとなることが知られているが、そうでない場合は正の値を取る。Merton (1974) のモデルでは原資産は企業価値そのものであるから、平時において配当や利払いが全くないという状況は想定しにくい。従って、投資時点で支払うべきオプションプレミアムはアメリカン・コールオプションの方が高くなるだろう。そして、それはつまり、期待収益率に関して短期株主が長期株主に劣後することを意味している。

**無裁定モデルを
用いた資産価格
評価のケースス
タディ**

このことを具体例によって示したい。ここでは二項の Cox=Ross=Rubinstein (CRR) モデルを簡便に適用しよう。図表 5 は、原資産価格:110、行使価格:100、期間:1 年、ノード数:6、ボラティリティ:0.2、無リスク資産利率:0.05、原資産収益率:0.1、という設定におけるコールオプションの価格評価ケースである。左がヨーロピアン、右がアメリカンであり、夫々の二項ツリーにおいて、上段は原資産価格の時間を通じたパス、下段は各ノードにおけるオプションプレミアムを示している。

左右の二項ツリーを比較すると明らかなように、期初時点のオプションプレミアムはヨーロピアン・タイプが 10.4、アメリカンタイプが 11.9 であり、アメリカンタイプの方が高い。つまり、このオプションをコールしたい投資家は、満期保有が前提であれば 10.4 のプレミアムを支払うことになるが、投資期間の途中で売却する選択肢を留保したい場合はそれに 1.5 を上乗せしなければならない、従って期待収益率はその分低下する。このように、無裁定モデルを用いることでも、資産の持つ流動性の差を購入価格 (期待収益率) に明示的に反映することが可能となる。

〔 図表 5 二項モデルによる株式価値評価事例 左:ヨーロッパ (長期株主)、右:アメリカン (短期株主) 〕



(出所) みずほ銀行産業調査部作成

第五節 株式投資及び企業財務の実務における応用

流動性プレミアム を明示した株式 の価格評価

ここまで、株主自益権の劣後性へのコミットメントという点で短期株主と長期株主には立場に差があり、その差は流動性プレミアムの差として資産価格評価に反映されるべきであり、それに応えるには CAPM の枠組みでは不十分であるため MIU モデルや無裁定モデルが活用されるべきであることを議論してきた。これらを踏まえ、本節では、このような考え方を株式投資及び企業財務の実務に応用・反映することを考える場合の論点について述べたい。

はじめに、投資家の視点からみて、流動性に差がある株式の期待収益率をどのように捉えるべきかについて改めて整理しよう。小野の MIU モデルを援用すれば、それは簡潔には以下のように表現される。

株式の期待収益率

$$= \text{無リスク資産利子率} + \text{当該株式のリスク・プレミアム} - \text{流動性プレミアム}$$

長期株主は「いつでも換金可能」という流動性を犠牲にして資本を長期的にコミットする存在であり、従って流動性プレミアムは保有しない。他方、短期株主は「いつでも換金可能である」という権利を常に有しているから、その価値の分だけ期待収益率は減じられる。これによって長短株主の違いが期待収益率に反映される。

流動性プレミアムを具体的にどう計測すべきか。本稿では MIU モデルと無裁定モデルの二つの考え方を呈示した。MIU モデルは無リスク資産利子率と流動性プレミアムが均衡において等しい価値を生むと考えるから、例えば証券取引所などの流通市場において常時時価での譲渡が可能な株式であり、その流動性がほとんど当座預金と似通っているような場合、流動性プレミアムは無リスク資産利子率とほぼ同値と捉えられる。つまり、短期株主が期待してよい収益率はリスク・プレミアムの分だけであり、長期株主が享受する無リスク資産利子率分の金銭的リターンは得られない。また、無裁定モデルを利用する場合は、前節で述べたような方法でアメリカン・オプションとヨーロピアン・オプションのオプションプレミアムの差として流動性プレミアムを計測すればよい。

上場株式等の期 待収益率はより 低く推定されるべ き

つまり、流動性が十分に確保され、売却したいときに売却が可能な資産への投資機会について考える場合、その期待収益率は CAPM 等による推定結果に比べて流動性プレミアムの分だけ低く見積もられるべきである。本稿の冒頭において、近視眼的な株主還元を強く要求する投資家について批判的に述べたが、そのような批判を行い得るのは、彼らが高い収益率を期待してよいほど株主自益権の劣後性にコミットしていない——つまり短期的に持ち株を処分できる流動性の効用を既に享受しているからである。株式投資家が高い

期待収益率を求めようとするのであれば、長期に資本をコミットすることを前提とした投資姿勢を持つことが必要であり、そのような覚悟のないままに高い収益率を期待するのは、投資家にとって些か都合が良すぎる。

上場企業の資本コストもより低く認識されてよい

これを企業側から眺めると、株式資本コストをどう認識すべきか、という論点になる。わが国の上場企業の多くは株式資本コストを CAPM によって推定しており、株式流動性の問題が考慮されているケースは殆どないと思われる。しかし、企業が株式を上場しているということは、譲渡の容易性という価値を投資家に提供しているということである。そして譲渡可能な株式を保有している株主は、その価値を享受している。従って企業は流動性プレミアムの分だけ株主資本コストを低く認識するのが妥当であるといえる¹¹。

投資家の長期投資ニーズと企業の長期株主確保ニーズの一致

ところで、一般的な上場企業のケースを想定するとき、通常発行しているのは譲渡可能な株式だけであり、従って投資家が購入可能な株式もそれに限られる。この場合、自益権の劣後性に強くコミットしてもよい（流動性を放棄してもよい）ので高い収益率を期待したいという投資家が存在したとしても、現実には彼らが投資できるのは譲渡可能な上場株式しかないため、高い期待収益率を実現させる手段がないということになる。同様に、企業が長期に資本をコミットする投資家に手厚く利益還元を行いたいと考えたとしても、譲渡可能な上場株式しか発行していなければ、投資期間の長短に応じて投資家を区分することは出来ない。では、長期投資をしたい投資家と長期に資本をコミットして欲しい企業の利害を一致させる方法はあるのか。以下でそれを考えたい。

高い収益率を期待するには、ex-post ではなく ex-ante の長期株主である必要

まず、ここまで漠然と「短期株主」、「長期株主」という言葉を使ってきたが、長期株主には二つの種類があることを整理しておきたい。一つは、流動性の高い株式を保有し続けた結果、事後的に保有期間が長期に至る場合、もう一つは、予め第三者への譲渡に制約がある株式に投資し、従って保有が長期に及ぶ場合である。前者を「ex-post の長期株主」、後者を「ex-ante の長期株主」と呼ぼう。両者は、株式の保有期間が長期に及ぶという意味では同じだが、株主自益権の劣後性へのコミットメントの度合いという意味では明らかに立場が異なる。「結果的に長期保有になった」に過ぎない ex-post の長期株主は、投資期間中にいつでも保有株式を売却できる選択肢があり、従って短期株主と同じ程度のコミットメントしか行っていない存在である。他方、ex-ante の長期株主は、投資期間に保有株式を売却したくても譲渡に制約があることからそれは出来ず、高いコミットメントを行っている存在といえる。すなわち、これまでの議論で「長期株主」と表現してきたのは、ex-post の長期株主ではなく、ex-ante の長期株主であり、高い収益率を期待できるのも ex-ante の長期株主である。

譲渡制限株式の発行とその意義

一般的な上場企業における金融実務を考えると、短期株主と差別化された存在として ex-ante の長期株主を成立させるためにはどのような要件が必要か

¹¹ ここでは株式の期待収益率や株主資本コストの水準について流動性プレミアムの高低によって差を付けるべきことを議論しているのであり、一般論として株主還元が少なくてもよいと主張するものではない。期待収益率や株主資本コストの妥当な水準については、無リスク資産利子率や市場リスク・プレミアムといった他のファクターの与える影響を別途考える必要がある。なお、筆者は市場リスク・プレミアムの望ましい推定のあり方について草場(2012)で議論している。

を考えると、それは例えば、種類株式としての譲渡制限株式の発行であろう。会社法では、一部の種類の株式についてのみ譲渡制限を設けることが可能（会社法 108 条 1 項 4 号）となっている。定款変更等の所定の手続を経て、発行する株式の一部を譲渡制限のあるものとし、普通株式とは異なる選好を持つ投資家の需要に応えることを可能とする制度が整っている。これは、裏を返せば「期間の長い資金を株式として投じてくれる投資家」を企業の主体的アクションによって獲得できるということでもある。つまり、アクティビストやグリーンメーラーのような株主ではなく、バフェット氏のような株主を多く獲得したいという企業は、IR ミーティングのような情報発信活動を通じて株主との情報の非対称性を低下させることで望ましい属性の株主比率を引き上げるといった間接的アプローチだけでなく、譲渡制限株式の発行によって長期に資本をコミットする株主をより直接的に獲得できる。そのとき、長短株主の期待収益率に差をつけるべきという本稿の議論は、譲渡制限のない普通株式と譲渡制限のある種類株式の発行条件の差を考える場合に応用される。

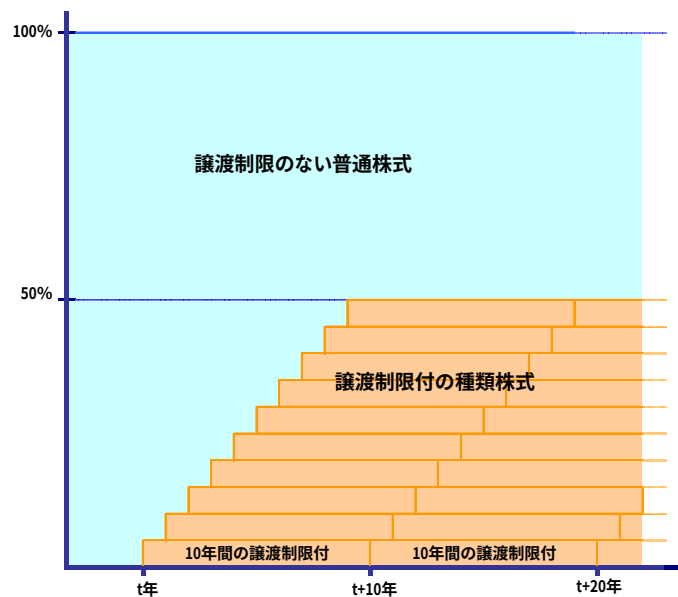
譲渡制限の期限 の定めの有無

企業が譲渡制限付株式の発行による株主の差別化を行おうとする場合、具体的にどのような発行アプローチが考えられるだろうか。例えばオーナー株主のような特別な存在を想定した場合は、その持分を期限の定めなく譲渡不可とするアプローチが考えられるだろう。そうではなく、より一般的な企業のニーズとして「出来るだけ長期に安定して株式保有してくれるような投資家を増やしたい」というような場合は、期限の定めなく譲渡不可という性質の種類株式を発行するよりは、期限の定めのある譲渡制限株式の発行がより現実的なアプローチとなるだろう。

期限の定めのある 譲渡制限株式 の発行に関する ケーススタディ

図表 6 はそのようなアプローチに関する一つのスタディである。現在、ある企業の発行する株式は全てが譲渡制限のない普通株式であり、従って株主構成としては短期株主或いは ex-post の長期株主が 100% を占めているが、経営者は中長期的な株主構成として ex-ante の長期株主が占める比率を 50% まで高めることを志向しているとする。そこで、具体的なアクションとして、 t 年時点で発行済株式総数の 5% に当たる株数を「10 年間の譲渡制限付株式」として発行し、同時に譲渡制限のない普通株式をその分自己株取得或いは消却する。 $t+1$ 年時点、 $t+2$ 年時点と同様の種類株式発行を続けていく。 $t+10$ 年後に譲渡制限の満期が到来するまでは ex-ante の長期株主は当該種類株式を譲渡することは出来ないが、満期到来後は普通株式と同様に処分が可能となる。また、満期が到来した分は、それをロールオーバーするような形で新たな譲渡制限株式を発行する。このようなオペレーションによって、 $t+9$ 年目に 10 回目の譲渡制限株式を発行した時点で、その企業は発行済株式数の 50% を ex-ante の長期株主が占める株主構成を実現出来る。

【 図表 6 譲渡制限株式の発行プログラム・イメージ 】



(出所) みずほ銀行産業調査部作成

譲渡制限株式を どうプライシング するか

10年間の譲渡制限付の種類株式はどのような条件で発行されるべきであろうか。株式投資に対する期待収益率はインカムゲインへの期待とキャピタルゲインへの期待の和であるから、譲渡制限のない普通株式との差のつけ方としては、①配当率に差を付ける、②発行価格に差を付ける、という二つのアプローチ（或いはその組み合わせでもよい）が考えられる。インカムゲインに差を付ける①の場合、例えば1株あたり100円で取引されている譲渡可能な普通株式への年間配当が5円だとすると配当率は5%であるが、MIUモデル或いは無裁定モデルによって流動性プレミアムが例えば3%と算出されたならば、1株当たり100円で発行される譲渡制限付株式への配当を8円/株とするような方法が考えられるだろう。キャピタルゲインに差を付ける②の場合は、譲渡制限付株式を割引発行するという方法がシンプルであろう。投資期間10年、10年後の将来価値100円、配当率5%、総利回り8%という前提で計算すると、現在の発行価格は79.9円が妥当となる。

投資家にとっても 意義がある

さて、本節の議論は、グリーンメーラー等の短期株主にとっては耳障りかも知れないが、他方、長期保有を前提に株式投資を行う投資家にとっては、これまでより高い収益率を期待できる譲渡制限付株式は一つの投資セグメントとして歓迎されるべきものであらうと思う。特に、年金、保険、財団、基金等の投資ホライズンが超長期に及ぶ投資家層には魅力的な商品になりうるだろう。

これらの本源的投資家からの委託を受けて資産運用を行う投資顧問会社や信託銀行等のファンドマネジャーにとってはどのような意味があるだろうか。年金等の長期資金を運用受託する彼らは、本来、それにマッチするように長期的視点で企業の成長性を評価し投資していくことが望ましいにも関わらず、現実には四半期毎に委託者への運用成績報告を求められ、或いはそれに連動して報酬が決定されるような場合も多いことから、どうしても銘柄選別や投資行

動が短期的な期待収益率の高低を尺度に行われやすくなる。結果として、長期的なリスクマネーを供給する役割を担うべき株式市場が、このようなマイクロストラクチャーによって近視眼化する方向に歪められていく。

「ケイ・レビュー」として知られる Kay (2012) は、英国株式市場の Short-termism 偏重を指摘した上で「資産運用会社は、同社の利益がクライアントの利益と受託期間に応じて決まるようファンドマネジャーの報酬体系を同様に構築すべきである。従って、金額は投資ファンドまたは資産運用会社の短期的パフォーマンスに連動しない」との提言を行っている。この提言には全く同感するものであるが、ここで述べた譲渡制限付株式への投資が広がっていくことも、市場の Short-termism 偏重を変化させる一つの具体的手段になりうるのではないだろうか。譲渡制限付株式はそもそも中途での売却可能性がないので短期的な時価変動の影響を受けず、長期的に資金をコミットする投資となるため必然的に銘柄選別に際して長期的な視野での企業評価が促進される。その結果、ファンドマネジャーの行動パターンや評価・報酬体系は、近視眼的なものから長期的な視野に基づくものへと変化していく可能性がある。それは、ファンドマネジャーの本来の役割を回復させるものといえるだろう。このように、ex-ante の長期株主を譲渡制限付株式の発行を通じて育成していくことは、企業と投資家の双方にとって非常に有意義であろうと思われる。

おわりに

以上、本稿では「長期株主と短期株主を同列に扱うべきではないのではないか」という問題意識から、株式の期待収益率が投資期間の違いに応じて差が付いて然るべきであることを論じてきた。本稿の主張を改めて簡潔に述べると、以下の通りである。

株式投資の高い期待収益率の源泉は株主自益権の劣後性へのコミットメントにあり、長期株主に対して短期株主はその程度が低く、その分期待収益率も低くあって然るべきである。コミットメントの程度は資産の流動性の程度と言い換えることが出来るが、CAPM はそれを表現するには不十分な体系であり、MIU モデルや無裁定モデルを用いることで流動性の差が明示的に資産価格に反映されることが望ましい。この考え方を株式投資や企業財務の実務において実践する場合、長期株主を事前的に確定すべく例えば譲渡制限付きの種類株式を発行することが考えられ、配当や発行価格に流動性プレミアムを織り込むことによって長短株主の差別化を実現することが可能となる。また、それは企業にとって望ましい株主構成をより直接的に獲得するアプローチになり、資本市場における長期投資家やファンドマネジャーの本来的な役割を回復させることにも繋がる。

M&A のバリュエーション実務において「未上場ディスカウント」、「非流動性ディスカウント」といった名目で例えば 20%程度の割引がなされる、というように、流動性の差を株式価値評価に反映しようという営みがこれまで全く無かったわけではない。しかしながら、それがどのような論理やモデルによって裏付けられるのかという点についての議論は殆ど深まっていない。また、よりプリミティブに、長期的に資本をコミットする投資家と回転売買の利鞘稼ぎの道具として株式投資を捉える投資家とは株主として平等なのか、平等でないならばどのような論理によってそのような主張が担保されるのか、といったテーマが感情的な議論を超えて検討された事例も少ない。本稿における検討は、そのような問題意識に基づいて行われた。

無論、本稿はこれらの全てに解を与えるものではなく、不完全でもある。例えば、本稿では配当等の自益権のみを論点とし、議決権等の共益権についてはその範囲外としたが、株主の性質の違いを共益権の違いとして反映することの是非や手法についても議論されるべきであろうと思う。また、本稿では流動性プレミアムに経済的価値を認め、その意味において長期株主が短期株主に比べて優越されるべきという主張を行った。だが、それは短期株主の存在を否定するものではなく、株式に流動性を与える流通市場において様々なプレイヤーが活動することの意義は別に考える必要がある。例えば、流通市場には価格の発見機能がある。或いは、どのような株主であっても何時かは

保有株を売却するのであるから流通市場の存在は不可欠である。本稿で提示した譲渡制限株式の発行は、そのような流通市場の機能を低下させる副作用を孕んでおり、そのバランスをどう考えるかについてはより真剣な洞察が必要であろう。或いは、企業が譲渡制限のある株式を発行する場合、本稿の議論に従えば、その株主資本コストは譲渡制限のない株式しか発行しない場合に比べて相対的に高まることになるから、企業はその分高い ROE を実現しなければならない。長期的な資本のコミットメントが高い ROE に結びつくのかどうかについても議論を深めていく必要があるだろう。

以上のような点を含む本稿の内容に関しては大方の批判を仰ぎたいと思う。同時に、本稿と問題意識を共有する論者によって関連する議論が更に広がり、深まっていくことを期待したい。

以 上

(本稿に関するお問い合わせ先)
みずほ銀行産業調査部
事業金融開発チーム
草場 洋方

hirokata.kusaba@mizuho-cb.co.jp

補論 Markowitz の平均分散モデルから CAPM の導出まで

第二節において CAPM 導出の前提条件についてその妥当性を検討したが、ここではそのような前提条件に従ってどのように CAPM が導出されるのかを簡単に記述したい。

Markowitz の平均分散モデル

まず、Markowitz の平均分散モデルとは、Efficient Frontier と呼ばれる曲線上に投資ポートフォリオを定めるのが望ましいとする投資理論であり、前掲図表 1 の 2～6 に示すような前提条件の下に成立する。Efficient Frontier とは、収益率が分散するという意味で無リスクではない投資商品のあらゆる組み合わせの中で、夫々のリスク量水準において期待収益率が最も高くなる投資ポートフォリオを繋いだ曲線である。簡単化のために投資可能な資産ユニバースが資産 x と資産 y の 2 種類しかないと仮定すれば、投資ポートフォリオ p の期待収益率と分散は

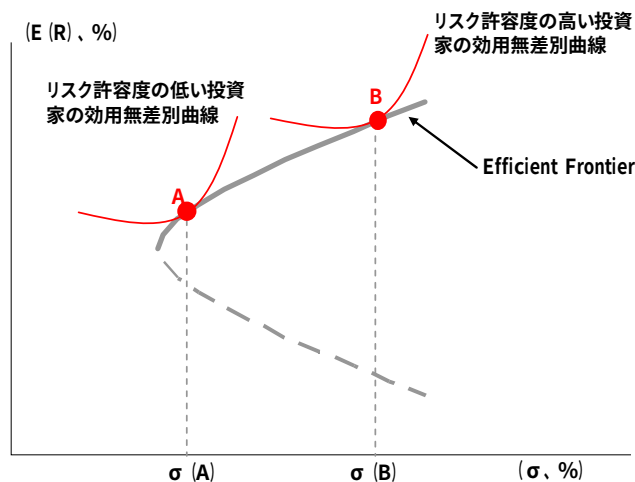
$$E(R_p) = w_x E(R_x) + (1 - w_x) E(R_y)$$

$$\text{Var}(R_p) = w_x^2 \text{Var}(R_x) + (1 - w_x)^2 \text{Var}(R_y) + 2w_x(1 - w_x)\sigma(R_x)\sigma(R_y)\rho(R_x, R_y)$$

となり、Efficient Frontier は資産 x への投資比率 w_x を変化させたときの $E(R_p)$ と $\text{Var}(R_p)$ の組合せによって平均・標準偏差平面上に描写される。それを敷衍して投資可能な全資産をユニバースとした場合も考え方は同様である。

Efficient Frontier 上の何処に投資するのがよいかは投資家のリスク許容度に依存する。夫々の投資家は投資に関する効用が無差別となるリスクとリターンの組み合わせを持っており、効用無差別曲線と Efficient Frontier が接する点が投資家毎の最適投資ポートフォリオとなる。図表 7 でいえば、リスク許容度が $\sigma(A)$ と低い投資家は A 点、 $\sigma(B)$ と高い投資家は B 点のポートフォリオを選択するのが最適となる。

【 図表 7 Efficient Frontier 】



(出所) みずほ銀行産業調査部作成

資本市場線

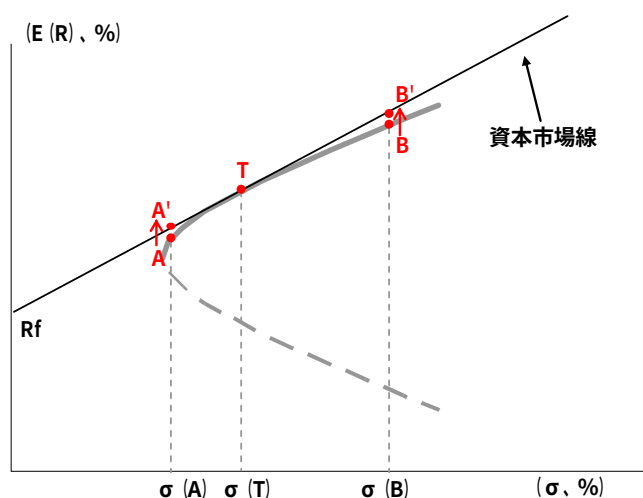
CAPM は、この Markowitz モデルをベースに Sharpe (1964)、Lintner (1965) らによって導出されたモデルである。CAPM の導出には、図表 1 に示す 7～13 の前提条件が必要となる。

導出の第一ステップとして、リスク資産だけが存在していた投資商品の集合に、利子率 R_f を有する無リスク資産の概念が導入される。図表 8 のように無リスク資産利子率から Efficient Frontier への接線（これを資本市場線という。）を引いたとき、全ての投資家にとって好ましい投資ポートフォリオは、無リスク資産と、資本市場線と Efficient Frontier の接点にあるリスク資産ポートフォリオの組み合わせによって表現することが可能となる。

$\sigma(0)$ しか許容できない最もリスク回避的な投資家は資産の 100%を無リスク資産にアロケートすればよく、 $\sigma(T)$ を許容できる投資家は資産の 100%を接点ポートフォリオに投資するのがよい。また、 $\sigma(A)$ を許容する投資家は資産の一部を無リスク資産に、残りを接点ポートフォリオに投資するのが最適であり、 $\sigma(B)$ のリスクテイクを厭わない投資家は、無リスク資産をショートすることでリスク資産への投資可能金額を更に膨らませた上で、その全てを接点ポートフォリオに投資するのがよい。なお、 $\sigma(A)$ や $\sigma(B)$ のリスクテイクを行った場合、図表 7 と図表 8 では、図表 8 の方が高い期待収益率を得られることが分かる。これが、リスク資産のみからなる Markowitz モデルに無リスク資産の概念を導入して投資ユニバースを拡大したときのメリットである。

なお、接点ポートフォリオにおいては全ての投資家が等しく同一のリスク資産ポートフォリオを保有していることと、夫々の資産は必ず誰かに保有されていることを合わせて考慮すると、接点ポートフォリオは市場に存在する全てのリスク資産が価値によって加重平均された「市場ポートフォリオ」と捉えることが出来る。

【 図表 8 資本市場線 】



(出所) みずほ銀行産業調査部作成

CAPM の導出

CAPM は、資本市場線をベースに個別資産のリスクとリターンの関係を示したモデルであり、リスクを収益率の分散ではなく β として捉えることを特徴としている。概念的に述べると、個別資産に固有のリスク (Unsystematic Risk) はポートフォリオの分散効果によって消失していくことからリスクテイクの対価として収益を期待することは出来ず、個別資産の期待収益率はポートフォリオ構築後も消失しないリスク (Systematic Risk) への対価として評価されるべきという考え方である。

任意のリスク資産 i への投資比率を w 、市場ポートフォリオへの投資比率を $1-w$ とするようなポートフォリオを α とすると、 α の期待収益率と分散は

$$E(R_\alpha) = wE(R_i) + (1-w)E(R_m)$$

$$\text{Var}(R_\alpha) = w^2\text{Var}(R_i) + (1-w)^2\text{Var}(R_m) + 2w(1-w)\text{Cov}(R_i, R_m)$$

となる。 α は 2 種類のリスク資産の組み合わせであるから、 w を変化させると平均・標準偏差平面上で曲線を描く。そして、 $w=0$ のとき、 α は市場ポートフォリオそのものとなり、従って、接線の傾きは資本市場線の傾きに等しくなる。接線の傾きは

$$\frac{dE(R_\alpha)}{d\sigma(R_\alpha)} = \frac{dE(R_\alpha)/dw}{d\sigma(R_\alpha)/dw}$$

であり、ここで

$$\begin{aligned} \frac{dE(R_\alpha)}{dw} &= E(R_i) - E(R_m) \\ \frac{d\sigma(R_\alpha)}{dw} &= \frac{1}{2} \left\{ w^2\text{Var}(R_i) + (1-w)^2\text{Var}(R_m) + 2w(1-w)\text{Cov}(R_i, R_m) \right\}^{-\frac{1}{2}} \\ &\quad \times \{ 2w\text{Var}(R_i) - 2\text{Var}(R_m) + 2w\text{Var}(R_m) + 2\text{Cov}(R_i, R_m) - 4w\text{Cov}(R_i, R_m) \} \end{aligned}$$

であるから、 $w=0$ を代入して整理すると

$$\frac{dE(R_\alpha)}{d\sigma(R_\alpha)} = \frac{E(R_i) - E(R_m)}{\left\{ \frac{-\text{Var}(R_m) + \text{Cov}(R_i, R_m)}{\sigma(R_m)} \right\}}$$

となる。これが資本市場線の傾きに等しいことから

$$\frac{E(R_i) - E(R_m)}{\left\{ \frac{-\text{Var}(R_m) + \text{Cov}(R_i, R_m)}{\sigma(R_m)} \right\}} = \frac{E(R_m) - R_f}{\sigma(R_m)}$$

であり、整理すると

$$E(R_i) - R_f = \frac{\text{Cov}(R_i, R_m)}{\sigma(R_m)} \{E(R_m) - R_f\}$$

となる。ここで

$$\beta_i = \frac{\text{Cov}(R_i, R_m)}{\sigma(R_m)}$$

と置けば

$$E(R_i) - R_f = \beta_i \{E(R_m) - R_f\}$$

となる。これは (1) 式の CAPM である。

以 上

＜参考文献＞

- Brigham, Eugene F., and Joel F. Houston, 1998, “Fundamentals of Financial Management 8th Edition”, Dryden Press
- Holmstrom, Bengt, and Jean Tirole, 2001, “LAPM: A Liquidity-Based Asset Pricing Model”, The Journal of Finance, Vol.56, No.5, pp.1837-1867
- Kay, John, 2012, “The Kay Review of UK Equity Markets and Long-term Decision Making”
- Lintner, John, 1965, “The Valuation of Risk Assets and the Selection of Risky Investments in Stock Portfolios and Capital Budgets”, Review of Economics and Statistics, Vol.47, No.1, pp.13-37
- Markowitz, Harry, 1952, “Portfolio Selection”, The Journal of Finance, Vol.1, No.1, pp.77-91
- Merton, R., 1974, “On the Pricing of Corporate Debt: The Risk Structure of Interest Rates,” The Journal of Finance, Vol.29, No.2, pp.449-470
- Sharpe, William F., 1964, “Capital Asset Prices: A Theory of Market Equilibrium under Conditions of Risk”, The Journal of Finance, Vol.19, No.3, pp.425-442
- Tobin, James, 1969, “A General Equilibrium Approach To Monetary Theory”, The Journal of Money, Credit and Banking, Vol.1, No.1, pp.15-29
- 石原秀彦, 2002, 「流動性市場における企業部門の役割」, 『流動性の経済学』, pp.43-78, 東洋経済新報社
- 江頭憲治郎, 2011, 『株式会社法 (第四版)』, 有斐閣
- 江頭憲治郎・中村直人, 2012, 『論点体系会社法 (1) ～ (6)』, 第一法規
- 小野善康, 1992, 『貨幣経済の動学理論』, 東京大学出版会
- , 1994, 『不況の経済学』, 日本経済新聞社
- , 2009a, 『不況のメカニズム (第三版)』, 中公新書
- , 2009b, 『金融 (第二版)』, 岩波書店
- 金子雅実, 2010, 『徹底解説 種類株式 法務・税務の取扱いと事業承継における活用』, 清文社
- 岸田雅雄, 2012, 『ゼミナール会社法入門 (第七版)』, 日本経済新聞出版社
- 北村雅史・柴田和史・山田純子, 2008, 『現代会社法入門 (第二版)』, 有斐閣
- 草場洋方, 2012, 「市場リスクプレミアムの望ましい推定法を問う」, Mizuho Industry Focus, Vol.112, みずほコーポレート銀行
- 小峯敦, 1995, 「不確実性下の資産選択: 現代金融論からの遡及」, 一橋論叢, 113 (6), pp.791-811

- 小林孝雄, 2003, 「信用リスク・モデル化のアプローチ」, CIRJE-J-100, 東京大学日本経済国際共同研究センター
- 齊藤誠, 2001, 「資産価格形成における流動性要因: 覚え書き」, 一橋論叢, 126 (4), pp.386-399
- , 2007, 『資産価格とマクロ経済』, 日本経済新聞出版社
- 齊藤誠・岩本康志・太田聰一・柴田章久, 2010, 『マクロ経済学』, 有斐閣
- 齊藤誠・白塚重典・柳川範之・渡辺努, 2002, 「流動性需要と資産価格形成: わが国の定期的決済慣行における検証」, 『流動性の経済学』, pp.127-156, 東洋経済新報社
- 齊藤誠・柳川範之, 2002, 「流動性の経済学について」, 『流動性の経済学』, pp.1-21, 東洋経済新報社
- 嶋村紘輝, 1990, 「古典派のマクロ経済理論—古典派とケインズ派 (その 1) —」, 早稲田商学, No.342, pp.255-302
- , 1991, 「ケインズ派のマクロ経済理論—古典派とケインズ派 (その 2) —」, 早稲田商学, No.344, pp.959-1008
- , 1999, 「ライフサイクル・モデルによる消費の異時点間選択—動学的な消費決定の理論的基礎—」, 早稲田商学, No.380, pp.573-598
- 中泉拓也, 2002, 「企業における流動性発生需要のメカニズム」, 『流動性の経済学』, pp.23-41, 東洋経済新報社
- 松尾匡, 1999, 「小野ケインズモデルの解釈に向けて—貨幣効用完全予見と消費効用合理的期待の比較の試み」, 久留米大学産業経済研究, Vol.40, No.2, pp.61-185

©2013 株式会社みずほ銀行

本資料は情報提供のみを目的として作成されたものであり、取引の勧誘を目的としたものではありません。本資料は、弊行が信頼に足り且つ正確であると判断した情報に基づき作成されておりますが、弊行はその正確性・確実性を保証するものではありません。本資料のご利用に際しては、貴社ご自身の判断にてなされますよう、また必要な場合は、弁護士、会計士、税理士等にご相談のうえお取扱い下さいますようお願い申し上げます。

本資料の一部または全部を、①複写、写真複写、あるいはその他如何なる手段において複製すること、②弊行の書面による許可なくして再配布することを禁じます。

