

大阪経済記者クラブ御中

参考資料

2002年9月30日
(財)関西社会経済研究所

「日銀による銀行保有株買取り」に関する有識者見解

2002年9月
(財)関西社会経済研究所 金融政策・デフレ対策研究会

2002年9月18日、日本銀行により、銀行保有株式を買い取る旨の発表がなされたことを受けて、当研究所においても、「金融政策・デフレ対策研究会」（「国家および地域の政策課題に関する研究」の一環として実施）のメンバーをはじめ、金融政策を専門とする学識者から、緊急の見解聴取を行った。以下は、8名の学識者から提出された見解レポートおよびそれを事務局にて要約したものである。

=====

目 次

有識者見解 要約表	3
各有識者の見解レポート	5
宮 尾 龍 蔵 神戸大学経済経営研究所助教授	5
地 主 敏 樹 神戸大学大学院経済学研究科教授	7
安 孫 子 勇 一 大阪大学大学院経済学研究科講師	9
篠 塚 英 子 お茶の水女子大学文教育学部教授	15
四 塚 朋 子 追手門学院大学経済学部助教授	17
鹿 野 嘉 昭 同志社大学経済学部教授	19
北 坂 真 一 同志社大学経済学部教授	21
野 間 敏 克 神戸商科大学経済学科助教授	22
有識者に対する質問内容	23

有識者見解 要約表

(その1) ・ ・ 別 紙

有識者見解 要約表

(その2)

・ ・ 別 紙

各有識者の見解レポート

宮 尾 龍 蔵 神戸大学経済経営研究所助教授

（不良債権の克服、金融システム安定への最善策か）

今回の銀行保有株買い取りは、銀行が自己資本レベルを超えて保有している株式を対象に、日銀が時価で買い取るという制度である。保有株式を削減することで、さらなる株価下落によって損失が拡大するリスクを軽減し、その結果、不良債権処理のための原資を少しでも残すことができる。今回の政策は、金融システムの健全化に完全に焦点を絞ったものであり、不良債権処理を側面支援するという明確なメリットが期待される。

一方、同じ株式でも上場投資信託の購入は、従来からの量的緩和策の延長線上に位置するもので、資金供給を増やすことで総需要を喚起し、物価上昇を起こすというのがその狙いである。しかしこれは PKO と同じく短期的な株価対策であり、これによって株価全体が持続的に上昇し、需要喚起や物価上昇あるいは企業収益の改善につながるとは考えにくい。国債の買いオペ増額についても同様であろう。量的な追加緩和によって不良債権問題を克服するというシナリオは、道のりがあまりに遠く困難であると言わざるを得ない。

また、今回の措置と同じ銀行保有株の買い取りを目的とした「銀行等保有株式取得機構」も設立されている。しかし、銀行が取得機構に対して株式を売却する際には、売却後に発生する損失を負担しなければならず、会計上は売ったとは認められない。その結果、実際、売却は進んでいない。日銀による買い取りは、取得機構を補完する意味でもその役割が期待される。

今回の措置は、マクロ的な量的緩和策に比べて、より明確な形で銀行の不良債権処理を後押しする。銀行問題の根本解決に向けた重要な第一歩と考えられる。

（株価浮揚への有効性）

今回の措置によって、次の具体策へとつながるという期待感が強まれば、株価に対し一時的なプラス効果はあるだろう。しかし今回の措置は、根本的な銀行システム建て直しへの第一歩に過ぎず、これだけで中長期的な株価上昇につながるとは考えられない。必要なのは、あくまでも問題債権の直接処理と、それに付随する過剰債務企業の清算、過剰設備の解消である。次なる具体策によって根本問題の解決へ向けた確かな見通しが立たない限り、株価・地価は今後も着実に下落し続けるであろう。

（金融機関の貸出し姿勢への影響）

銀行部門全体として、問題債権の処理を続けていかなければならないことには変わりはなく、したがって貸出総残高の減少傾向は今後も続くと予想される。特に、遅れている大企業向け不良貸出の最終処理が進み、銀行貸出が減少することは、必要かつ望ましいプロセスである。そういった痛みを経て銀行が健全化してはじめて資産価格も底入れし、優良な企業に対する貸出の伸びにつながっていく。

（デフレ対策としての効果、日銀への信認低下の懸念）

今回の策だけでは株価の持続的な上昇は期待できず、需要喚起、デフレ是正の効果は限定的である。デフレ是正の効果を持つためには、抜本的な金融システム対策、不良債権処理の具体策がその後が続くということが絶対的な必要条件となる。

逆に、もし次なる対策が具体性や危機感に乏しく、これまで同様に銀行の現状に歩調を合わせたような先送り策であれば、その時の反動は非常に大きいかも知れない。それこそ世界が失望し、円・国債の暴落といった深刻な事態につながることも懸念される。これは日銀というよりも日本の政策当局全体への不信の現れであり、そういった事態だけは何としても避けなければならない。

（日銀および政府が次に講じるべき政策手段）

日銀は、自らの手による銀行システム健全化策をさらに進め、銀行審査の情報を政府、担当官庁に提供するなどして、不良債権処理の本格化に直接かつ具体的に関与して欲しい。また企業の構造調整を側面支援するべく、減税で企業活動を活性化し、新産業の創出を後押しすることも必要だ。そのためには、時限の政策減税(研究開発減税や設備投資減税)ではなく、恒久的な(そして税収中立でない)法人税率の引き下げを実施すべきである。量的な追加緩和、PKO、補正予算などはいずれも対症療法であり、その効果が限定的であることは既に実証済みである。政府、日銀を含むすべての政策当事者は、優先順位を見誤ることなく一体となって知恵を絞り、金融システムの根本的な建て直しと中長期的な企業の活性化に焦点を絞った政策を実行しなければならない。

（中央銀行としてのあるべき姿と私的株の購入）

民間株式の購入は日銀法43条の「他業の禁止」によって禁じられている。今回の措置は、信用秩序維持など日銀の本来の目的に必要な場合に、首相と財務大臣の許可を得て認められるという43条の例外規定を使って実施されるものである。これは、例外規定を使わなければならないほど銀行部門は痛んでいるという証左であり、ペイオフ完全実施の挫折等から国民が肌で感じていた銀行システム不信と合致する。日銀が非常事態であるという認識を世間に示したことの意義は大きい。

（その他の金融・財政政策上の重要な視点）

繰り返しになるが、日本経済の問題は、量的な追加緩和や時限の政策減税などの対症療法では解決しえない。必要なのは、あくまでも銀行システムの根本的な建て直しであり、問題債権の直接処理と過剰債務企業の清算である。一部の大企業・大銀行を守り続けてきた結果、本格的な構造調整、過剰設備の解消が進まず、経済全体の株価・地価の下落が延々と続いている。このままでは優良企業・優良銀行までもがさらなる資産デフレの巻き添えになり、日本全体がもたない。今回の措置を契機として、政府、与党をはじめすべての政策当事者がこの危機感を共有することが、いま何よりも求められている。

(不良債権の克服、金融システム安定への最善策か)

最善策であるかは疑問だが、実施しないよりははるかにいいと考える。なお、折角に非常手段実施に踏み切るのならば、より大胆な方が望ましいと考える。ただし、より大胆な政策は、政府の参加したより大きな政策パッケージの一部であるべきであろう。

(株価浮揚への有効性)

銀行保有株という潜在的な売り圧力が存在していたことは明白だったので、それを取り除くことは、株価の下支えになると考える。その意味では、役に立つ政策行動であろう。ただし、買取対象が限定的なので、他の潜在的売り圧力が存在する限り、株価を顕著に引き上げられるかは疑問。

(金融機関の貸出し姿勢への影響)

銀行経営にとって、直面していた大きなリスクが一つ取り払われることは、当然にプラスでしかない。しかし、各銀行は「リスクに見合った」貸出金利を課すために貸出条件を見直している過程にあるようなので、短期的には貸出の伸びは限定的であろうと考える。

(デフレ対策としての効果、日銀への信認低下の懸念)

日本経済のデフレからの回復には、円の下落が伴うと考えている。日銀がインフレを許容するという一方で、円が下がるのは自然である。しかし、これだけの政策行動で、円の「暴落」を懸念するのは、杞憂に過ぎないであろう。国債にしても「暴落」というのはまだまだ非現実的であろう。発行国債の満期は短期化しているはずだし、ゼロ金利政策に付随するコミットメントが、金利上昇をかなりの程度抑制できると考える。円や国債の「暴落」が懸念される事態を防ぐ意味で、インフレ目標を導入しておくことに意味があると考えられる。国債については、インデックス債の発行を実施するべきだろう。

(日銀および政府が次に講じるべき政策手段)

正しい方向への第1歩であり、次の政策は、デフレ脱却のためのパッケージであるべきだと考える。デフレが止まれば、金融機関の不良債権増大も止まるのではないかと考えつつあるので、次のような組み合わせのデフレ・ファースト政策が望ましい。

- ・ 株式買取対象の拡張と財政当局の最終バックアップのパッケージ（深尾他の政策提案）
- ・ 「円や国債の暴落」を避けるためのインフレ目標の導入（非常手段からの自動的脱出経路を設定することになる）
- ・ 国債保有のリスクを軽減するために、インデックス債の発行

スベンソン提案（安い水準での固定相場制度導入と物価水準目標 + 目標達成後に変動相場制へ復帰）も魅力的であると考えてきたが、国際政治の圧力で難しいのだろうと判断しつつあり、上記のようなデフレ対策パッケージの結果として円は下落するだろうと推測している。

(為替レートの調整に関しては、やはり国際政治上難しいのだろうが、中国にドルペグを辞めさせることも望ましい。)

もっと早い効果を望むのなら、以上のパッケージに、拡張的財政政策を追加することももちろん可能。単独の拡張的財政政策は、望ましくない。

(中央銀行としてのあるべき姿と私的株の購入)

非常事態に対する非常手段である。株価指数をフォローする投信の方が個別株式への影響という点で中立的であり望ましいのは明白だが、効果が拡散してしまうので、もっと大きなオペレーションが必要となろう。後者は、財政当局(政府)を巻き込んだより大きな政策パッケージの一部としてしか、実行できないのではないか。

(その他の金融・財政政策上の重要な視点)

外部から「神風」が吹くのを待つのは止めて、デフレ脱却を第一目標とすべきではないかと考え始めている。本格的な構造改革はデフレ脱却後で良いのではないだろうか。

現在海外を移動中で完全な情報を入手できないので、以上は「情報不足」という限定付きで記述したものである。前提とした入手情報は、日銀が銀行保有株を買い取る、対象となる銀行保有株の総額は1兆円、買取オペの開始時点やオペの実施方法は不明、のみである。

日本銀行の株式購入検討に思うこと

日本銀行が、大手銀行が保有する株式の一部を購入することを検討する旨が発表された。普通の中央銀行では行われない異例な措置であり、日本経済も随分危機的な状況にあるものだと、嘆息している。「角を矯めて牛を殺す」の愚を避けるべく、細心の注意を持って制度設計し、運用していくことが求められる。

また、この措置は、金融面での対策が限界に来ている中で、かなり限界的な措置であり、経済活性化のための魔法の杖となるとは考えられない。実体経済面での本格的な経済活性化策の策定が望まれる。

(株式市場の不安定要因を解消する意義)

現在の日本の金融機関が抱えている大きな問題として、不良債権に伴う大きな信用リスクと、株式持合いに伴う大きな市場リスクの2つが挙げられる。この両者は独立したものではなく、相互に関連している。実際、例年、自己資本比率の算定対象になる期末や中間期末には、株価が下落するたびに、金融機関の体力がなくなるといって大騒ぎになる。そして、それが不良債権の引当・償却を鈍らせているのではないかという疑惑を深める、というお決まりの悪循環が発生している。

メインバンク制度の重要な構成要素として、日本の金融機関は主要取引先の株式を保有してきた。それが、バブル以前の安い株価で帳簿上に記載されていれば、さほど問題はなかったろうが、不良債権償却の重要な原資として株式の益出しが行われた結果、非常に大きな帳簿価格となってしまっている。2002年3月期決算では、全国銀行の保有株式は34.4兆円、都市銀行だけでも21.2兆円に達している。これが抱える市場リスク(株価下落のリスク)は大きく、リスク管理の一環で、持ち合い株式の解消が大きな課題と言われている。

しかしながら、この解消はなかなか容易ではない。銀行が保有株を売却することが市場に織り込まれれば、株価の大幅な下落圧力になると思われるのが一因である。もし、日本の株式市場に厚みがあり、将来の予想収益率からみて妥当な株価がついてると信じられていれば、銀行が放出した株は直ぐに新たな買い手を見つけられるだろう。残念ながら、日本の株式市場では厚みが乏しく、銀行が放出した株の受け皿が乏しいとみられているため、持ち合い株の放出は株価の下落要因だという認識が強い(日本の株式市場の不完全性が前提になっているという意味で、情けない議論だが、相応の現実性があると思われる)。

(注)この点に関しては、日本では個人の株式保有が少ない点や、機関投資家にサラリーマン的ディーラーが多い点も問題を増幅している。個人が預金から株式に簡単にシフトするだけのリスクテイクする意欲を持っていれば、こうした問題は起きなかつただろう。

このほか、銀行としても、将来値上がりが見込まれる会社の株式は売りたいくないだろう。相手の会社が売って欲しくない、という場合もあるだろう。こうした事情から、なかなか持ち合い株の放出が進まない。そして、期末になって株価が下がる度に、大手行の含み損がいくら、

自己資本比率がいくら下がる、と大騒ぎを繰り返している。

こうした制度上の問題点を根本的に解消する、という観点からは、今回の日本銀行の政策決定は、画期的な施策だといえるだろう。日本経済が抱える期末の株価不安定要因を切除し、株式市場での不安感を一掃するために、大きな外科手術を施した英断だ、とみることもできると思う。この結果、株式保有の市場リスクが軽減されれば、信用リスク面での対応が促進される可能性もある。

(注) すでにある「銀行等株式取得機構」の活用が進んでいないことから、あまり意味がない、という意見があるかも知れない。確かに、相手の意向や株価上昇期待で売れない株については、その批判が当てはまるが、リスクが完全に切り離されて日本銀行に移転される点は、取得機構と異なることにも注意する必要がある。

もっとも、株式市場は米国株の動向、企業の収益力などを反映して変動するもので、日本銀行の株式購入だけで全ての問題が解消する訳ではない。今回の措置が魔法の杖でないことだけは深く認識し、然るべきリスク管理策を施すとともに、本来あるべき経済活性化策を策定する必要がある。

(懸念されるリスクと制度設計上の留意点)

このような外科手術に対しては、当然副作用が考えられる。その副作用は、後述のとおり、致命的となることもあり得る。日本銀行の執行部におかれては、当然十分認識されていることと思うが、株式買取制度の詳細設計に当たっては、細心の注意が必要である。

日本銀行にロスが発生するリスクが大

日本銀行の資産の中でも、既に外貨準備のごく一部や、長期国債のように大きな市場リスクに晒されているものがある。このため、現在でも市況次第で日銀納付金が大きく変動しているのが実情で、広い意味での国民負担となっている面は否めない。

今回の措置では、それに輪をかけてリスクの大きい株式を購入する訳で、シニョリッジを上回るロスが発生することすら懸念される。日本銀行が赤字になった場合、日本銀行が負担できるかどうか、また税制上の対応をどうするか、などを事前に詰めておく必要があるのではないだろうか(もし決まっているのならば、中央銀行のアカウンタビリティ向上のためにも、公表した方が良いと思われる)。

銀行のモラルハザードを招来するリスク

銀行サイドとしては、トヨタやソニーといった優良株を日銀に売るインセンティブは小さく、値下がりにリスクの大きい銘柄の損切りをしにくくなる可能性が高いと思われる(「アドバース・セレクション」が発生するリスク)。メインバンク制度の空洞化がいわれているとはいえ、銀行サイドは、少なくとも日本銀行よりは個別企業の事情に詳しい筈である。このため、一種のインサイダー取引的な売りが出てくる可能性が否定できない。これが、上記のリスクを増幅する恐れがあると思われる。

さらに、銀行にとっては、極端な場合、潰れる寸前のメイン取引先の株を日銀に押し付

けて、おもむろに破産させてしまうことも考えられる。銀行自身は、こうした企業の生殺与奪の権を握っているわけで、その気になれば簡単に実現できることである。その場合、本来ならばメイン銀行として負う筈だった株主責任部分を日本銀行に押し付け、自らの負担を軽くすることが可能となる。この意味では、モラルハザードが生じ得るスキームだと懸念される。

(注) 狂牛病対策で、農水省が甘い基準の国産牛買取制度を作ったために、日本ハムや雪印食品など、多くの企業が詐欺行為に走った。幸い、内部告発で詐欺の事実が分かって責任を問えたが、私自身は、そういういい加減なスキームを作った農水省と、それを強要した一部農林系議員の責任が大きかったと思う(マスコミ等が十分に責任追及をしていないのは不可解である)。ある意味では、そのスキームの中で踊らされた食品企業は、彼らの犠牲者だったのかも知れない。

スキームを作ること自体はとても大切なので、いい加減なものを断じて作ってはならない。そのためにも、株式の銘柄選定等にあたって、自己査定結果や格付け(内部格付けを含む)を選定基準に含めるなど、歯止め措置を検討することが望まれる。

日本が資本主義国ではなくなるリスク

新聞報道によれば、日銀は取得した株の議決権を行使しない方針だという。日銀がサイレント・マジョリティーとなる訳だが、これでは市場を通じた上場企業への規律付けという資本主義のメカニズムが働かなくなる。コーポレート・ガバナンスの上で、大きな問題なので、できるだけ早期に市場に売却する必要があるのではないか。

(注) これを強く言い過ぎれば、比較的短期で市場に売却されるという見方となり、株価下支えの効果は薄れるというリスクもあるが。

また、今回の措置は、株価を公的機関である日本銀行が間接的に買い支えるという側面も否定できない。自由主義経済、資本主義経済にあっては、あまりに異例である。これから、株価が下がるたびに、日銀に買い支えを求める声が高まる惧れが強い。今回の措置が、あまりに高い市場リスクを削減するための緊急避難措置であることを担保するような、制度的な歯止めを設ける必要があるのではないか。

(注) すでに年金や簡保、郵貯に国営ディーラーがいて、P K Oが噂される日本は、異例な資本主義国だ、という批判があるかも知れない。ただ、郵貯等でも、信託等を通じて国が直接関与しないような歯止め措置が設けられている。

もし、それに失敗すれば、次のステップとして、土地や不良債権そのものを日銀が購入し、という要求にも繋がりがかねない。日銀法43条で株式購入が可能だということになれば、なかなか歯止めがかからないためである。

そうならば、貨幣としての円の信認がどうなるか、不安になる。昔は、外為法により、国内での外貨決済は認められていなかった（外為公認銀行だけが例外的に認められていた）が、金融ビッグバンを受けた98年4月の外為法抜本改正により、外貨での決済が可能となっている。今後、円資産の信認が揺らぐことになれば、円をババ抜きのパパとみて、売りたい動きが出てくる可能性も高まるであろう。そうならば、経常収支大幅黒字国から資本逃避が発生するという、世にも珍しい現象が発生するかも知れない（アルゼンチンやロシアでは自国通貨よりもドルが信用されているという話もある）。国内では、円が使われなくなり、ドルかユーロかは分からないが、外貨が広く使われるようになるかも知れない。

（注）中央銀行は、法貨という独占的なものを発行するものだと考えられるが、必ずしも競争がないとは言えない。法律的な最終性は担保できなくても、市場で他の通貨や金などと競合する事態を想定し得る時代になっている。

このように円の価値が暴落すれば、円ベースではインフレが発生したと同じである。高齢者が嘗々と積み上げてきた円資産が、紙切れとなり、将来設計がご破算となるかも知れないのである。このようリスクも、現代においては、荒唐無稽とは言えないのではない（杞憂であってほしいが）。「デフレがいけない」ということで、折角築き上げてきた貨幣の信認を破壊してしまうことは、「角を矯めて牛を殺す」愚の典型例ではないかと思う。

（他の選択肢は現実性に乏しい）

日本銀行は他にやるべきことがあったのではないかと、という批判もあるが、個人的には、現時点では不毛な手段しか残っておらず、日本銀行がそれを取らなかったことは良い判断だったと考える。

量的緩和の拡大やインフレターゲットなどを主張する学者もいるが、私自身は、これらの施策は机上の議論であり、現局面では殆ど意味がないと思う。というのも、通常の「ハイパワードマネー拡大 → マネーサプライ拡大」という金融政策波及のメカニズムが、信用創造の機能不全により働かなくなっているためである。なぜなら、通常は、金利のつかない日銀預け金に積み上げるより、貸出を行った方が得だと銀行が考えるから、量的緩和を行えば銀行貸出が増え、それが企業等の預金を膨らませることを通じて、マネーサプライ拡大につながるのに対し、現状では、信用リスクに見合った貸出金利が取れておらず、貸出の拡大はデフォルト・リスクを勘案すればマイナスの収益しか生んでいないからである。金利ゼロの日銀預け金の方が、下手な貸出を行うよりも有利とされているので、貸出の増加は起きていない（実際、貸出は前年割れが続いている）。

日本銀行がいくら量的緩和を行っても、信用リスクに見合った金利がとれる新たな借り手が沢山いなければ、信用創造はできない。この結果、日本銀行がマネーサプライすら十分コントロールできていないのである。「馬を川に連れて行くことは出来ても、水を飲ませることは出来

ない」という諺が妥当すると思う。

こうした状況下で、インフレターゲットを行ったところで、人々の期待に影響を与え、ひいてはインフレ率を制御できるとは思えない。実現する手段のないインフレターゲットを宣言したところで、誰が信じ、行動を変えるだろうか。インフレターゲット論は、「取らぬ狸の皮算用」の典型のように思われる。これが失敗すれば、ターゲットを発表した中央銀行は信を失い、ひいては貨幣価値に悪影響を及ぼすかもしれない。得るものがなく、失うものが大きい政策ではないかと考える。

(注) 信用とは、得るのが難しく、失うことが簡単なものである(獲得と喪失には大きな非対称性がある)。折角築き上げた信用という日本人の共通財産を、細かな点で気に入らないといって自ら放棄することは、牛を殺す愚かな行為だと思う。

もっとも、日本銀行がなんでもありで、不良債権の買い支え等を行えば、話は別である。その時には、上記のメカニズムで円の信認が失墜して投売りが起きる(円ベースでは大インフレ)可能性がある。ただし、そのときには、インフレターゲット論者が想定しているようなマイルドな変化率で抑えられる保証はない。過去の通貨危機の例から見てもクラッシュが起こる可能性が強いだらう。

(根本的な解決策)

このように、金融面での対応に限界がある中で、いわばギリギリの選択として、日本銀行が株式買取を検討したのではないかと推察している。日本銀行の執行部の胸中はいかばかりか、と思う。

こうした危機的な状況から脱するためには、日本経済が自立的に拡大する必要がある。それが無理でも、個人が元本保証のある預金という一種の既得権を放棄して、リスクをとって株式や投信を購入するだけの気概と意欲を持つ社会となる必要がある。

国内では、完全雇用を満たさない雇用状況にあるとすると、需要が不足していることになる。折角国内で生産したものを、十分に使われていないので、失業が発生している訳である。生産能力がありながら、活用されていないというのは、実にもったいない話である。

高度成長期には、輸出を拡大することによって生産を拡大できたが、現在では大幅な経常収支の黒字が定着して、円高圧力が強く、なかなか輸出を伸ばしにくい環境にある。輸出ドライブをかければ、近隣窮乏化政策だとの批判も強いであろう。そうなると、個人消費・住宅投資を拡大するか、設備投資を活発化するか、あるいは政府の支出を拡大するしかない。

このうち、設備投資には大きな期待をもてないと思う。多くの企業がバランスシート上で過大な負債を負っている(それが不良債権である)うえ、将来人口の減少が予想され、円高もあって海外進出が進んでいる中で、世界的には高水準の日本の投資を今以上に増すことには、長期的に無理があるからである。無理に設備投資を拡大しても、不良債権の積み上げで終わるのならば、意味がない。

となると、個人消費・住宅投資を拡大するか、財政支出の拡大に期待せざるを得ない。税制の出番も含めて、色々な組み合わせが考えられるが、環境問題、少子高齢化問題、教育問題、

雇用問題などの分野で個人の将来不安を減少させ、起業を促し、持続的・自律的な成長につながる政策が必要だろうと思う。

そのためには、例えば、個人が安心して開業・廃業できるための制度整備が必要である。また、裁判の迅速化（民事再生法は良い先例かもしれない）、年齢による就職差別の禁止、個人保証人・連帯保証人の身包みを剥ぐ制度の見直し（現状では、一度失敗した起業者は二度と立ち上がれないとも言われている）、農業分野での株式会社組織の本格的な活用、少人数教育の徹底など、思い切った対応も考えられる。従来型の公共工事とは違ったかたちでも、財政や税制が活躍する余地は小さくないと思う。

日本では、縦割りの行政組織はあっても、全体的に政策を構想する組織はみられない。縦割り・組織防衛本能が強いままでは、十分な発想は出てこないの、横割りで機能する組織の創設を検討する時期に来ているだろう。もっとも、このような組織を作る場合、銀行の企画部署のように、バブルの時代に間違った方向へ全社を導いた先例もあるので、作りさえすれば良いというものではない。リスクなどの観点から厳格に相互チェックを図る仕組みを考えておく必要がある。

一気にそこまで行かなくても、当面は、いろいろなアイデアを、学者やシンクタンクが提供し、百家争鳴の中から真の専門家（現場感覚のない自称専門家では困るが）の眼力で良いものを選び、政治主導で実現できるような社会になればよいが、と願っている。

以上は、あくまでも個人的な意見であり、筆者が元々所属する日本銀行の見解とは一切関係のないものである。

(不良債権の克服、金融システム安定への最善策か)

日銀は昨年3月に量的緩和政策に移行して以来、1年半かけて量的緩和政策の効果を見続けてきた。その結果、もうこうした金融政策を進めていくのは無効であると改めて確認した。その背景には、不良債権処理とゼロ金利制約があり、この大きな制約下では、とりうる金融政策手段はもはや尽きてしまったという認識であろう。

そうした視点に立つと、実体経済に効果を与える金融政策の代替案は、もはやないとみている。代替案がないからこそ、「物価の安定」に加えてもうひとつの日銀の目的である「金融システムの安定」の方に舵を切り替えて、全力をあげて立ち向かったと思われる。これは日銀の資産劣化の危険を侵しかねないことも覚悟のうえと思う。

(株価浮揚への有効性)

株浮揚に直接役立つとは思わない。一時的に銀行株は上がるだろうが、この措置によって銀行がすぐ株を売るかどうかは不明。全体の株式市場にとって経済内容は何も変わっていない。その意味では株価対策に日銀が手をかしたことになる。しかし金融機関のシステム安定には、一定の寄与を果たすかもしれない。他方、金融政策決定会合では、株価対策のためには金融政策をつかわないというルールは守られている。今回の措置は、あくまでも金融システムの安定のために実行されたものである。そのため、決定会合での決定ではなく、その後にかかれた通常の政策委員会によって決められている。

(金融機関の貸出し姿勢への影響)

金融機関の貸出し姿勢に影響がでるとは考えない。本来、貸出し需要がでるためには企業や家計に資金需要が起きる必要があるが、これは金融機関ではバブル崩壊後の不良債権の先送り、企業・家計の将来への不安によって、ともに資金需要は停滞している。銀行の抱えているもう一つの大きな問題、不良債権への取り組みが本格化しない限り、無理だろう。

(デフレ対策としての効果、日銀への信認低下の懸念)

日銀の政策公表後に国債価格が下落したことから判断すると、資金運用難の中、これまで唯一安定していた国債市場で国債を買っていた機関内に動揺がおきている。目下、唯一安定している国債市場にも動揺が起きたことは、単に銀行株安定だけの対処では資本市場は安定しないことを示している。日銀の信認低下の波及効果が心配である。

(日銀および政府が次に講じるべき政策手段)

今回の対策が不良債権処理の第一歩とは考えない。つまり、金融機関の抱えていた問題は、資産に株式が多すぎることで、これによる株価変動の影響が常に決算期の株価変動により不安定化していたことと、もうひとつは不良債権問題であった。今回日銀のとった措置は、前者の資産である株式売却の仕組みを日銀が買って出たことであり、そのことが直接、不良債権処理の解

決に向かうというのは早計。一気に不良債権処理をするためには、公的資金を入れるかどうかもふくめ、政府の思い切った判断が避けられない。

（中央銀行としてのあるべき姿と私的株の購入）

日銀の判断にあるように、現在の日本の金融機関は、毎年決算期になると株価下落でバランスシート危機に直面し、かつ不良債権問題で立ちすくみ、貸出しも5年間、前年比マイナスである。こうした状況を、日銀はもはや「危機状態」であると判断したわけで、こうした判断に立てば、私的株購入もありえる手段だ。しかもその目的は金融システム安定のためである。金融政策の手段もつき（マネタリストは、まだ量的緩和を断行せよといているが、日銀の判断は、これをやっても効果は期待できないという立場）そのなかでも何かをやらざるを得ないとしたら、金融政策が機能不全に陥っている中で、せめて金融システム安定のために何かやりうることはないか、という考えでとった政策であろう。本来、政府側は、金融庁、金融担当相、も「金融危機ではない」という判断で動かない以上、日銀のアイディで政府と共同でやることに知恵を出すということになったと判断する。繰り返すが、これは金融システムの安定のために非伝統的手段を用いて、本来政府の行う分野にまで日銀がジャンプしたのである。今後も、金融システム安定のために、日銀はさまざまなアイディを出してくるのではないか。これまでの政策委員会メンバーの講演を丁寧に読むと、ここ数年は、「政府のやるべきことでデフレ脱却を」という主張が、控えめながら繰り返し述べられている。この延長戦上で、今回の日銀の逆襲があったのではないか。

物価安定の金融政策のほうは、確かに効果が少ないが、最近では、量的緩和政策も金融機関にとっては救済であり、まさに金融システム安定のために実施しているようなものである。

（その他の金融・財政政策上の重要な視点）

こうした奇策が登場するのも、日本の金融機関が、独力では解決できない状況へと、はまり込んでしまったから。一時的に、日銀による銀行株買取で決算は無事に通過できても、根本的な措置が打たれなくては解決にならない。不良債権処理の徹底、そのために必要なら公的資金の導入、そして収益の上がる体質に改善するには、現行の銀行数があまりに多すぎる。こうした事態の是非の判断とそのための諸策実行はすべて政府の手中にある。その政府が実行しないと、日銀は自分の足を噛むような、このような奇策を次々に打出してくる。その行き着く先は本当の日本沈没である。

（日銀の銀行保有株式購入について）

これまでのところ、日銀はデフレ懸念を持ちつつも、インフレに対して必要以上にナーバスであるように見受けられた。インフレが進行すれば、銀行券・準備預金など債務サイドが膨張し、現在の資産構成（主に長期国債を保有）のもとでは国債の評価損によるバランスシートの悪化が避けられないために、たとえマイルドであってもインフレーションを意図する政策への転換自体が難しかったためであると思われる。今後、株式やインデックス債などインフレにスライドする資産の購入が進めば資産構成がインフレに対して頑健なものとなり、日銀が物価に対してよりニュートラルなスタンスに立つことができる可能性を拓いたという意味では、この政策転換は評価されるべきであろう。

ただし、一般に、中央銀行による株式保有にはリスクの集中化以外にも様々な問題が付随する。保有された企業のコーポレート・ガバナンスが弱体化するであろうこと、また（一般にも心配されているように）市場の株価形成に一時的な歪みを与えるであろうこと、などである。しかしながら、銀行の保有株式を購入対象とする限り、これらの問題が改めて表面化することはほぼない（対象が、もともと市場の外の株式で、その少なからぬ部分がガバナンスの蚊帳の外にあったと思われる）。日銀が保有資産の多様化を図るにあたり、理にかなった対象であると言える。逆に、上場投資信託（ETF）を対象とする場合、流動性・時価総額が共に大きいTOPIX型についてはほとんどあり得ないが、日経平均連動型の一部低流動性銘柄については他の市場参加者のフロントランニングを誘う可能性が高い。また、価格支持的な側面が、より有利な不良債権の買取り条件をRCCが提示するまで待つ体力の温存機会として認識されれば、銀行側の処理努力を現状以上に落とす可能性も否めない。

さらに細かい部分を詰めれば、今般の購入対象としては、（何らかの基準は必要であろうが）BBB以下の格付けであっても買取り対象とすることが重要であろう。買取り基準が銀行保有株式取得機構と同じであれば、新たな効果は期待できない。S&Pによると、BBB以上の格付けを取得している金融以外の事業会社は7月末現在、約6割に過ぎないのである。また、（保有株式の含み損以外の意味で）見込みの無い銀行を市場から円滑に退場させるためにも、圧倒的な情報優位者である日銀の行動（将来の株式売却など）が市場に与える影響を考慮しても、銀行株の買取りは除外すべきである。

（円滑な不良債権処理に繋げるために）

日銀の大胆な政策転換を受けて、これを機に不良債権処理を一気に進めるには公的資金の注入が不可避である。ただし、99年方式が失敗であったことは概ね認められている通りで、その手法には市場規律を最大限に生かすことが望ましい（大村・水上・山崎 2002）。転換権付優先株式の発行が、単に政府による相対の負債性資本の提供に終わることのないようなシナリオの設定が必要である。敢えて商品性の標準化を図ることで、「政府がフェアバリューを正確に把握しながら投資家にも評価させるという姿勢」が求められる。

また、RCCの買取り損失の補填に注入するという案では、銀行側が処理を進めずより有利な買取り条件を待つという選択をする可能性があることに特に注意されたい。

現状では公的資金の枠組み自体も硬直的であるが、予防的かつ機動的に投入できるような資金枠の運用が無ければ、不良債権処理の加速化は事実上不可能である。

(シナリオ合意の形成を)

内閣府よりも正確で多くの資料・情報を把握する日銀がこのような大胆な政策転換をするからには、背後には相当の危機が迫っており、カメより鈍い金融庁の対応を待つ訳にはいかないから先手を取るしかない、と判断したのだと市場は見た。しかしながら、日銀の発表後、柳沢金融相、竹中経済担当相の会見は奇しくもお粗末な舞台裏を国民の前に晒した(遂に、三者が連携して大きな動きが始まる かのようには思われたものが、実は何らの整合性も見通しもなかった という意味で)。その失望感は、トリプル安の形で既に市場に居座っている。今後は財政当局も交え、連携して政策的合意を形成し、目指すべき地点と諸政策の整合性を国民に向かって説明することをしなければ、そのような失望感・不安感を払拭することはできないであろう。(広い意味での)政府として、説明責任を果たさなければならない。

我が国の金融部門が国債消化の受け皿として機能してきた以上、たとえマイルドであってもインフレが予想された瞬間に、金融部門から財政部門への大規模な所得移転が起きる(逆もまた然り)。常にコンフリクトは内在しているのである。共にプレ・コミットできるか、同じ目的関数を持たせて共にルールを課すことができれば optimal な結果を達成可能、という Dixit-Lambertini(2002)の帰結は、文脈は違っても我々の経済にとって示唆するところがあるはずである。

注)

大村・水上・山崎(2002) [「公的資金による資本注入方法について 1999年3月の転換権付優先株式による公的資金注入方式」](#) DP/02-1 内閣府

Dixit-Lambertini(2002) “Fiscal Discretion Destroys Monetary Commitment”, forthcoming in A.E.R.

(不良債権の克服、金融システム安定への最善策か)

多分、期待されるほどの効果はないだろう。というのも、不良債権問題は日本銀行による株式の直接買い入れで改善が見込まれるほど、単純なものではなく、経営不振企業の一掃と再建が大前提になっているからである。

最善ではないが、残された選択肢のなかでは最も現実的な方策と判断される。上場投信を買い入れるべきという主張も聞かれるが、これは筋違い。今回の決定は、あくまでも金融システムの安定性維持を狙いとするものであり、株価対策ではないという点を直視するべきと思われる。

(株価浮揚への有効性)

株価浮揚は期待できないし、それを目的として導入された措置でもない。今回の株式買い入れはあくまでも、信用秩序の維持という文脈のなかで議論すべき。いわんや、中長期的にみた場合、中立的といわざるを得ない。

(金融機関の貸出し姿勢への影響)

ほとんど影響はないだろう。

(デフレ対策としての効果、日銀への信認低下の懸念)

ほとんど影響はないだろう。

(日銀および政府が次に講じるべき政策手段)

残念ながら、デフレ克服のための王道はない。デフレの悪影響を中立化させるとか、物価は将来上昇するというマイルドなインフレ期待を強めるといった方策を着実に実施していくしか、途は残されていない。中立化策としては、たとえば年金支給額に対する物価スライド制の本則どおりの適用、国債を物価連動債として発行することなどが挙げられる。

一方、インフレ期待を高めるに際しては、金融市場での金利形成が重要な鍵を握っている。名目金利はインフレ期待を反映して変動するからである。しかし、コール市場、国債市場では現在、日本銀行の大量資金供給を背景に金利の低位安定が常態化し、金利機能が働く余地はほとんどない。金利機能の回復やインフレ期待形成のためには、日銀当座預金残高目標の引き下げのほか、コール金利変動の上限を画する公定歩合を幾分引き上げ、短期金融市場でのマイルドな金利変動を容認することも検討に値するのではなかろうか。

(中央銀行としてのあるべき姿と私的株の購入)

多分、問題なのだろう。しかし、日本銀行があえて禁じ手を選択したという事実の重さを考える必要があるのではないか。金融危機発生の恐れはなんら解消されていないからである。

（その他の金融・財政政策上の重要な視点）

昨年6月に小泉内閣が公表した「骨太の方針」が指摘するとおり、現在の日本にとって最大の経済問題は不良債権である。この問題の解決が図らなければ、日本経済の再生は見込み難い。

欧米主要国の場合、企業経営上の問題はすべて資本市場において解決するという原則が確立している。危機に陥った企業に対しては、資本市場を通じて抜本的なリストラの実施や退出が求められるほか、経営者責任も厳しく追及される。実際、アメリカの大手監査法人アンダーセンは、先に破綻したエンロン社の不正経理操作に手を貸したことで信認を失い、この8月末に姿を消した。再建の見込みがない企業は市場から排除されるという資本市場のルールが貫徹しているのだ。

これに対し、日本の場合、資本市場が十分機能していないため、危機に瀕した企業は淘汰されずに存続している。メインバンクによる企業救済という美名の下、貸し手、借り手とも損失の発生を先送りすべく、銀行が破綻すべき企業に救済の手を差し伸べているからである。このもたれ合いを断ち切らない限り、不良債権問題の解決は見込みにくい。

それゆえ、不良債権の処理促進に当たっては、企業の存続問題はすべて資本市場に委ね、不振企業が市場のなかで一掃されるよう環境を整備することが大前提となる。そして、公的資本の注入は、不振企業の破綻累増とともに貸出が焦げ付き、銀行が大幅な資本不足に陥った段階になって行うのが望ましい。この資本注入は銀行の国有化を意味するが、外部から招聘した役員に再建を委ねればとくに大きな問題は生じないだろう。加えて、不振企業の破綻とともに銀行が国有化されれば、良い貸出と悪い貸出が自然と峻別されるため、正常な借り手には従来どおりの資金供給が見込まれる。

また、国有化された銀行の株式については、国民負担の最小化を図るためにも再建が完了するまで政府が保有し、再上場益の獲得を目指すべきと判断される。スウェーデン等では実際、そうした手法に基づき銀行システムの再建に成功したのである。失業の一時的な増大は避けがたいが、日本経済を活性化させるためにも、不振企業の淘汰、銀行の国有化をためらうべきではない。

北 坂 真 一 同志社大学経済学部教授

日銀の銀行保有株の買い取りについて

いかにも筋が悪い。もちろん、現在の日本経済の置かれた状況や、従来の政策が必ずしも十分な効果を生んでいないこと、さらには内閣、与党、財務省、金融庁など政策主体間の関係などを考えると、こうした政策が日銀から出てくる背景は理解できる。しかし、この政策は、財務省の新証券税制の導入や金融庁のペイオフ解禁の延期と並んで、その場しのぎの近視眼的なものであり、新しい日本経済にとってマイナスの効果しか持たない。

構造改革をすすめる日本経済にとって、お金の流れを銀行中心の間接金融から、証券市場を中心とした直接金融へ誘導することは重要な一つの柱である。その意味で、不良債権にあえぐ多くの銀行は、静かに市場から退出することが望ましい。不良債権の処理は重要だが、不良債権を処理して従来の銀行が復活し、貸し出しが回復するというストーリーは期待もされていないし、望ましくもない。

今回の日銀による株の買い取りは、銀行の経営リスクを軽減し、個別の銀行を延命させるだけだ。本来の金融システムの安定化は、このような近視眼的な方法で達成されるべきではない。財務省、金融庁、日銀による一連の政策は、日本経済を長期的に停滞させる方向に作用するだろう。本来、日銀による金融システムの安定化は、十分な市場への資金の供給と、「最後の貸し手」としての役割によって達成されるべきである。

もし株を買うのであれば、それは金融政策の一環として、資金を供給する目的で行うべきだ。そのときは、市場から買うべきであるし、特定の銘柄に依存しないETFの方が望ましい。また、多くの論者が主張するように、そのような状況ではゼロ金利からの脱却とインフレ目標の設定が必要になる。

しかし、こうしたことの前に、日銀は政府、財務省、金融庁などと共に、現在の日本経済が置かれた状況（危機感）や回復のためのシナリオを共有し、それに対処するための役割を分担しなければならない。間接金融から直接金融への誘導を意図した税制や財政政策は財務省の役割であり、不良債権の処理や金融機関の適切な経営の監督は金融庁、そして金融政策は日銀である。それぞれが同時に、各機関の責任と権限のもとで整合的にデフレ脱却のための政策をとる必要がある。

日本銀行による銀行保有株買い取りについて

日本銀行が銀行保有株式を買い取るという今回の政策は、金融システムの安定にはつながらないし、不良債権処理を進めることにも役立たない。

不良債権の処理促進策をすこし振り返ってみると、銀行に直接税金をつぎ込んで処理を進めようとしたのが資本注入、別の機関をつくり間接的に税金をつぎ込んだのが回収機構だったと理解できる。いずれの場合にも、不良債権が抜本的に処理されたようにはみえない。回収機構の買取価格や回収後の損失分担に問題があったり、銀行側が不良企業を延命させてきた側面があるとしても、私自身は新規産業の創造と旧産業からの資源移転による経済成長がなければ根本解決にはいたらないと考えている。

いわば不良株式の処理についても、直接補助金、間接的な処理機関というものが考えられ、実際、銀行株式等処理機構が創設された。ただしここでは、将来の株価下落に備えて、あらかじめ損失負担を先払いさせる仕組みになっていたことから、回収機構以上に買い取りが進んでないらしい。

そこで、さらに迂回的に、税金をつぎ込もうというのが、今回の案なのだろう。つまり今回は、発券銀行であり金融政策の担い手でもある中央銀行にまで不良債権処理を手伝わせ、価格下落への備えとして準備金を積み上げる。本来なら国庫に入るべきシニョレジゲインが民間企業のリスク吸収に使われるのである。税金によって民間企業のリスクを負担するという構図は同じであるが、債権保有の主体が民間銀行、処理機関から日本銀行へ移ろうとしている。金融システムの根幹にある中央銀行にそのような役割を押しつけることは、日本の金融システムへの信認をむしろ低下させるのではないか。

不良債権の回収機構の場合には、債権の審査や回収をおこなう情報処理能力がまだ付帯されている。だからこそリスクが移転されても、ある程度それを吸収することができた。さらに政策投資銀行等によるDIPファイナンスと組み合わせられて、企業再生の仕組みも取り入れられようとしている。日本銀行の株取得の場合には、企業を審査して株式購入するのでもなければ、企業改善につながる株主権も行使しない。まさに塩漬けではないだろうか。

そもそも不良債権にしても、不良株式にしても、処理が進めば民間銀行が負っているリスクが軽減され、銀行経営が安定化し、あらたなリスク負担をする余裕が生まれ貸出が増えると期待することが間違いなのではないだろうか。ましてや主要行だけに税金をつぎ込むことで、地域の金融システムが安定し、全国すみずみの中小企業への資金供給がスムーズになるとは思われぬ。大銀行にレントを渡し、中小の金融機関が危機的状況に陥ったときに丸抱えさせよう、という発想をいまだ持ち続けているのではとさえ思う。正常に金融仲介及び決済の機能がはたされるのが「金融システムの安定」だとすれば、今回の政策を評価することはできない。

有識者に対する質問内容

「日銀、銀行保有株買取り」に関する緊急の見解聴取

掲題の件、従来の日銀の金融政策から見れば、「画期的」とも言える政策が打ち出されましたが、これに対する評価および問題点について、eメールによりご意見を聴取できればと存じます。下記の点につきまして、ご見解を簡単なメモにまとめて頂きたく、何卒よろしく願い申し上げます。

1. 今回の政策は、日銀のねらいとする「不良債権の克服と金融システムの安定」に、本当に資するのか。
 - (1) 日銀として、現時点で考えられる最善の策なのか。もっと良い代替案はないのか（例えば、上場投資信託など）
 - (2) 株価浮揚に役立つのか。これにより、9月危機は乗り切れるのか。また、中長期的な株価への影響はどうか。
 - (3) 金融機関の貸出し姿勢に与える影響はどうか（貸出しの伸びにつながるか）。
 - (4) デフレ克服に向けた対策としての効果はどうか。
仮に、株価上昇 景気浮揚 デフレ是正 という効果があったとしても、逆に日銀への信認低下（株・円売り） 円・国債の暴落 経済破綻 という心配はないのか。
2. 今回の日銀による対策が、不良債権処理、デフレ克服への第一歩と評価できるならば、次なる適切な政策として、日銀および政府（金融、財政の各当局）が講じるべき手段は、いかなるものか。（例えば、政府による積極的P K O、補正予算、大幅減税 等々）
3. 中央銀行の根本的なあり方に関する問題として、私的株の購入は、果たして妥当なのか。
4. 金融・財政政策に現状に照らして、貴台が重要と思料されるその他の問題点・視点など

様 式： 様式、字数等については、特にこだわりません。各論点について、200字～400字のごく短いコメントでもOKです。勿論、これを超過しても構いません。また、全論点をひと通りカバーしていただく限りは、特定の論点を特に掘り下げて書いていただいても構いません。

「日銀による銀行保有株買取り」に関する有識者見解

発表日： 2002年9月30日

編集・発行： 財団法人 関西社会経済研究所

〒530-6691 大阪市北区中之島6丁目2番27号 中之島センタービル

問合せ先： 財団法人 関西社会経済研究所 事務局（担当：宮原孝信、須賀智之）

TEL： 06-6441-5750（代）

URL： <http://www.kiser.or.jp>