

日本銀行の銀行保有株式買入

齊 藤 壽 彦

目 次

はじめに

第1章 日銀の株式買入方針決定の経緯

第1節 前史

第2節 株式買入方針の決定

第2章 日銀の株式買入の目的と内容

第1節 目的

第2節 株式買入方法

第3節 株式買入状況

第3章 買入上限の引上

第1節 2兆円から3兆円への引上

第2節 さらに引上要請

第4章 日銀の株式買入の評価（意義と問題点）

第1節 プルーデンス政策としての評価

第2節 証券市場に及ぼす影響

第3節 日銀財務、日銀信認に及ぼす影響

むすび

はじめに

日銀は2002年9月に大手銀行などが保有している株式を直接買取る方針を決め、11月からこれを実施した。2003年3月にはその買入限度額が引上げられた。このよ

うな措置は中央銀行として類例のないものである。それではこの措置はどのような経過で決定されたのか、それが導入された背景はどのようなものであったのか。またこの措置はなにを意図していたのか。その施策の具体的内容はどのようなものであったのか。それをどのように評価することができるのか、すなわち、その意義と問題点はどのようなものであったのか。本論文ではこのようなことを検討したい。

本論文は日銀株式買入に関して現在入手可能な資料をできる限り入手し、それを論理的に整理し、日銀の銀行保有株式買入について実証的、総合的に解明しようとするものである。本研究は貨幣・銀行・証券に関する理論・歴史・現状・政策に関する総合的研究の一環をなすものである。

第1章 日銀の株式買入方針決定の経緯

第1節 前史

(1) 銀行の株式保有と株式売却

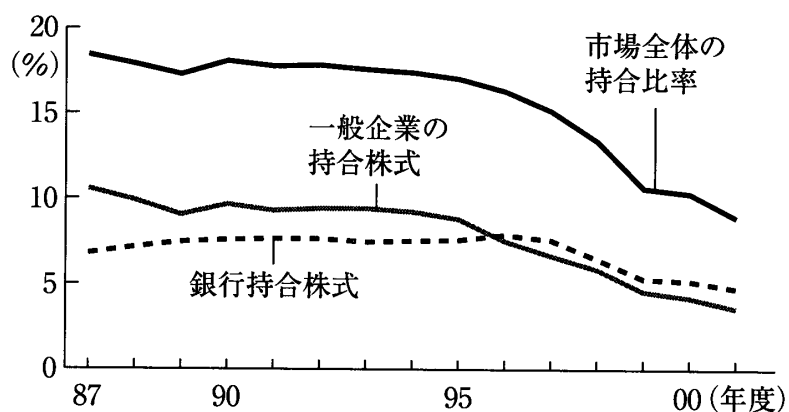
日本の金融機関は、歴史的経緯もあって、他の主要国にはほとんど例をみないことであるが多額の株式を保有している⁽¹⁾。

1990年代に入ってバブル経済が崩壊し、大不況の時代にはいると、株価は低落、低迷し、株高を前提としたエクイティ・ファイナンスは困難となった。また企業が悪化した収益を補うために、持合保有していた株式を売却する傾向が高まった。こうして図1にみられるように法人持株比率が減少し、金融機関の持株比率も減少するようになった。1997年頃から金融機関の株式売買は大幅な売り越しに転じている⁽²⁾。表1によれば、大手銀行は1999～2001年度の3年間で10兆9千億円の持合株を売却した。

(2) 銀行株式保有の制限

2001年11月21日に至り、銀行株式保有制限法が成立した。同法は、株価の低落による銀行経営・金融システムの不安定化を防ぐとともに、市場による企業淘汰の阻害要因などとして弊害が指摘されてきた「株式持合」を解消することを目的とするものである。同法の定めにより、2004年9月以降、銀行は中核的な自己資本(Tier I)と同額までしか株式を持てなくなった。大量の持合株を抱える銀行は、2004年に向けて計画的に保有株を市場で売却していった。

図1 株式持合比率の推移



(出所)『朝日新聞』2002年10月10日付。

- (1) 日本では戦前には財閥本社が傘下の企業の株式を保有していた。戦後、財閥解体により、旧財閥企業の株式が市場に放出され、個人持株比率が一時的に高まり、1949年には69.1%に達した。だがその後、1980年代後半のバブル経済期にいたるまで法人持株比率が増大傾向をたどっていったのであり、銀行の持株比率も高まっていった。これには次のような理由がある。社会保障制度の不十分さと余裕資金の限界のもとで、個人は事故や病気などに備えて株式保有よりも銀行預金を選好した。買占め事件などを契機として系列企業間で互いに株式を取得することで乗っ取り防止をはかる企業がふえた。戦後の持株会社禁止のもとで、企業間結合の手段として株式相互持合が用いられた。このもとで配当金を低く据え置くこともできた。1960年代以降進められてきた資本自由化の下で、外国資本に乗っ取られることを恐れた経営者は積極的に安定株主工作を行った（日本証券経済研究所編『詳説 現代日本の証券市場』2000年版，同研究所，2000年，52ページ。）これも企業間相互持合を促進した。かくして高度成長期に企業の株式相互持合が進行したのであり、銀行も法人の一つとして株式を保有したのである。金融機関の持株比率は事業法人等の持株比率よりも高かった。1970年代に時価発行増資が本格化した。このもとで、企業や銀行による株式の安定保有を前提として、株価を高め維持して、企業が有利な資金調達を行うことができるようになった。1973年秋に第1次石油ショックが発生して以来、企業の成長の鈍化で余剰資金を抱えた銀行は株式への投資が増大させた。1980年代後半のバブル経済期にはエクイティ・ファイナンス（新株発行を伴う資金調達）が増大すると、発行された株式の多くが持合保有され、また銀行が株式への投資を行った。銀行の株式保有比率は4割にもなるに至ったのである。先進国で銀行がこれほど大量の株式を保有している例はなかった。

銀行の保有株式は、高度成長期を含め、株価が右上がり続けた時期には、含み益を膨らませ、経営安定のバッファーとして一定の役割を果たした（三谷隆博「銀行、株価リスク軽減急げ」『日本経済新聞』2002年11月28日付）。

株式持合については鈴木健『メインバンクと企業集団』ミネルヴァ書房，1998年，岡部光明『株式持合と日本型経済システム』慶應義塾大学出版会，2002年，等を参照されたい。

- (2) 『金融ビジネス』2002年12月，30～31ページ。

表1 大手銀行の株式売切推定額と持合解消計画額

(単位：億円)

	1999年度 実績 A	2000年度 実績 B	2001年度 実績(注 1)(含む 推定) C	2002年度 計画予想 額(注1) D	1999~ 2001年度 E = A + B + C	2002年3 月末連結 保有上場 株式簿価 残高 F	自己資本 ; Tier I 残高 G	株式残高自 己資本超過 額 H = F - G
みずほ合計	8,800	8,378	6,200	8,000	23,378	63,349	50,750	12,599
三菱東京傘下 銀行合計	1,407	2,334	9,219	10,500	12,960	50,468	33,104	17,364
UFJ傘下行合計	4,465	7,611	14,780	14,600	26,856	42,482	28,528	13,954
三井住友銀行	2,865	4,000	6,100	7,000	12,965	48,555	37,194	11,361
大和銀HD2行 合計	4,200	4,515	8,541	3,500	17,256	17,870	11,282	6,588
大手銀行合計	25,762	31,438	52,292	49,600	109,492	245,079	173,677	71,402

(出所)『日経金融新聞』2002年9月19日付。

(注1) 2001年度通期持合解消推定額。2002年度計画予想額には大和総研の推定値を含む。

しかし、銀行の保有株売却は、自社株が早急に市場に売却されることへの企業側の抵抗が強いため進まない面があった⁽³⁾。

(3) 銀行等保有株式取得機構の設立

銀行による株式の売却は株価の下落を助長するおそれがある。これを抑制するために、銀行等が保有する株式を買い取るための認可法人として、2002年1月に銀行等保有株式取得機構が設立されている⁽⁴⁾。銀行等保有株式取得機構の仕組みは図2に示されている。

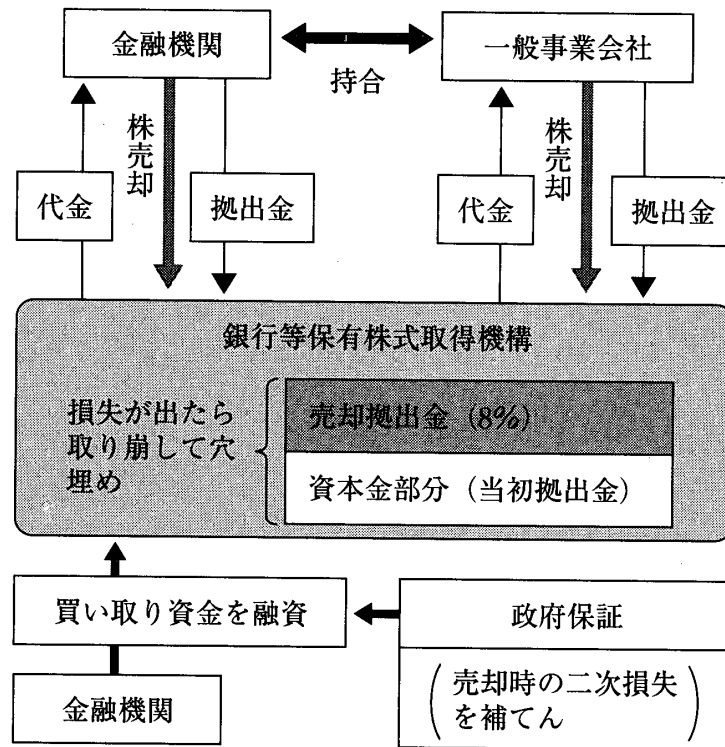
同機構は銀行等からの出資金や借入金を原資として、株式を時価で買い上げ、保有し、その後に市場への再売却を行うことにより、資金を回収しようとするものである。対象金融機関は大手銀行・地方銀行など125金融機関である。買取期間は2002年2月から2006年9月までとされていた。買取対象株式は国内上場・店頭株式となっている。損失を補う目的で銀行は売却時に8%の拠出金を支払う。

同機構が株を処分し、損が発生すれば、拠出金をその穴埋めに回し、それでも売

(3) 『金融財政事情』2002年10月21日号，9ページ。

(4) これについては若原幸雄「銀行の株式保有制限及び株式取得機構について」『金融』2002年2月，2～7ページ，大藤俊行「銀行等の株式保有制限及び株式取得機構について」『金融ジャーナル』2002年3月号，31～34ページを参照されたい。

図2 銀行等保有株式取得機構の仕組み



(出所)『日本経済新聞』2003年4月12日。

却損を穴埋めできなければ政府が損失(二次損失)を負担することとなっている。その保証枠は2兆円である。株式保有期間は最長10年である。

銀行等保有株式取得機構は使い勝手が悪かった。銀行の放出株の受け皿として設立された同機構には2兆円の買取枠があったが、同機構の株式買入額は2002年7月末までに約1500億円にとどまり、その後あまり増えておらず、2003年3月末頃までの合計でも2000億円程度にとどまっていた。同機構への売却実績はほぼゼロという大手銀行すらあった⁽⁵⁾。このように同機構の株式買入が進展しなかったのは、株式売却時に銀行に抛出金負担があること、売却しても、抛出金を納める結果、銀行は「株価変動の影響を遮断できない」とみなされ、国際的な会計基準で自己資本比率を算定する際に売却部分を資産から切り離すことが認められないなどの障害があったためであろう⁽⁶⁾。

(5) 『日本経済新聞』2003年4月12日付。4月25日までの買取額は2181億円。

(6) 『朝日新聞』、『日本経済新聞』2003年3月26日、4月12日付。菊地正俊「銀行が売れる、日銀が買う『この銘柄』」『エコノミスト』2002年11月5日号、29ページ。

(4) 日本銀行の株式保有否定

日本銀行は株式を購入することはできないと考えていた。すなわち同行の速水総裁は「中央銀行は流動性を創出することはできるが、資本は創出できない」ということを強調していた。中央銀行として民間のリスクを肩代わりすることには、もともと大きな限界がある。このようなリスクの肩代わりで日銀資産が劣化すれば、〔日銀は〕本来の使命達成のための信認すら失いかねない。価格変動リスクの大きい株式は、新日銀法上も買入ができないことになっている。このように述べていたのである⁽⁷⁾。

日銀の山口泰副総裁は、中央銀行が株式や社債の購入を拡大すると、これらの資産に発生した損失が国庫納付金の減少を通じて納税者の負担となって跳ね返る可能性がある、また中央銀行が株式を購入するとなるとどの企業の株式を購入するかを決定しなければならなくなるが、中央銀行のオペは資源配分に対し極力中立的であることが望ましいと述べて、株式の買入の問題点を指摘していた⁽⁸⁾。

このように銀行、とくに大手行の保有株整理の必要性が認識されていながらそれが容易に進展せず、それに対する政府の対策も不十分であったことが日銀の株式買入施策導入の伏線をなしていた。だが2002年上期には今だその施策は構想されていなかったのである。この施策の採用が決定された9月18日の段階において具体的スキームができておらず、いかにも拙速な印象が強い⁽⁹⁾のはこのことを物語るものである。

第2節 株式買入方針の決定

上記の状況を背景として日銀の株式買入方針が採用されるにいたるのであるが、

-
- (7) 日本銀行「最近の金融経済情勢について——中央銀行の役割とバランスシート」(1998年12月22日、きさらぎ会における日本銀行総裁講演)『日本銀行調査月報』1999年1月号、6ページ。日本銀行の株式買入は日本銀行法の規定により日本銀行の業務とされた業務ではなく、同法43条は日銀は許可なくこのような業務を行ってはならないと規定していた。
 - (8) 山口副総裁「JCIF国際金融セミナー講演」『日本銀行調査月報』2001年11月号、10ページ。
 - (9) 佐賀卓雄「証券市場改革の動向について」『月刊証券市場』第206号、2002年10月、10ページ。

その具体的な決定過程を『日本経済新聞』2002年9月19日、24日付などにに基づきながら考察してみよう。

日銀の資産の健全性を損ない、ひいては日銀への信認低下のリスクをあえて取る日銀のこの「捨て身の作戦」は、三谷隆博信用機構室担当理事のもとで2002年8月以来極秘裡に検討が進められてきたものである。我が国の不良債権問題は、バブル崩壊の後始末だけでなく、産業構造の転換・調整圧力の増大に伴い新たに発生する不良債権の処理という性格も加わりつつあり、また、金融システムの安定を阻害するものでもあった。そこで不良債権の克服と金融システムの安定のための対策を日銀は求めることとなった⁽¹⁰⁾。

8月上旬、日銀内の小さな会議室に総裁、副総裁を含む9人の政策委員が集まった。会議には、金融システム問題担当の三谷隆博理事や、銀行経営のチェックを担う考査局の稲葉延雄局長らの事務方も参加した。かくして日銀として「金融システムの安定化にどう貢献していくか」を検討する特別プロジェクトチームの発足が決められた。

このチームで当初浮上したのは日銀による銀行考査の活用であった。金融庁の検査より厳しい手法で考査を実施して不良債権の実態を明らかにし、銀行に抜本的な処理を促そうとする考査局の意気込みは激しかった。しかし、日銀考査は法に基づく金融庁の金融検査と違い、基本的には相手銀行との契約に基づく銀行調査にすぎなかった。日銀考査を取引銀行が拒んでも法律上の罰則がなく、荒っぽい手法は機能しない恐れがあった。

様々な案が浮上したが決め手を欠く中、日経平均株価は9月4日に一時9000円を割り込んだ。9月17～18日の金融政策決定会合に向け、自民党からは、株価指数連動型の上場投資信託（ETF）購入などの要求が出てきた。日銀内では、国債買入増額など従来型の緩和策も検討した。だが審議委員の反応は芳しくなかった。

「銀行経営から株価変動リスクをいかに取り除くか」が以前から日銀にとっての

(10) 金融システムの安定については次の文献を参照されたい。日本銀行銀行論研究会編『金融システムの再生に向けて 中央銀行員によるレクチャー銀行論』有斐閣、2001年、速水総裁講演「金融システム面の課題と当面の金融政策運営」『日本銀行調査月報』1998年8月号、1～6ページ。山口副総裁講演「金融システム不安：日本の経験からの教訓」同1999年7月号、23～25ページ等を参照。

課題となっていた。日銀考査局は、『日本銀行調査月報』レポートに発表した2000年度、2001年度銀行決算や金融機関経営についての考察の中で、銀行、とくに大手銀行の株価保有に注目し⁽¹¹⁾、「株式含み益が少ない状況の下では、株価変動リスクを削減することが銀行経営にとっての重要課題である。・・・保有株式を削減することが望ましい」⁽¹²⁾、と述べ、2001年に都長銀に含み損が発生しており、「株価下落が自己資本比率に及ぼすマイナスインパクトが大きくなっている」ことを警告していた⁽¹³⁾。9月中旬に入って、稲葉局長らの考査局幹部は、日銀が銀行の持つ株式を減らすことが金融システム安定化に寄与すると考えるに至った。こうして金融安定化策として日銀の株式買取問題が浮上した。日銀審議委員や日銀審議委員の中にはそこまでしなくてもという声があった。日銀内にこの新政策に対する抵抗があった。だが、日銀は財務省からは支持をえられると読んでいた。13日に塩川財務大臣が銀行等保有株式取得機構がうまく機能していないと批判しており、改善策の検討を求めた。これを聞いた日銀は、日銀法で原則的に認められていない株式の購入を財務相が認可すると踏んだ⁽¹⁴⁾。

12日、海外出張から帰った山口泰副総裁は日銀の株式買入の具体策を詰めるように命じた。三谷理事が全体を統轄して、極秘作業が加速した。14日からの3連休を返上しての作業の後、銀行保有株を日銀が買い取る案がまとまった。「これを出すしかありません」。事務方は17日朝から数時間にわたって、「中央銀行が株を買っていいのだろうか」と繰り返す速水総裁を説得した。「これしかないのだな」と総裁がついに首を縦に振ったのは午後2時に金融政策会合の初日の討議が始まる直前だった。信用機構室幹部らが株式買取を政策委員会通常会合で進言したのは、金融政策決定会合の初日の討議が終わった17日夕方のことであった。主たる報告者は三谷理事、白川理事、田辺信用機構室審議役、稲葉考査局長であった。藤原作弥副総裁は事務方から株購入策を知らされたときにはびっくりしたとこの日の通常会合で発言

(11) 日本銀行考査局「本邦金融機関による経営課題への対応状況」『日本銀行調査月報』2002年4月号、73～74ページ等。

(12) 同「全国銀行の平成12年度決算と経営上の課題」同月報、2001年8月号、80ページ。

(13) 同「全国銀行の平成13年度決算について」同月報、2002年8月号、85～86ページ。

(14) 『日本経済新聞』2002年9月19日付。

(15) 同上、9月19日、9月24日、11月20日付。『日経金融新聞』11月21日付。

している。多くの委員は日銀が動くべき時期だと考えた。原案が17日に政策委員の賛同を得た。財務省の了解をとる必要上、翌18日の早朝、速水総裁が塩川正十郎財務相、山口副総裁が武藤敏郎財務事務官にそれぞれ電話を入れた。財務省は歓迎した。18日の政策委員会通常会合で原案が決定され、ここに日銀は金融システムの安定化を「喫緊の課題」（速水総裁）と位置付け、政策を変更したのであった⁽¹⁵⁾。

同行がこうした決断をするに至った理由は以下の3つである⁽¹⁶⁾。

まず第1に、不良債権の早期克服がきわめて重要な課題となっている一方、金融機関のストックとしての体力が、これまでの不良債権処理の過程で相当低下していたことである。今後、金融機関は期間収益で不良債権処理を行っていかねばならないという厳しい基本構図のなかにおかれていた⁽¹⁷⁾。不良債権とは、一般的に、金融機関にとって、約定どおりの返済や利息支払が受取られなくなった貸出あるいはそれに準ずる債権を指す。1990年代はバブル経済の崩壊、大不況のもとで、深刻な不良債権問題が発生し、銀行経営が悪化し、金融機関のなかには破綻の危機にまわれ、また実際に破綻する金融機関も現れた。大銀行も例外ではなかった。1997年には金融危機が深刻化した。過去10年にわたり、90兆円にのぼる巨額の不良債権の処理が実施されたが、その後も不良債権問題は解決せず、金融システムの安定性が確立しなかった。日銀は①経済の構造調整に伴い、なお不良債権の新規発生が高い水準で続くとみられる一方で、②金融機関の貸出利鞘がきわめて薄い状況が続いていること、③経営のバッファとして機能していた含み益がなくなったこと、などを踏まえると、我が国の不良債権問題は、金融機関の経営体力や収益力との対比では、むしろ従来以上に厳しい状況に直面していると考えていたのである。その克服のためには銀行、企業、金融当局などの関係者による、総合的かつ粘り強い対応が必要であると考えていた⁽¹⁸⁾。このことを『日本銀行調査月報』2002年8月号65～89ページに掲載された日本銀行考査局の「全国銀行の平成13年度決算について」に基づき、統計的に確認してみよう。

全国銀行の2001年度（平成13年度）決算をみると、1998年度と比較して、不良債

(16) 日本銀行信用機構室調査役和田季之「日本銀行による株式買入れの開始について」『金融財政事情』2002年11月25日号、36～37ページ。

(17) 2002年9月18日の記者会見での速水日銀総裁の説明（『日経金融新聞』2002年9月19日付）。和田季之、前掲論文、36ページ。

権処理を進めたにもかかわらず、不良債権残高（金融再生法開示債権）は33.9兆円から43.2兆円に増大している。都長銀の2002年3月末の金融再生法開示債権は28.4兆円であった。

全国銀行のコア業務純益（銀行の基本的な収益力を示すもので、資金運用収支と手数料収支の合算値から、経費を控除したものに概ね相当し、業務純益から債券5

(18) 銀行の過当競争に基づく銀行経営の原則からの逸脱、金融超緩和政策、甘い銀行監督、日本経済への強気の期待を背景として1980年代後半にはバブル経済が発生した。これが1990年代に入って崩壊すると多額の不良債権が発生した。金融当局のその処理の誤り（住宅金融専門会社の破綻処理に際しての公的資金導入）が後の不良債権処理を難しくしたのであった。1990年代以降の我が国は冷戦体制の崩壊などを背景として大不況の時代に突入した。この過程で新たに多額の不良債権が発生している。不良債権を銀行が処理しても処理しても次から次へと不良債権が発生し、不良債権はなくならなかった。不良債権処理には直接償却と間接償却の方法があるが、間接償却で不良債権を処理しても不良債権はなくならないという問題もあった。かくして金融機関、銀行の経営悪化が深刻化したのである。1994年暮～95年には第1次金融危機が発生した。1997年には11月の三洋証券の破綻に伴うコール市場におけるデフォルトの発生の直後に、北海道拓殖銀行、山一証券、徳陽シティ銀行の破綻が起こり、こうして、1997年暮には深刻な第2次金融危機が派生した。1998年には金融システム安定化のために金融システム安定化2法におよびこれを引き継いだ金融機能早期健全化法と金融機能再生法が制定され、これに基づいて公的資金が銀行救済のために投入された。だが、金融危機は解消しなかった。1998年暮には日本長期信用銀行や日本債券信用銀行が破綻し、第3次金融危機が発生した（北澤正敏『概説現代バブル倒産史』商事法務研究会、2001年）。その後も銀行は不良債権問題を抱えたままであった。

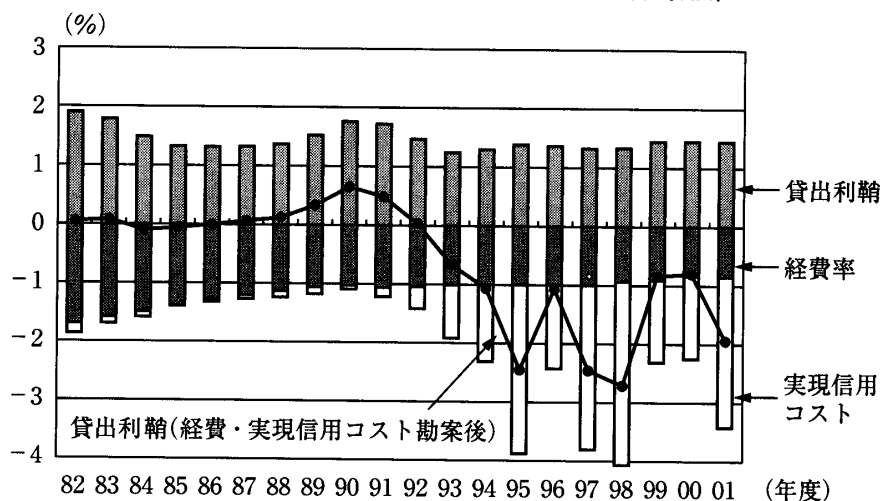
政府・与党は2001年4月6日に決めた緊急経済対策で、主要銀行が抱える約12兆7千億円の不良債権については、既存部分は2年以内、新規分は3年以内に最終処理する方針を打ち出している。経済財政諮問会議は2001年6月21日に「経済財政・構造改革の基本方針」を決定し、日本経済再生の第一歩として不良債権問題の抜本的解決が掲げ、不良債権問題を2～3年以内に解決することを目指すという方針を示した。しかし、大不況下で実際に銀行があまりにも多額の不良債権問題の早期最終処理を行うことは困難であった。日本銀行政策委員会は2002年9月の通常会合で不良債権問題に総合的かつ粘り強く取り組む方針を決定し、その具体策として「不良債権問題の基本的な考え方」を2002年10月11日に公表するに至る。この「考え方」については『日本銀行調査月報』2002年11月号、81～91ページを参照されたい。

2002年9月期における不良債権等の状況、金融再生法開示債権の状況（2002年9月期）、金融再生法開示債権残高の推移、不良債権処分量の推移（全国銀行）、リスク管理債権の状況（2002年9月期）についての統計については『金融』2003年3月号、37～40ページ、また不良債権問題の計数的分析については井上裕「不良債権問題——その計数的諸分析」『専修経営学論集』第76号、2003年3月、を参照されたい。

勘定戻，一般貸倒引当金純繰入，信託勘定償却を控除して算出。なお債券5勘定戻は国債等債券売却益及び同償還益から，同売却損，同償還損，同償却を差引いて算出)は1998～2001年度に5兆円前後あり，都長銀の2001年度のコア業務純益は3兆8490億円あった。銀行は基本的な期間収益をあげていた。だが一般貸倒引当金純繰入のために業務純益(銀行の基本的な業務の成果を示す)は同年度に全国銀行では4.6兆円，都長銀では3兆円と，コア業務純益よりも少なくなってしまった。

全国銀行の株式関係損益(株式3勘定戻)は1998～2000年度にプラスであったが(株式3勘定戻は株式等売却益から同売却損と同償却を差引いたもの)，01年度には株価下落や有価証券の減損処理ルールの厳格化等を背景に多額の償却を実施したことからマイナスとなり，都長銀の同年度株式3勘定戻は1兆7430億円のマイナスとなった。貸出金償却等(貸出金償却，個別貸倒引当金純繰入金等のほか特別損失段階で計上した不良債権処理額を含む)は8.4兆円あった。この結果，経常利益(企業の一事業年度における経常的な活動によって生じた利益で，経常収益から経常費用を差引いて算出。業務純益に臨時純益を加えたもので，特別損益は含まない)は01年度に全国銀行では6.5兆円，都長銀では5兆6250円ものマイナスとなった。

図3 都長銀の貸出利鞘(信用コスト勘案後)



(出所) 日本銀行検査局「全国銀行の平成13年度決算について」『日本銀行調査月報』2002年8月号，76ページ。

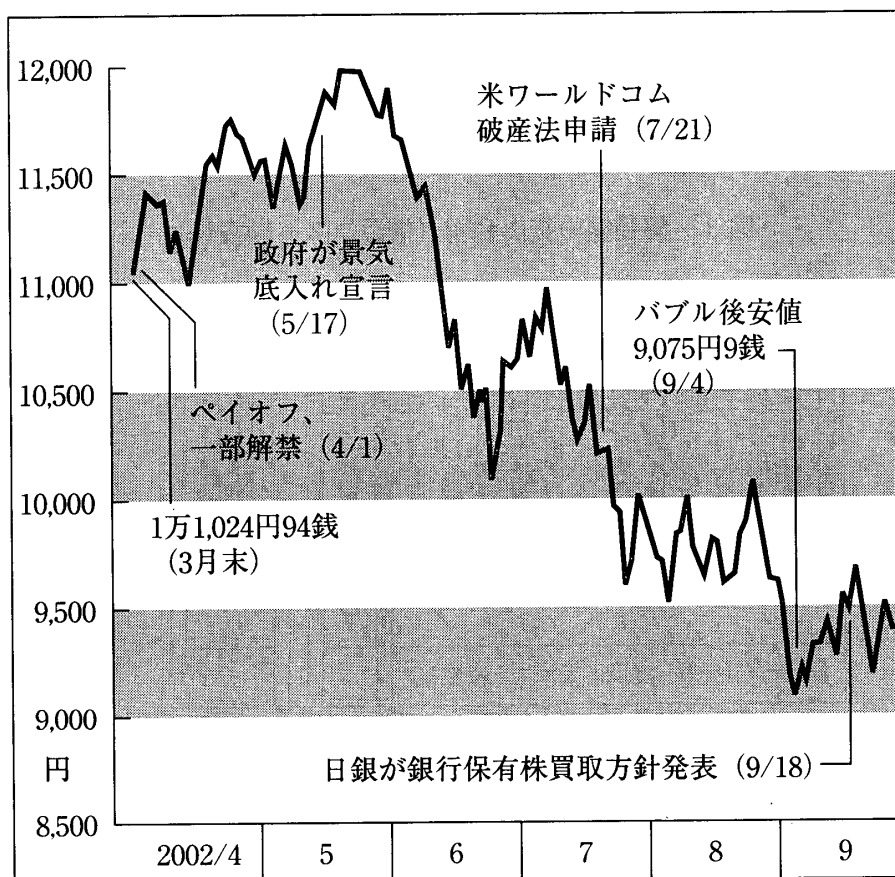
2001年度貸出利鞘を都長銀についてみると，図3にみられるように1980～2000年代初めに1%台であったが，貸出利鞘から経費率と実現信用コスト率(不良債権処

理額（貸出金償却等）÷貸出金平残）を差引くと、都長銀は1993年度以降マイナスとなっており、2001年後には約2%の損失となっている。大手銀行クラスの収益力では不良債権処理を果たせない現状となっていた。

資本金・法定準備金，剰余金，有価証券含み益，不動産含み益の合計を経営体力と定義すると，都長銀では有価証券が含み益から含み損に転じたことや，当期利益（経常利益および特別損益から税を差引いたもので，損益計算書の最終段階をなし，経営成績を示す）の赤字計上によって剰余金が減少したために，2002年3月末には前年3月末に比べ経営体力が低下したのであった。

第2に，我が国金融機関が多額の株式を保有しているという状況のもとで図4にみられるように株価が大幅に低落し，これが個別金融機関経営を圧迫し，さらには金融システム全体に対する信認改善を妨げていたことである。

図4 日経平均株価の推移（2002年4月～10月）



(出所)『日本経済新聞』2002年10月1日付。

表2によれば、2002年3月末時点の大手銀行の株式保有残高は25兆7632億円で、中核的自己資本の額は18兆12億円で、保有株式超過額は7兆77620億円となる⁽¹⁹⁾。また2002年夏以降の株安で売却は思うように進まなかった。銀行による株式持合の解消の思惑が株式相場下落を加速させるという悪循環が生じた⁽²⁰⁾。

このことは預金に依存し、経営の健全化をはからなければならない銀行が価格変動リスクを負っていることになる。株価下落は、表2や表3や図5に見られるように、株式を大量に保有する銀行、とくに大手銀行の損益および自己資本にきわめて

表2 全国銀行の株式残高と自己資本（2002年3月末）

（単位：億円）

	全国銀行	大手銀行	地方銀行	第二地方銀行
株式残高	313,556	257,632	47,276	8,648
資本の部合計	302,324	180,012	97,543	24,769
株式超過額	11,232	77,620	-50,267	-16,121

（出所）原田信行「日本銀行による銀行保有株式買取の背景と意義」『金融ジャーナル』2003年1月号、14ページ。

- (19) 主要銀行の中核資本超過額の合計は2002年9月末で、5兆円強と見込まれていた（三谷隆博，前掲小論文）。宮島英明・黒木文明両氏の実証研究によれば、銀行部門は保有リスクと関係なく、期初の取引関係が弱く、期待収益が高い企業の株式を売却し、逆に期初の取引関係が強く、期待収益が低い企業の株式を保有していた（『日本経済新聞』2002年12月30日付）。
- (20) 日経平均株価が2002年上半期の高値1万1492円つけた4月30日から9月27日までの売買主体別の売買差額を見ると、金融機関の委託売買（7255億円）と証券会社の自己売買（8799億円）において大幅な売越しが際立っている（金融機関以外の委託売買は1兆5203億円の買越し）。証券会社の自己売買の多くは、大手証券が市場外で行ったバスケット売買で発生したポジションを解消するための売りで実質は金融機関の売りと考えられる。つまり、金融機関の売りが1兆円～1.5兆円におよび、これが4月末以降の1962円にも及ぶ日経平均下落の大きな要因となったのである（國重惇史「日銀の株買取は歴史的要請」『金融ビジネス』2002年12月号、30ページ）。銀行から放出された株式の買い手に限界があった。すなわち、母国市場での株安に直面した外国人投資家の買い越し額が大幅に減少した。個人投資家が十分に育っていなかった（國重惇史，同上、31ページ）。

銀行の中核的自己資本を超過する株式保有額は、株式の売却や株安による目減りで9月頃には4～5兆円であるとみられていた。主要行の保有株式簿価の自己資本（Tier I）に対する割合は約144%と依然として高い水準にあった。これを圧縮しようとするれば株安を促進する恐れがあった（『月刊 資本市場』206号、2002年10月、26ページ。『金融財政事情』2002年9月30日、39ページ）。

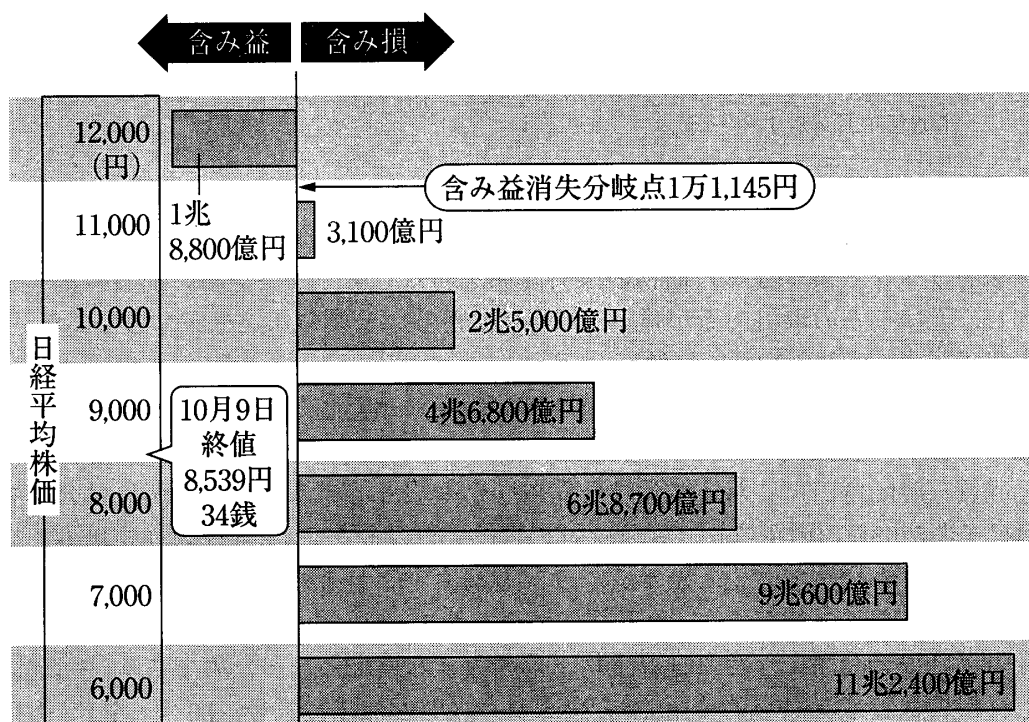
表3 日経平均株価水準別の有価証券評価損益（2002年3月末，推計値）

（単位：億円）

	全国銀行	大手銀行	地方銀行	第二地方銀行
2002年3月末 11,025円	3,248	-11,484	14,645	87
10,000円	-32,430	-41,963	10,250	-717
9,500円	-46,324	-53,321	8,106	-1,109
9,000円	-60,218	-64,678	5,962	-1,501
8,500円	-74,112	-76,036	3,818	-1,893
8,000円	-88,005	-87,394	1,674	-2,285

（出所）原田信行，前掲論文，14ページ（原資料は日本経済研究センター 金融研究班 報告書『弱体化する金融システム』）。

図5 株価の変動と大手12行の評価損益



（出所）『朝日新聞』2002年10月10日付。

（注）第一生命経済研究所試算を基に作成。6月末と株式保有額が変わらない前提で試算。

大きな影響を及ぼすものであった。大手銀行は2002年3月末に25兆7632億円の株式を保有し，日経平均株価が1万1025円のもとで1兆1484億円の評価損を抱えていたが，この株価が9000円に低落すれば，大手銀行は実に6兆4678億円の評価損を

こうむることとなった（表3参照）。事実、図4にみられるように6月以降、株価が大幅に低落し、2002年9月4日には日経平均株価は米国経済の減速懸念を背景に主力ハイテク株や自動車株などが売られ、1983年以来19年ぶりに9000円の大台を割り込んだ。株安は保有株の値下がりを通じて金融機関や事業会社の業績を直撃した。2003年に入っても経済構造改革の遅れや金融不安を反映して証券市場は買手不在の状態となり、株価が低迷し、2003年3月期の大手銀行保有株式の含み損は前年9月末の約2倍の6兆円近くにのぼる見通しとなっていた⁽²¹⁾。株価下落による含み損の発生は銀行の自己資本比率低下をももたらすものとなった。このような銀行経営の悪化は日本の金融システムを不安定化するものとなったのである。

バブル崩壊後の株価下落とともに、図4と図5から明らかなように、従来含み益を得ていた株式保有銀行は一転して大きなリスクを抱えることとなった。とくに、海外の株式市場も不安定な動きを示していて、その影響が日本にも及んでくることが懸念された⁽²²⁾。息の長い対応を進める間の危機を未然に防ぎ、金融システムの安定を確保する必要がある、銀行の経営体力、株式保有状況、株価動向などを考えあわせれば、銀行の保有株式の価格変動リスクを減らすことが喫緊の課題であると日銀は考えた⁽²³⁾。株価の下落は株式を保有する金融機関の含み損を増大させ、自己資本比率を低下させ、さらには信用収縮をもたらし、国民経済に悪影響を及ぼすものでもあった⁽²⁴⁾。

日本銀行検査局は、全国銀行の2001年度（平成13年度）決算について分析した論文の中の株式保有リスクについて論じた項目の中で、株価下落が自己資本比率に及ぼす深刻な影響について、以下のように指摘している。

「都長信では、13年度中に政策保有株式の売切りを進めたことから株式保有額の水準は低下している。もっとも、この間Tier Iも減少したことから、Tier I対比で

(21) 『日本経済新聞』2003年3月20日付。

(22) 前述の記者会見での速水総裁の説明、和田季之、前掲論文、37ページ。

(23) 三谷隆博、前掲小論文。

(24) 2001年末から顕在化した銀行危機は、2002年2月中旬以降の株価回復によっていったんは解消されたかのように見えた。だが、株価が9000円台前半に低迷すると、銀行危機懸念が台頭してくるようになる。株価が大きく落ち込み、株式含み損が拡大すると、業務純益の範囲内で、巨額の不良債権を持続的に処理できないからである。実際に9月初めから株価が下落し銀行の株式含み損が拡大した。

みた株式保有水準は約1.5倍 [Tier I 17.3兆円に対し26.7兆円] と高止まりしており、依然高水準の株価変動リスクに晒された姿となっている。また、都長信では繰延税金資産の計上が上限に達しているとみられる先もあり、株価下落が自己資本比率に及ぼすマイナス・インパクトが大きくなっている点にも留意する必要がある」。このような状況下でもしも株価が10%下落するとすると、長信銀の自己資本比率は表4のように低下すると推定できる⁽²⁵⁾。

銀行は手をこまねいていたわけではない。主要行の4～6月の4半期決算を分析すると、持合株解消を進めることで、株価下落の影響を受けにくい体質をつくろうとした努力が見える。日経平均株価が3月末の1万1024円から6月末の1万621円へと約400円下落しているにもかかわらず、この間に株保有額はこの間に24.7兆円から23.2兆円へと減少しており株式含み損は1.3兆円から1.14兆円へと減少している。この間の主要行の含み益がゼロになる株価（損益分岐点株価）を試算すると、3月末の1万1603円から6月末の1万1141円（図5では1万1145円）へと約460円低落している。

しかし、株式含み損は、日経平均株価が9500円に低落すれば、3.59兆円、9000円に低落すれば4.68兆円に膨らむこととなった。主要行の自己資本比率は、6月末には10.21%であったが、日経平均株価が9500円に低落すれば9.75%に、9000円に低落すれば9.55%に低落する。

自己資本比率の減少を抑制しようとするれば、株価低迷、不良債権処理のための赤字決算による自己資本増強困難のもとでは、リスクアセットの圧縮を銀行に余儀なくさせる。かくして銀行は信用収縮、貸出削減を迫られる。これは国民経済に悪影響を及ぼす。金融庁が発表した2002年3月末の銀行経営健全化計画フォローアップによれば、01年度健全化計画と同年度決算実績とを比較して、銀行の自己資本は5.4兆円減少したのに対して、リスクアセットは28.5兆円も圧縮されていた。リスクアセットの中でもっとも大きい構成項目はリスクウエイト100%の貸出であり、この貸出削減が行われることとなった（熊野英生「日銀が突きつけた政府への『最後通告』」『エコノミスト』2002年10月1日号、18～20ページ）。

『日本経済新聞』2001年10月1日付によれば、9月中間期末の日経平均株価は9383円となり、大手銀行（4グループ・3行）の含み損は半年間で約2兆円増え、3兆5千億円に膨らんだ。同紙の同月8日付によれば、株安の一段の進行で、銀行の財務基盤への打撃が深刻さを増し、大量の持合株を抱える大手銀行の含み損は4兆～5兆円に拡大し、日経平均株価がさらに1000円程度下がれば、国際業務を展開する最低基準となる自己資本比率8%を維持できなくなる大手行がでる恐れがあった。この背景には、2002年3月期決算から有価証券の含み益が資本勘定に直接計上する扱いに変更され、株価下落がストレートに自己資本の大きさや銀行経営に悪影響を及ぼす事態に至ったという事情があった（鹿野嘉昭「銀行保有株買い取り 評価と課題」『日本経済新聞』2002年9月27日付）。

(25) 日本銀行考査局、前掲「全国銀行の平成13年度決算について」86ページ。浪川攻『金融自壊』東洋経済新報社、2003年、219～220ページ。

表4 株価の10%下落が自己資本比率に及ぼす影響（都長信）

(%ポイント)

	株式の保有水準		
	Tier I 相当額	Tier I の130%	Tier I の150%
$\beta = 0.6$	▲0.39 (▲0.25)	▲0.54 (▲0.33)	▲0.64 (▲0.39)
$\beta = 0.8$	▲0.56 (▲0.34)	▲0.77 (▲0.46)	▲0.91 (▲0.55)
$\beta = 1.0$	▲0.73 (▲0.44)	▲1.01 (▲0.60)	▲1.20 (▲0.71)

(出所) 日本銀行考査局「全国銀行の平成13年度決算について」『日本銀行調査月報』2002年8月号, 86ページ。

(注) 連結ベース。繰延税金資産の積み余地はない(含み損の増加分全額がTier I から減額される)ものと保守的な仮定を置いて試算した。なお、()内は繰延税金資産への計上に制約がない場合の試算値(含み損増加分の約6割をTier I から減額)。

ベータは株式指標(日経平均, TOPIX等)と、対象となる金融機関の保有株式ポートフォリオとの間の相関関係を示す係数。 $\beta = 0.6$ であれば、株価指標が10%下落した場合、当該ポートフォリオは6%減少することとなる。

株式の保有水準がTier I の150%であるとしよう。また株式指数が10%下落した場合、対象となる金融機関の保有株式資産が8%減少する(表4の $\beta = 0.8$ の場合)と仮定しよう。さらに繰延税金資産(税金を多く払いすぎて、将来軽減される見通しのある額、すなわち企業会計上の貸倒償却などが税法上損金不算入[有税]扱いにされて、後に税法上貸倒確定等と認定されて損金扱いとなり税金が戻ってくるもの)が新たに自己資本に参入されないと仮定しよう。このような場合、都長銀の自己資本比率は0.91%低下することとなる。

第3に、9月18日当時、政府において、不良債権処理の加速を軸とする金融システム問題への新たな対応方針を策定する方向性が示されていたことである。

これに先立って、金融危機を封じこめたとする柳沢金融担当相は「貸倒引当金は適正に積み込まれている」、「公的資金の再注入は必要ではない」と考えており、不良債権問題の深刻さについての認識において日銀の速水総裁との対立があった。経済財政諮問会議では、不良債権問題に関して、日銀などが公的資金投入論を唱え、金融庁が徹底抗戦するという構図が続いていた。

大門実紀史氏によれば、2001年3月19日の森首相とブッシュ大統領との会談をきっかけに不良債権の最終処理が日本政府の中心課題に浮上した。同年4月に誕生した小泉内閣もこの問題に取り組むようアメリカから圧力を受けた。この背景には世界的

な景気後退の様相の中での日本の景気回復へのアメリカの期待と不良債権処理ビジネスへの進出というアメリカの金融機関の狙いがあった。2002年6月の日米首脳会談でブッシュ大統領は小泉首相に不良債権処理の加速を求め、同年9月12日の日米首脳会談で小泉首相はこの加速を「公約」した（『経済』2003年2月号）。

日米首脳会談から帰国した小泉首相は、9月15日、不良債権の処理の加速を柳沢伯夫金融担当相らに指示した⁽²⁶⁾。日本銀行としても、こうしたタイミングをとらえ、政府の動きに呼応すべく、不良債権問題の克服と金融システムの安定に向けた方針を公表することが適当と判断したのである⁽²⁷⁾。

このような経過は、日銀の株式買取構想が、財務省や金融庁からの直接的な圧力によるものではなく、日本銀行自身の危機認識から発したものであることを示している。日本銀行は物価安定という金融政策目標以外に金融システムの安定という信用秩序維持政策目標を有しており、信用機構室などが対応を検討していた。また日銀は審査局による審査を通じて事前的信用秩序も図っていた。さらに最後の頼りとなる貸し手としての機能を有していた。このように信用秩序維持政策に日銀が関与していたことが、この新政策導入の前提条件をなした。不良債権問題の深刻化と株価下落による大手銀行の経営悪化などという状況変化が日銀の危機認識を強め、新施策の採用に日銀を踏み切らせたのである。9月18日の記者会見で竹中平蔵経済財政担当相はこの方策について「事前には聞かされていなかった」と述べている。金融庁も日銀からの連絡は発表直前と、事実上の「事後通告」を受けた。柳沢伯夫金融担当相が、同日に、日銀の対策を一応歓迎しつつも複雑な表情もみせたのは、銀行経営安定という金融庁所管領域に日銀がいっそう踏み込んだためである。また日銀の株式買取は市場関係者に驚きをもって受け止められた⁽²⁸⁾。こうした事実も新施策の導入は日銀のイニシアティブのもとに進められたことを示している。

日本銀行が株式の買入という苦渋の選択をせざるをえなかった背景には、大銀行の経営危機の深刻さとともに政治上の無策さがあり、これが日本銀行をここまで追い込んだということが看過されるべきではない⁽²⁹⁾。1997年の新日本銀行法制定

(26) 浪川攻，前掲書，23～31ページ。『日本経済新聞』2002年9月19日付，等。

(27) 9月18日の記者会見での速水総裁の説明。和田季之，前掲論文，37ページ。

(28) 『日本経済新聞』2002年9月19日，24日付。「特許侵害ではないか」と金融庁のある幹部は不快感をあらわにした（同紙，9月24日付）。

(1998年施行)に伴う日本銀行の独立は、大蔵省・財務省からの独立を意味するものではあっても、政治からの独立を意味するものではなかったのである⁽³⁰⁾。

第2章 日銀の株式買入の目的と内容

第1節 目的

日本銀行政策委員会は2002年9月18日に開いた金融政策決定会合終了後に開催された通常会合で、「不良債権問題の克服と金融システムの安定に向けて」、不良債権処理対策とともに、「金融機関による保有株式削減努力を促すための、新たな施策の導入を検討する」ことを決定した⁽³¹⁾。ここに日銀は事実上、大手銀行などが保

- (29) 不良債権処理で銀行の経営体力がへとへとに疲弊しているから、株価下落によって銀行危機が想起され、日銀はそれを恐れて火中の栗を自ら拾ったのである（熊野英生「日銀が突きつけた政府への『最後通告』」『エコノミスト』2002年10月1日号、21ページ）。大銀行の経営危機は深刻であった（「4メガバンク『崖っ淵』経営の実態」『エコノミスト』同号、24～28ページ）。

高橋乗宣氏は次のように述べられている。日本の中央銀行をここまで追い込んだのは、日本の政府と政治家たちだ。政府は経済に無策であり、中央銀行に何とかしろと責任を押しつける。政治家は中央銀行の姿勢をこきおろし、腕力でねじふせようとする。かれらには日銀の独立性を侵している自覚がまるでない。日銀には、自分達が動かないことには、政府が一步も動かないという認識がある。日本経済の状態が日増しに悪くなり、破局が近づいてきても、政府からは新しい政策が出る気配がない。政府は日銀にだけリスクを負わせて、自分は知らんぷりなのである。こうなると、日銀がなにかせざるをえなくなる。以前から、政府や与党内には、日銀にETFや株や不動産を買わせればいいではないかという暴論を展開する勢力がいた。彼らが声高に叫び続けたこともあり、日銀はとうとう彼らの望む領域に足を踏み入れてしまった（高橋乗宣『2003年日本経済 世界恐慌の年になる！』東洋経済新報社、2002年、95～96ページ）。

- (30) 2001年夏には、インフレ目標の大合唱が日銀に対してなされた。著名な経済学者やエコノミストがインフレ目標を説き、政治家たちは日銀に物価引上率の目標値を設定させるという日本的インフレ目標政策をさせようとした。自民党有志でつくった「日銀法改正委員会」では、法律に明記してまで、日銀にインフレ目標をやらせようとした。自らが責任をとる覚悟がないのに、政治家や政府はインフレ目標政策を日銀に押しつけようとしていたのである。こうした政府や政治家からの圧力を受け続けると、中央銀行の独立性は損なわれてしまう。その日銀の独立性を侵すことは、日本経済に致命傷を与えかねない（高橋乗宣、前掲書、95～99ページ）。インフレターゲット論批判については拙稿「インフレ目標の設定は『デフレ』対策としてふさわしいか」（『CUC [View & Vision]』第15号、2003年3月、11～15ページ）を参照されたい。

有している株式を直接買い取る方針を決めたのである。

これは「物価の安定」を目的とする金融政策として採用されたものではなかった。すなわち、金融調節、市場への流動性供給を目的とするものではなかった。流動性供給としてはまだまだ他の手段で十分に対応することができた⁽³²⁾。また日本銀行はすでに金融市場に十分な流動性を供給していると考えていた⁽³³⁾。この措置は「金融危機を未然に防止するための措置」であった。すなわち、銀行が自己保有の株式を日銀に売却することによって、金融機関の株価変動リスクという、銀行の市場リスクの軽減を促進しようとするものであり、ひいては金融システム全体への信認を確保し、「システミック・リスク」（個別金融機関の破綻・倒産などが他の金融機関や金融システム全体に波及するリスク）を防止し、「金融システムの安定」を図ることを目的とするプルーデンス措置（金融秩序維持政策）の一環として採用されたものであった。したがって、この措置は、金融政策委員会の金融政策決定会合でなく、通常会合で決められたのである⁽³⁴⁾。この措置は、とくに不良債権処理が大きな問題となっている時に起こった株価の下落が金融システムを不安定化させることを危惧して採られた対策であった⁽³⁵⁾。

日本銀行のこのような狙いは2002年10月11日に財務大臣および金融庁長官宛に提出された「株式の買入れ等の実施に関する件」と題する許可申請書の中に次のように明言されている。「最近の金融情勢に鑑み、金融機関経営における株価変動リスクを軽減し、金融機関の経営ひいては金融システム全体への信認を確保することにより、金融機関間の資金決済の円滑の確保を図り、もって信用秩序の維持に資する

(31) 『日本銀行政策委員会月報』第638号，2002年10月，24ページ。

(32) 和田季之，前掲論文，37ページ。

(33) 速水日銀総裁の記者会見（『日経金融新聞』2002年9月19日付）参照。

(34) 菅野雅明「日銀 問われる『財政』関与」『日本経済新聞』2002年12月6日付，黒田晁生「プルーデンス政策上も金融政策上も問題が多い決定」『金融財政事情』2002年9月30日号。

(35) 2002年9月18日の記者会見での速水日銀総裁の説明（『日経金融新聞』2002年9月19日付）。稲葉考査局長は9月17日の金融政策委員会での審議において、「マーケットがさらに下がった場合、銀行の保有株式によって金融システムがガタガタするのを遮断したいということだ。Tier I まで減らさねばならないという法律上の制約がかかっているなかで、日本銀行が受け皿になるということだ」と述べている（浪川攻，前掲書，221ページ。原資料は日銀が公表した同日の議事録）。

観点から、別紙要綱に基づき、株式の買入れ等を実施し得ることと致した」い⁽³⁶⁾。

日本銀行法第1条、第2条には日本銀行は物価安定を図るために通貨および金融の調節を図ることが規定されていたが、第1条には同行が信用秩序維持に資することも日本銀行の目的に掲げられており、同行は金融機関の考査・モニタリングを実施するとともに最後の貸し手機能を有していたから、同行がプルーデンス政策（信用秩序維持政策）の一翼を担っていたことは確かである。だが、このプルーデンス政策は政府が大きく関与すべきものであり、金融庁の金融検査・モニタリングや金融機関監督行政、預金保険機構への公的資金供給がこのために行われるのである。財務省では大臣官房信用機構課が金融危機管理を所管していた。日銀の株式買取というこの施策は、日銀自体のプルーデンス政策として採用されただけでなく、これを通じて日銀が銀行や政府に対して迅速かつ果敢な「包括的な金融システム安定化」を推進するよう求める捨て身の決断であったということができよう⁽³⁷⁾。これについては速水総裁が明言している。すなわち2002年9月17日の日本銀行政策委員会の通常会合に「本行による株価変動リスク軽減策」が議題として提出された時、同総裁は次のように述べているのである。「我々が行えることは、なんらかの方法で銀行が保有している株式を引き取って、自己資本の減少を何とか防ぐことである。今回の施策は不良債権処理も含め何か動き出すきっかけにしたい」。「我々も、これまで不良債権処理についていろいろ言ってきたが、何もできないでいるということが気になっている。全体を動かすひとつのきっかけとしたい」。「不良債権早期処理へ向けて日銀ができる第一歩である。日銀がここまでやるのだから皆も動いてくれという言い方しかない⁽³⁸⁾」。

ただし日銀審議委員の中には日銀の銀行保有株式買入が金融政策としての役割を持つことを認める者もいたことを付言しておきたい⁽³⁹⁾。新施策は金融政策と全く

(36) 日本銀行政策委員会「株式買入等基本要領の制定等に関する件」2002年10月11日（別紙）、日本銀行ホームページ：<http://www.boj.or.jp>所載。

(37) 佐賀卓雄「証券市場改革の動向について」『月刊証券市場』第206号、2002年10月号、10～12ページは日銀の株式買入については買入そのものよりもそれを通ずる政府に対する金融システム安定化策要請の方を重視している。

(38) 浪川攻、前掲書、220～222ページ。9月17日、18日の政策委員会通常会合の議事録は『日経金融新聞』2002年11月21日、25日付に掲載されている（一部は未開示）。『日本経済新聞』同月20日付にも議事録の一部が公表されている。

無関係ではなかったのである。

この措置は、「株価対策」を目的とするものでもなかった。銀行経営安定化のために日銀が株式を取引先銀行からの相対取引として買うものであった⁽⁴⁰⁾。

三谷理事の指摘によれば、日銀と銀行等保有株式取得機構とでは株式買入の対象が異なっていた。銀行保有株の買入機関としてはすでに銀行等保有株式取得機構が設立されていた。同機構は幅広い銀行を対象とした会員組織型のセーフティネットである。一方、日本銀行による株式買入は、銀行の保有株価変動リスクの早期軽減を狙いとし、同リスクが経営に与える影響が大きい先を対象としたものである。いかえれば、日銀は信用秩序維持の観点から特定の銀行を保護しようとしたということができるのである。銀行等保有株式取得機構には使い勝手が悪いという問題もあり、日本銀行と銀行等保有株式取得機構とでは株式買入の方式も異なっていた。

第2節 株式買入方法

(1) 買入方法の決定

9月18日の時点では買入方法の詳細はまだ決まっていなかった。その後、その検討作業が進められた。日本銀行政策委員会は、2002年10月11日に至り、不良債権の額の適切な把握と早期処理の促進等を盛り込んだ政策提言である「不良債権問題の基本的な考え方」を決定し、公表するとともに、あわせて、9月18日に方針を示していた銀行保有株式買入についての具体的な方策として、「株式買入等基本要領」（以下基本要領と略）を決定し、公表した⁽⁴¹⁾。これは趣旨、買入店、買入対象先、買入対象株式、買入方式、買入価格、買入を行う期間等、買入限度

(39) 金融政策の波及経路の再生に注目される植田和男審議委員は、2002年11月中旬のアジア・ウォールストリート・ジャーナルに掲載された論文の中で、「銀行保有株は買い取りは、金融安定化に資すると同時に、金融政策の政策効果の低下を防ぐ狙いもある」と指摘している。金融機関が不良債権や株の含み損を抱えていたのでは、日銀が金融緩和策を実施しても、金融政策を経済に十分に波及させることができない。同氏は、金融機関の重荷が軽くなれば金融緩和策の波及効果も高まると考えられたのである（『日本経済新聞』2002年11月27日付）。

(40) 前述の記者会見での速水総裁の説明、三谷隆博日銀理事の前述の小論文参照。山口副総裁は9月17日の政策委員会で「今回のスキームは株価対策として行うのではない」と明言している（浪川攻，前掲書，221ページ）。

額等、買入れた株式の議決権行使、買入れた株式の処分、株式取引損失引当金、その他について規定したものである⁽⁴²⁾。

日本銀行は、中央銀行としてはきわめて異例の措置であるこの措置については法的根拠となる改正日本銀行法43条⁽⁴³⁾に基づき、10月11日に財務大臣・金融庁長官の認可を申請し、同日認可を取得した⁽⁴⁴⁾。9月30日には小泉首相は、不良債権処理に柳沢氏よりもはるかに積極的な竹中平蔵経済財政担当相に金融をも担当させることとした。竹中金融担当相のもとで金融庁が2002年10月30日に「金融再生プログラム」を決定した。この中に「日本銀行による金融機関保有株式の買い取りの円滑な推進を期待する」という文章が盛り込まれた。

日本銀行政策委員会は、「株式買入等基本要領の制定等に関する件」において制定した諸規程に基づく株式の買入等を実施するために、2002年10月18日に「日本銀行業務方法書」、「日本銀行組織規程」、「会計規程」の一部を変更した⁽⁴⁵⁾。

-
- (41) 日銀の株式買入は銀行の不良債権問題と関連していた。「不良債権問題の基本的な考え方」の全文は『日本銀行調査月報』2002年11月号に掲載されている。2002年10月11日の記者会見で速水日銀総裁は次のように述べている。『「不良債権問題の基本的な考え方」では、不良債権の適確な把握、それに基づく適切な引当で不良債権の早期処理を促していく、という考え方を強調している。金融機関が今後、積極的に不良債権を処理していく過程で、資本が毀損される可能性があることも否定できない。その場合でも、その時点において財務内容の透明性、収益力強化という経営方針について市場の信認が得られるならば、市場での資金調達が可能である。しかし、何らかの事情で市場での調達が困難になり、金融システムの安定確保に問題が生じることになれば、政策対応が必要となるケースは増えると思う。公的資本注入は、いま述べたような一連のプロセスの結果、政策対応の一つの選択肢として検討されるべきものだ。』（『日経金融新聞』2002年10月14日付）。
- (42) この内容は日本銀行のホームページの「関係法規・規定等」での中に示されている。
- (43) 「日本銀行は、この法律の規定により日本銀行の業務とされた業務以外の業務を行ってはならない。ただし、この法律の目的達成上必要がある場合において、財務大臣及び内閣総理大臣の認可を受けたときは、このかぎりでない」。
- (44) 和田季之、前掲論文、36ページ等。内閣総理大臣ではなく金融庁長官の認可を得たのは、日銀法第61条の2において、「内閣総理大臣は、この法律（第19条を除く）による権限（政令で定めるものを除く）を金融庁長官に委任する」と規定されていることによるものである。
- (45) 日本銀行政策委員会「『日本銀行業務方法書』の一部変更等に関する件」10月18日。
- (46) 『朝日新聞』2003年3月26日、『日本経済新聞』同日付。『金融財政事情』2002年9月30日号、38ページも参照。

基本要領によれば、買入店は本店（業務局）とされた。買入対象先は日銀への保有株式売却を希望する銀行のうち、日銀が「株式買入における買入対象先選定基本要領」によって選定した先とされた。大手銀行や地銀十数行であった。買入方式は日本銀行を、委託者兼受益者とし、信託銀行を受託者として金銭の信託を行い、買入対象先から株式を買わせるというものであった。受託者の選定は「株式買入等のために設定する金銭の信託の受託者選定基本要領」にしたがって行われることとなった。10月25日に日銀考査局は、受託者選定のために、「株式買入等のために設定する金銭の信託の受託者の選定のための一般競争入札について」を定めた。ここには信託報酬についても規定されている。買入れ限度額は総額2兆円とされた。買入対象先別の買入れ限度額は中核的資本（Tier I）の総額を越える株式保有額あるいは累計5千億円のいずれか低い額とされた。「株式買入等基本要領」の定める事項の細目は「株式買入等基本細目」に規定されている。

買取期間は2002年9月から2003年9月までとされた。銀行側の負担は売却時の売却損だけであった。日銀は買入れた株式を原則として2017年9月までに売却することとされた⁽⁴⁶⁾。

日銀は11月18日に株式買入対象先の選定の手続、選定基準を定めた⁽⁴⁷⁾。

(2) 買入方法策定上の留意点

株式買入の具体的なスキームの組成に当たって日本銀行が留意した点は以下のとおりであった。

1) 本件措置の狙いと整合的なスキームにすること⁽⁴⁸⁾。

日銀の株式買入は「金融機関による保有株式の価格変動リスク軽減をさらに促し、金融システムの安定を確保するとともに、金融機関が不良債権の克服に着手に取り組める環境の整備を図る」という目的を有していた。日本銀行はこの趣旨からその買入に必要な基本的事項を定めたのであり、具体的な買入スキームも、価格変動リスク軽減等の狙いに合致した次のような仕組とされた。

① 日本銀行の株式買入の対象先は直近決算期（中間決算を含む）にお

(47) 日本銀行「株式買入の開始日および買入対象先の選定等について」2002年11月18日。選定申込締切日は11月25日とされ、26日を日途に選定結果が日本銀行考査局総務課から通知されることとなった。

(48) 和田季之，前掲論文，37～38ページ。

いて保有株式がTier I を超過している銀行とする。

- ② 対象先ごとの買入上限額はTier I を超過する株式保有額とし、別途、金融機関間の公平の観点から対象先ごとの買入上限を累計5000億円とする。
- ③ 買入期限は、金融機関経営の現状に鑑み、できるかぎり早期に株価変動リスクの軽減を図ることが適当との考えから、買入期限を2003年9月末とする。同月末における買入実績が、買入総額の2兆円に満たない場合は、2004年9月末買入期限を延長することができる。
- ④ 据置期間については、銀行の保有株式売却が進まない一つの理由として、株式持合の相手方などの取引先企業が、自社の株価への影響や株主構成の急変などを懸念していることが指摘されており、こうした点に配慮し、日本銀行では、買入れた株式については、買入開始後5年間の据置期間を設ける。
- ⑤ 買入れた株式の処分については、買入れた株式は、原則として、2017年（平成19年）9月まで処分を行わない。

2) 透明性、公正性を確保すること⁽⁴⁹⁾。

日本銀行は、透明性、公正性の高いスキームとなるよう配慮した。

- ① 受動的な買入を行うこととし、株式の買入事務は、一般競争入札により選定した信託銀行に全面的に委託する。また買入銘柄については、あらかじめ客観的な基準を公表した。これは、上場株式であって、買入れ対象先が保有するものであって、日本銀行が適当と認める格付機関のいずれかから格付けを付与されており⁽⁵⁰⁾、それがいずれもBBB格相当以上であること、一定以上の売買実績があること等⁽⁵¹⁾というものであった。格付と年間売買高に応じて定めた買入

(49) 和田季之、前掲論文、38～39ページ。

(50) 「株式買入等基本細目」によって認められた格付機関の名称は次のとおりである。日本格付研究所、格付投資情報センター、ムーディーズ・インベスターズ・サービス、スタンダード・アンド・プアーズ・レーティング・サービス。

(51) 「基本要領」では「証券取引所において、売買の成立した日数が年間200日以上あり、かつ当該証券取引所で行われた年間の累計額が200億円以上であること」と規定されている。

対象株式の買入限度額が定められた。これは表5のようになる。基準を満たした株式については買入対象先からの申込に応じて受動的に買入れた。日本銀行は個別の買入指図はいっさい行わないこととした。

日銀が株式を買うのなら個別株ではなくETF（Exchange Trade Fund，株価指数連動型投資信託）にすべきであるとの声が自民党などにあったが，市場取引としてのETF購入よりは，相対取引による銀行保有株買取の方が，大手銀行に絞って対策として有効であると日銀はみていた⁽⁵²⁾。

- ② 株式買入に関する個別情報については，厳重な情報管理を行う方針を採用した。買入対象先名，買入対象先別の取引に係る内容は，公表しないものとされた。
- ③ 議決権行使については，日本銀行は同行の株式買入が個別企業への影響力行使につながるのではないかと疑念を招かないよう，最新の注意を払った。具体的には，日本銀行による株式買入は，銘柄ご

表5 買入対象株式別の買入限度額

格付 年間売買高	A格相当以上	BBB格相当
2000億円以上	1000億円	500億円
1000億円以上 2000億円未満	500億円	250億円
500億円以上 1000億円未満	250億円	125億円
200億円以上 500億円未満	100億円	50億円

(出所) 日本銀行「株式買入等基本要領」。

(52) 『日本経済新聞』2002年9月19日。ETFは日経平均株価やTOPIXのような株価指数を構成する株式を組入れて，指数と連動するように運用される投資信託である。銀行保有株には優良保有株が多く，ETFを組成する場合には新たな不良銘柄を買ってくるという作業が発生しかねなかった（國重惇史，前掲論文，31ページ）。4大銀行が保有し，日銀が買うと予想された株式の銘柄については菊地正俊「銀行が売れる，日銀が買う『この銘柄』」（『エコノミスト』2002年11月5日号，27～32ページ）を参照されたい。

とに議決権の5%以内に制限した⁽⁵³⁾。また日銀からの信託を受けた信託銀行が、日本銀行によって定められた「議決権行行使の指針」の範囲内で、善管注意義務にしたがって議決権を行使することとされた。

3) 日本銀行自身の財務の健全性を確保すること⁽⁵⁴⁾。

銀行券の発行主体である日本銀行に対する信認が低下することのないよう、財務面での健全性を確保するための措置を講じている。まず、株式買入総額は2兆円を限度とし、買入にあたっては、株式を時価で買入れることとした⁽⁵⁵⁾。また、買入対象銘柄を、BBB相当格以上に限定するとともに、流動性についても、上場株式のうち、年間売買成立日数および年間売買額が一定の水準に達しているもののみを買入れることとした。

さらに、特定の銘柄のみを買入れることがないように、銘柄ごとの上限額を流動性および信用力に応じ設定することにより、銘柄の分散にも配慮した。加えて、決算期においては、期末時点で株式が抱えている含み損に対し、新設の株式取引損失引当金を計上することとされた。株式の時価の総額が帳簿価格の総額を下回る場合に、その差額に対して上半期および事業年度末に引当金の計上を行うこととした。

このように、日銀は株式買入れについては、公正性・透明性や日銀財務の健全性を確保しつつ、金融機関による円滑な売却にも可能な限り、配慮したのである。日本銀行としては、多額の株式を保有する金融機関にとって、市場での売却、銀行等保有株式取得機構への売却とあわせ、日本銀行への売却が選択肢に加わることにより、金融機関の株価変動リスクの軽減が促進されることを強く期待したのである⁽⁵⁶⁾。

(53) 5%を超えない場合であっても格付と年間売買高に応じて定めた買入対象株式の買入限度額内に制限された。

(54) 和田季之、前掲論文、39ページ。

(55) 「基本要領」では「買入申込日の証券取引所における売買高加重平均価格または最終の売買成立価格のいずれか低い価格とする」と規定されている。

(56) 和田季之、前掲論文、39ページ。

第3節 株式買入状況

日銀の銀行保有株式買入によって、銀行は株価に影響を与えずに保有株を圧縮できることとなった。日本銀行への株式売却を希望する銀行は2002年11月25日までに同行考査局総務課に必要書類を提出して、売却を申し込んだ。日本銀行は株式買入れ先を選定し、選定先に通知の上、日銀は11月29日に買取を開始した。

だが日銀の「営業毎旬報告」の中で金銭信託残高として公表される買取実績をみると、2002年12月20日現在の購入総額は807億円にとどまっていた。これは株価の低迷から銀行が売却に慎重であったためであった⁽⁵⁷⁾。2003年1月10日まででも2,444億円にとどまっていた。日銀への株式売却が容易に進展しなかったのは、銀行にとってそれは強制ではないため、株価が低迷する局面では、大きな売却損を出してまで株式を、簿価よりも低い時価で売却したくなかったこと、日銀の買取保有にいろいろ制限が設けられていたことなどによるものであろう。

政府は2004年9月から銀行の保有株を一定限度に押さえる規制を導入するが、『日本経済新聞』2003年1月5日付によれば、大手銀行はこの規制基準を同年3月までに達成することとし、相次いで株式を半年から1年半前倒しで売却する計画を打ち出した⁽⁵⁸⁾。みずほホールディング（保有株式5兆5567億円、中核的自己資本4兆1352億円。2002年9月時点、子会社合算は他行も同じ）は2002年度下期に1兆円、UFJグループ（保有株式3兆7531億円、中核的自己資本2兆8225億円）は同期に1兆2000億円、三菱東京グループ（保有株式4兆1733億円、中核的自己資本3兆1562億円）は同期に5000億円、三井住友銀行（保有株式3兆6626億円、中核的自己資本3兆3813億円）は9月までに1兆円の株式を売却する計画をたてていた⁽⁵⁹⁾。

(57) 『日本経済新聞』夕刊、2002年12月25日付。

(58) 2002年9月末現在で7大銀行グループは20兆円（時価ベース）の株式をもっていた。同グループは2004年3月までに、保有株式の4分の1にあたる約5兆円（中核的自己資本の合計を超える部分）を売却する計画をたてた。これは株式市場の先行きが不透明な中で、保有株を早期に減らし株価変動の経営への影響を小さくするためであった。時価会計の導入で、銀行は時価が帳簿上の価格を5割以上下回った場合は評価損を計上しなければならなかった。また株式売却で資産を減らす狙いもあった。これは自己資本比率を高めるための「リスク資産」の圧縮を貸出金を減らすことだけによって実施することには限界があったためである。

(59) 『日本経済新聞』2003年1月28日付。

一斉に市場で株式を市場で売ると株価への影響が大きいので、株式保有銀行は日銀への売却を増やす方針を採用した。2003年以降には銀行の売却ペースは速まり、累計での買取額は1月末で3823万円、2月末で8310億円に達した。2003年3月25日発表の「営業毎旬報告」によれば、2002年11月以降累計で日銀は1兆323億円余りの株式を買い取っており、ようやく計画の半分の買取を実施している。2003年初から3月20日までに日銀が買い取った銀行保有株は8800億円強と、事業法人や外国人投資家が同期間に買い越した額の2倍以上となった。投資家ではない日銀が最大の買い手という異常現象がみられたのであった⁽⁶⁰⁾。表6にみられるように、3月末には買取額の累計は1兆1605億円に達し、2兆円という買入枠の半額を明らかに超え

表6 日本銀行のバランスシート（2003年3月31日現在）

（単位：千円）

資 産		負 債 お よ び 資 本	
金地金	441,253,409	発行銀行券	71,057,379,818
現金	264,660,396	当座預金	30,929,707,946
買現先勘定	12,188,039,649	その他預金	1,124,100,106
買入手形	29,126,100,000	政府預金	14,613,493,487
国債	88,651,215,049	売現先勘定	17,610,788,252
金銭の信託 （信託財産株式）	1,160,493,925	雑勘定	655,423,741
貸付金	290,292,407	引当金勘定	2,732,042,576
外国為替	4,208,629,322	資本金	100,000
代理店勘定	3,870,963,867	準備金	2,404,740,437
雑勘定	926,128,338		
合 計	141,127,776,366	合 計	141,127,776,366

（出所）「日本銀行営業毎旬報告」。

（注）1）国債の内訳

長期国債 58,503,054,410

短期国債 30,148,160,639

2）株式買入累計額 1,160,485,779

（グロスベース）

3）金銭の信託（信託財産株式）は、信託銀行を通じて金融機関から買い入れた株式などである。これは信託にかかる期末の決算処理、株式からの配当金や信託報酬の支払等によって増減するため、株式買入累計額（グロスベース）とは必ずしも一致しない。

4）資産、負債の内訳は千円未満切捨と思われる。

(60) 『日本経済新聞』2003年3月29日付。

るようになった⁽⁶¹⁾。

第3章 株式買入上限の引上

第一節 2兆円から3兆円への引上

三谷日銀理事は2002年9月18日の総裁と同席の記者会見で、日銀の新措置が「あくまでも限定的な、一時的なもの」であることを強調していた。速水優日銀総裁は2003年2月18日の記者会見で、2兆円の銀行保有株式買取枠の拡大はまったく考えていないと言明していた。同総裁は国債買入額の増額、ETFの購入という要求に対しても、日銀資産の健全性が失われるとしてはねつけた⁽⁶²⁾。

だが日銀がひとたび禁じ手とされる株式買入の道を自ら開いたならば、同行がたとえ一時的な例外措置と考えたとしても、株価低迷下でその買入枠の拡大を望む圧力が外部からかかることは必定であった。自民党の「金融と物価に関するワーキングチーム」（相沢英之座長）は2003年2月26日に銀行保有株の日銀買取枠の拡大を含む要望項目をまとめたのである⁽⁶³⁾。もっとも、この段階ではこれは日銀の採用するものとはならなかった。

平均株価が8000円台を割りそうな状況になると日本銀行に対する圧力が強まってくる。訪欧中の奥田碩日本経団連会長は、2003年3月7日（日本時間8日未明）、東京市場の株価が7日にバブル後最安値を更新したことについて、「（日経平均株価）が8000円を大きく割り込むようなら、財務当局、日本銀行とも決意がいる」とした上で、デフレ克服には「日銀が株をもっと買う、極端だが土地を買うとかまでしないと難しいと思う」と、踏み込んだ対策を求めた⁽⁶⁴⁾。実際に3月に入って日経平均株価は8000円割れに直面する。すなわち、3月10日、20年ぶりに日経平均株価が一時8000円を割った。政府与党関係者はあわてた⁽⁶⁵⁾。11日には日経平均株価はバ

(61) 『日本経済新聞』2003年4月7日付。このように銀行の株式売却が進んだのは、景気低迷下で不良債権処理が増えれば、銀行経営が赤字決算に陥り、中核的自己資本が目減りすること、金融庁の特別検査が一段ときびしくなって、不良債権処理の上積みが必要になったことが考えられる（『日本経済新聞』夕刊、2003年1月9日付）。

(62) 『日本経済新聞』2003年2月19日等。

(63) 『日本経済新聞』2003年2月27日付。

(64) 『朝日新聞』夕刊、2003年3月8日。

(65) 『朝日新聞』2003年3月11日。

ブル後最安値（7862円43銭）を示した。財務省と金融庁は持合株解消や不良債権処理原資調達のための銀行保有株売却が株式市場の売り圧力になっていると考えた。そこで11日、株安への対策として、日本銀行保有株の買取枠の大幅拡大を求めることを決めた⁽⁶⁶⁾。13日にはアメリカのイラクへの攻撃予想というイラク情勢の緊迫化（3月20日米英軍がバグダッド空爆）と金融機関や企業の決算期が重なる時期の株安を阻止しようとして、金融庁は厳正な市場監視、適正な価格形成、リスク管理の徹底、自己株取得規制の緩和、適切な貸株運用、市場への配慮要請という6項目の株価対策を正式に発表した。だが市場参加者の多くはそれが効果が乏しいととらえていた。一方、与党は日銀に対する銀行保有株式の購入要請などを検討した。銀行の株式保有制限の先送り、銀行等株式取得機構の機能強化とともに、日銀による銀行株の買取拡大要請について14日までに方針を決めることを確認した⁽⁶⁷⁾。財務省は2003年度予算案が成立する3月末まで動けなかった。小泉首相は補正予算に慎重であった。与党にはインフレ目標導入、銀行保有株の買取要請、国債買入上限の撤廃、ETFや株、不動産の買入という日銀への政策要求ばかりが目白押しであった。自民党内では日本銀行の独立性を弱める日銀法改正案が相沢英之氏らによってすでに準備されていた。大手銀行は株式市場の急落に悲鳴をあげた⁽⁶⁸⁾。2003年3月末の大手銀行の保有株式の含み損は前年9月末の約2倍の6兆円にのぼる見通しとなった⁽⁶⁹⁾。

このような銀行保有株購入枠拡大圧力に対して速水優総裁下の日本銀行は最後の抵抗を行った。すなわち日銀の藤原作弥副総裁は3月17日の参院予算委員会で、与党内で要請が出ている日銀の銀行保有株の買取枠の拡大について「日銀自身が財務の健全性を確保しなければならない」という考え方にに基づき行っているもので、現時点では（上限を）変えることは考えていない」と否定的な考えを示した⁽⁷⁰⁾。だが

(66) 『朝日新聞』2003年3月12日付。

(67) 『日本経済新聞』2003年3月13日、同日夕刊、15日付。

(68) 同上。

(69) 『日本経済新聞』3月20日付。

(70) 『日本経済新聞』2003年3月18日付。同日付の『日経』において日銀出身で大和総研副理事長の賀来景英氏も日銀の株式購入に慎重であるべきであるとの考えを示した。同氏は「日銀に対する期待が大きくなっているのは嘆かわしいことだ。日銀を魔法のつえのように考えるのは幻想にすぎない。自分たちで動かたくないから日銀に押しつけるということであれば世も末だ」との見識を示した。

日銀の抵抗もここまでであった。

3月20日に新総裁となった福井俊彦氏のもとで日銀は政策転換を行った。すなわち3月25日に政策委員会臨時金融政策決定会合後に通常会合を開き、銀行保有株の買取上限を1兆円引き上げ、3兆円にすることを決定したのである。また買入対象先毎の累計買入限度額は5000億円から7500億円に上げられることとなった。

同行によれば、「今回の決定は、このところ株式市場における価格変動が一段と増大していることを踏まえ、米国等による対イラク武力行使が開始されたことを機に、金融機関に対して株価変動リスクの早期軽減に向けた努力をさらに強く促すことが適当との判断に基づくもの」であった⁽⁷¹⁾。福井総裁は、25日の記者会見で、「株価の変動リスクが銀行経営に与える影響は大きい」として、「金融システムの健全性の回復が遅れている」状況に鑑み、「金融の安定化が最優先の課題」であるとの認識を示した⁽⁷²⁾。ここにこの措置についての日銀の意図が示されている。日銀は、金融機関が本措置を活用しつつ、過大な株式保有の構造を早期に改善していくことを期待した。この引上には、いったん政府・与党側の金融緩和圧力をかわすことで、最大の課題である金融政策の行き詰まりを打開するための時間的余裕を手に入れる思惑もあった⁽⁷³⁾。日銀は政策委員会での買入枠引上決定後ただちに財務大臣および金融庁長官に認可を申請し⁽⁷⁴⁾、翌26日に認可を取得した。

福井氏は総裁就任直前の3月18日に衆議院に参考人として招致された際、政府への協調姿勢を示す必要上、銀行保有株の買取枠拡大の検討を示唆していたから⁽⁷⁵⁾、日銀の株式買取枠の拡大が必ずしも日銀外部からの圧力によってもたらされたということはできない。だが日銀の株式買取枠拡大の経過は、この制度が導入された過

(71) 日本銀行「日本銀行による金融機関保有株式買入れ上限の引上げについて」2003年3月25日。

(72) 『朝日新聞』2003年3月26日付。

(73) 同上。

(74) 申請書の内容は次のとおりであった。「最近の金融情勢に鑑み、金融機関に対して株価変動リスク軽減に向けた努力をさらに強く促し、金融機関の経営ひいては金融システム全体への信認を確保することにより、金融機関間の資金決済の円滑の確保を図り、もって信用秩序の維持に資する観点から、・・・株式の買入れ等の要綱を・・・一部変更することと致した」い（日本銀行ホームページ：金融システム、<http://www.boj.or.jp>）。

(75) 『日本経済新聞』夕刊，2003年3月18日付。同紙，3月19日付。

程とは異なり、これが株安を背景とした財務省、金融庁、与党の要請に応じたものであることを示している。このことはこの措置が日銀の本意ではなかったにもせよ、株価対策としての目的をあわせもたされていたことを意味するものとなる。

2003年3月末時点での大手行の中核的資本を超える株式保有額は2～3兆円になると予想されており、株式銘柄等の買入制約があったとはいえ、上限を1兆円増やすことによって、過剰株がかなりの程度、あるいはほとんどを日銀が購入できることになった⁽⁷⁶⁾。

日銀が1兆円もの株式購入余力を残している時点での、しかも現実に株価が低落している状況下での「購入枠拡大決定」は、日銀が政府の妥協しての株価対策の性格を否定できない⁽⁷⁷⁾。この購入枠引上については、期末の株価対策という誤解を生みかねない、すなわち中央銀行が株式市場の需給対策に踏み込むとの批判を招く恐れがあるとの意見も強く、25日の通常会合での決定は政策委員が賛成7、反対2と分かれての決定であった⁽⁷⁸⁾。日銀当局者のなかにも反対が存在したのである。

大手行には「過剰株」を解消しても15兆円前後の株が残るとの試算もあり、株価変動リスクが残っていた。福井総裁は「3兆円より増やすことは考えていない」と釘をさしたが、「銀行経営と株価変動リスクを徹底遮断するため、保有株全額を買取る方向へのステップにならない保証はない」との指摘は少なくなかった⁽⁷⁹⁾。

(76) 『朝日新聞』3月26日付。3月25日の政策委員会議長記者会見（日銀ホームページ所載）。『日本経済新聞』同月18日付によれば、大手7グループの株式保有残高は圧縮が進み、2002年9月末の約19兆2千億円から、2003年3月末には15兆6千億円へと減少し、実際の残高は株安による時価の目減りで15兆円を下回る見通しとなった。一方、大手各行が増資に踏み切ることから、3月末の大手行全体の株主資本は15兆円に達する見通しとなった。（大手銀行グループの増資計画については『日本経済新聞』2003年3月13日付を参照）。この結果、2004年9月までに保有株残高を株主資本以下に圧縮するように求めた政府の規制を全体として前倒し達成する格好となった。ただ、銀行は目標達成後も株価変動の財務への影響を小さくすることをめざしており、保有株を株主資本の半分程度まで圧縮したい考えである。

(77) 『朝日新聞』2003年3月26日付。

(78) 同上。3月25日の政策委員会議長記者会見。

(79) 同上。

第2節 さらなる引上要請

大手銀行は2003年3月期決算を自力増資で一応乗り切った⁽⁸⁰⁾。だが大手7グループの3月期決算をみても、主要行の不良債権残高は前年3月末と比べ約6兆円、9月末と比べると約3兆円の減少にとどまり、全体で20兆円を超える不良債権を抱えていた。株安に巨額の不良債権処理が響き、7大グループの3月期決算見通しは2002年3月末に続いて赤字となっていた。これらが銀行経営を圧迫していた⁽⁸¹⁾。2003年3月期のグループ別の業績見通しは表7にみられるとおりである。今後とも不良債権問題が終結するという見方は依然として少なかった⁽⁸²⁾。自己資本比率をみても各グループとも前年同期を下回っていた。ことによりそなグループの自己資本比率が低かった。しかも5月の決算発表に向けて、会計上の資本である税効果資本

表7 大手行グループの2003年3月期業績見通し

	当期損益	不良債権		自己資本 比率%
		残 高	処理費用	
みずほ	▼19,500	45,000	20,300	9程度
	▼9,760	50,237	21,939	10.56
三井住友	▼4,700	53,000	10,700	10程度
	▼4,638	59,000	15,431	10.45
三菱東京	▼1,850	30,000	5,250	10台半ば
	▼1,523	42,694	6,663	10.30
U F J	▼6,500	40,000	7,400	9台半ば
	▼12,274	64,821	19,417	11.04
りそな	▼2,900	25,000	4,580	6台後半
	▼9,318	29,659	9,271	8.76
住友信託	▼730	4,100	860	10台半ば
	▼424	6,890	1,054	10.86
三井 トラスト }	▼500	7,200	1,300	8台半ば
	▼2,779	9,569	1,696	10.59

(出所)『朝日新聞』2003年4月17日付。決算は『日本経済新聞』5月27日付参照。

(注)金額は単位・億円。▼は赤字、下段は前年同期。りそな、三井トラストの自己資本比率は国内基準、ほかは国際基準。

(80) 『日本経済新聞』2003年1月21日、3月13日、4月5日付。『朝日新聞』3月13日付。

(81) 『日本経済新聞』同年4月5日付。『朝日新聞』同年4月5日、17日付。

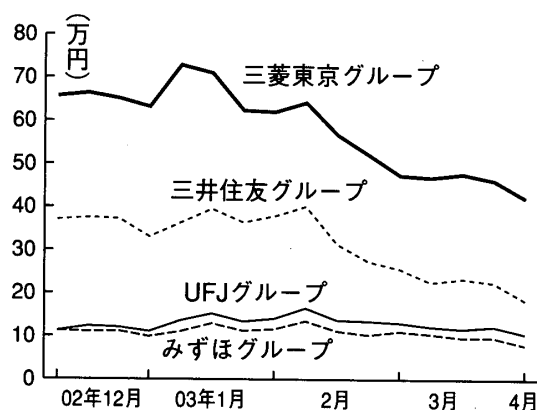
(82) 『日本経済新聞』同年4月8日付。

が実態以上に自己資本に算入されていないか、について銀行と監査法人との攻防が本格化することとなった（『日本経済新聞』2003年4月25日付）。

銀行経営と日本経済に株価の下落がさらに深刻な影響を与えることとなった。日経平均株価は2003年3月上旬からバブル崩壊後の最安値を何度も更新した⁽⁸³⁾。大手銀行株価の下落は各行が相次いで大規模な増資を発表し始めた1月下旬から目立ち始めていたが⁽⁸⁴⁾、新年度に入っても下げどまらなかった（図6参照）⁽⁸⁵⁾。日経平均株価は4月11日に7800円割れ寸前まで下げ、1ヵ月ぶりにバブル後安値を更新し⁽⁸⁶⁾、4月14日にバブル経済崩壊後の最安値（7752円10銭）となり、25日には7699円50銭と1982年11月以来20年ぶりの水準まで下げた⁽⁸⁷⁾。みずほフィナンシャルグループ株は4月2日には旧50円額面換算で81円50銭まで下げたが⁽⁸⁸⁾、28日には50円額面換算で50円台に下落したのであった⁽⁸⁹⁾。株価低落は企業業績先行懸念、「デフレ」、株式持合解消、消費者の不安心理、厚生年金基金の代行返上に伴う売り、米国景気の先行不透明感、国際情勢の緊迫化などから生じた⁽⁹⁰⁾。

株価の低落は銀行経営や実体経済に深刻な悪影響を及ぼす。すなわち図7にみら

図6 4大メガバンクの株価



（出所）『朝日新聞』2003年4月3日付。

(83) 同上，4月28日付。

(84) 『朝日新聞』2003年4月24日付。

(85) 『朝日新聞』同年4月3日付。

(86) 『日本経済新聞』同年4月12日付。

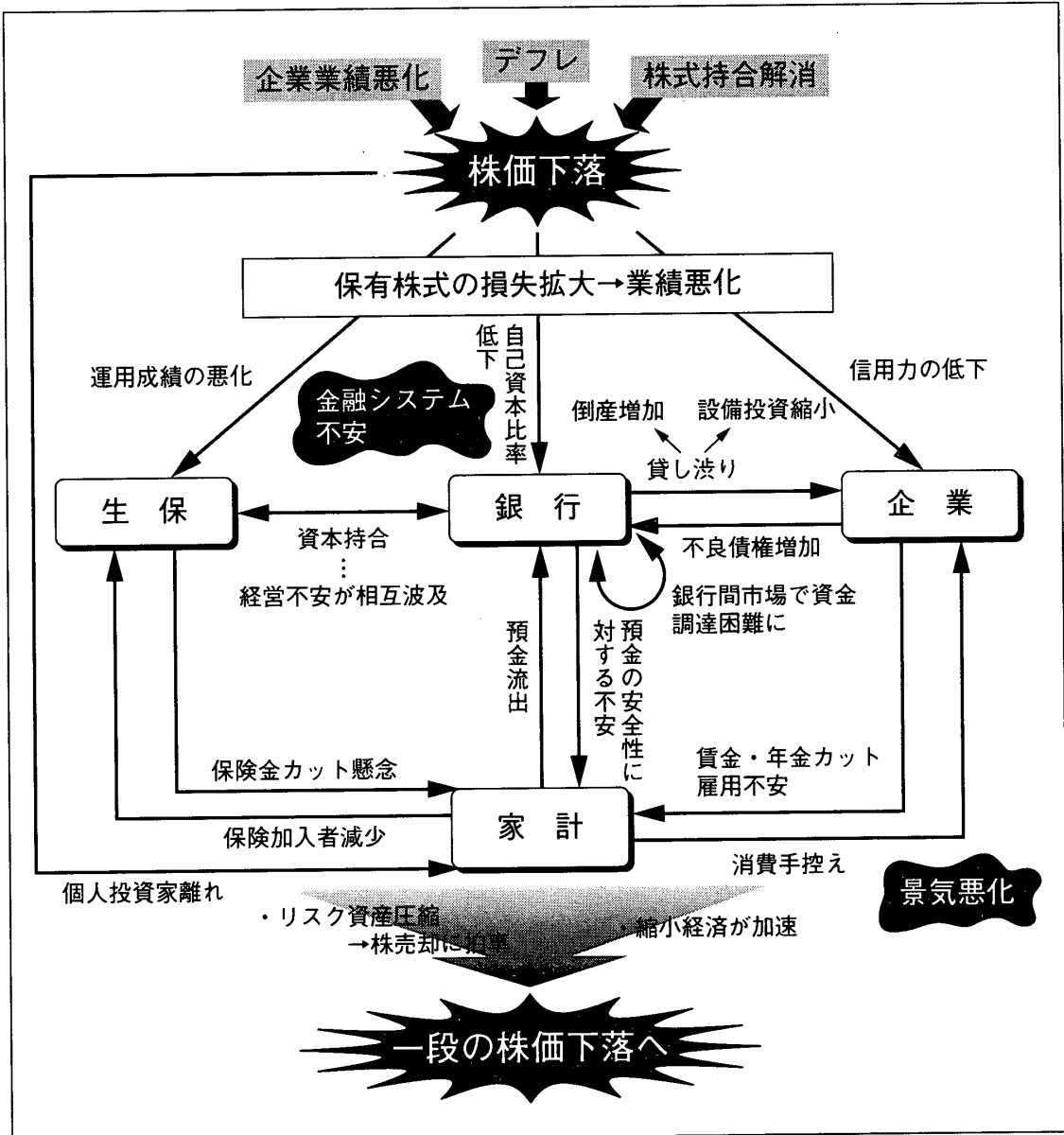
(87) 『日本経済新聞』夕刊，同年4月25日付。同朝刊，4月26日付。

(88) 『朝日新聞』同年4月3日付。

(89) 『日本経済新聞』同年4月29日付。

(90) 同上，4月26日，28日，29日付。『朝日新聞』2003年4月29日付。

図7 株価下落の悪影響



(出所)『日本経済新聞』2003年4月28日付。

れるように、株価下落は、企業や金融機関の間の株式持合を通じて相互に波及する。とくに、保有株式の多い銀行の財務に打撃を与える。株安は企業・金融機関の業績悪化、銀行の貸し渋り、企業の設備投資縮小、個人消費減退など「負の連鎖」を招きかねない。「株安による金融システム危機」を意識した預金者などの行動も金融危機に拍車をかける⁽⁹¹⁾。

このような状況を背景として、与党は緊急金融経済対策を検討することとなった。自民党のデフレ対策特命委員会（相沢英之委員長）は16日の幹部会で株価低落を受

けた追加的な経済政策を月内に取りまとめることを決めたが、この検討項目の中に日銀が銀行が保有する株式の買取り枠を3兆円から4兆円に拡大することを求める方針が含まれていた⁽⁹²⁾。与党三党は5月6日に株式市場、財政金融政策などの4項目の対策をまとめることとした。この中に大手銀行株の急落が株安の要因となったとの判断から、新たに日銀が従来は除外していた銀行株の買取りを日銀に要請（日銀は株式買取り対象を事業会社の株式などに限定していた）するとともに、3兆円の日銀による銀行保有株買取り枠を4兆円に拡大する方針が含まれることとなった。このような日銀の株式買取り枠拡大要請は株価対策の意図がこめられていた⁽⁹³⁾。

このような要請に対して、3兆円への買取り枠拡大を認めた福井日銀総裁も、5月1日の記者会見で今度はそれが「株価買い支えの発想」と指摘して、日銀のリスクが際限なく膨らみかねないと否定的な考えを示した。株価だけに目を奪われれば「経済政策の本質が見失われかねない」と強調した。日銀が株式の買入を実施しているのは株価の買い支えではなくて株価変動リスクを銀行経営から遮断するのが狙い⁽⁹⁴⁾であると強調した。買取り枠の拡大には慎重な姿勢を見せた⁽⁹⁴⁾。かくして日銀

(91) 『日本経済新聞』2003年4月28日付。同紙は株価下落に伴う負の連鎖を以下のように説明している。

2003年3月末の日経平均株価は7973円と、2002年3月末からの1年間で26.7%下がった。この結果、大手銀行7グループの2003年3月期の保有株関連の損失は約3兆円に上った。財務内容の悪化から銀行株は下落する。銀行株を多く保有する生命保険の痛手は大きく、大手7社で約2兆円の株式含み損が生じた。

株安は企業の業績や年金にも深刻な影響を与える。多くの企業が本業の利益を株安で食いつぶしている。

株安は実体経済にも影を落とす。金融機関が貸出を抑制すると企業は設備投資を控えたり、資金難で倒産が増えたりする。倒産の増加は銀行の不良債権を膨ませる。その処理負担が金融機関の体力をさらに奪うという悪循環が生じる。

株式が著しく下がった銀行は信用力に劣るとみなされ、銀行間市場での資金調達が困難になったり、預金が流出したりする。金融機関の破綻の恐れが生じる。

企業業績の悪化や倒産の増加で賃金や雇用が減ると、個人は財布のヒモを締めモノが売れなくなる。企業も設備投資をさらに控える。年金財政が悪化し、給付額が減ると、生活防衛のため消費は手控えられ、業績の足を引っ張る。

このように株安は様々な道筋を通じ、さらなる株価下落を招く恐れがある。日本経済はこうした「負の連鎖」に陥りかねない。

(92) 『日本経済新聞』2003年4月17日付。

(93) 『日本経済新聞』2003年5月1日付。

は3兆円株式買取枠維持という立場に立つに至ったのである。

株価維持を中央銀行が図るべきでないということは福井総裁が述べるとおりである。同総裁がこの方針を今後堅持することができるかどうかは今問われている。

第4章 日銀の株式買入の評価（意義と問題点）

第1節 プルーデンス政策としての評価

田尻嗣夫教授は中央銀行の信用秩序維持政策の対象は本来は決済システムの維持であって、個別銀行対策は本来政府の仕事であるということを指摘されている。また政府と異なり中央銀行の信用秩序維持政策には通貨の信認を維持しなければならないことから来るリスク負担上の限界がある。この意味では日銀の株式買入には大いに疑問があることとなる⁽⁹⁵⁾。

もっとも、個別銀行経営の悪化が金融システム不安を引き起こす可能性があるという観点から日銀は個別銀行経営にも関与する。それでは日銀の株式買入はプルーデンス政策上果たして効果があったのだろうか。

日銀の株式買入は銀行保有株式の一部を日銀に移すのであるから、市中銀行にとっては株価変動リスク軽減効果はあったであろう⁽⁹⁶⁾。大手7グループの株式保有残高は圧縮が進み、2002年9月末の約19兆2千億円から、2003年3月末には15兆6千億円へと減少し（実際の残高は株安による時価の目減りで15兆円を下回る）、この

(94) 同上、2003年5月2日付。5月1日の記者会見で日本銀行の福井総裁はさらに次のように述べている。日経平均株価が7000円割れするような事態になった場合については危機対応は国が確保していなければならない」とした。政府などで日銀への過度の期待感が広まっていることをけん制したのである。福井総裁は「最終的に無限のリスクをとれるのは国だけ」とクギを刺している。ただ政府の対応についても「株価対策だけが政策論として前面に出ることは不健全」と指摘し、経済政策の本質的な課題として、企業や金融機関の競争力の立て直しや、持続可能な社会保障制度の確立などで、将来に希望の持てる環境を整えることが必要であることを強調した。

(95) 大和銀行の賀来景英氏は日銀の株、土地購入手段は最終手段であって、「日経平均株価が6000円台に落ち、日本売りが進んで経済が大混乱になるようなら、日銀は株でも不動産でもなりふり構わず買わなければならない。ただ今の段階で安易に対策を打ち出せば、本当の危機がやってきたときに撃つ弾がなくなってしまう。慎重に対処すべきだ」と述べられている（『日本経済新聞』2003年3月18日付）。

(96) みずほ証券の高田投資戦略部長は日銀の株式買入を「株安が銀行経営に与えるリスクを軽減する金融政策である」と評価している（『日経金融新聞』2002年9月19日）。

間に日本銀行は1兆1605億円の株式を買い上げているのであるから、日銀は大手銀行株式売却高の3割以上の株式を買い上げたことになる。日銀の株式買い入れが銀行の株価変動リスクの肩代わりと銀行の株式売却に伴うその売却株の値下がり抑制する効果をもっていたことは明らかであろう。日銀株式買入枠拡大に対して株安で保有株の含み損に苦しむ主要行は「相場低迷のなかで市場を通さずに株式売却できる仕組みが拡充されることは望ましい」と歓迎したこともそのことを物語るものである⁽⁹⁷⁾。

だが、銀行の株価変動リスク軽減対策としては日銀の株式買入規模が限定的であり、中途半端であった。2兆円程度では銀行の株式保有リスク削減効果は限定的であった⁽⁹⁸⁾。大手銀行の自己資本超過株式保有額は全体で7兆円と買取限度額2兆円を大きく上回っていた⁽⁹⁹⁾。また、日銀の買取株式の銘柄には銀行が保有するBBB格以上のものという制限があった。この条件を満たさないものは日銀買取の埒外におかれ、これについては日銀の株式買取によっても銀行の株価変動リスクが軽減されなかった⁽¹⁰⁰⁾。全国銀行で約30兆円、大手銀行グループで約20兆円ある株式残高のうち、1割程度の買入金額では、銀行の株式保有リスク削減に対する効果は限定的でしかなかった⁽¹⁰¹⁾。JPモルガン証券調査部長の菅野雅明氏も2002年12月6日に次のように述べられている。今回の日銀による株式購入額は2兆円であり、2002年3月末の銀行の株式保有総額25兆円からみると1割にもみたくない、と。日銀は中核的自己資本を上回る株式を保有する銀行を対象としたが、銀行の株価変動リスクを本当に低下させたいなら、中核的自己資本の金額にかかわらずに銀行から株式を購入する必要がある⁽¹⁰²⁾。金融庁のまとめによると、2002年3月末現在で、全国の預金取扱機関（信金・信組や農協も含む）の要管理先以下の不良債権残高は54兆円

(97) 『朝日新聞』2003年3月26日付。

(98) 深尾光洋・日本経済研究センター編『検証 銀行危機』日本経済評論社、2003年。

(99) 『金融時事用語集2003年版』金融ジャーナル社、2003年、187ページ。

(100) 銀行が保有するBBB格以上の条件を満たさない企業は、2002年11月末時点の試算では、保有株式時価では20%程度にとどまるが、総資産で35%、負債で40%、企業数では50%以上に達した（宮島英昭・黒木文明「持ち合い解消、追加策必要」『日本経済新聞社』2002年12月30日付）。

(101) 深尾光洋・日本経済研究センター編、前掲書、130ページ。

(102) 菅野雅明、前掲小論文。

余りに達した。正常先を除いた「問題先債権」（要注意先，破綻懸念先，破綻先・実質破綻先債券）は135兆円に達した⁽¹⁰³⁾。このような状況下では2兆円程度の株保有リスクの日銀への移転は金融機関の業務内容の根本的な改善にはならなかった。

実際，株安の進行で，2003年3月期の大手銀行の保有株式の含み損は前年9月末の約2倍の6兆円近くになる見通しとなった。この損失に不良債権処理損も加わり，大手銀行すべての決算が最終赤字になる見通しとなり，銀行の経営体力は一段と疲弊した。日銀の株式買入は銀行経営悪化を防ぐことができなかつたのである⁽¹⁰⁴⁾。

また，株価低迷の折，株式保有銀行が損失を確定するために日銀に株を売却することにも限界があった。日銀自体，当初は実効性に疑問を抱いていた。9月17，18日に開催された日銀政策委員会（総裁・副総裁・審議委員から構成）の「議事録」では，「そういうスキームを用意してもあまり使われないかもしれない」（山口泰副総裁），「銀行が本当に損切りをするのか・・・本当に売却するかは疑問である」

（福間審議委員），「銀行は元々出来るだけマーケットで売却したいと考えており，現在の株価水準では日銀のスキームに乗るインセンティブも基本的にはないと思う。また，顧客も公的機関に株式を保有されることには後ろ向きだと思う。・・・ここまで株価が下がったところで制度が出来ても使えない」（中原審議委員），「確かに，銀行は乗ってこないかもしれない」（稲葉考査局長），「日本銀行もやれることはやるので，不良債権処理を進めてほしい——と受け取ってもらうことが重要である。そのように受け止めてもらえるように持って行ければ成功だと思う」（速水優総裁）という率直な意見も出されていた。日銀の本音は，株価変動リスク軽減よりも，不良債権処理全般の加速が狙いのものであった⁽¹⁰⁵⁾。2002年11月に開始された日銀の株式買入は，2003年3月下旬に至りようやく当初買入限度の半額を上回る程度であった。買入枠上限が引上げられてもそれは実効性を伴わず，5月10日現在の買入額は累計で1兆2914億円にとどまっていた。

株安が銀行経営を圧迫したことを統計的に確認しておこう。表8にみられるように，大手銀行7グループの2003年3月期決算で，保有株式の売却や減損処理に伴う

(103) 『週刊東洋経済』2002年10月5日号，31ページ。

(104) 『日本経済新聞』2003年3月20日，4月8日付。『朝日新聞』同年4月5日，4月17日付。

(105) 浪川攻，前掲書，221～222ページ。菅野雅明，前掲小論文。『日本経済新聞』2002年11月20日付。『日経金融新聞』同月21日付。

株式関連損失は合計3兆円にのぼった。みずほグループだけで9000億円に達した。内訳は、保有株の時価が帳簿価格に比べて大きく値下りした場合、損失分を穴埋めする減損処理額が1兆9880億円、実際に売却したことによる損失が1兆170億円に上った。このことから日銀の銀行保有株買入は銀行の株価低落による損失を防ぐことができなかったことが明らかとなる。

表8 大手行7グループの株式関連損失

(単位：億円)

みずほ	9060 (6280)
三井住友	6300 (5300)
三菱東京	4850 (3220)
UFJ	6200 (1850)
りそな	1590 (1590)
住友信託	1280 (1000)
三井トラスト	770 (640)

(出所)『朝日新聞』2003年4月29日。

(注) 1. 2003年3月期見通し。

2. かっこ内は損失のうち減損処理分。

日銀の株式買入が銀行の価格変動リスク軽減に寄与するかどうかを判定するためには、保有株式を日銀に購入してもらった銀行が売却代金をどのように運用するかということも検討しなければならない。これで国債を購入すれば、市場金利の上昇に伴う国債価格下落という新たな資産価格変動リスクに銀行はさらされる⁽¹⁰⁶⁾。

現況を金融システムが危機的状況にあると認識した日銀が株式買入決定により金融の危機的状況を世間にシグナルし(シグナル効果)、銀行と政府は不良債権処理に全力を注入すべしとの要請を明示したことは、これを是認する立場に立てば日銀の株式買入の意義として評価できることになる⁽¹⁰⁷⁾。日銀の銀行保有株式買入はそこまで日銀が真剣に危機意識をもって金融システムの健全化に取り組んでいること

⁽¹⁰⁶⁾ 『日本経済新聞』2002年10月8日付。

⁽¹⁰⁷⁾ 『日本経済新聞』2002年10月1日付等参照。

経済産業研究所の鶴光太郎氏は本施策そのものよりもその持つ「シグナル効果」を重視され、これが大きな役割を課したと評価されている。ここにいう「シグナル効果」とは、世間に「銀行の自己資本の毀損とそれによる経営の不安定化が危機的状況にまで達している」という事実をシグナルすることである(鶴光太郎「金融行政のジレンマ：『シグナル効果』の明暗」『Economics Review』No.10, 2002年10月)。

を示すことによって、銀行や政府が本格的に不良債権処理に取り組むきっかけとしようとするものであった。日銀は「政府が不良債権の抜本処理に乗り出す」と期待したからこそ、あえて清水の舞台から飛び降りた。日銀は現況を金融危機とまではみなしていなかったが、『日本経済新聞』が、柳沢金融担当相のもとの金融庁が「金融システムに問題はない」というそばから、日銀は「危機である」と認めていた、と述べるような状況があった⁽¹⁰⁸⁾。金融機関の監督権限を有し、危機認識の異なる金融庁を説得するにはこれしかないと考えた日銀がこのような姿勢を示したことは、実際においても政府が本格的に不良債権処理に取り込むきっかけとなった⁽¹⁰⁹⁾。日銀が海外でも前例のない策を打ち出すと、今度は政府が方針転換し、公的資金注入を含む抜本策を打ち出すのではないかという憶測が金融界で飛び交った⁽¹¹⁰⁾。住友信託銀行の今西氏も日銀の株式買入について、不良債権問題への政府や銀行の危機意識を刺激すると評価していた⁽¹¹¹⁾。事実、9月30日の内閣改造で柳沢金融担当相が更迭され、銀行への公的資金再注入などをめぐって柳沢路線と対立していた竹中平蔵経済財政担当相が金融担当相を兼務するようになると、銀行の不良債権処理が加速度的に促進されるようになった。金融庁によって「金融再生プログラム」が策定され、主要行の不良債権は2004年度までに半減させられることとなった。速水総裁は、2003年3月19日に退任するにあたって、「我々の行動が契機となり、不良債権問題の解決に向け様々な取り組みが進んでいる」とし、買取策がその後の大手銀行の増資などを促したとの見方を強調し、株式買入の意義を確認した⁽¹¹²⁾。大手銀行7グループが5月26日に発表した2003年3月期決算では、連結の不良債権の残高が約21兆4400億円と前年3月期より23%減った。不良債権を帳簿から切り離す最終処理額を11兆7700億円と倍増させたのが主因である（『日本経済新聞』5月27日付）。

(108) 『日本経済新聞』2002年9月19日付。浪川攻，前掲書，23～32ページ，等。

(109) 深尾光洋・日本経済研究センター編『検証銀行危機』日本経済評論社，2003年，130ページ。

(110) 『週刊東洋経済』2002年10月5日付。

(111) 『日経金融新聞』2002年9月19日。

(112) 浪川攻，前掲書，24，41～42ページ。『日本経済新聞』2003年3月20日付。金融再生プログラム批判については別稿で詳論する。

だが、不良債権処理策としても日銀の株式買入の効果、「シグナル効果」は限られたものであった。銀行にはきわめて多額の不良債権が保有されており、しかも株式含み損が発生していたから、その売却益を不良債権処理に充当することもむずかしかった。不良債権処理を金融庁が本格的に促進しようとするれば、銀行経営者と監督当局者の責任問題が生じ、その実行は困難であった⁽¹¹³⁾。また不良債権問題の根底には日本経済の構造的不況という根本原因が横たわっており、この問題は金融庁の不良債権処理促進策で片づくほどなま易しい問題ではなかった。大不況下で不良債権処理を急げば不況がさらに悪化する恐れもあった。日銀の願いにもかかわらず、不良債権問題はその後も経済構造改革と銀行経営改革の未達成などとともに日本経済にとっての未解決の課題として残ったのである。

また不良債権の処理を促進する政策が実際には自己資本査定 of 厳格化、取り崩しを通じての銀行経営の悪化と、貸し渋り、貸しはがしを通じての経済の悪化をもたらしたという問題点を有していたとも考えられる。これについては今後の検討課題とする。

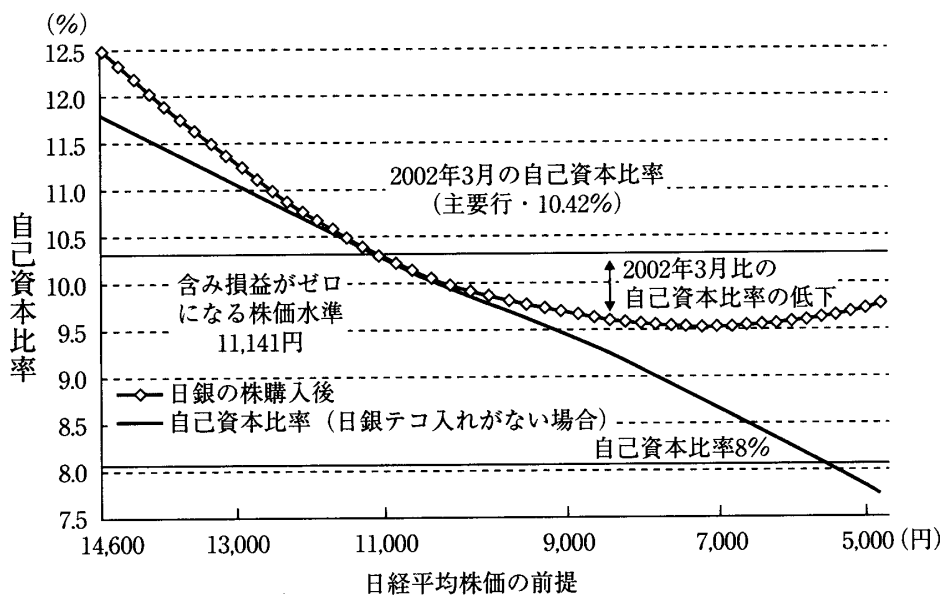
「シグナル効果」には現実に金融危機を起こしかねないという深刻なジレンマもあった。金融機関の経営悪化の事実を監督機関が把握することはよいが、これを市場や国民に伝えれば銀行が市場からの攻撃（株価の急速な低下やインター・バンク市場の混乱）や預金取引を招来する恐れがある⁽¹¹⁴⁾。実際には日本銀行の量的緩和政策のもとで深刻な金融危機を招来するということではなかったが。このようなりスクをおかさずに金融庁の監督権限に抵触しない範囲内で日本銀行が直接に金融の状況を金融庁に伝達し、不良債権処理促進を内々に要請するという方法がとれなかったことは両者の連携の不十分性を物語るものである。

日銀の株式買入限度額の引き上げについては、すでに不良債権問題の深刻さは周知のこととされていたから、「シグナル効果」は期待されていなかった。

(113) 鶴光太郎氏は不良債権処理のために公的資金注入を行おうとすれば経営・監督責任に波及し、両者とも責任を認めたくないわけで「公的資金の注入は必要ない」と主張しがちであり、公的資金注入がうまくいかなるという「シグナル効果」のジレンマを指摘されている（鶴光太郎，前掲論文参照）。『週刊東洋経済』2002年10月5日号は、問題債権が135兆円もあり、このような重圧のもとでは日銀の奇策は効かないと論じている（30～32ページ）。

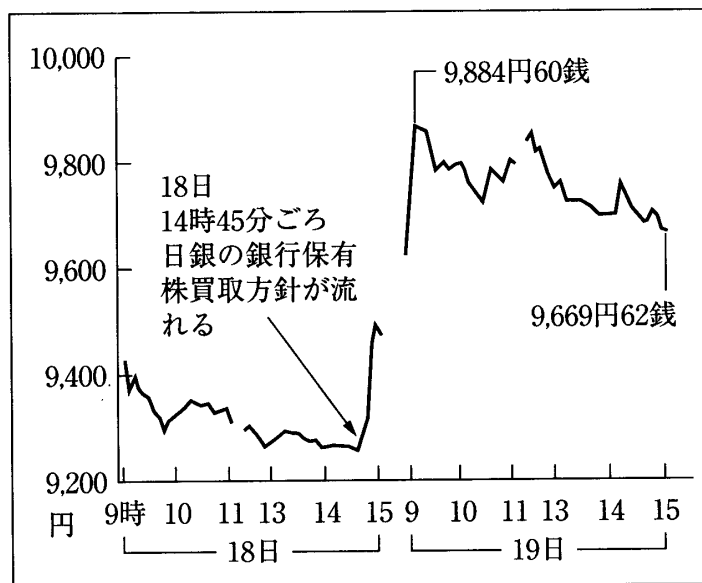
(114) 鶴光太郎，前掲論文。

図8 株価下落に伴う自己資本比率の低下



(出所) 熊野英生「日銀が突きつけた政府への『最後通告』」『エコノミスト』2002年10月1日号、20ページ。

図9 日銀の株式買入方針が伝わった時の日経平均株価の動き



(出所) 『日本経済新聞』(夕刊) 2003年4月15日付。

日銀の買入が無い場合と比べて、日銀への銀行保有株売却によるその株式処分は、その保有株の価格低落を抑制して自己資本比率低下を抑制する効果はあったであろう。このことは図8や図9から容易に類推することができる⁽¹¹⁵⁾。

(115) 三井住友海上火災保険の堀川財務企画部次長も、銀行の自己資本比率改善で金融システム不安解消を期待できると考えた(『日経金融新聞』2002年9月19日)。

だがそれは株価維持による自己資本比率維持を保証するものではなかったし、株価引上による自己資本比率引上効果はなかった。図8によれば、日銀のてこ入れがあったとしても、2002年3月末よりも自己資本比率は低いままであり、あくまで、銀行は株価下落に対して受身である⁽¹¹⁶⁾。2002年6月末時点の日経平均株価は1万621円、主要行の損益分岐点株価は1万1141円であったが、その後株価は大幅に低落し、損益分岐点株価を大幅に下回り、2003年4月3日の日経平均株価は8018円となっている。

国際決済銀行（BIS）の基準では国際業務を営む銀行が8%の自己資本比率を有することを健全性の目安としている。だが急激な株安などの突発事に備えるため、大手行は10%台の自己資本比率を有することを内部的な目標としてきた⁽¹¹⁷⁾。2003年1月以降は増資計画を進めてきた⁽¹¹⁸⁾。株価低落で含み損が発生するのを回避するために株式の日銀などへの売却を進めていった。にもかかわらず、株安と不良債権処理のために2003年3月期の決済において大手銀行の当期損益は赤字となった⁽¹¹⁹⁾。株安のもとで、表9にみられるように、大手銀行の自己資本比率（見通し）

表9 大手銀行の自己資本比率

グループ	自己資本比率 (%)	
	2003年3月末（見通し）	2002年9月末
みずほ	9%程度	10.42
三井住友	10%程度	10.37
UFJ	9%台半ば	11.20
三菱東京	10%台半ば	10.49
りそな	6%程度	7.92
住友信託	10%代前半	11.56
三井トラスト	8%台半ば	10.23

（出所）『日本経済新聞』2003年4月1日付。

- (116) 熊野英生，前掲論文，20ページ。
(117) 『日本経済新聞』2003年4月1日付。
(118) 『朝日新聞』2003年4月3日付。
(119) 『日本経済新聞』2003年4月5日付。2003年3月期決済における大手7グループの不良債権処理損失は約5兆円，最終赤字は約4兆円，株安による損失は約3兆円，そしてこれらの損失を穴埋めして何とか決算を乗り切る原動力になったのが合計で約2兆円にのぼる大型増資である（『日本経済新聞』2003年4月5日付）。

は2003年3月末には2002年9月末の水準を下回り、大手銀行の中には10%の目標値をも下回る銀行もあらわれたのである。この事実からも日銀の銀行保有株買入が銀行の自己資本比率改善にあまり役立たなかったことが明らかとなる。

今後さらに株価が下がれば自己資本比率が国際業務に必要な8%を割る可能性もある。大和総研の推計では、日経平均が7000円を割り込むと、自己資本比率8%割の大手行がでる⁽¹²⁰⁾。大手銀行が国際業務から撤退するという選択肢もあるが、そうしなければ銀行が貸出資産をさらに圧迫することをせまられる。これは経済の悪化と金融システムの機能不全と銀行経営のさらなる悪化を招くこととなる。銀行株の値下がりがさらに続けば、銀行の信用度の低下が銀行の金融市場からの資金調達の困難と預金取付を招く恐れが生ずる。HSBCの野崎造成氏によればその危機の水準は日経平均株価が7000円を割るときと分析されている。6000円割れを想定するアナリストもいる⁽¹²¹⁾。このような事態に至れば公的資金による資本注入、財政出動、政府による銀行再編が避けられなくなるであろう。

日銀の株式買入措置は信用秩序維持策として採用されたものではあったが、それは実際には、また結果的には一部の銀行とくに大銀行の救済を図るという性格をもっていたのである。2002年9月18日の記者会見で、三谷理事は、今が金融システムの危機と考えているのかという質問に対し、「危機とか危機でないという以前に、現実の一部の金融機関が大量の株式を保有していて、大きな価格変動リスクにさらされていることを踏まえての措置である」と述べている⁽¹²²⁾。黒田晁生氏は、この措置が保有株式の買取対象となる大手銀行のモラルハザード問題をもたらすと述べられている⁽¹²³⁾。

第2節 証券市場に及ぼす影響

日銀の株式買入は証券市場上にどのような効果があったのか。

- (120) 同上付。6500円を下回れば大手銀行の自己資本比率が8%を割るという見方もある（『日本経済新聞』2003年4月29日付）。
- (121) 『日経金融新聞』2003年4月30日付。
- (122) 『日経金融新聞』2002年9月19日付。不良債権問題を巡る銀行経営の困難は大手銀行の株価の低迷となってあらわれた。速水日銀総裁は2002年11月21日の記者会見でこのような状況は戦後初めてのことでであると述べている（『朝日新聞』2002年11月22日付）。

日本銀行の銀行保有株式の買入は、本来は株価維持を目的とした「株価対策」ではなかった。この制度を導入した時期の日銀はこのことを強調している。また、300兆円にも及ぶ日々の株式取引の中で総額2兆円という規模で株価に影響を与えることは困難である。そもそも株価の水準に直接影響を与えることを狙いとして市場に介入することは、中央銀行と市場との関係において問題があった⁽¹²⁴⁾。

もちろん銀行保有株については株式市場の需給好転を通じて結果的に株価の下支えにある程度寄与するものであったことは否定できない⁽¹²⁵⁾。銀行が持合株を放出する場合、これが市場を通さない分、全体相場への悪影響は防げた⁽¹²⁶⁾。またこのような結果がある程度予想されていたとすれば、副次的にはある程度の株価維持が期待されていたとも考えられる。その意味で銀行保有株という範囲内では株式市場の需給対策としての一面がなかったわけではないことになる。三谷日銀理事は、株価対策を念頭においていないと述べつつも「期間を非常に短くみれば、確かに金融機関が市場に売却しようとする圧力が減ることは間違いない」と認識していた⁽¹²⁷⁾。

買入枠に1兆円もの余裕があるのにさらに買入枠を2003年3月に1兆円引上げたことについては、株価低落でそれが政府から要求されたものとして最初から株価対策としての目的をあわせもたされていたといえよう。もっとも実際には日銀の株買入額は限度額引上後もそれほど増えてはおらず、その効果はほとんどなかったといえる。3兆円という日銀の買入限度額を4兆円に引上げるという要請は株価対策という目的をもつものであったが、これは日銀の採用するものとはなっていない。

(123) 「日銀による銀行保有株式の買取方針は、『金融機関が不良債権問題の克服に着実に取り組める環境を整備する』ための一種の恩恵措置であり、これまで過大な持合株式保有のリスクをとり、不良債権問題の処理を先送りしてきた大手銀行の責任をなんら問うものではない」ことを指摘されている（黒田晁生，前掲論文，34ページ）。金子勝「日銀は死んだ」『世界』2002年11月号は、日銀の個別銀行からの株式買入について、「日銀が特定の銀行や企業と結びついて利益を供与したり救済したりするなどという行為は絶対に許されない」と批判している。

(124) 和田季之，前掲論文，37ページ。

(125) 菅野雅明，前掲小論文。菊地正俊氏は、過去数年間を見ても、年間2兆円もの株式を買う投資家は外国人投資家か信託銀行しかなく、そこに日銀が加わることで、これが株式需給上のセーフティーネットとなり、一定の需給改善効果がある、と評価している。菊地正俊，前掲論文，30ページ。

(126) 『週刊東洋経済』2002年10月5日，31ページ。

(127) 『日経金融新聞』2002年9月19日付。

目的は別として日銀の株式買取の実際の銀行保有株や一般保有株の株価に対する効果を検討するとすれば、それは、どこまで日銀の株式買取が進むかを検討する必要がある⁽¹²⁸⁾。最大限2～3兆円程度の株式買上では銀行保有株の株価を維持あるいは低落抑制する効果は強くなく、とくに銀行自己資本超過株式保有が多くて日銀買入れ枠が2兆円に制限されていた時期にその効果が弱かったと考えられる。

また奥村洋彦氏が指摘されるように、資本市場に対してはその効果は限定的で一時しのぎにすぎなかった⁽¹²⁹⁾。さらに株価は日銀の株式需要以外の経済の基礎条件に大きく規定されて変号するのであって、日銀の株式買入が一般株価を維持する効果がほとんどなかった。図9に見られるように9月18日9時に東京証券取引所での取引が開始された時に9400円を超えていた日経平均株価は、米国の株式相場が下げた影響で低落を示し、18日の下げ幅は一時300円に迫っていたが、東京証券取引所午後2時45分過ぎに日銀の新施策が東京証券市場に伝わると、銀行の市場リスクを日銀が引き取ることやその施策の意外性から市場は買い一色となり、終値は71円安と急速に値を戻した。翌19日には日経平均の上げ幅は一時400円を超え、18日の取引終了間際からみると600円強上げたこととなった。だが19日9時の取引開始後ただちに9884円60銭に上伸した価格は午後3時に9669円62銭へと低下した。その後株価が日銀の株式買入方針発表時よりも下がるという事態さえ生じている⁽¹³⁰⁾。世界同時株安を背景として、2002年9月25日の東京市場は日経平均株価が9100円台まで落ち込み、バブル後最安値に接近した⁽¹³¹⁾。その後も株価が低迷しており、図10にみられるように10月以降日経平均株価は9000円台を下回り、11月に入り8500円台を割り込んだ。同月29日に日銀の株式買入が実施されるに至っても、株価の上伸はごく一時的にとどまり、12月に入って株価は低下した。その後翌年2月まで株価は低迷し、2003年3月に入ると8000円台を割り込むという事態さえあらわれた。3月25

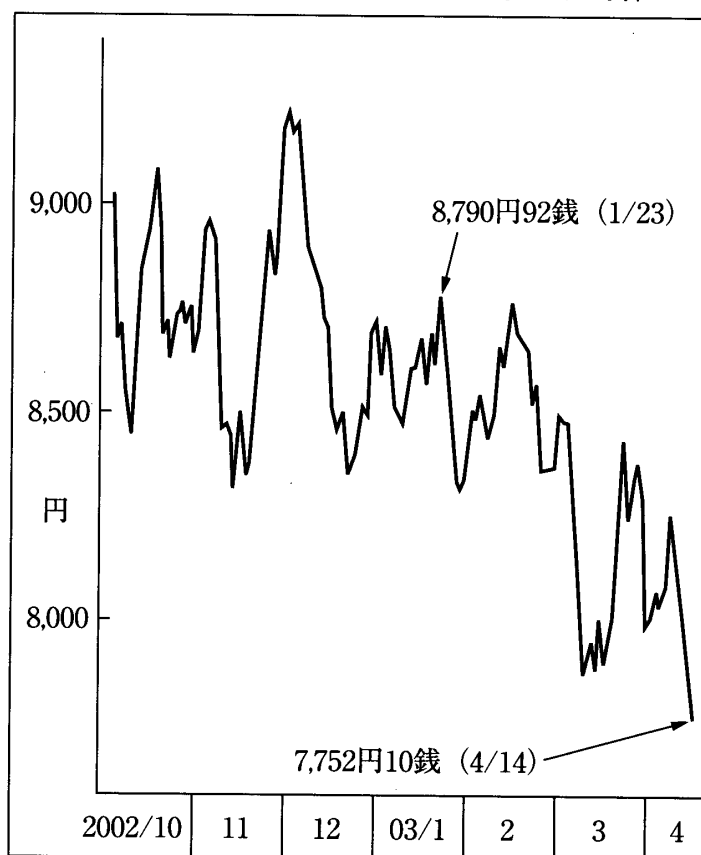
(128) 『週刊東洋経済』2002年10月5日、31ページ。

(129) 『朝日新聞』2003年3月26日付。日興コーディアル証券の末永雅春氏は日銀の2兆円、という買取額はあまりにもささやかな効果しか株式市場に及ぼさないとしてその増額を要望されている（末永雅春「——日本銀行による銀行保有株式買取が株式市場に与える影響 歴史的決断を生かすためにさらなる踏み込みを」『金融ジャーナル』2003年1月号、16～18ページ。

(130) 『日本経済新聞』（夕刊）2003年4月15日付。

(131) 『月刊資本市場』第206号、2002年10月、13ページ。

図10 日経平均株価の推移（2002年10月以降）



(出所)『日本経済新聞』(夕刊) 2003年4月15日付。

日に日銀が発表した銀行保有株買取枠拡大方針は午後2時頃には証券取引所に伝わったが、目立った買は入らなかった。事前に方針が市場関係者に広く知られていたこともあり、新鮮味に欠けていた⁽¹³²⁾。

このような経過は、多額の株式が売買されている状態のもとで、制約された日銀の株式買取は一般株価対策としての効果は全く不十分であったということを示すものである。

また、日銀という政策当局が大株主となり、議決権を行使することに警戒感を示す経営者も多かった⁽¹³³⁾。

第3節 日銀財務、日銀信認に及ぼす影響

日銀の株式買入は株価変動リスクが日銀に移転するだけであって、なくなる。

⁽¹³²⁾ 『日本経済新聞』(夕刊) 2003年4月15日付。

⁽¹³³⁾ 菅野雅明, 前掲小論文。

日本銀行が銀行の抱えるリスクを肩代わりすることとなるのである。

日銀が買い取った株の価格が下落すれば、日銀の資産内容を劣化するおそれがある⁽¹³⁴⁾。日銀券の流通は日銀券に対する信認（credibility, 一般受容性）に依拠している。この信認は日銀の財務の健全性に支えられたものであるから日銀はなんとしても財務の健全性を維持する必要がある⁽¹³⁵⁾。信認を計量的に正確に測定するのが困難であるとしてもそれは無視されてはならない。その大きさは変化しうるものであるし、質的に決定的に重要な意義を決定的に有している。

日銀財務の毀損を回避するために日銀は株式評価損が出ると期末に引当金を積みこむこととなる。

したがって価格変動準備金を積み立てれば、銀行保有株の日銀買入がただちに同行の財務の健全性を損なうこととなるとはいえないこととなる。日本銀行の「株式買入等実施要綱」においては、信託銀行に日本銀行の損失発生を極力回避するような日銀保有株式の処分を行わせるとともに、「株式取引損失引当金」を「原則として、株式の時価の総額が帳簿価額を下回る場合にその差額を上半期及び事業年度末に計上する」と規定されていた。

だがその場合には、日銀の国庫納付金の減少を招くことになる⁽¹³⁶⁾。これは結局は税金を負担する国民の負担の増大を招くこととなるのである。

(134) 日銀の三谷理事は日銀が買い取った株式を最終的に全額処分した時に損失が出れば、最終的には日銀の資金で穴埋めすることとなることを覚悟していた。三井住友銀行の宇野市場営業統轄部マーケット・アナリストも日銀資産の劣化を懸念していた。『日経金融新聞』2000年9月19日付)。これは日銀資産に裏打ちされた日銀券の信認を毀損するおそれがある。株式買取が日銀の信認を毀損する恐れがあるということは、すでにこの方針が発表された時点で、東京海上火災保険の石井投資部次長、UBウオーバーク証券の平川チーフストラテジスト、明治ドレスナー・アセットマネジメントの八木国内株式運用部長など、一部の市場関係者によって懸念されていた（『日経金融新聞』2002年9月19日付）。ジャスダック市場で取引されている日本銀行の出資証券の相場は、同行が株式買取方針を発表した9月18日以降、根をさげていたが、11月28日に4万9900円となり、86年2月以来16年9ヵ月ぶりに5万円を割った。下落の要因は日銀が29日から始める民間銀行保有株の買取であった。これが中央銀行の資産劣化につながり、円の通貨価値下落を招くことが懸念されたのである（『朝日新聞』2002年11月29日付）。

(135) 拙著『信頼・信認・信用の構造——金融核心論——』泉文堂、2002年、第2章を参照されたい。

株価の値下がりが生じて、日銀財務の健全性を確保するために2～3兆円という買入限度を設けた株式買取のもとでは、日銀株式保有で日銀財務がただちに毀損するということはないであろう。しかし私的銀行の経営安定化のために損失の肩代わりをするようなことは本来中央銀行券の信認確保という公的責務を有する中央銀行の行うべきことではない⁽¹³⁷⁾。また国債相場の低落とセットになって株価低落が生じた場合、年間1兆4千億円程度とされる剰余金が食い潰される可能性がある⁽¹³⁸⁾。このような場合、国庫納付金がなくなるのはもちろんのこと、財務の毀損と信認の低落が現実には発生する可能性が強い。これを回避するために税金を日銀に投入して日銀の損失を穴埋めしようとするれば、これはまさに日銀への公的資金の導入であり、結局は納税者の犠牲のもとに税金で株式を買い上げる政策となってしまう⁽¹³⁹⁾。

こうしたことは杞憂ではなく、このような問題が部分的ではあっても現実には生じているのである。すなわち日銀買入株式の含み損が現実には発生した。2003年3月期末で株式含み損は658億円となっている。日本銀行はこの含み損全額を2003年度決算において株式取引損失引当金に計上した⁽¹⁴⁰⁾。日本銀行は5月15日、自己資本を増強するため、2003年3月期決算で自己資本を構成する準備金を積み増す方針を決め、財務省に認可申請した。これは円高の進行で外貨建て資産が目減りした（外国為替関係損失が2千億円の損失）に加え、日銀が買い取りを始めた銀行保有株式に評価損が出たことが響いたためであり、また購入資産が銀行保有株式などに拡大しているため、自己資本を厚くして価格変動などのリスクに備えるためである。法定準

(136) 日本銀行が年度ごとの業務であげた利益を当期剰余金という。これは経常収益（手形、債券の利子やその売却収益等）から経常費用（事務費、人権費、国債売却、外為売却による損失等）および特別利益（特別損失を差引いたもの）、法人税を引いたものである。ここから法定準備金積立、配当、価格変動準備等が支払われ、残額が国庫納付金となる。

(137) 「中央銀行が株式を保有するというのは、やってはならない禁じ手である」（高橋乗宣，前掲書，96ページ）。

(138) 剰余金は日銀決算によれば、1997年度に7.4千億円、1998年度に1兆4.3千億円、1999年度に1兆0.8千億円、2000年度に1兆2.5千億円、2001年度に1兆3.4千億円あった。日銀のバランスシートについての考察についても別稿に譲る。

(139) 『朝日新聞』2003年2月3日付参照。信認毀損問題については大量保有国債の含み損の方が日銀にとってはるかに深刻な問題となっている。日銀の国債買入と日銀信認毀損問題の検討は別稿に譲る。

(140) 『日本経済新聞』、『朝日新聞』2003年5月23日付。

備金の積み増しは1998年の新日銀行施行後初めてのこととなり、剰余金から出資者向けの配当金を除いた国庫納付金は前年度より約8800億円少ない5053億円となった(63.7%減)。国の歳入が減るために、実質的に国民負担増となった⁽¹⁴¹⁾。

日銀は「禁じ手」として自らが否定していたにもかかわらず、株式買入を実施した。これが「当座の緊急措置」(2002年9月18日の総裁記者会見に同席した三谷理事の発言)とされ、また買取限度を拡大しないと日銀総裁が言明していたにもかかわらず、日銀は2003年3月には1兆円の限度額引上を決定した。このように日本銀行の主張は一貫性を欠くこととなっている。前述のように現在与党は株式保有銀行側からのニーズがないのに日銀に対し銀行保有株式買取枠の拡大を要請しようとしている。これに対して日銀の福井総裁は今後はその限度額を引き上げないとしているが、その保証はない。もしもそれを実施したならばますます日銀の主張は首尾一貫性を欠くことになる。このような主張の一貫性の無さそれ自体が日銀のいうことは信用できないということとなり、同行への市場、国民の信頼、信認を低下させる恐れがあるのである。藤井良広氏は、日本の金融不安が消えない主因は、銀行の不良債権処理の遅れであるが、同時に「政府・日銀による一貫性のない政策への不信も無視できない」と述べられている⁽¹⁴²⁾。

もちろん常に従来の方策を墨守しなければ政策当局に対する信認が得られないわけではない。経済状況の変化に応じて政策を転換することに対して市場や国民からの同意が得られれば社会からの信認は失われない。しかし金融危機の深刻さが社会

(141) 『朝日新聞』、『日本経済新聞』2003年5月16日付。日本銀行は企業の当期利益にあたる当期剰余金のうち、5%の法定積立率を2003年3月期に限り15%に引上げ、準備金を積み増すこととした(891億円の自己資本増)。とはいえ日銀の2003年3月末の自己資本比率は7.62%となり、日銀が経営の健全度の目安とする8%を割り込んだ。日銀の自己資本比率が年度末で8%を割るのは、円高が進んだ80年3月期決算以来23年ぶりのことである。2003年3月期の日銀の当座剰余金は前年度より約8700億円減の5944億円となった(前年度比59.4%減)(『朝日新聞』5月16日、28日付。『日本経済新聞』5月28日付)。

日本銀行が株式買入額の一定比率を事前に損失引当金として積立てることは財務省に認められていなかった。事後的に株式取引損失引当金という特例的な引当金を積むことはできたが、この場合はこれは日銀の自己資本には算入されなくなる(『朝日新聞』2003年4月22日付)。

(142) 『日本経済新聞』夕刊、2002年9月24日付。このような金融政策当局に対する信認(貨幣の一般的受容性とは別のcredibility)問題の理論的検討は別稿に譲る。

で共通の認識となっておらず、大手銀行に対する日銀のリスク軽減策が大銀行保護策と受取られる可能性があり、日銀の新政策によっても金融システム安定の効果がはっきりとはあられず、本来行うべきでない施策を実施することで日本銀行券の生命ともいえるべき信認が毀損される恐れのある施策を日本銀行が実行することが現時点で社会から信認されているようには私には思えないのである。

すでに銀行等保有株式取得機構が存在するのになぜ中央銀行が自ら信認毀損の危機をおかしてまで異例ともいえるべき、問題の多い株式買入を増額しなければならないのであろうか。海外通貨当局にはこのような政策は「中央銀行が取るべき手段ではない」との批判もある⁽¹⁴³⁾。

日銀の銀行保有株買取制度の採用時には日銀がここまでするのだから政府に銀行の不良債権処理を促進せよと呼びかけるショック療法的意味があったが、現在はその意義はなくなっている。通貨の信認を維持しなければならない中央銀行がリスク資産を購入することには問題がある。銀行等保有株式取得機構と日銀を株式買取機関として並立させる必要があるのだろうか。どうしても銀行経営からの株安の影響を遮断する必要があるとすれば、制約のある日銀の銀行保有株式買取よりも銀行保有株買取制度を拡充し、ここに一定の公的資金をも導入する方がよいと考えられる。「日銀で（受け皿機能）をすべてカバーするのは不可能。政府の取得機構にもっと力を出してほしい」。日銀の福井俊彦総裁は2003年3月25日の記者会見でこう強調している。菅野雅明氏は公的機関がやむを得ず株を買う場合には、あらかじめ危機管理策として国会の議決を経て定められたスキームに基づき、日銀ではなく、国の機関が行うべきである、と述べられている⁽¹⁴⁴⁾。だが、取得機構改善によるその利

(143) 『日本経済新聞』2002年10月12日付。日銀の新施策は中央銀行が国際的に信認を失うというマイナスも中長期的に生ずる恐れがある。2002年9月19日付の英『フィナンシャル・タイムズ』は社説で「(銀行に対する)帳簿外の隠れた補助金と同じ」, 「九月中間決算を控え、銀行が現実から目を背ける時間を稼ぐ政策」であると指摘している。また20日の米「ウォールストリート・ジャーナル」は「自暴自棄の行為以外と見なすのは困難だ」と批判した(前田昌孝『こんな株式市場に誰がした』日本経済新聞社, 2003年, 13ページ)。このようなとらえ方が間違っていると日銀が反論したところで海外から日銀の新施策が信認されるわけでもない。

(144) 『日本経済新聞』2002年12月6日, 2003年3月26日, 4月12日付, 『朝日新聞』夕刊, 同年3月25日付, 『朝日新聞』同年3月26日付。

株価変動に伴う金融システムの混乱を回避するために銀行株式保有制限法が2002

用促進案は国民負担の増大につながりかねないという問題点がある。株式取得機構の改善には多くを期待できないのである⁽¹⁴⁵⁾。

年12月12日に改正された。これは銀行の持合株式売却の受け皿である銀行等保有株式取得機構の機能を拡充し、一般の事業会社が保有する銀行株を買取の対象に加えるのが柱となっていた。施行は2003年2月上旬の見通しとなっていた（『日本経済新聞』夕刊，2002年12月12日付）。

だが同機構が2002年2月の設立から2003年4月25日までに買取った株式の買取総額は2181億円と、日銀の買取額の2割弱の水準にとどまっている（『日本経済新聞』2003年4月26日付）。

政府・自民党は2003年3月11日、緊急の証券市場安定化策の一環として「銀行等保有株式取得機構の機能を大幅に強化する方針と固めた。2006年6月9日までの時限措置としている取得機構の株式買取期間を2年程度延長するほか、生命保険会社や損害保険会社の保有する銀行株も買取対象とすることを検討することとした（『日本経済新聞』2003年3月12日付）。翌12日に自民党のデフレ対策特命委員会（相沢英之委員長）は会同を開き、2004年9月に導入予定の銀行の株式保有制限を2年延期するとともに、2006年9月までの時限措置としている銀行等保有株式取得機構の株式買取期間を2年間延ばすこととした（『日本経済新聞』2003年3月13日付）。株式取得機構の利用促進について、2003年3月24日の与党金融政策プロジェクトチームの会合で「売却拠出金の撤廃・軽減を明記すべきだ」との議論がでている。政府内も塩川正十郎財務相が拠出金制度の撤廃を主張している。株式売却銀行の拠出割合を8%から4%に引き下げる案なども浮上している。そうなると同機構買入保有株の値下がりに対する対策として、公的資金による損失負担の拡大が必要となる。自民党内には、株式の買取対象を広げ、株式取得機構の機能を拡充すべきだとの意見もある。現在は社債などがトリプルB格以上の「投資適格」格付を取得しているか同等の信用力のある企業の株式に限っているからである。だが、値下がりリスクの高い不振銘柄が増えれば財政負担を増大せざるをえなくなる（『日本経済新聞』4月12日付）。

銀行等保有株式取得機能強化には抵抗もある。自民党内には生命保険会社や損害保険会社が持つ銀行株も買取対象にする案があったが、拠出金の負担を嫌う生損保業界が消極的で、この案は与党ではなかなかまとまらなかった（『日経金融新聞』2003年3月17日付）。塩川正十郎財務相は竹中平蔵経済財政・金融担当相との会談で、売却拠出金の軽減・撤廃を提案し、銀行の負担軽減に前向きな金融庁はすぐに財務省の様子を探ったが、財務省事務方がこれを認める空気はなかった（『日経金融新聞』2003年3月17日付）。

だが政府・与党は4月末に、急激な株安進行に歯止めをかけるための緊急対策の一環として、銀行等保有株式取得機構の利用を促進するために、株式売却代金の8%を銀行が拠出する制度を時限的に撤廃する案を検討した。与党3党は5月24日には無期限撤廃とする案をまとめた（『日本経済新聞』2003年4月29日，5月25日付）。

とはいえ、株価対策としての銀行等保有株式取得機構の活用はあくまでも緊急避難として行うべきで、株価対策の基本はリスクの取れる個人株主の育成におかれるべきである（『日本経済新聞』2003年3月30日付）。

銀行保有株の値下がりによる銀行経営悪化の回避、証券市場活性化のためには特殊の便法としての日銀の株式買入れや公的資金の取得機構への部分的注入よりも、財政政策の選択的活用による景気対策、産業再生対策、雇用対策、国民の将来への不安をなくするための年金制度ビジョンの提示、新商品・新技術の開発、技術革新、ものづくり経済の再評価、証券市場への個人資金流入を促すための制度改革などの本来の施策を講ずるべきであろう。もちろん信用秩序崩壊の危機に際しては公的資金の導入と政府による銀行再編が必要となるであろう。

むすび

本論文においては日本銀行が大手銀行などから保有株式を買入れた問題を実証的・総合的に解明した。本研究は直接的には現状分析というべきものであるが、理論研究を基礎に時間的推移を考慮しつつこの問題を考察し、政策評価（信用秩序維持、証券市場、貨幣・中央銀行信認に及ぼす影響についての検討）も行った。

本研究の結果、この施策は日銀が株式買入を拒否していた前史、限度付きながら日銀が株式買入という禁じ手を提唱した導入期、買入限度額の引上を外部から要請され、日銀が一部の引上に応ずるとともにさらなる引上要請には抵抗している時期の3期に区分できることが明らかとなった。

本論文ではまずこの施策の決定過程を考察した。日本の銀行は多額の株式を保有し、株価変動リスクを有していた。このリスクを軽減するとともに株式持合を解消するために銀行株式保有が制限された。このため銀行は保有株式の売却を進めたが、これは株価の下落を助長する恐れがあった。そこで株式買上機関として銀行等保有株式取得機構が設立された。だが同機構による株式買入は進展しなかった。当初は日本銀行は株式買入れを拒否していた。だが不良債権問題の深刻化と銀行の経営体力の低下、株価低落にともなう大手銀行の経営悪化が進行するという状況変化のもとで、金融システム不安を回避するために、日本銀行自らが、銀行の株価変動リスクを肩代りする株式買入を決断するに至ったのである。

本論文においては、異例ともいえるべきこの政策は実は日本銀行自身によって立案

(14) 公的資金による株式取得機構損失負担の拡大を懸念する財務省当局には慎重論が根強く、金融庁も及び腰である（『日本経済新聞』2003年4月12日）。

されたということを強調し、論証している。そしてこの施策を日銀が採用するに至った背景を、銀行経営分析などを行いながら詳しく解明したのである。

本論文において日銀のこの新施策の採用の目的を明らかにした。日本銀行のこのような措置の導入の目的は銀行の株価変動リスク軽減を通じて金融システムの安定を図ることであり、それは金融政策として行われたものではなかったし、株価対策として行われたものでもなかった。この施策の導入においてはとくに不良債権の処理の促進を図るきっかけとするということが大きな動機となっていたということを本論文で強調した。(日銀と政府に金融危機認識の開きがなかったとすればこの奇策は採用されなかったかもしれない。この場合には公的資金導入の是非を攻めて吟味する必要がある。)

本論では日銀の株式買入方法についても詳しく考察した。この買入実施にあたっては、この目的と整合的であり、透明性公正性を確保し、日銀財務の健全性を確保するような方法が採用されたことを明らかにした。また日銀の株式買入状況についても一瞥した。日銀の株式買入は当初は進展しなかったが、2003年に入り、進展した。

本論文ではさらに日銀の株式買入限度額引上施策についても考察した。この施策が実施されていた背景や目的について検討した、次のことを明らかにした。日銀の銀行保有株式買入限度が2兆円から3兆円に引き上げられた背景には株価低落のいっそうの進展に伴う大手銀行の経営悪化があった。これは株式買入施策採用時と同じく日銀の信用秩序維持策として行われたものではあったが、同時に財務省、金融庁、与党の要請に応じたものでもあり、株価対策的側面をも有するものであった。

日銀の株式限度額をさらに3兆円から4兆円へと引上げる要請が日銀に対してなされようとしていることをも指摘した。これが株価対策として要請されていることを指摘し、日銀がこれを受入れてはいないことを述べておいた。

本論文では株式買入政策の意義と問題点について究明した。日銀の株式買入政策にはブルーデンス政策としての一定の意義があった。すなわちこのような日銀の施策は日銀の負担のもとに銀行、特に大手銀行の株価変動リスクの軽減と株価低下での実際の株式保有、売却損の軽減をもたらすものとなり、大銀行の経営悪化を抑制するものとなった。またこの政策は採用時にはシグナル効果をもつものであり、銀行の経営危機に警鐘を鳴らし、増資を促し、政府に不良債権処理の促進を促すも

のであった。

だがこの施策には大きな限界があったことも本論文で明らかにした。2兆円程度の株式買入では日銀が銀行の株価変動に伴う損失を軽減して銀行経営の健全化を図るにはあまりにも不十分であった。そもそも大手銀行の経営の健全化を日銀だけで行えるはずもなかったのである。不良債権処理を促進させようとしたことは実際に不良債権問題が片づくことを意味しなかった。不良債権処理の促進を促したとしてもそれが我国の現状では容易に実現できるような状況にはなかったということは日銀の新施策の意義を大いに失わせることとなったといえよう。不良債権処理促進に伴う問題もあった。この促進策が妥当であったかどうかについては検討の余地がある。また株価低落のもとで大手銀行の自己資本比率の改善に日銀の株式買入はあまり役に立たなかった。株式買入限度の引上に関しては大手銀行の株価変動リスクの軽減に一定の効果はあったが、現在ではもはやシグナル効果は失われている。

日銀の株式買入政策の証券市場への影響についても本論文で検討した。日銀はこの施策を株価対策でないと位置づけていた。また実際にこの施策の証券市場への影響は現在深刻な問題となっており、この対策が求められているが、これを中央銀行に行わせるということは中央銀行の本来のあり方に反するということとなろう。

本研究では日銀の新施策の日銀財務、日銀信認に及ぼす影響についても論述した。日銀、日銀券にとっては信認確保が決定的に重要である。日銀の新施策は日本銀行の財務の健全性を毀損する恐れがあるという弊害を伴うものであった。この財務の健全性の毀損を回避するために株価変動準備金を積立てれば、今度は国庫納付金が減少してしまう。国庫納付金をなくしてもなお日本銀行に損失が残るような日銀保有株の含み損が発生すれば、日銀への公的資金供給が必要となり、国民負担の増大を招くことになる。こうなると日銀の新施策は日銀や国民の犠牲のもとに大銀行の問題のある政策ということになる。実際に日銀に保有株式含み損が発生した、国庫納付金が減少しことを本論文で指摘した。

日銀の株式買入施策は政策の一貫性がみられないという意味で日本銀行に対する信認を確保する上で問題のある政策であった。

現時点では日銀の株式買入に対して深刻な日銀信認問題は顕在化していないが、信認が毀損されてしまってからその回復を図ろうとするのでは遅いのであり、日銀

は信認の維持という大原則を堅持しなければならないのである。

銀行券に対する信認を保持するために財務の健全性に努めなければならない中央銀行が民間銀行のリスクを肩代わりするのがよいことであろうか。主要国で民間企業の株式を買い取る中央銀行は存在しない。また銀行保有株式機関としてすでに銀行等保有株式取得機構が設立されている。日銀が「未踏の政策領域」に踏み込まずとも、同機構による銀行保有株式の買入拡大を財政支援を伴いつつ促進するという方策もあったのではないか。

信認毀損という重大な弊害が新施策にはある。経済対策を何でも中央銀行におしつけば中央銀行本来の活動が出来なくなってしまう。今後日銀の株式買入政策は抑制されるべきであろう。

日銀がこの政策を本格的に活用するときが来るとしたら、その時は日本が金融秩序崩壊に瀕したときで、公的資金導入、財政発動、政府の支払保証のもとでの日銀特別融資の断行、銀行経営者追放を含む銀行の国家管理を行う、まさに国家が経済的非常事態に立至ったときであろう。

〔追記〕

りそな銀行とりそなホールディングスは監査法人の「繰り延べ税金資産」の取り崩し要請で自己資本不足に陥り、2003年5月17日午前公的資金申請を決めた。同日夜、首相官邸で初の金融危機対応会議が開かれ、公的資金による資本注入が決められた。グループ傘下のりそな銀行に2兆円規模の資金が注入されることとなり同行は実質国有化されることとなった。日銀は同日臨時政策委員会を開き、必要に応じて無担保無制限の特別融資を実施して、資金繰りを支援する方針を決定した（『日本経済新聞』5月18日付）。

〔後記〕

最新のデータを盛り込むため校正段階で大幅な加筆訂正を行った。それでも事態は未だ流動的側面がある。本稿は現段階における暫定的結論である。（2003年5月27日朝校了。）