

論題「株価対策を巡って考える」
公的機関による株価対策の有効性と問題について
～銀行保有株買取りにおける実証研究～

東京経済大学 経済学部 4年
山口 隼人
経営学部 3年
山田 佳美

論題「株価対策を巡って考える」

公的機関による株価対策の有効性と問題について

～銀行保有株買取りにおける実証研究～

目次

1. はじめに
2. 銀行の株式保有と資産構成の実態
3. 株価対策の概略
4. イベント・スタディによる実証分析
 - 4-1. 銀行保有株買取りによる実証分析
 - 4-2. 実証結果
5. 株価対策による銀行の株式持ち合いの解消
6. 銀行保有株買取り後の問題点の考察及び提言
 - 6-1. 銀行保有株買取り後に発生する問題点
 - 6-2. 提言
7. おわりに

1. はじめに

現在、日本の銀行は総じて巨額の有価証券評価損を計上している。日本経済新聞によれば、2009年3月期決算において、メガバンク3社が計上した有価証券評価損は、合計で1兆3000億円となった。さらに、帝国データバンクが集計した2009年3月期の地方銀行と第二地方銀行の有価証券評価損は、合計で1459億9900万円となった。このような巨額の有価証券評価損の計上で、銀行の自己資本比率は大きく低下した。加えて、銀行が保有株を直接市場へ売却すると、企業のさらなる株価下落につながる可能性があった。

そこで政府は「金融システムの安定化」を最終的な狙いとして、公的機関による銀行保有株の買取りを開始した。買取りを行うのは、金融庁の管轄下である銀行等保有株取得機構と日本銀行である。このような政策が行われたのは初めてではなく、2002年にも同様に行われた。しかし、このような公的機関による銀行保有株の買取りが、本当に「金融システムの安定化」への効果があったのかは疑問である。また、公的機関による株価対策には、買取り後においていくつかの問題が指摘されている¹。

よって本稿では、①公的機関が行う株価対策、つまり銀行保有株の買取りの実態とその政策評価、②前述した公的機関による銀行保有株買取り後に抱える問題について考察し、問題に対する提言を行う。

本稿の結末をあらかじめ述べておくと以下の通りである。第1に、イベント・スタディの手法とグラフによる分析を行った結果、公的機関による株価対策には「金融システムの安定化」を図る効果があったと推察された。第2に、公的機関による銀行保有株買取り後には3つの問題点があり、その問題を解決するためには、①長期期間をかけて行う銀行による企業の株式保有の廃止と、②株式保有廃止までの期間、銀行保有株を買取る公的機関の情報の透明性の向上が必要であると考えられる。これらによって、公的機関による銀行保有株買取り後の諸問題も解決でき、加えて銀行経営の市場変動リスクに対する脆弱性の解消が期待される。

本稿の構成は以下の通りである。次節では銀行の株式保有と資産構成の実態を考察し、3節では今回の公的機関による銀行保有株買取りの概

略をまとめる。4 節と 5 節では公的機関による株価対策が実際に「金融システムの安定化」につながったかを検証する。6 節では公的機関による銀行保有株買取り後に発生すると言われる問題点をまとめ、それに対する提言を述べる。7 節でこれまでの考察をまとめて、結びとする。

2. 銀行の株式保有と資産構成の実態

前節でも述べたように、今現在、都市銀行と地方銀行が有価証券による巨額の含み損を計上している。そのような巨額の含み損を計上することとなった背景には銀行における資産構成の変化があると考えられる。そのため本節では、銀行の資産構成の変遷を見たのち、含み損益が銀行に与える影響を明らかにしていく。

図 1 は、国内にある民間銀行における金融資産残高構成比を表したものである。これをみると、1997 年に金融資産残高構成比の 6 割強を占めていた「貸出」の割合が、2009 年になると 5 割強に減少していることがわかる。一方で、1997 年に金融資産残高構成比の 1 割強しかなかった「株式・出資金」と「株式以外の証券」が、2009 年には 2 割強に増加している²。以上から、銀行の資産構成が貸出から有価証券へシフトしていることがわかる。またこのことは、銀行が受ける市場からの影響も大きくなることを意味している。銀行の安全性・健全性を表す指標である自己資本比率には含み損益が計上される。含み益が発生した場合に自己資本比率は増加するが、反対に含み損が発生した場合には自己資本比率は減少する。そのような含み損益による影響は、保有する有価証券の量が増えるほどに大きくなる。つまり、銀行が有価証券の保有を増やすほど、その株価が値下がりした時の影響は大きく、株価の値下がりによる損失が自己資本比率を低下させるということである。

このような自己資本比率の低下は、銀行の経営を不安定なものにさせる可能性がある。小林（2005）は、「銀行が多額の株式を保有し、バブル崩壊前まではその含み益により自己資本を大きくすることができたものの、バブル崩壊後の株価低迷により含み益が急速に減少し、かえって銀行経営を不安定なものにした」と述べている³。

以上のように、有価証券を多く保有している銀行にとって、保有株式の価値変化は銀行の自己資本比率の変化を通じて、銀行の経営事態に大きく影響する要因になる。そのため、銀行による株式保有が多く行われている我が国にとって、今回の金融危機による株価低下は、銀行経営の市場変動リスクに対する脆弱性を明らかにすることともなった。政府はこのよう事態に対して、銀行保有株の買取りを行った。次節ではそのような政府による株価対策の内容と狙いをまとめる。

3. 株価対策の概略

前節では、銀行が有価証券を多く保有しているために、市場変動リスクに脆弱であることを明らかにした。政府は今回の株価下落による銀行経営の不安定化という事態に際し、公的機関による株式の買支えという政策を行った。そこで本節では、これまで公的機関の行ってきた株価対策の内容とその狙いをまとめる。

まず、公的機関による株価対策の内容をまとめる。公的機関による株価対策、つまり銀行保有株の買取りの方法には主に2つのスキームがある⁴。1つは日本銀行（以後、日銀）による株式買取りであり、もう1つが銀行等保有株式取得機構（以後、取得機構）による買取りである⁵。（表1）

両機関の買取りにおいて、①買取る株式の価格は時価であること、②買取る株式の格付けに関してはトリプルB格以上であるということ、また、③買取った株式の売却に関して2017年までに売却する予定であることなど、両機関の買取り規定に違いは少ない。では、今回の買取りにおいて、両機関の違いは一体何なのか。大きく分けると2つある。まず買取り対象の違いである。一般的に日銀が大手銀行の保有株式を買取るのに対し、取得機構は幅広い金融機関の保有株式、および事業会社が持つ銀行株を買取っている。2つ目が、買取り時に発生する銀行側の負担の違いである。日銀に保有株式を売却する場合は売却時において確定する保有株式の評価損のみの負担であるが、取得機構の場合には売却額の8%という額を機構に拠出しなければならない。以上が、両機関の違い

である⁶。

次に、今回の株価対策における政府の狙いについてまとめる。株価対策における政府の大きな狙いは、「金融システムの安定化」を図ることである⁷。「金融システムの安定化」を図るために2つのことが必要であると考えられる。「金融システムの安定化」に必要なこととは、①株価下落に伴う銀行の自己資本比率の低下を防ぎ、銀行経営の安定化を図ることと、②銀行による株式持ち合いの解消によって、銀行を市場リスクそのものから分断させることである。

まず①についてだが、第2節で述べたように、銀行経営は市場変動リスクに脆弱であるという特徴がある。また、自己資本比率がBIS規制の規定水準を下回ることは銀行業務の停止につながる。そのため、自己資本比率の低下は銀行経営の不安定化につながる。よって①の方法は、銀行が保有する株価の下落に伴う自己資本比率の低下、つまりは銀行経営の不安定化を防ぐため、日銀及び政府が設立した取得機構によって株価の買支えを行い、「金融システムの安定化」を図ることである。

次に②についてだが、我が国では従来から株式の持ち合いが行われ、そのような保有株式の価値が下落したことが、巨額の評価損計上につながっていると考えられる。そのため、②の方法では、これまで銀行と取引先企業が行ってきた株式の持ち合いを解消させることによって、銀行を市場リスクそのものから分断させ、「金融システムの安定化」を図ることである。

以上が、政府による公的機関を通じた株価対策の概略である。まとめると、政府による株価対策の狙いは大きく2つある。1つは、株価下落に伴う銀行経営の不安定化を防ぐこと、もう1つは銀行による株式持ち合いを解消させることである。しかし、いずれの狙いにも最終目標としては「金融システムの安定化」があるということが分かった。

よって次節以降は、公的機関による株価対策が、「金融システムの安定化」につながったのかを検証する。第4節では、株価対策が株価下落に伴う銀行経営の不安定化を防いだかを、そして第5節では、株価対策が銀行による株式持ち合いを解消させたかを検証する。

4. イベント・スタディによる実証分析

前節では、公的機関による銀行保有株の買取りという株価対策の概略を述べた。では実際に、公的機関による株価対策には効果があったのだろうか。本節では、公的機関による株価対策が株価下落に伴う銀行経営の不安定化を防いだのかを検証する。

本節では、公的機関における銀行保有株の買取りの効果を、株式市場における銀行株価の評価という代理変数を用いることによって実証的検証を行う⁸。効率的な株式市場の下では、公的機関の銀行保有株の買取りによる評価は、株式市場における銀行の株価へプラス要因として織り込まれるものと仮定する。保有株の評価損を計上していた銀行にとって、株価対策によって保有株自体を公的機関に売却することは銀行財務状況の健全化（つまりは銀行経営の安定化）につながり、そのことを銀行のファンダメンタルズを織り込んだ株価が反映していると考えられるからだ⁹。

実際に、4-1、2 節では、銀行の株価による政策評価を、イベント・スタディを用いて実証的に検証する。加えてイベント日の異常収益率（アブノーマル・リターン）を、クロス・セクションを用いて検証する。それらの分析によって、銀行の株価による政策評価と、政策評価に用いた異常収益率の決定要因を明らかにしたい。

4-1. 銀行保有株買取りによる実証分析

この節では、政府による銀行保有株の買取り再開発表時の銀行株価による政策評価をイベント・スタディによって行う。そこで問題となるのが、イベント日をどう定義するかという点である。本稿では、「銀行保有株買取りを盛り込んだ緊急対策を政府が検討し、同時に日本銀行にも買取りの要請を行った」というニュースが株価に考慮される 10 月 27 日をイベント日として定義する。「10 月 24 日の夜中に検討に入った」と 25 日の日本経済新聞の朝刊によって報じられた。しかし、24 日に情報が流れた時には既に市場が閉じており、また 25 日は土曜日であったため、緊急対策検討のニュースが株価に盛り込まれるのは休日明けの 27

日であると考えられる。よって、10月27日を公的機関による銀行保有株買取りの意思を示したイベント日として適切なものであるとし、27日についてイベント・スタディを実施した。

本稿で用いた算出式は、以下の通りである。

$$AR_i = R_i - (\hat{\alpha} + \hat{\beta} \times R_{Topix,i}) \quad (1)$$

サンプルごとの実際の株価収益率を R_i とした (i はイベント・ウィンドウ[-10,+20]における営業日)。マーケット・ポートフォリオの収益率としては、終値基準で計算したTopix収益率 $R_{Topix,i}$ を用いた。推定ウィンドウは、1996年4月1日から1997年3月31日までの1年間であり、246営業日のデータからマーケットモデルのパラメータ ($\hat{\alpha}, \hat{\beta}$) を、サンプルごとに推定した。このように推定された正常なポートフォリオ収益率を、イベント日周辺で事後的に実現したポートフォリオ収益率から差し引くことによって、異常リターン AR_i を測定した。対象となるサンプル企業は、正常なポートフォリオ収益率を推定する上での株価データが全て揃っており、かつ2009年時点で現存している都市銀行5行と地方銀行71行とした¹⁰。採用データはFinancial Questから入手した。

次に、同データを用いたクロス・セクションによる分析であるが、以下の算出式を用いて行った。

$$AR(0,1) = \alpha + \beta_0 dami + \beta_1 UGL + \beta_2 CAP + \beta_3 ROA + \beta_4 BAD + \varepsilon \quad (2)$$

被説明変数は $AR(0,1)$ であり、これはイベント日における各銀行のアブノーマル・リターンである。説明変数は、 $dami$ (都市銀行と地方銀行のコントロール変数)、 UGL (その他有価証券評価差額金)、 CAP (自己資本比率)、 ROA (銀行の収益率)、 BAD (リスク管理債権/総資産) であり、 ε は誤差項である。

分析の仮説として(2)式では、公的機関による株価対策は銀行の有価証券評価損を減少させ、含み損が算入された自己資本比率の改善に通

じる。そのため、UGLの符号は正であり、CAPの符号は負であることが期待される。また、不良債権は銀行の財務悪化の代表的な要因であるため、BADの符号は正であることが期待される。

4-2. 実証結果

(1) 式の結果は表 2 に示されている。表 2 によると、イベント日の銀行全体のアブノーマル・リターンの符号は正であった。しかし、都市銀行と地方銀行に分解してみると、都市銀行の符号は負であり、地方銀行の符号は正であった。また、同日のアブノーマル・リターンにおいて有意であったのが、銀行全体・地方銀行の累積、都市銀行であった。

公的機関による株価対策は、銀行全体では効果があったとされる一方で、その効果は銀行業態別によって評価が分かれた。都市銀行では効果がなく、地方銀行では効果があったと株式市場は評価していた。この理由として推測されることは、投資家がもともと持っている都市銀行と地方銀行の財務状況を踏まえた政策に対しての印象の違いである。投資家は都市銀行の方が地方銀行よりも財務は健全であると考えていると思われる。そのため、今回のような公的機関が買取った株式を保有していた銀行名が明らかになっていない政策によって、比較的財務の健全性が疑われる地方銀行においては好評価され、一方で比較的財務の健全性が高いと思われていた都市銀行においては、反対に巨額の含み損のある有価証券を保有していること、財務の健全性への不安を煽った可能性がある。しかし、そのような業態別の銀行における政策への投資家の印象の違いを実証するのは難しく、今後の課題としたい。

次に (2) 式の結果であるが、表 3 に示されている。表 3 によれば、有意水準にあるのはCAPとBADの 2 つであり、どちらも期待される結果となった。一方で、UGLについては有意水準にはなかったが、符号は正であった。

以上の分析から、公的機関による銀行保有株買取りには、銀行の業態別に評価は異なったものの、銀行全体としては一定の効果があり、また効果が表れる銀行の財務要因は適正で、政策の意図通りであるというこ

とが示唆された¹¹。以上から、株価対策が株価下落に伴う銀行経営の不安定化を防ぐ効果があったと言える。

5. 株価対策による銀行の株式持ち合いの解消

次に、本節では今回の株価対策が銀行による株式持ち合いを解消させたかを考察する。

日本における株式持ち合い構造の形成の要因として、メインバンク制という慣習によるところが大きい。第2次世界大戦後に見え始めたこの慣習は、企業にとっては銀行からの資金確保、銀行にとっては企業との取引関係を深めるための手段として活用されてきた。また、財閥解体の時期から敵対的買収の防衛策としての機能や、企業経営が悪化した場合にメインバンクである銀行に救済を求めるための機能も果たしてきた。その結果、これまで銀行は事業会社を中心に多くの企業と株式持ち合いを行う傾向にあった。(図2)

しかしながら2001年以降、金融システムの長期安定化の意識¹²のもと、政府による株式持ち合い解消のための株価対策が始まった。銀行の株式保有を制限する規制が制定され¹³、それによって、バブル崩壊後の不景気に伴い値下りした企業の株式を、日銀をはじめとした公的機関が受け入れる体制が構築された。その結果、図3から、都市銀行の保有株式が、2000年度以降は大きく削減されたことがわかる。また政策によって、長年銀行と企業の持ち合ってきた株式の多くが市場に出回るようになった。近年では銀行の持ち株比率は低下し、今度は外国人投資家の持ち株比率が増加してきているのが分かる。(図4)以上から公的機関による株価対策が、銀行の株式持ち合いの解消をうながしている可能性があると言える¹⁴。

以上、第4節及び第5節の結果から、政府による株価対策が、①株価下落に伴う銀行の自己資本比率の低下による銀行経営の不安定化を防ぎ、また②銀行による株式持ち合いの解消を促している可能性があるということが分かった。しかしながら一方で、買取り後、つまり公的機関が株式を保有し、売却する時点でいくつかの問題点が懸念されている。

よって次節ではその問題点をまとめた上で、それに対する提言を述べていく。

6. 銀行保有株買取り後の問題点の考察及び提言

第4節及び第5節から、公的機関による銀行保有株買取りには効果があると推測される一方で、買取り後、つまり公的機関が株式を保有し、売却する時点でいくつかの問題点があると指摘されている。そこで本節では、公的機関による株式買取り後に懸念される問題をまとめ、考察する。さらにそれを踏まえた上で、現状の株価対策の問題点を解決できるような提言を述べていく。

6-1. 銀行保有株買取り後に発生する問題点

それではまず、公的機関による株式買取りで懸念される問題点を考える。日本経済新聞を中心に公的機関（日銀及び取得機構）による買取りを調査したところ、以下のような問題点が挙げられた。1つ目が、公的機関が買取った株式が損失を生み、その損失の増大が国民の金銭的負担の増加につながるという問題である。2つ目が、今回の株式対策における公的機関の情報開示の不十分性である。そして3つ目が、銀行保有株式を買取った公的機関が、市場にその株式を売却する時に発生する需給悪化懸念の問題である。

最初に、1つ目の公的機関が買取った株式が損失を生み、その損失の増大が国民の金銭的負担の増加につながるという問題をまとめる。まず、日銀が買取った株式が値下がりした場合には、財務の悪化から政府に支払う国庫納付金が減る可能性がある。つまりこれは政府にとって歳入減を意味するため、間接的には財政赤字となり得る。また、日銀は仮に株式の損失がゼロだとしても、損失に備えて準備金を積み立てなければならない。その分政府に納める国庫納付金は減ってしまうため、結局は歳入減になり国民の税金による穴埋めがされてしまう。一方、取得機構が損失を被った場合、まずその損失には各銀行などが出資した拠出金が充てられる。しかし、拠出金により損失が補填できない場合には、

政府が全額保証をすることになっている。そのため、最終的には国民の税金から穴埋めがされるということになる¹⁵。

次に、2つ目の公的機関の情報開示の不十分性についてまとめる。今回の株価対策は、日銀及び取得機構によって行われた。だが、その内容は明確に開示されてはいない。両機関が一体どこから、どの銘柄を、どの程度の金額で取得したのかが不鮮明である。また、両機関の取得した株式のその後についても調べたところ、各信託銀行へと信託している説もあったが詳細は不明である¹⁶。

最後に、3つ目の需給悪化懸念についてまとめる。これまで銀行は持ち合いによって巨額に株式を保有してきた。例えその株式を公的機関が取得し、買支えるための受け皿となったとしても、いずれは売却しなければならない。よって、株式市場の参加者は公的機関による株式売却で、短期的にその銘柄の売り圧力が強くなるために、需給のバランスが崩れることを懸念している。しかし、この需給懸念の問題に対しては、あまり深刻な問題とは言えないと考える。何故ならば、公的機関が買取った株式を売却する時の自由裁量をその株式の発行会社が有しているからである。確かに、金融危機後の株価下落に加えてさらに巨額売却による下落は懸念材料ではある。しかし、取得機構を例にとると、2006年～2007年において売却された株式は、いずれも発行会社による自社株買いによって、償却措置がとられている。また、売却時期も発行会社の判断で確定できるため、企業にとっては自社の成長の期に合わせて、個人投資家を増やす狙いなどから戦略的に活用することもできる¹⁷。以上から、需給懸念問題は深刻な問題であるとは言えない。

以上から、公的機関が株式を保有・売却する時点で3つの問題があるといわれている。その中でも特に、①公的機関が買取った株式が損失を生み、その損失の増大が国民の金銭的負担の増加につながるという問題と、②今回の株式対策における公的機関の情報開示の不十分性の問題が、株価対策後に強く懸念される問題であると考えられ、この問題が深刻化することが、国民の負担増加と、日本市場の信頼性を阻害することにつながる可能性があることがわかった。

6-2. 提言

ここでは前節でまとめた、公的機関による株価対策後、つまりは株式を保有・売却する時点で、特に強く懸念される2つの問題に対する提言を述べていく。

前述したように、公的機関が株式を保有・売却する時点で、①公的機関が買取った株式が損失を生み、その損失の増大が国民の金銭的負担の増加につながるという問題と、②今回の株式対策における公的機関の情報開示の不十分性の問題が強く懸念される。それは、これらの問題が、国民の負担増加と、日本市場の信頼性を阻害する可能性があるからだ。

そのため、この問題に対して2つの提言を述べる。それは、①長期期間をかけて行う銀行による企業の株式保有の廃止と、②株式保有廃止までの期間、銀行保有株を買取る公的機関の情報の透明性の向上である。第2節でも述べたように、我が国の銀行経営は株式の保有による市場変動リスクに左右されている。そのような現状であるからこそ、市場の株価下落時に「金融システムの安定」が阻害され、前述した2つの問題が発生しうる事態になると考えられる。そのため、根本的な解決策として、銀行による企業の株式保有の廃止が挙げられる。

しかし一方で、第5節で述べたように、従来から企業構造的に我が国では株式持合いが企業の発展にとって有効な手段であるとされ、株式の持ち合いが行われてきた。それは株価対策によって解消される傾向にあるが、非上場企業においては株式の持ち合いが企業経営にとって有効な手段として行われている¹⁸。そのため、①の銀行による企業の株式保有の廃止には長期期間を必要とし、銀行の株式保有の廃止までの期間に発生した保有株式の株価下落に対しては、「金融システムの安定化」を図る効果がある公的機関による銀行保有株の買取りが必要であると考えられる。しかし、公的機関による銀行保有株買取りの情報開示が不十分であるため、②の銀行保有株を買取る公的機関の情報の透明性の向上が必要であると考えられる。以上の2つの提言によって、公的機関による銀行保有株買取り後の諸問題も解決でき、加えて第2節で述べた、銀行経営の市場変動リスクに対する脆弱性を解消することも可能であると考えられる。

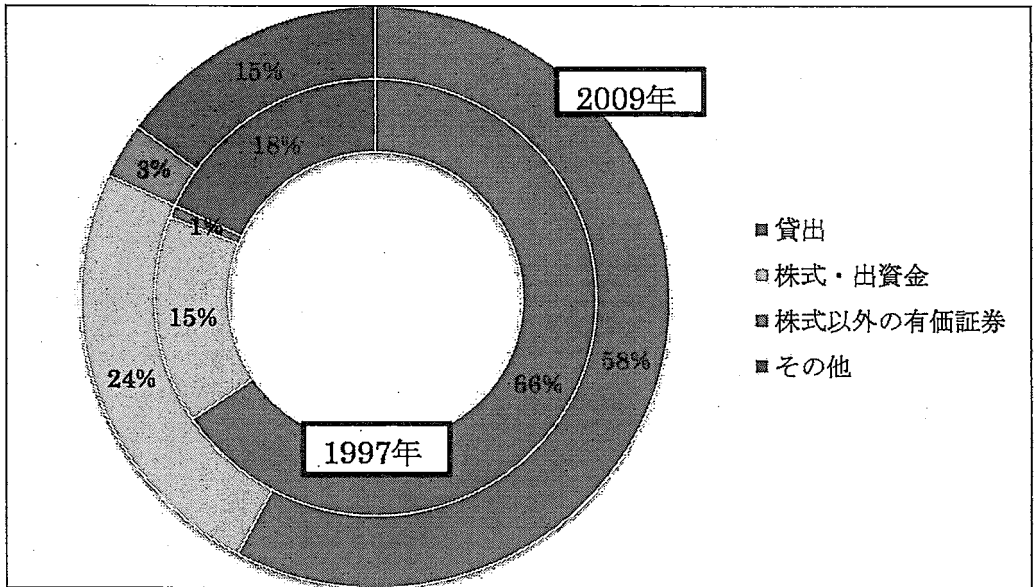
7. おわりに

今現在、我が国における銀行は総じて巨額の有価証券評価損を計上している。このような国内銀行における巨額の有価証券評価損の計上は、「金融システムの安定」を脅かす可能性がある。そのため、政府及び日銀は銀行保有株の買取りを行った。この政策の狙いは「金融システムの安定化」であるが、そのために①株価下落に伴う銀行経営の不安定化を防ぐこと（つまりは銀行経営の安定）、②銀行による株式持ち合いを解消させることが必要であると考えられる。

そのため本稿では、公的機関による銀行保有株の買取りによって、①株価下落に伴う銀行経営の不安定化を防ぎ、②銀行による株式持ち合いを解消させ、最終的には「金融システムの安定化」を図ることができたのかを検証した。その結果、株価対策には、①銀行の業態別には異なったものの、銀行全体としては一定の効果があり、また効果が表れる銀行の財務要因は適正で、政策の意図通りであるということが示唆された。そのため、株価対策に伴う銀行経営の不安定化を防ぐ効果があったと考えられる。加えて、②銀行による株式持ち合いの解消へも貢献したと考えられる。そのため、公的機関による銀行保有株の買取りには、「金融システムの安定化」を図る効果があったと推察される。

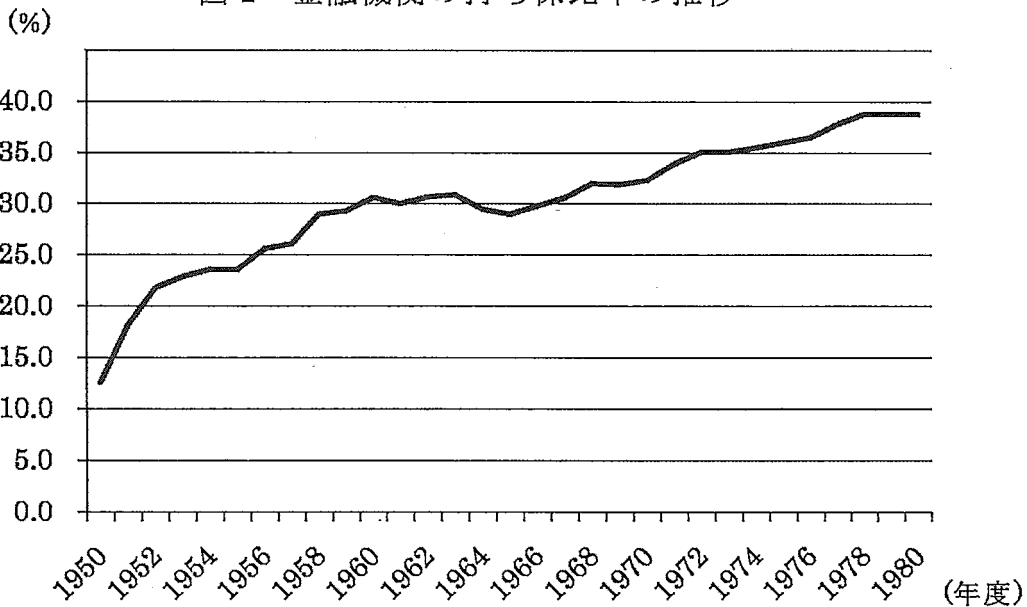
しかし、このような公的機関による銀行保有株の買取りが行われた後、つまり公的機関が買取った銀行保有株を保有・売却する時に3の問題が指摘されていた。その中でも特に、①公的機関が買取った株式が損失を生み、その損失の増大が国民の金銭的負担の増加につながるという問題と、②今回の株式対策における公的機関の情報開示の不十分性の問題が、株価対策後に強く懸念される問題であると考えられ、これらの問題が、国民の負担増加と、日本市場の信頼性を阻害する可能性があった。それに対して、①長期期間をかけて行う銀行による企業の株式保有の廃止と、②株式保有廃止までの期間、銀行保有株を買取る公的機関の情報の透明性の向上という、提言を行った。この2つによって、公的機関による銀行保有株買取り後の諸問題も解決でき、加えて銀行経営の市場変動リスクに対する脆弱性を解消することも可能であると考えられる。

図1 民間銀行における金融資産残高構成比



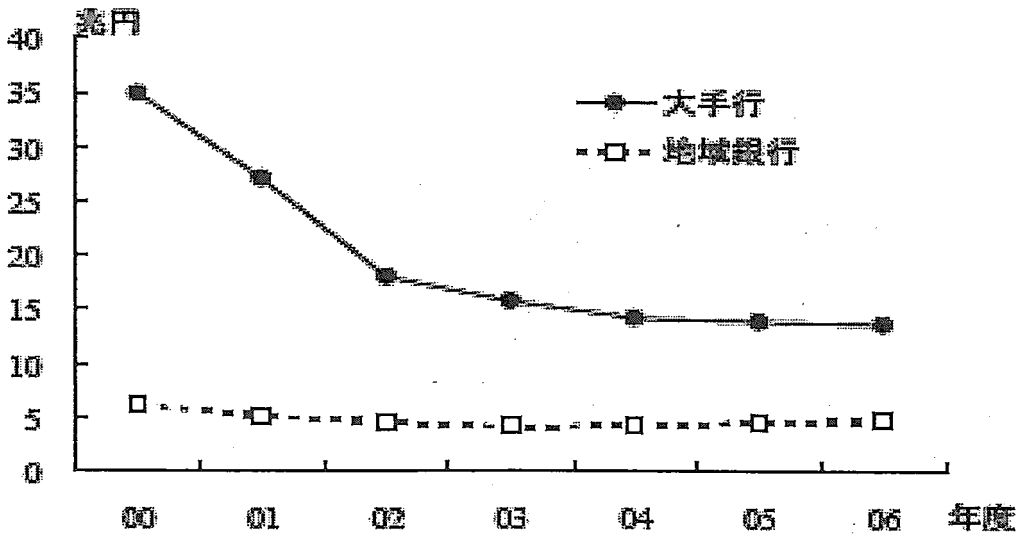
出典：全国銀行協会「全国銀行財務諸表分析」より筆者作成

図2 金融機関の持ち株比率の推移



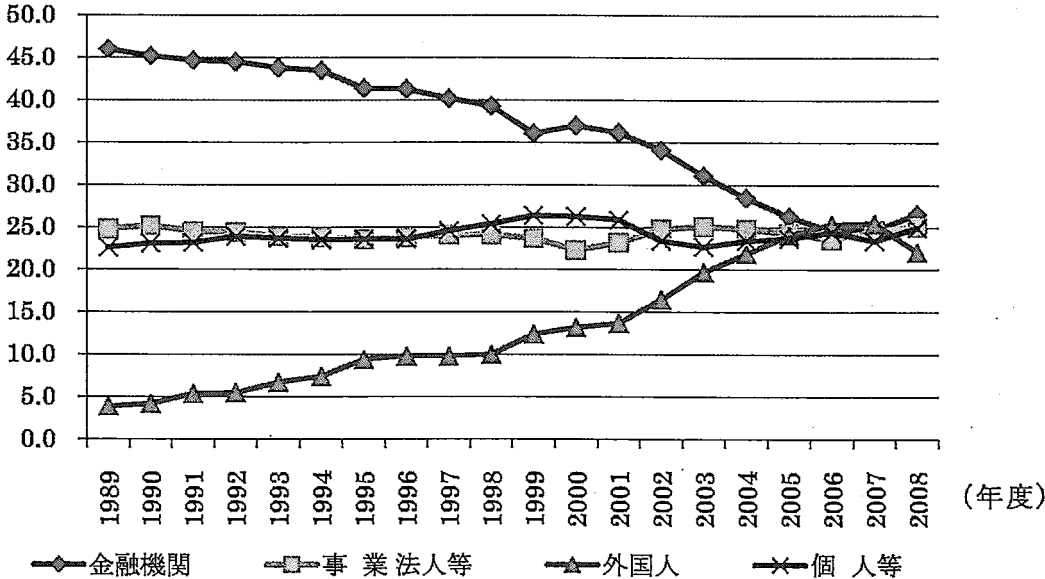
出典：東京証券取引所「株式分布状況調査」より筆者作成

図3 大手行・地域銀行の保有株式の推移



出典：「日銀レビュー 2007年11月」より

(%) 図4 所有者別持ち株比率の推移



出典：東京証券取引所「株式分布状況調査」より筆者作成

表 1 日本の株式買い取りスキーム

	銀行等保有株式取得機構	日本銀行
買い取り期間	02年2月～06年4月	02年11月～04年9月
買い取り残高 (簿価)	1兆5868億円 (06年4月末時点)	1兆9711億円 (05年9月末時点)
組織	法人(銀行などが出資)	中央銀行
規模	20兆円	1兆円
買入対象	トリプル B-格以上の企業の株式。 優先株、優先出資、ETF(受益権)、J-REIT(投資口)	トリプル B-格以上の企業の株式で売買が活発な銘柄
買入方法	銀行、銀行の持ち合い先の企業から市場外で買い付け	銀行から市場外で買い付け
売却計画	2017年までに売却	07年10月以降、10年間で処分

出典：2006年5月11日、2009年7月5日の日本経済新聞より筆者作成

表2 イベント・スタディによる検証結果

日付	銀行の AAR	銀行の CAR	都銀の AAR	都銀の CAR	地銀の AAR	地銀の CAR						
-10												
-9												
-8												
-7												
-6	0.877	4.705	-1.056	-5.728	1.013	5.440						
-5												
-4												
-3												
-2												
-1												
0	0.156	8.926	*	-5.842	***	-16.402	***	0.578	10.710	***		
1	0.999	9.925	***	-11.432	***	-27.834	***	1.874	12.584	***		
2	-0.107	9.817	**	-1.676	*	-29.509	***	0.003	12.587	***		
3	-0.753	9.064	*	0.849		-28.661	***	-0.866	11.721	***		
4	1.540	10.604	***	0.361		-28.300	***	1.623	13.344	***		
5	-1.701	8.903	*	2.353		-25.947	***	-1.987	*	11.357	***	
6	-1.439	7.464		6.007	***	-19.940	***	-1.964	*	9.394	**	
7	2.627	***	10.090	***	0.256		-19.684	***	2.794	***	12.187	***
8	0.120	10.210	***	2.048	***	-17.637	***	-0.016		12.171	***	
9	-0.720	9.490	**	-0.978		-18.615	***	-0.701		11.470	***	
10	-0.564	8.926	*	-0.038		-18.653	***	-0.602		10.868	***	
11	0.670	9.596	**	-0.967		-19.620	***	0.785		11.653	***	
12	1.697	11.293	***	0.406		-19.214	***	1.788		13.441	***	
13	-1.794	9.498	**	-2.891	***	-22.105	***	-1.717		11.724	***	
14	0.440	9.938	***	0.280		-21.825	***	0.451		12.175	***	
15	2.285	12.223	***	-0.756		-22.581	***	2.499	***	14.674	***	

16	0.706		12.929	***	-5.399	***	-27.980	***	1.136		15.810	***
17	2.778	***	15.707	***	-1.020		-29.000	***	3.046	***	18.856	***
18	-0.795		14.913	***	4.448	***	-24.552	***	-1.164		17.692	***
19	-0.904		14.009	***	3.953	***	-20.599	***	-1.246		16.446	***
20	-0.736		13.273	***	-0.273		-20.872	***	-0.769		15.677	***

*** 1%水準で有意

** 5%水準で有意

* 10%水準で有意

表3 クロス・セクションによる検証結果

$$AR(0,1) = \alpha + \beta_0 dami + \beta_1 UGL + \beta_2 CAP + \beta_3 ROA + \beta_4 BAD + \varepsilon$$

変数	Model1
DAMI	4.10 (1.50)
UGL	5.45727E-07 (0.09)
CAP	-70.05 (-2.23) ***
ROA	275.35 (0.96)
BAD	129.51 (2.02) ***
Adj-R ²	0.294

括弧の中の数値は t 値

*** 1%水準で有意

** 5%水準で有意

* 10%水準で有意

注意 1：2002 年に行われた銀行保有株買取りに対する賛否が、海外メディアと国内メディアで大きく分かれた。

たとえば、英国経済誌のファイナンシャル・タイムズは「絶望的な便宜主義」という社説で「9 月中間決算期末を前に株価をつり上げ、銀行が現実から目をそむける時間を稼ぐつもりだ」と指摘している。また、「簿外の補助金と同前だ」とも述べている。同じく、米国経済誌のウォールストリート・ジャーナルは社説で「自暴自棄の行為だ」と述べている。一方で、日本経済新聞は「政府・日銀は金融健全化へ全力をあげよ」と題して、「日銀の今回の決定は市場に驚きを与え、政府が金融システム安定化へ抜本的な対策を打ち出すのではとの期待感も生み出している。にもかかわらず、政府が従来の方針の延長上のような対応ですませば今度こそ政策不信はぬぐいがたいものになるだろう」と述べている。（木村（2003）による）

注意 2：資金の需要側である金融機関以外の企業における金融負債構成比の変化を見てみると、1995 年に 5 割強を占めていた「借入」が、3 割強になっている一方で、「株式・出資金」と「株式以外の証券」が、1 割強から 2 割強になっている。

注意 3：アメリカでは銀行による企業の株式の保有が禁止されている。銀行による企業の株式の保有が禁止されていない現在の日本では、銀行の保有する株式の価値変化による含み損益が、銀行の経営に与える影響は大きいと考えられる。

注意 4：日本における株式買い取りのスキームは厳密には 3 つある。銀行等保有、株式取得機構、日本銀行によるもの、そして資本市場危機対応機構によるものである。資本市場危機対応機構の買い取り対象は、株価指数 ETF や株価指数の構成銘柄、株価指数関連のデリバティブなどで

あり、買い入れ方法も銀行からの市場外買い付けではなく取引所での買い付けとなっている。本稿では、公的機関による銀行保有企業株の売買に着目するため、資本市場危機対応機構については考察しない。

注意 5：この 2 つの公的機関による買取りは、バブル崩壊後の金融危機において、国内の金融システムへの不安が高まっていた 2002 年にも行われた。日銀は 2002 年～2004 年にかけて簿価ベースでおよそ 2 兆円を買取っており、取得機構は 2002 年～2006 年にかけておよそ 1 兆 6000 億円を買取っている。

注意 6：その他にも組織構成など細かな点での違いはあるが、大きな違いに関しては記述した通りである。

注意 7：「金融システムの安定化」は明確に定義されていないが、今回の金融危機の現状と日本銀行が 2009 年 2 月に発表した「日本銀行による金融機関保有株式買い入れの再開」による文書から、「金融システムの安定化」は「銀行経営の安定化」であると定義する。

注意 8：もちろん、銀行の株価には、前述した株価対策による効果が反映されているとは限らないという批判もあるであろう。しかし、株価が価格発見機能に優れていることは周知の事実である。その意味で、1 つの客観的指標として株価を用いることは、実証的検証を行う上では有益であろう。また、実証分析の目的はあくまで公的機関による株価対策の評価であり、市場の効率性そのものについて検証することはまた別の研究テーマということになる。よって、本稿においての実証研究では、株式市場が効率的であると仮定して分析を行う。

注意 9：無論、株式市場が効率的であるため、そのような公的機関の株価対策を、株式市場はタイムラグなく銀行の株価に反映していると仮定する

注意 10：都市銀行 5 行においては、フィナンシャルグループまたはホールディングスのデータを採用している。加えて、前述した都市銀行 5 行と地方銀行において 3 行のフィナンシャルグループまたはホールディングスのみ、連結決算におけるデータを採用している。

注意 11：データ数の関係から、都市銀行による (2) 式 (地方銀行と都市銀行のダミー変数はない) による分析はできなかったが、地方銀行においては (2) 式で分析を行った。その結果、都市銀行と地方銀行を合わせた (2) 式による分析の結果と同様の結果がでた。

注意 12：国際金融資本市場の動向から、世界中の金融機関で多額の損失が発生している。日本の金融システムも例外ではなく、第 1 節で述べたように株価の下落等を通じて金融機関の経営に大きな影響を及ぼしている。こうした状況を踏まえ、日本銀行は金融機関による今後の株式保有リスク削減を支援し、金融システムの安定化を図る観点から株式を買い入れる旨を述べている。

注意 13：政府は 2001 年に「銀行等の株式等の保有の制限等に関する法律」を公布したのを皮切りに、2004 年には銀行等の株式保有を Tier1 (中核的自己資本) の範囲に制限した。

注意 14：しかしながら、銀行による株式持ち合いは依然として続いており、2003 年度～2004 年度には再び大手銀行及び地域銀行で株式持ち合い比率が上昇しているというデータもある。(参考文献の日銀レビュー、【図表 3】保有株式の年別変化率の分布より)

注意 15：こうした政府や公的機関による売却は、大きな損失が生じるおそれがある時には、一時的に売却を凍結することも可能である。例えば、2008年10月13日の日本経済新聞掲載、政府・日銀による保有株式売却の凍結の記事によれば、銀行等保有株式取得機構及び日銀が世界的な株価急落を受け一時的に売却を凍結したとしている。

注意 16：情報を開示することは、時として混乱を招いてしまう恐れがある。しかし、今回の株価対策での政府や公的機関の動きについては、あまりにも不透明な部分が多い。また、現在では日本の株式市場の特徴を見ると、長年に渡り企業同士が持ち合ってきた株式を、今度は外国人投資家や国内の個人投資家が保有する傾向にある。その中でこのような不透明な政策を行うことは、株式市場に大きな不安を与えてしまう可能性がある。

注意 17：2007年2月24日の日本経済新聞掲載、任天堂による個人株主づくりのための株式売り出しによれば、「ニンテンドーDS」や「Wii（ウィー）」の発売で同社に関心を持つ個人投資家が増えたと判断し保有を促している。

注意 18：著者が、ある非上場企業の役員の方にお話を伺った結果、「市場から資金を集めることができない非上場企業にとって、銀行からの借入れは重要な資金調達方法であり、銀行からの借入れを円滑に行うためにも、銀行との株式持ち合いが必要になる。」とおっしゃっていた。

参考文献

- (1) 小林毅 (2005) 『金融機関の経営と株式市場』 (勁草書房)
- (2) 神木良三 (2001) 『株式市場への公的介入』 (千倉書房)
- (3) 林敏彦・松浦克己・米澤康博 編著 (2003)
『日本の金融問題～検証から解決へ～』 (日本評論社)
- (4) 山中宏 (2002) 『メインバンク制の変容』 ((株) 税務経理協会)
- (5) 富士通総研経済研究所 (2008)
「銀行の資産運用・収益構造と収益力強化のための基本戦略
～収益源の多角化と規模の収益性を求めて～」
<http://jp.fujitsu.com/group/fri/downloads/report/economic-review/200810/03-4.pdf>
- (6) 日本銀行 (2009)
「日本銀行による金融機関保有株式買い入れの再開について」
<http://www.boj.or.jp/type/release/adhoc09/fss0902a.pdf>
- (7) 金融機構局 大谷聡、須田侑子、豊蔵力、平形尚久、宮明靖夫 (2007)
「日銀レビュー
～株式保有を前提とした銀行の企業取引の総合採算性について～」
<http://www.boj.or.jp/type/ronbun/rev/data/rev07j13.pdf>
- (8) 櫻川昌哉・渡辺善次 (2007) 「日本の金融改革の評価-市場はどう見ていたのか?-」
<http://web.econ.keio.ac.jp/staff/masaya/dl/forthcomingpaper/financialreform.pdf>
- (9) 金融審議会金融分科会第二部会 (2001)
「銀行の株式保有に関する報告」
http://www.fsa.go.jp/singi/singi_kinyu/siryoku/kinyu/dai2/f-20010626a.pdf
- (10) 木村二郎 (2003) 「日本銀行の「株買取」政策について」
<http://www.andrew.ac.jp/soken/sokenk126-2.pdf>
- (11) 日本経済新聞社 (各年月日) 「日本経済新聞」

(12) 全国銀行協会（各年度）「全国銀行財務諸表分析」

http://www.zenginkyo.or.jp/stats/year2_02/

(13) 東京証券取引所（各年度）『株式分布状況調査結果の概要』

http://www.tse.or.jp/market/data/examination/distribute/h20/distribute_h20b.pdf

(14) 銀行等保有株式取得機構 <http://www.bspc.jp/>

(15) 日本銀行 <http://www.boj.or.jp/>