

本コーナーは、論文の理解を深め、議論の活発化をはかることを目的として、景気判断・政策分析ディスカッション・ペーパー・シリーズに寄せられたコメントの中から執筆者が上記目的に従って選択しそれに対するリジョインダー、期間中における新聞、雑誌等記事の掲載情報を参考として発行後一定期間にわたって紹介するものです。

なお、すべてのコメントを掲載させていただくことはできないこと、掲載させていただくコメントにつきましては、匿名で原文のまま掲載させていただくことを、予めご了解いただきたくよろしくお願い申し上げます。コメントは[shinji.mizukami@dfs.cao.go.jp](mailto:shinji.mizukami@dfs.cao.go.jp)にお寄せくださいますようお願いいたします。

## 「公的資金による資本注入方法について」(DP/02 - 1)

### 1. 趣旨

本稿は、2002年6月6日にホームページ上で公表されたものです。本稿では、99年3月に実施した公的資本注入をわが国金融行政の問題例としてとりあげました。内容が細かすぎて背景・仕組みなど難解かもしれませんが、さらに読み込んでいただければ、このなかに、わが国の金融行政のありかたを考える上で重要な問題点が含まれていることがご理解いただけるはずです。

また、本稿は、金融行政のあり方を考える上で、ファイナンス理論を適用したことにもポイントがあります。金融当局は、市場原則を強調する以上、金融行政の考え方にもファイナンス理論を積極的に取り入れるべきだと思います。不良債権問題等についても、市場が評価可能な公開情報の役割についてもっと研究すべきだと思います。こうした点について、我々は、金融市場のリサーチにかかわる人たちに、マクロ金融政策以外の、金融システムの問題、金融行政の問題をさらに分析対象に加えていただきたいと考えています。金融工学にかかわる人たちも、技法という観点を超えて、より頑健な金融システムを構築する上で、その技法を利用してあるべき姿について提言をしていただきたいと希望しています。

今回は、こうした日頃の問題意識を生かしつつ、公表データのみを使ってできる分析を行いました。皆様には、さらに分析を深めていただくなり、新しい問題提起をしていただければ大変嬉しく思います。内閣府は、それぞれの官庁とは異なる立場から、大所高所の議論のできる場を積極的に設けるべきと考えており、少しでも省庁間の風通しがよくなり、互いに政策論に立脚した議論が可能となる雰囲気醸成したいと考えております。

内閣府（経済財政 - 景気判断・政策分析担当）官房審議官  
早稲田大学大学院商学研究科  
大村 敬一  
tel: 03-3581-0527, e-mail: [keiichi.omura@mfs.cao.go.jp](mailto:keiichi.omura@mfs.cao.go.jp)

内閣府（経済財政 - 運営担当）企画・経済対策担当  
参事官補佐 水上 慎士  
tel: 03-3581-0947, e-mail: [shinji.mizukami@mfs.cao.go.jp](mailto:shinji.mizukami@mfs.cao.go.jp)

## II. 論文に関する記事の掲載状況（6月21日現在）

- 1 ) 時事通信配信（6月15日）  
「公的資金に含み損 = 注人行の株価下落で - 内閣府が研究論文」
- 2 ) 東京新聞（6月16日）  
「注人行株価下落で公的資金に含み損 内閣府研究論文」
- 3 ) 金融財政事情（6月17日 pp.28-31）  
「内閣府が99年の公的資金注入の方法論を検証する論文を公表 スキームに内在する矛盾点を科学的に解明」
- 4 ) 日経金融新聞（6月19日）  
「銀行、株主の視点で監視を 優先株に含み損 金融庁管理を預保機構に」
- 5 ) 東洋経済 / 月刊 金融ビジネス（2002年8月、No.209、pp.6-7）  
「内閣府から飛び出した公的資金注入 “批判”」
- 6 ) 金融財政事情（6月24日 pp.6-7）  
「ペイオフの全面解禁論はやぶ蛇？ 地域金融機関に迫る再編圧力」

## III. 論文に対するコメントの受領状況（6月6日公表時より6月28日現在）

- 1 ) 大学教授（6月6日）

論文、非常に興味深く拝読しました。過去の重要なスキームをきっちりと評価するということの重要性を強く感じました。

細かな点としては、配当率決定式について、説明変数である推定オプション・プレミアムと推定倒産確率を2段階に分けて推計した理由が分かりませんでした。サンプル数が少ないので、推定のステップは最小限にした方が良いでしょうに思いました。

推計された配当率決定式からインプライされる再生委員会の相対評価が株式の超過収益率に織り込まれたかどうかについての部分ですが、情報取得について再生委員会が市場よりも明らかに有意に立っていたとは考えにくいと感じました。むしろ、大規模な一律注入であったことから、銀行のパフォーマンスに関わらずdilutionが起きていた可能性があるように思います。そうした意味では、論文の推定結果は、私にとって、やや驚きでした。

印象的な議論になってしまうのですが、金融行政当局が、銀行経営の情報開示、経営評価の公表、権利行使を通じたガバナンスのいずれについても消極的な場合に、オプション付きの金融契約によるディバイスは、価格評価も難しく、かえって歪んだマーケット・インパクトまで生じかねず、また、規律付けのメカニズムとしてもうまく働かないという気がします。むしろ、注入の条件を明らかにして、その条件にヒットすれば、強制的に注入して、国の方も、普通株の株主として、責任を持って銀行経営に対するガバナンスに関与していくという方がすっきりとしていますし、最終的なスポンサーである国民への説明責任も果たせるように感じます。

#### (レスポンス)

推定のステップについてのご指摘はまったくそのとおりですが、実は、商品性とのあいだに低くない相関があります。かといって、金融再生委員会はこれらの説明変数で配当率を決めたといっていますのでモデルをかえるわけにもいかず、このような2段階の処理をしました。

再生委員会のアクションが銀行を規律付けたかどうかについては、注入後に既発債のスプレッドが縮小したかどうかで見るとよいようにも思いました。今後の検討課題とさせていただきます。

最後の商品性を単純化すべきとのご指摘については、ほぼ同じ意見です。市場原則と裁量というダブル・スタンダードでいたことが問題で、むしろ、市場を攪乱させることになったように思います。

#### 2) 政府関係者 (6月6日)

ペーパー公表後の世の中のrepercussionに期待しています。マスコミ等に取り上げられることで、世の中の銀行行政を見る目がもう少しsevereに、合理的になることを期待しています。

#### 3) 大学教授 (6月10日)

論文について質問があります。オプションの話はあまり良く分からないので、的外れなことを聞いているかも知れませんが、ご了承ください。

ここでの優先株と普通株の違いですが、いったいどういう状況で政府は、転換オプションを行使するという前提の議論なのでしょうか？ 銀行の建て直しが成功して、優先株を高く売れそうなときなのか、あるいは銀行が破綻危機に陥って、経営介入したいという誘因を持つときなのか、よく分かりません。理論的には、政府の効用関数をどのように考えているかに依存すると思います。政府は単なる利益の最大化を目指すならば、前者のケースでオプションを行使しそうですし。金融危機の安定性を効用の一部と考えているなら、後者のケースでオプションを行使するのではないのでしょうか？ 私のしろうと考えから言えば、どういう効用関数を考えるかによって、オプションの意味は変わってくるように思えるのですが？

私の勘違いであつたら申しわけありません。ご指導いただければ幸いです。

#### (レスポンス)

転換権付優先株式は普通優先株式に転換オプションが付与されたもので、これは転換社債と同様で、転換オプションは転換することによってキャピタルゲインが得られるときに合理的に行使されるコール・オプションです。もちろん、これらの銀行の商品性もそのような考え方によって作られています。このプライシングについて政府の効用関数は無関係です。もちろん、それ以前に、経営に関与するのは転換オプションを行使するまでもなく、金融庁は銀行法によって介入できることになっていますから、そもそも、経営に介入するために転換権付優先株式を買う必要もありません。

#### 4) 政府関係者 (6月13日)

インザマネー状態で転換権を行使すべきという議論は、株価が経営健全化の状態を示す指標となる(株価が経営健全化度を示す十分条件)ことを前提としているのでしょうか？ インザマネー状態で転換権を行使し、キャピタルゲインを得ることに合理性があることは分かりましたが、それが同時に市場で売却することを意味するならば、売却によって、「早期健全化法5条4項」及び「資本増強行に対するフォローアップに係る行政上の措置」による経営健全化計画の履行の確保はできなくなります。(そもそも、履行は法的に担保されていませんが...)

三菱信託の優先株を売却した前に公表された「第三者への売却処分に対する考え方」( )でも、判断基準として、1.国民負担回避、2.金融システムの安定性を損なわないこと、とともに、3.銀行の健全性を損なわないこと(経営健全化計画の履行状況、市場の評価等に問題がないか)が挙げられておりますので、転換権を行使して処分する際にも、同様の考慮がされるでしょう。

( ) 「資本増強行のために引受け等を行った優先株式等の第三者への売却処分又は公的資金の返済の申出に対する当面の対応について」 (12年11月21日)

一方、売却をせずに普通株で保有するということは、市場から評価された銀行が、議決権が発生した国によって保有されるということになってしまうので、考えにくいです。

したがって、株価がインザマネー状態にあるときには、すべからく、処分後も銀行経営の健全性が損なわれることはないということを前提とすることになるのではないかと思います。これ

は、金融当局にとっては、受入れ難いのではないのでしょうか。

また、度々問題になる、健全化計画中の中小への貸出目標なども、確保する手段がなくなり、政治的にも耐えにくいと思います。

私に理解の足りない部分もあろうかと思いますが、どのように考えればよろしいか、お教えいただけると助かります。

#### (レスポンス)

この疑問は、1. 転換権の行使権利を持つ主体、ここでいうと政府の効用関数に依存するのではないかと、2. 株価が(上がると利益が得られるということから)健全性の尺度として見なせるということか、との趣旨と受けとめました。

1. はオプションの基本に関するもので、この行使条件は政府の効用関数を前提としません。なぜなら、行使するしないはその銀行が真に健全かどうかを問題としているのではなく、権利の保有者にとって儲かるかどうかであり、確実に儲かるのに権利行使しない合理的な主体はないからです。転換(コール)オプションは義務ではなく権利ですから、どの主体も行使することによって負の効用を招くことはありません。したがって、同じ1円から得る効用が各主体によって異なるとしても、この帰結は変わらず効用関数は前提としません。グリコのおまけは、払った対価(たとえばキャラメル2個分)より大きい結果を得られるかどうかだけです。金融庁が儲かることを前提としないならば、そのような判断基準が適用されない可能性があります、それは転換権そのものの利用を想定していなかったということになります。

2. については、転換オプションの付与とは独立な質問です。市場がその金融機関が(長期的に)健全であるとみなすならば株価があがると期待するでしょう。これは、市場の判断であって、金融庁がどう考えるかは関係ありません。それに、金融庁がその金融機関が(長期的に)健全であると考えたとしても、同様に株価が反応するとは限りません。転換オプションの保有者が、転換権を行使するのに、その金融機関が健全だからかどうかは関係ありません。ただし、この場合でも、政府の効用関数が国民の厚生関数と矛盾しないかどうかを問題としておいたほうがよいかも知れません。政府は国民のための忠実なエージェントであるとすると、国民は権利行使することによってどのような負の効用を招くのでしょうか? まさに、これは金融庁の効用問題そのものであり、エージェンシー・コストと見なせるものです。市場原則は、このようなエージェンシー・コストを節約するものでもあるのです。

#### 5) 政府関係者 (6月13日)

レポートでは、P7で、転換オプションが甘味材であるという解釈が現実であってはならないとしており、キャピタルゲインを得る可能性に対して支払われるものであり、弱小銀行に対して配当をまけてあげるものではないことが理由とされております。しかし、転換開始時期を前にした99年2~3月に、金融再生委員会委員長の柳澤大臣は、なぜ転換権を付けたかという理由について、以下のように答えております。(これは質問ではありませんが、本レポートを

拝読しました後、国会議事録より、関連するものを見つけましたので...)

「...、では、何で転換権を持たせるような商品を我々が推奨しているかということ、これはひとえに、商品性を高めることによって投資家にとって有利なものにし、それが実は条件にはね返って、できるだけ緩和された条件で銀行に入りやすくするという配慮に基づくわけでありまして、...」 (99年2月18日 衆・予算委員会 池田委員に対して)

「...、この優先株の商品性を投資家たる国の側にとってできるだけ有利なものにすることで優先株のいわば配当等の条件をそれなりに有利なものにして、当該の金融機関にとってこうしたコストが余り負担とならないようにということを企図したというのがありていに言っておいて実態でございます。」 (配当の3つの基準を説明の後...) 「その過程で今言ったようなことも場合によっては必要な金融機関が出たということであって、...」 (99年3月19日 衆・大蔵委員会 鴨下委員に対して)

ここから分かるのは、転換権を付けた、そもそもの理由が、銀行に対して配当をまけるためであることを金融再生委員会は自ら認めているということです。

レポートでは、3つの理由、すなわち1.甘味材、2.配当率の調整、3.官製格付のインパクト回避を挙げ、3.について検討しておりますが、金融再生委員会が示した理由は1.であり、3.のみが理由であることより、さらに意図した補助金である蓋然性が高いと思われました。

## 6) 大学教授 (6月16日)

公的資本注入の方法についての論文を拝読させていただきました。

分析の技術的な点については私には難しすぎるのですが結論には賛成です。今回の論文の対象外ではありますが、今後公的資金が必要な場合、政府資金によって行うのがよいのか日銀の融資によるほうがよいのかという問題もあるのではないかと考えています。

このような質の高い論文が内閣府で作成されることはすばらしいことであると思います。

## 7) 都市銀行勤務 (6月17日)

本レポートは、「公的資金の注入額、および注入方法の選定に係わる判断基準」について「説明責任を果たす必要がある」としている。一方で「同時に『官制格付け』の情報が一部銀行に対する顧客や預金者の認識、更には市場の格付けへの影響を通じて、当該銀行の地位や競争条件を悪化させる可能性については配慮しなければならない」としている。このジレンマの存在をレポートは問題として浮き上がらせているが、回答が提起されているわけではない。

そもそも、なぜこのようなジレンマが生じるのか？ 一般の市場参加者が得ている情報と政府が得ている情報の間に落差がある、つまり市場と政府の間に「情報の非対称性」が存在する、あるいは存在すると信じられている場合に、このジレンマが生じると考えられる。つまり市場

に公開されている情報よりも実態は悪い銀行が存在すると多くの市場参加者が考えている場合である。

そうであるならば、政府の注入判断に関する説明が中途半端なものであれば、益々情報格差に対する市場の不信を募らせるだけである。従って、一切説明せずに「破綻させない」という意思表示だけで押し切るか、あるいは徹底した情報開示を伴う説明のどちらかになるしかない。

後者を選択した場合、結果的に市場が既に予想として織り込んでいるよりも悪い状況が特定の銀行について開示され、株が一層売り込まれるなどの事態が展開する可能性もあろう。しかしそれは逆に当該銀行が公的資本の注入が必要であったことを事後的に証明するわけである。同時に、99年3月の公的資金注入時においてなされた「主要行全てが問題のない優良銀行で、それにもかかわらず主要銀行全部に公的資金を注入」したという前提が崩れることになると言うべきであろう。

今後の公的資本注入については、あくまでも個別銀行の精査の結果、必要のある銀行が注入の候補になり、その判断材料が開示されるという現実的な対応が行われる方向で議論が進むことを期待したい。

#### (レスポンス)

コメントの最後にある基本的なスタンスはまったく同感です。ただ、気になる点は、アプリアリに、政府と民間で情報格差が存在し、かつ政府がそのようなプライベート・インフォメーションに基づく情報処理能力が民間より上回っているということがコメントの前提になっていると思われる点です。この前提だと、市場の反応は、政府の判断に対してポジティブに反応することになり、それは「情報の非対称性」において当然のことであるという結論になります。

まず第一に、対象銀行の実態に対する政府の認識と、ここで言う「官製格付」（経営健全化計画に対する再生委の評価）とは分けて考える必要があります。前者については、公的資金の注入といった税金を使う場合は、事後的にせよ、本来、明確にして公表する必要があると考えています。そうでなくては、検査・監督の信認の基盤を崩すことになるからです。ただし、後者については、本来、経営健全化を必要としない銀行と健全化を不可欠とする銀行の努力をどう比較できるかという問題があり、配当率を引き下げるインセンティブとして経営健全化計画を位置づけた以上、健全化計画に対する再生委の評価が、政府による「一般的な銀行評価」と考えることは間違っていることになります。ただし、この説明は分かりずらいため、誤解を避けるために、敢えて「官製格付」を公表しないということは受容できなくはないということです。

第二に、政府の情報処理能力が実際には民間に劣後している可能性があるにもかかわらず、政府の影響力は否定できないという状況ではどのような対応が必要かという問題があります。特に、当時の再生委はこうした状況に置かれた可能性もあるわけです（経営健全化計画に対する評価能力など）。我々の分析では、注入後の実際の市場反応は一律に実施された公的資金注入を評価していないし、「官製格付」に対しても必ずしも全面的に信認したわけではないというものです。こうした現実を踏まえると、政府は、（１）民間に一意的な政府の評価を与えるのは適切ではない、（２）他方、政府の方針がまったく探索でき

ずに市場に無用なノイズを与えることも適切ではない、(3)結論としては、市場と同じような評価に立脚していることを市場に認識させる方法を工夫すべきである、ということになるのではないのでしょうか。

## 8) 投資顧問会社勤務 (6月20日)

99年3月の公的資金注入に対する分析・批評として、当論文を高く評価する。内容的には、特に官製格付の分析には興味をひかれた。当時の危機的状況を勘案すれば、現実的選択としては、公的資金を注入し、注入方法は転換権付優先株式を選択し、また個別金融機関に対する評価も意図的に不明確にせざるを得なかった。その意味で、当時の公的資金注入が経済合理性を持たないという本ペーパーの分析結果は、直感的な印象とも合致する。

当時止むを得ない選択であったとしても、現時点において、99年の公的資金注入が内包する将来的な経済的損失の可能性を最小にすること、同様な非合理的決定の繰り返しを回避すること、金融行政の透明性を高めること、の重要性・緊急性については論を待たない。具体的数字に基づいた議論を深めようとする筆者の姿勢には頭が下がる。その点で、本ペーパーの結論には概ね賛成であり、特に金融行政主体とポートフォリオ・マネジメント主体を分けることは有意義と考える。ただし、個別銀行の「官製格付け」情報を反映した配当率の説明は、筆者も指摘するようにデリケートな問題を含んでいる。必ずしも全てを公表しなくても、ある程度の市場によるモニタリング機能は期待できるのではないか。

ところで、市場関係者の立場から先読みすれば、『筆者達は公的資金注入に代わるどのような解決手段をとるべきと考えているのか』に興味をひかれる。当論文の範囲を超えることは承知しているが、米国やスウェーデン、韓国などの事例に鑑みて、筆者達の意図が最終的には国有化にあると思われる。その場合、ざっと思い付くだけでも以下の点を明確にしていくという困難な作業が必要であろう。

経済政策に対する考え方として以下の3点。

1. オーババンキング状態との認識の下でのあるべき銀行救済の姿。
2. 資産デフレの解決なしに国有化しても、政治的な意味合いも含めて成功は極めて困難である事を認識する必要。
3. 透明性向上のために官製格付けを公表した場合日銀特融の追加が避けられない。日銀のバランスシートの質的悪化が懸念されている状況でこれをどう判断するべきか。

さらに、政策を実行に移す過程では政治上のボトルネックがある。

4. 99年3月の注入とその後の展開が、『国有化は避ける、責任は民間に取らせる。』という原則(もちろん、公言されてはいないが・・・)の下に進んできたことを考えると、不良債権処理方針の大転換を迫ることになる。政治・官の側にその覚悟はあるのだろうか。

5. "貸し渋り批判"と"健全財務体質作り奨励"という矛盾した政策の整理。

6. 旧長銀、日債銀 新生銀行、あおぞら銀行など、これまで行ってきた政策との整合性。

何れにせよ、これまで避けられてきた以上のような議論を早急に進めていくことが必要であり、本論文の最大の貢献は、間接的にはあるがその必要性を明らかにした事にあると思われる。

今回の議論の展開に期待するとともに、市場関係者の立場から何か役に立てることがあれば、と考えている。

#### (レスポンス)

このペーパーでは、公的資金注入が必要か否かという判断は留保しています。現状においても、注入後のフォローアップ体制に問題が多々あるのではないかと指摘しています。そして、仮に、今後、公的資金注入が再度必要だということになれば、99年の教訓を積極的に活かす必要があるということを強調しています。こうした理解からすれば、現状では、政府が金融機関を国有化して、たとえ経営者をあてがうだけにせよ、うまくマネージする能力が本当にあるのかという点については、とても懐疑的にならざるを得ません。

#### 9) 大学教授 (7月2日)

1. どのような公的資金の注入方法がいかについて、アカデミックな立場から貢献するのであれば、99年3月の注入方式を是非を検討する事からは少しはなれて、いろいろな方式(普通株式、優先株式、転換権つき優先株式、劣後債、負債)のメリット、デメリットを純粋に理論的に比較検討するという方法があると思います。99年の方法から出発すると、その現実に引きずられ、本当にどの方法がいいのか、どのような選択肢があるのか、がわからなくなる可能性があるような気がします。執筆者の立場からすれば、現実から出発して議論するというのもわかりますが、それは別に学者がやらなくても、マスコミでもある程度はやってくれるでしょう。議論がどうもはっきりしないのは、このテーマに関する純粋な理論的な検討が不十分であることがその一因であるような気がします。

2. 転換権つき優先株式の引き受けに際して、なぜ配当率がポイントになるのでしょうか。MM的な世界では、配当はirrelevantです。MMのどの仮定が成り立っていないから、配当率を気にしなければならないのでしょうか。優先株は普通株ほどガバナンスが効かないからですか。

3. 論文では各行ごとに配当率から経営健全化計画の評価を推定しています。これは、分析の目的(公的資金の注入方法のあり方の検討)とどういう関係があるのでしょうか。

4. 「公的資金の介入に市場機能を活用するべき」というのは、いかにもよくありそうな主張ですが、それはなぜ必要なのでしょう。市場にまかせず政府にまかせるとどのような問題が生じるのでしょうか。また、市場は規律付けの機能をもっているほど効率的なのでしょう。 「転換オプションの商品性を複雑化させて配当率を平準化させた」ことからすると、市場は必ずしも効率的とは思えません。その市場に任せて大丈夫ですか。

#### (レスポンス)

1. について、アカデミックなアプローチについては、たしかにそのとおりです。そして、政策的貢献まで進むためにはご指摘の手順が必要です。しかし、まず、そのためにも、過去の経験をしっかり踏まえることが重要と考え、きちんと当局の意図やそのときの背景を押さえないと、政策の変更や修正は行われません。私たちは、研究者としてただ考えるにとどまらず、政策の現場に必要なフィードバックをかける意図も含めてい

ます。仮に研究室にいたら、こうしたアプローチも、こういうテーマの重要性にも気がつかなかったでしょう。私たちは、研究者がこういう現実のテーマについてもっと議論してほしいと考えています。今回の視点は、公的資金注入に対する当局の考え方の中に見られる金融行政の限界をいかに補強すべきかという点にあるのです。

また、公的資金注入の選択肢を探ることだけを主眼とするならばご指摘のとおりです。しかし、「現実」はアカデミックな仕事とは関係ないというのであればそれは間違いです。マスコミにそこまでの能力はなく、仮にあれば、3年前にすでに問題となっています。理論はオプションの基礎から明らかなもので、きわめてシンプルであり、この枠内では理論の検討は特に不要だと思えます。基礎の理論でもこれだけ矛盾があるわけです。整合的ではない論理を指摘してほしいと思いますが、単に研究論文としてエスタブリッシュしてほしいというご指摘はここでは当たらないと自覚しています。

2. について、MMワールドでは、配当率がどうであれ、ファンダメンタルから市場はごまかされませんから問題ではありません。それではなぜ市場は配当率に着目し、金融再生委員会は配当率が官製格付けにならないように配慮しなければならなかったかといえ、まさに、市場への「官」からのシグナルがこの1点に集中する形で情報が制御されていたからです。これは現状の金融行政と市場との情報の非対称性が著しいことを反映しています。我々が指摘しているのは、この配当率引下げに利用したオプションの権利行使をするつもりもなく、かつ市場に官製格付のシグナルを送り込まないために利用したことを問題としています。効率的な市場であれば、このような操作は起こり得るはずもありません。

3. について、私たちは、99年の経験をトレースすることに主眼を置いていました。当時の金融再生委員会の行動をどうやって理解するかというところから始まったのです。その意味では経営健全化計画の評価は当然の道筋でした。ただ、ご指摘のとおり、公的資金注入問題そのものからは本来切り離れたほうがよいように思います。研究者からすれば、もっとフレームワークを頑健なものにし、視点を絞ってクリアにできないかと感じるでしょうし、マスコミや役人からすると、問題意識や経緯については理解できるが、理論をできるだけ使わずにもっと簡単にならないか、という印象をもつようで、どうもこのペーパーの位置づけは双方にとって中途半端なものようです。それでも、私たちはぜんぜんおかしいと思っていません。両者にあまりに距離がありすぎるのです。美しさよりもあえて中間に位置することを良しとしました。

4. について、「市場にまかせるべき」というのは金融再生委員会自身が言っていることです。私たちは、市場に期待する面があるものの、市場が万能などとは思っていません。なぜ政府ではこうしたことが起こるのかというのが、我々の問題意識です。このような結果は市場では起こりえません。すくなくとも、3年以上も問題にならないといったことは考えられません。「市場」を看板に掲げたのは金融再生委員会ないし金融庁ですが、中身はまさに裁量以外の何物でもなかったということです。それも、市場の合理性を承知したものではなく、結果的には単に裁量行政の延長であったということです。これは多くの役人の認めるところですが、市場機能を重視するというなら、出来るだけ裁量を排除し透明性を高めなければなりません。私たちのペーパーは、内閣府が各省庁にきちんとした問題提起をすることを動機とし、そうしたことを通じて行政に過去の誤

りを即刻修正することを希望して執筆したものです。各省庁はそれぞれ利害関係も違いますし、目的関数も必ずしも一致していないので、異なる結論が出てもおかしくありません。ただ、内閣府は大所高所からこれらをコーディネートする主体であるのに、その方法論を模索している段階です。このような政策評価は誰がするのですか？ マスコミも役所自身も、今の状態では担うことができないところに閉塞感と国民の不信感があるようにも思います。

#### 10) 市場関係者(7月16日)

「公的資金による資本注入方法について」と題する論文を大変興味深く読ませて頂きました。本論文のように、過去に遂行された政策に対する分析及び問題提起は非常に重要であり、今後とも様々な政策に関し、内閣府から検討論文が出されることを期待しています。

本論文について、株式市場に携わる者として疑問を感じるところや、理解する為にもう少し解説して頂きたい点があります。ご意見頂ければ幸いです。

1. まず、オプション(転換権)の評価及び行使に関する記述についてです。本文P7には、「甘味剤として転換オプションを利用したとの解釈」が現実であってはならない、との記述があります。残念ながら、私は、「転換オプションは甘味剤以外の何物でもない」との考え方です。そもそも、一般的なオプション理論は、「いつでも原資産(この場合、当該銀行株)を自由に売買できる」という仮定に基づいて価値が計算されているはずで、「自由に株を売買できない」政府がそのような価値を支払って転換権を購入するという行動は、経済合理性の観点から説明するのは難しいのではないのでしょうか。

2. また、「普通株主と優先株主との間で富の移転が生じる」という考え方が今一つ理解できないでおります。付論1を読ませて頂くと、一般のオプション理論に基づいた解説がなされており、即ち連続的なデルタヘッジと言わないまでも「いつでも自由に原資産を売買できる」という仮定に基づいた記述になっているように思います。それゆえ、「期中転換価額に下方修正しか認めない転換権であれば、満期まで保有し続けることが優先株主にとって合理的な戦略となる・・・」のだと思います。それに対して、「富の移転」の記述については、逆に、デルタヘッジをしていないが故に、株価がフロアを大きく下回った状況では優先株主が不利益を被るという考え方になっているように感じました。一般的には、オプション価格は予め設定された条件に基づいて、モンテカルロ・シミュレーションなどで計算されているはずであり、株価がフロアを下回ってしまう状況についても、その確率とペイオフが計算に織り込まれているのではないかと思います。株価がフロアを下回った状態になってはじめて転換権保有者が不利益を被ることが確定するのではないように思います。

3. 続いては、感覚的な疑問で恐縮です。「転換オプションがインザマネーにある合理的なタイミングで転換権を行使し、投資家原則に基づいてキャピタルゲインを享受すべき」との記述がありますが、現在あるいは近い将来の本邦株式市場において、1000億円単位の個別銀行株(場合によっては兆円単位の複数銘柄銀行株)を消化させるのは非現実的かと感じました。企業が保有する持合解消の銀行株処理に頭を痛めている現状や、各行の時価総額と公的資金投入額を

比較しても大きすぎるのではないかと思います。結局、「投資家原則に基づくキャピタルゲインの獲得」という転換権の行使基準は絵に描いた餅に過ぎなかったのではないのでしょうか。

(レスポンス)

1. については、「甘味剤」という用語の使い方の問題かも知れませんが、確かにオプションは甘味剤です。ただ、ご指摘の記述の文脈では、公的資金注入に対する銀行の申請を容易にするために、いわば配当率を無償でディスカウントするためにオプション・プレミアムを甘味剤として利用したのだとすると問題だということです。オプション料を政府が払う裏側にはキャピタル・ゲインを得るという目的があるはずで、そうでなければ補助金給付と同じことになりませんが、そうした説明はなされていません。

また、政府が自由に売買できないかどうかはともかくとして、政府自体が原資産を売買出来る必要はありません。株式が売買される市場があればよいのです。その点は、銀行株の市場はありますので問題はありません。ただし、そのデリバティブである転換権付優先株式が売買できる市場がありませんので裁定は効きません。その意味で、あらかじめ合理的な条件で売買できないことがわかっているのではないかというのであればそうですが、実態は考えてもみなかったということでしょう。

2. の「富の移転」については、ご指摘のとおり、当初発行価額においては、デルタヘッジして交換比率の上限をあらかじめ織り込み済みでフェアバリューを試算しています。転換比率の上限設定は商品性を下げるため容易に機動しない水準に設定されたはずですが、実際に上限に突き当たったということは、再生委が株価予測を甘く見ていたことによる「意図せざる補助金」と考え、時価評価の重要性を指摘したわけです。

3. については、政府が市場のインパクトを懸念してというのであれば、そのとおりですが、その流動性不足は場外取引を使えば可能になっていますし、別段一度に売らなければならないというわけではありませんので、一応逃げ場はあります。しかし、それでも、実態的にその額を市場の売買の流動性と比べると困難なことが多いのはご指摘のとおりでしょう。しかし、こうした問題は考慮されていません。持ち合い解消も含め、市場の構造改革としては、ブロック・マーケットが大きくなって専用ブローカーがもっと育たないといけないと思います。最後に、絵に描いた餅は食べませんが、描いた人は食べたいと思って描いたのだと思います。