

2020年7月30日 全12頁

改正金融機能強化法の コロナ特例措置がもたらす功罪

広がる入口と狭まる出口

金融調査部 研究員 坂口純也

[要約]

- 2020年6月12日、地域金融機関への予防的な資本注入を行う改正金融機能強化法が成立した。東日本大震災時に一部の金融機関に適用されていた特例措置を、事実上全国の地域金融機関に拡大するものである。
- 公的資金の注入は、経済に外生的ショックが生じた際に金融機関の自己資本比率の低下を通して生じかねないキャピタルランチを予防するものである。改正で対象を拡大した特例措置は、制度の利用の敷居を下げて金融仲介機能の維持に万全を期すものである。
- 他方で、特例措置は注入した資金の回収を困難にする可能性がある。過去の注入行の動向を分析すると、国の持ち分に含み損が発生している注入先が震災特例適用行に多い。また、特例措置で設定されている優先配当率は低く、金融機関が早期に返済を行うインセンティブは小さい。
- 注入スキームの構造上、仮に公的資金を注入した金融機関の株価や業績の低迷が続けば、国は政策の出口において国民負担を甘受するか、金融機関の健全性の低下を許容するかという選択を迫られる可能性がある。特例措置はそうしたリスクを高めるものである。

<目次>

1.	危機対応で持久力が問われる金融機関の健全性	2
2.	金融機能強化法の概要	2
2.1.	制度の枠組み	2
2.2.	公的資金の予防的注入の根拠	5
3.	特例措置で広がる入口と狭まる出口	6
3.1.	資本注入の商品設計とスキーム	6
3.2.	商品設計段階で導入されている特例措置	8
3.3.	返済に伴う自己資本比率の低下	10
3.4.	特恵的な優先配当率が損なう返済のインセンティブ	11
4.	結論	11

1. 危機対応で持久力が問われる金融機関の健全性

新型コロナウイルスの感染拡大の影響で企業の資金繰りが悪化する中、地域金融機関は信用保証協会による緊急保証や日本銀行によるゼロ金利での資金の貸付、実質無利子・無担保融資など様々な政策を活用して対応にあたっている。資本市場からの調達手段に乏しい中小企業にとっては地域金融機関からの融資が事業の存続の鍵を握る。

こうした資金繰り支援を円滑に継続するための必要条件は金融機関の健全性であり、自己資本比率が重要な指標となる。今般のような危機に際しては分母分子の両方を通して自己資本比率に低下圧力がかかり、円滑な金融仲介機能を制約する可能性がある。

金融機能強化法はこうした懸念を払しょくする手段となり得る。金融機能強化法は、健全性に問題が生じていない地域金融機関に対して予防的に資本を注入することで地域における円滑な金融仲介を確保することを目的としている。

2020年6月に行われた改正では、東日本大震災の際に被災金融機関に対して導入された特例措置の対象を拡大するもので、金融機関の負担を軽くすることで制度の利用を円滑にするものである。他方で、特例措置は注入した資金の回収を難しくする側面もある。

こうした点を踏まえて、本稿では金融機能強化法の論点と改正の特例措置がもたらす影響を、公的資金の注入スキームと過去の注人行の動向に着目しながら考察する。具体的には、2.で金融機能強化法の概要とその機能を考察し、3.で資本注入のスキームを確認したのち、特例措置に内在する問題点を過去の注人行の動向を踏まえて指摘する。最後に4.で論点をまとめる。

2. 金融機能強化法の概要

2.1. 制度の枠組み

金融機能強化法は2004年に制定された法律であり、公的資金を地域金融機関に予防的に注入¹することで、「金融機関等の業務の健全かつ効率的な運営及び地域における経済の活性化を期し、もって信用秩序の維持と国民経済の健全な発展に資すること」を目的としている。公的資金の注入は金融機関による申請に基づき、金融機関が提出する「経営強化計画」を金融機能強化審査会が審査し、注入の是非や注入額・方法を決定する。あくまで予防的に資本を注入するという趣旨であり、金融危機となる懸念が生じた際に資本注入を行う預金保険法102条の措置とは注入の段階が異なる。

立法当初は地域金融機関の不良債権処理を促進しつつ、公的資金を原資として新たな業務展開を進めて自力での自己資本の蓄積を支援することを意図して制定された²。不良債権の処理に

¹ 金融庁や預金保険機構の資料では、金融機能強化法による公的資金の注入は「資本参加」として表記されている。予防的な措置である点を強調するための表現と考えられるが、本稿では一般的な表現である「資本注入」として表記する。

² 2003年7月28日の金融審議会金融分科会第二部会による「[金融機関に対する公的資金制度のあり方について](#)」というペーパーで金融機能強化法につながる制度の趣旨や論点が述べられている。

体力を奪われ、収益性を向上させる取り組みがおろそかになってしまえば将来の健全性を損なうと危惧されていたわけである。言い換えると、この時点では注入される資本は金融機関の自助努力の補助として用いられることを想定されていた。

そのため、資本の注入に際しては非効率な金融機関の延命やモラルハザードにつながらないよう細心の注意が払われ、様々な規定が施されていた（図表 1）。例えば、申請の審査に際しては申請に先立つリストラや自力調達の有無とその程度を厳しく問うほか、経営強化計画に収益性や効率性の目標値を記載のうえ、目標未達時には経営陣の退任を求めている。実際に、当時の審査会の議事録を見ると、申請行が取引先への第三者割当などで自力での資本調達を行っていても、審査では更なる自力調達の可能性などが追及されている。また、2004 年成立の同法の下での申請行のうち 1 行は基準値未達の申請であったため、代表取締役が退任している。こうした厳しい規定のため、利用した金融機関は 2 行と限られていた。

しかし、以降の度重なる危機に対応した改正で、同法の性格が徐々に金融システムの安定化を図るプルーデンス政策に変わっていく。リーマン・ショックを受けて改正された 2008 年改正法では、経営責任の追及や審査要件について条件が緩和され、制度を利用した金融機関が 11 社に増加している。また、東日本大震災を受けて改正された 2011 年改正法では、東日本大震災の影響を大きく受けた金融機関を被災金融機関とし、被災金融機関に対して特例措置（以下、震災特例とする）を設けて追加的な条件緩和が行われた。具体的には、経営強化計画における数値目標の記載免除、計画期間の延長（3 年以内→5 年以内）、返済年限の延長、注入方法の多様化、配当率の引き下げなどがある。結果として制度を利用した金融機関は 21 社と増加し、うち 13 社が震災特例の適用対象であった。

今般のコロナウイルスの感染拡大を受けて改正された 2020 年の改正法もこうした流れの一環にある。2020 年改正法では、震災特例をコロナウイルスによる影響を受けた金融機関についても適用するとした（以下、コロナ特例とする）。コロナウイルスの感染拡大を受けて全国に対して緊急事態宣言が発出されたことに鑑みると、実質的には全国の金融機関が特例の対象であると考えられる。

図表 1 金融機能強化法の変遷

	2004年金融機能強化法	2008年改正法	2011年改正法 (震災特例の創設)	2016年改正法 (期限の延長)	2020年改正法 (コロナ特例の創設)
経営強化計画	<ul style="list-style-type: none"> ●記載事項 ▽収益性・効率性の数値目標 ▽数値目標達成のための方策 ▽中小企業に対する信用供与の円滑化のための方策 ▽責任ある経営体制の確立 ▽計画期間（3年以内） ▽基準値未満行による申請は経営責任を追究 ▽目標未達時は経営責任を追究 	<ul style="list-style-type: none"> ●条件を緩和 ▽基準値未満による申請でも経営責任を一律には求めない ▽数値目標が計画未達でも経営責任を一律には求めない 			
国の審査基準	<ul style="list-style-type: none"> ▽収益性・効率性の向上が見込まれること ▽地域における中小企業の金融の円滑化が見込まれること ▽リストラや自力調達努力が行われていること ▽地域経済にとって当該金融機関が不可欠であること ▽おおむね15年以内に返済が見込まれること 	<ul style="list-style-type: none"> ●以下の事項を審査要件から除外 ▽リストラや自力調達努力が行われていること 			
資本参加の形式	<ul style="list-style-type: none"> ▽転換権付きの優先株式 ▽普通株式（自己資本比率が基準値未満の場合） 	-			
予算	預金保険機構の借入・債券に2兆円の保証枠	12兆円に拡充			
期限	2008年3月末	2012年3月末			
利用金融機関数 (延べ数)	2	11			
資本注入額 (億円)	405	3,090			
経営強化計画	<ul style="list-style-type: none"> ●震災特例行について以下の特例を導入 ▽数値目標と責任ある経営体制の確立について記載を免除 ▽中小企業に対する信用供与の方策について数値目標の記載を免除 ▽計画期間を5年以内に延長 ●震災特例行について下記の記載を要求 ▽被災者への信用供与状況 	-			<ul style="list-style-type: none"> ●コロナ特例行について震災特例行と同様の特例を導入 ●コロナ特例行について下記の記載を要求 ▽コロナウイルスに影響を受けた事業者への信用供与状況
国の審査基準	<ul style="list-style-type: none"> ●震災特例行について以下の事項を審査要件から除外 ▽収益・効率性の向上見込み ▽地域経済にとって当該金融機関が不可欠であること ▽おおむね15年以内に返済が見込まれること 	-			<ul style="list-style-type: none"> ●コロナ特例行について震災特例行と同様の特例を導入
資本参加の形式	<ul style="list-style-type: none"> ●震災特例行について以下の特例を導入 ▽普通株、劣後ローン、劣後債による注入 ▽配当率を引き下げ 	-			<ul style="list-style-type: none"> ●コロナ特例行について震災特例行と同様の特例を導入
予算	-	-			15兆円に拡充
期限	2017年3月末	2022年3月末			2026年3月末
利用金融機関数 (延べ数)	21 (うち震災特例13)	1			-
資本注入額 (億円)	3,153	100			-

(注) 表中の規制は銀行に関するものを記載。
(出所) 金融庁、預金保険機構より大和総研作成

2.2. 公的資金の予防的注入の根拠

そもそもこうした政策はなぜ必要なのだろうか。根拠の一つは、銀行の自己資本比率の低下に伴う貸出の減少（キャピタルクランチ）を回避することにある。一般的に自己資本比率規制のもと、金融機関は自己資本の範囲内でリスクを取れる。裏を返せば金融機関の健全性が金融仲介機能を発揮する際の制約条件となる。1990年代後半から2000年代にかけての平成の金融危機の際に、金融機関のバランスシートに重くのしかかる不良債権とその処理が自己資本比率を下押しし、それが貸し渋り・貸しはがしにつながったとされるのはその最たる例である。

この論点は経済にショックが生じた際により鮮明に表れる。というのは、経済にショックが発生した場合には、金融機関の自己資本に低下圧力がかかる一方で、企業の資金繰りを支えるべく資金の供給を続けることが金融機関に要請されるからである。企業に対する資金繰り支援が円滑に継続するには金融機関が自己資本比率の低下圧力を受けてもなお健全性を保てる必要がある。

このようにみると、金融機能強化法はショックによって金融機関の資金供給能力が阻害されることを予防する制度であると捉えられる。例えば、金融機能強化法の条件緩和（2008年改正）が行われる契機となったリーマン・ショックに際しては、マーケットの混乱による金融機関の保有証券の価格下落や減損処理に加え、実体経済の落ち込みに伴う信用コストの増加が背景にあった。2011年改正の震災特例の導入に際しては、東日本大震災の被害に伴う信用コストの増加に加えて、復興のための資金需要の増加が分母と分子の両方から金融機関の自己資本比率に低下圧力をかけるものであった。今般のコロナウイルスの感染拡大も同様に、マーケットの混乱に加え、外出・営業自粛に伴う企業の資金需要の急増、倒産リスクの高まりに起因する信用コストの増加などが金融機関の自己資本比率に低下圧力をかけている。

また、今般の改正で行われた特例措置の拡大は、資本注入政策に内在する問題点の解消に寄与するものであることも指摘できる。すなわち、資本注入は金融機関の申請をもとに行うという仕組みである以上、公的資金の注入を申し出ることそれ自体が申請した金融機関の健全性の悪化を示唆するシグナルとなって金融システムの安定性を損なうリスクがある。改正で行われた特例措置の拡大は対象を実質的にすべての地域金融機関に広げたうえで、特例措置により申請のハードルを下げるものである。

ただ、こうした資本注入が実際のところどのような効果をもたらすかについては見解の一致が見られていない点には注意が必要である（図表2）。過去の実証分析を見ると、資本注入を受けた金融機関が貸出を有意に増やしたという結果がある一方で、むしろ貸出を減らしたとする研究もある。また、注入の有無よりも注入量が注入の効果を左右するという指摘もある。このように、資本注入の効果については多様な結果があり、特例措置を大きく拡大する今般の改正がどのような効果をもたらすかを事前に予測することは難しい。

図表 2 公的資金注入に関する過去の研究結果

分析対象	先行研究の結果
早期健全化法	●資本注入行について、自己資本比率の上昇、不良債権処理の進展、貸出の増加が認められる (Montgomery and Shimizutani (2009))
	●国際基準行に対する注入は、むしろ貸出を減少させた(長田(2010))
	●資本注入は銀行のデフォルトリスクを低下させたが貸出を増やしたとはいえない (Nakashima (2016))
	●注入量の規模が注入の効果を左右する、過少な注入はゾンビ企業への貸出につながる (Giannetti and Simonov (2013))
金融機能強化法	●資本注入は貸出を増加させた上に、注入行は担保や保証の利用を減らしており、特に震災特例行でそれが顕著(永田(2017))
	●リーマン・ショック期の資本注入には、おおむね貸出の増加が認められる(近藤(2018))

(出所) 本レポート末参考文献をもとに大和総研作成

むしろ本稿で注目したい論点は、注入した資金の回収、つまり出口にある。以降で論じるように、公的資金の注入スキームを仔細に見ると、注入行の株価の推移によっては出口において国民負担の発生と金融機関の健全性の低下のどちらを受け入れるかという選択を迫られる構図が根底に存在している。過去の震災特例行の動向を確認すると、特例措置がそうしたリスクを増幅するようにも見受けられる。

3. 特例措置で広がる入口と狭まる出口

3.1. 資本注入の商品設計とスキーム

まずはじめに資本注入のスキームを確認しておきたい。金融機能強化法では特定のスキームが規定されているわけではないが、これまでの注入事例のすべてで以下に述べるような仕組みが用いられている。なお、以降では銀行の例に絞って議論する。

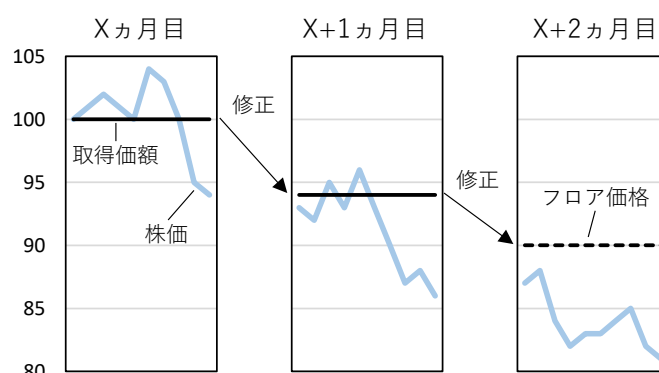
国から銀行に対する資本注入は、預金保険機構傘下の整理回収機構が銀行の優先株を取得するという形で行われる。この優先株には優先配当権と優先株を普通株に転換する取得請求権が付される。議決権は優先配当が支払われない場合に限って行使できる。注入された資金は返済を前提としているため、注入行からすれば実質的には変動金利で転換権が付された負債に近い。

取得請求権は機能的には優先株のプットオプションであり、国の損益は株価に応じて変動する取得価額によって定まる。1 優先株あたりで取得できる普通株式数は優先株の価額を取得価額で除した転換比率で表される。取得価額は当初は取得請求権が発生する日に先立つ数日間の株価の平均値として決定され、以降は毎月一度、前週の普通株式の株価の平均値に修正される。よって国が取得請求権を行使し、その結果得た普通株式を売却したときの収入は転換比率に普通

株式の株価を乗じたものとして計算でき、普通株式売却収入と優先株の取得価額との差が利益（損失）となる。つまり、国の優先株の持ち分の損益は、株価が普通株式の取得価額を上回っていれば含み益、下回っていれば含み損の状態にある。毎月行われる取得価額の修正は、国の損益を（ほぼ）ゼロの状態にリセットするものであるといえる。

なお、取得価額には下限（以下、フロア価格とする）が設定されている（図表 3）。そのため株価の下落が続いてフロア価格を下回り続けると、国は含み損を継続的に抱えることになる。フロア価格が存在する意味は、取得価額の著しい低下がもたらす国の潜在的な議決権や希薄化リスクの増大（言い換えると優先株 1 株当たりで交換できる普通株式数の増加）に歯止めをかけるためと考えられる。取得価額がフロア価格を下回った状態で取得請求権を行使して普通株式を売却した場合、国は損失を被るためそうした状態では取得請求権を行使しないものと考えられる。なお、取得価額に上限は設定されていないため、国が継続的に含み益を抱えることはない。

図表 3 普通株式の取得価額とフロア価格のイメージ

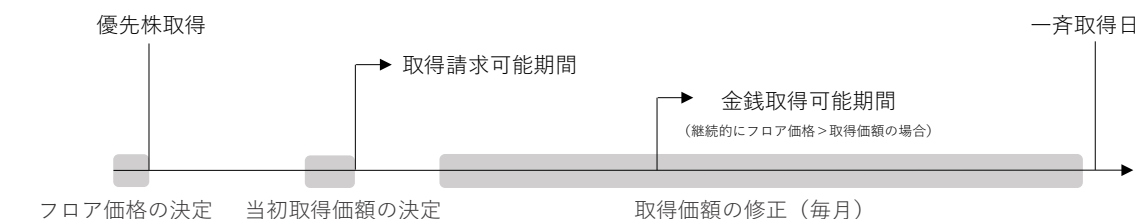


（出所）大和総研作成

取得請求権の終了日までに取得請求権が行使されない場合は銀行が優先株を普通株式に交換する一斉取得条項が付されている。要するに取得請求権の強制的な発動である。そのまま普通株式を売却するのであれば国の含み損益が実現することになる。

2008 年改正法以降の注入では銀行側に金銭を対価として優先株を簿価で買い取る金銭取得条項（機能的には銀行側のコールオプション）が付されるようになった。この条項は、株価がフロア価格を継続して下回った場合に金融庁の事前承認を得たうえで行使できる。この条項が付されていることで、国は一斉取得時に表面化する可能性のある損失を回避できる可能性がある（以上の各条項の時間軸は図表 4 を参照）。

図表 4 資本注入スキームの時間軸イメージ



（出所）大和総研作成

こうした設計のもと、返済期限までに公的資金の回収が目指されることになる。預金保険機構は具体的な返済のケースとして、①資本増強を受けた金融機関より第三者への処分（市場での売却を含む）の申出があった場合、②資本増強を受けた金融機関より公的資金の返済等の申出があった場合、③商品性や株価の状況等から見て処分を行うことが極めて有利な状況にある場合の3点を挙げ、申出を受けた際の判断基準として(1)金融機関の経営の健全性を損なわないこと、(2)国民負担を回避すること、(3)金融システムの安定性を損なわないことの3点を挙げている³。つまり、公的資金の回収は、基本的に金融機関からの申出があったうえで、返済に伴う金融機関の健全性の動向に配慮するなど、相当な慎重さをもって行われる。ただ、以下に見るように、特例措置が適用された銀行（以下、特例行とする）に導入されている商品設計上の措置や地域金融機関の業況の低迷などを踏まえると、政策の出口が困難になることが推察される。

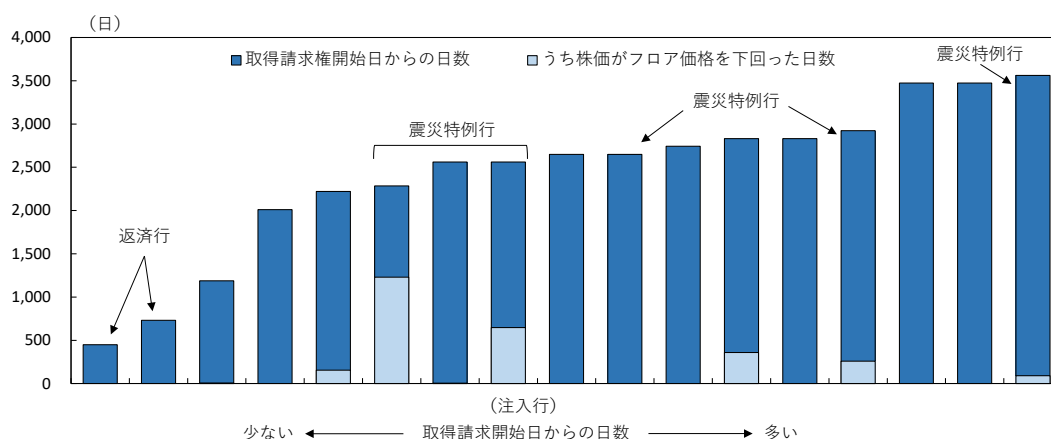
3.2. 商品設計段階で導入されている特例措置

普通株式への転換による返済を考えた場合、株価に応じて変動する取得価額の推移が出口の実行可能性を左右する。先に見たように、取得価額がフロア価格を下回っている状態は国が含み損を抱えており、株価が回復しない限りその状態が維持されることになる。この場合に取得請求権を行使すると国民負担が発生するため、取得請求権を行使して資金の回収を行うとは考えにくい

実際に金融機能強化法の下での過去の注入行について取得価額の動向を確認すると、一部の銀行で取得価額がフロア価格を下回っていることが見受けられる。図表 5 は、優先株式で注入を受けた銀行の、取得請求権の開始日から現在までの日数とそのうち取得価額がフロア価格を下回った日数を表している。これを見ると、フロア価格を下回ったことがある銀行の多くが震災特例行であることが読み取れる。それらを個別に見ると、ある期間に株価が下落して以降、恒常的にフロア価格を下回り続けている銀行も見られた。

³ 「[資本増強のために引受け等を行った優先株式等の処分に係る当面の対応について](#)」，（2005年10月28日）

図表 5 取得請求権開始日からの公的資金未返済日数とフロア価格抵触日数



(注 1) 同一行でも案件が異なる場合は別表示。借換えに伴う返済は返済行としてカウントしない。

(注 2) 非上場行、劣後ローンによる注入行は除く。

(注 3) 簡便化のため、日数の計上には取得価額ではなく株価を用いている。

(注 4) 2020年7月2日時点。

(出所) 各行資料、Refinitivより大和総研作成

この背景には、震災特例行のフロア価格の設定に特別な措置が施されていることがある。金融機能強化法の過去の注入事例を見る限り、フロア価格は優先株の取得時やその前後での株価の平均値に一定の割合を乗じたものとして算出されているケースが多い。このうち、震災特例行以外のフロア価格は50%を乗じていることが多い一方で、震災特例行の多くは70%が乗じられている。つまり、震災特例行はフロア価格が高くなっている。震災特例の法令上の改正項目を見る限りこうした措置は言及されておらず、商品設計の段階で導入されている特例措置といえる。

フロア価格が高いことは銀行に対する優遇措置として機能する。具体的には、株価の下落で取得価額がフロア価格に達しやすくなるため、結果として取得請求権の行使による普通株式への転換が行われる可能性が低くなる。また、フロア価格が高いことで、1優先株あたりで交換できる普通株式数の上限が低くなり、国による潜在的な議決権の保有数が限定されることに加え、既存株主にとっては希薄化リスクが限定されることになる。早期健全化法での公的資金の注入スキームを分析した大村・水上・山崎(2002)は、取得価額がフロア価格を下回っている状況は国が銀行に対して「意図せざる補助金」を与えていると指摘している。

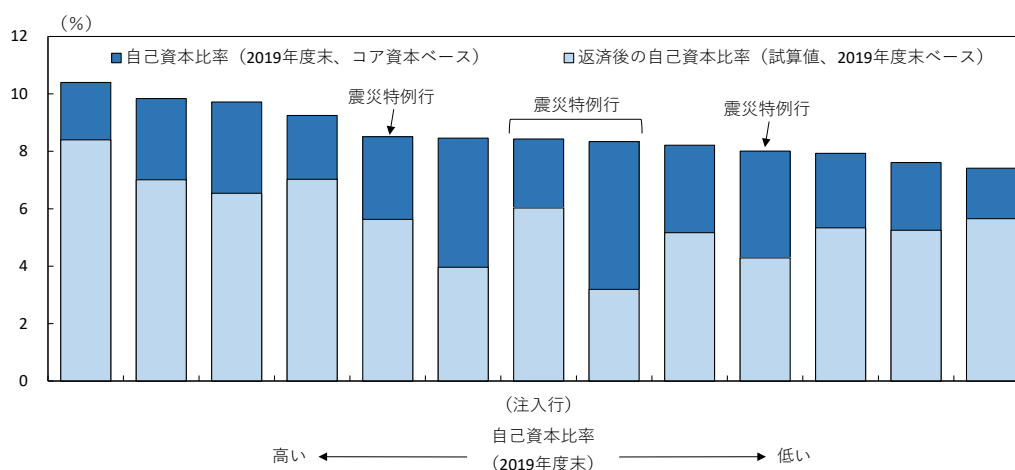
このように震災特例行のフロア価格に対する措置は、取得請求権の行使の可能性や直接・間接的な国による議決権の保有や希薄化リスクを限定するという機能も持つ。こうした措置は、一方では申請行にとって、希薄化リスクが限定されることで申請が容易になるインセンティブとなる。反面、取得請求権の行使による返済という出口を事実上不可能にする可能性を高めるという副作用がある。

3.3. 返済に伴う自己資本比率の低下

注入された資金の返済は、転換によらず金銭で優先株を簿価で一括取得するという方法もある。実際に 3.1. で見たように、取得価額が継続的にフロア価格を下回った場合、金融庁との協議のうえ銀行は金銭取得条項を行使できる。この条項があることで、国は普通株への転換に伴って生じる可能性のある国民負担を避けられるわけである。

しかし、銀行が国の持つ優先株を買い取るということは、自己資本比率がそれだけ低下するというリスクを伴う。銀行が公的資金の注入以降、自己資本を十分に増強できていない場合、金銭対価取得によって自己資本比率が最低所要水準を割り込む可能性もなくはない。例えば図表 6 は、2019 年度末のコア資本とリスクアセットから、同時点で注入額を一括返済したとした場合の自己資本比率を示したものである。あくまで仮定の下での計算であるが、このうち震災特例行のうち 1 行は一括返済を行った場合、最低所要水準である 4% を割り込むなど、金銭対価取得でも返済が難しいケースがあることが示唆される。

図表 6 自己資本比率で見る返済負担の大きさ



(注 1) 返済後の自己資本比率は、2019 年度末の自己資本比率からリスクアセットで資本注入額を除いた値を引いて算出している。

(注 2) 返済行除く。

(注 3) 注入額は銀行ごとに合算。

(出所) 全国銀行協会、Quick、預金保険機構、各行決算資料より大和総研作成

もちろん、返済期限は非特例行で 10-15 年、特例行の場合は 20-25 年と長く、期間内に自己資本を蓄積して返済の原資を確保できる可能性はある。しかし、構造的に収益が低迷する銀行業で利益が確保し続けられる見通しは立ちにくい。実際に過去の返済行の返済動向を見ると、利益の積み立てというよりは一過性の利益を返済に充てている傾向が見られる。具体的には、過去に金融機能強化法の下で返済を行った銀行は 3 行（実質的な借換えを除く、うち 1 行は劣後ローン）あり、いずれも返済に先んじた決算で退職給付制度改定益や投信の解約益、有価証券の売却益などの一時的な収益を多く計上している。

また、自己資本比率は利益の蓄積によらず、リスクアセットを削減することで押し上げること

も可能ではある。ただその場合、公的資金の注入でリスクテイクを喚起し地域の活性化を図るという政策がリスクテイクの減退という形で出口を迎えることになり、そもそもの目的と矛盾をきたす。そうした方法ではなく利益の蓄積で返済を行うとしても、利益をため込むことを優先すれば思い切った改革や投資を行うなどの経営の自由度が制限される懸念もある。

3.4. 特恵的な優先配当率が損なう返済のインセンティブ

返済の期間という面から考えると、優先株の優先配当率が低位に設定されていることで、注入股が利益を積み上げて早期に返済を目指すインセンティブが小さいことも指摘できる。通常の優先配当率は12ヵ月物TIBORに約1-2%ptを加えたもの⁴として設定されており、これは地域金融機関が資本を調達するコストとしてはかなり低い⁵。特例行はこれよりもさらに低く、優先配当率は毎年度算出される「優先配当年率としての資金調達コスト」と12ヵ月物TIBORの低い方とされている。同コストは預金保険機構の経費率をもとに算出されており、例えば平成27年度から令和元年度にかけてはそれぞれ0.11%、0.06%、0.00%、0.01%、0.00%で推移しており、時にはコストなしで（期限付きとはいえ）資本を調達・維持できるわけである。

こうした低い配当率は、注入股の負担を軽減させる一方で、直接・間接的な国民負担を伴うものである。まず、優先配当は国にとってはインカムゲインである。公的資金の注入とその回収にあたっての考え方として、個別に生じる損失は許容し、全体としてリターンが生じる形にすべきとの意見がある⁶。この考え方からすると、優先配当によるインカムゲインは万が一生じた損失を補うものであり、特例措置のような著しい配当率の引き下げは将来の国民負担を補えなくなるリスクを孕む。

また、低い配当率で返済が長期化することも国民負担につながり得る。そもそも、国民からすれば金融機関への公的資金の注入は基本的にリターンの見込めないリスクを取っているわけであり、返済が長期化することは機会損失という形で間接的に国民負担を強いているともいえる。実際に中野(2016)は過去に金融機関から回収された公的資金の収益率はリスクに応じたものではなかったとし、元本の回収を優先して返済期限を延長するなどして超長期にわたって公的資金を投入し続けるのは適切ではないと指摘している。

4. 結論

以上では金融機能強化法の注入スキームと注入股の動向から改正法で拡大される特例措置の影響を考察した。本稿で得られた主な知見は以下の通りである。

⁴ 12ヵ月物TIBORは例えば過去5年間ではおおむね0.05~0.15%程度の範囲で推移している。TIBORに加える配当率は注入股の信用コストによって異なる。なお、優先配当率の上限は8%とされている。

⁵ 例えば2020年1月時点での地域銀行の株主資本コストを8.45%とする推計がある（[Damodaran](#)による推計値）。

⁶ 脚注2資料。

- 金融機関への公的資金の注入は、経済に外生的ショックが生じた際に金融機関の自己資本比率の低下を通して生じかねないキャピタルクラッチを予防するものであり、改正に際して拡大された特例措置は、金融機関による申請の敷居を下げることで金融機関が申請を躊躇するリスクの低減に寄与する。
- 国の持ち分に継続して含み損が発生している注入先が震災特例行に多く、その背景には商品設計上で導入されている特例的な下限価格がある。また、現時点で注入された資金を一括で返済したとすると、自己資本比率が基準値を下回る銀行が出てくると見込まれる。
- 特例措置で設定されている優先配当率は極めて低く、銀行が利益を積み上げて早期に返済を行うインセンティブは小さい。低い配当率や返済の長期化は直接・間接的な国民負担につながる。

要するに、金融機能強化法による公的資金の注入と改正で付される特例措置は、現時点においては危機対応としての妥当性を持つ一方で、将来の返済時点で回収を困難にする可能性がある課題を抱えているといえる。仮に注入行の株価の低迷が続き、かつ返済期限において返済の負担に耐えられるほど十分に自己資本を蓄積できていない場合、国は政策の出口において国民負担を甘受するか、金融機関の健全性の低下を許容するかという選択を迫られる可能性があり、特例措置の拡大はそうしたリスクを高めるものであるといえる。

参考文献

- Mariassunta Giannetti and Andrei Simonov (2013) “On the Real Effects of Bank Bailouts: Micro Evidence from Japan” *American Economic Journal*, 5(1), pp135-167
- Heather Montgomery and Satoshi Shimizutani (2009) “The effectiveness of bank recapitalization policies in Japan”, *Japan and the World Economy*, 21, pp1-25
- Kiyotaka Nakashima (2016) “An Econometric Evaluation of Bank Recapitalization Programs with bank- and Loan-level Data”, *Journal of Banking and Finance*, Vol. 63, pp1-24
- 大村敬一・水上慎士・山崎洋一 (2002) 「公的資金による資本注入方法について」, 景気判断・政策分析ディスカッション・ペーパー, DP/02-1
- 長田健 (2010) 「資本注入政策のキャピタル・クラッチ促進効果」, 『金融経済研究』, 31, pp49-68
- 近藤隆則 (2018) 『政府の銀行貸出への関与は日本の中小企業を強くしたか』, 晃洋書房
- 永田邦和 (2017) 「資本注入が地域銀行の貸出行動に与える影響」, RIETI Discussion Paper Series, 17-J-046
- 中野瑞彦 (2016) 「金融機関への公的資金投入と金融システムの安定化問題」, 『桃山学院大学経済経営論集』, 57 (3), pp101-130