

# 『金融研究』（第20巻第3号）所収論文の紹介

日本銀行金融研究所では、その研究成果を広く外部に公表することを狙いとして、『金融研究』<sup>(注1)</sup>を発行している。以下は、第20巻第3号（平成13年9月発行）所収論文<sup>(注2)</sup>の要約を紹介したものである。

## 「デットとエクイティに関する法原理についての研究会」報告書

本稿は、法学者・経済学者・会計実務家（秋葉賢一、池尾和人、岩村充、神作裕之、神田秀樹、藤田友敬、前田庸、松下淳一、柳川範之、山田誠一〈50音順、敬称略〉）をメンバーとする「デットとエクイティに関する法原理についての研究会」（事務局：日本銀行金融研究所）の報告書である。

現在のわが国の企業金融構造は、銀行借入依存型から資本市場調達型への移行過程にある。また、株式交換・株式移転制度、会社分割制度を導入する商法改正や、民事再生法の施行など、企業金融に関連を有する会社法制や倒産法制も、近時、大きな変化をみせている。こうしたなか、ベンチャー企業のファイナンスを円滑化するための対応やトラッキング・ストックの導入といった資本市場における資金調達手段の一層の拡充などを求める声が聞かれていることもあって、法制審議会でも株式制度の見直しを含む会社法制の大幅な見直しの審議

が開始されている。

今後、金融・資本市場法制のあり方をデザインしていくうえでは、「株式とは何か、社債とは何か」、また、「株主や社債権者等の投資家間の利害調整は、いかに行われるべきか」といった問題を分析し、株式と社債に関する「法原理」を探究してみることも、意義があるものと考えられる。また、そうした分析を行うにあたっては、経済学（ファイナンス理論）における議論を参照していくことも有益であろう。

こうした問題意識に基づき、本報告書は、まず1章において、「近年のファイナンス理論における展開（「証券の設計」の議論）」を踏まえつつ、本報告書の軸となる分析の視点として、「『キャッシュ・フローに対する権利』と『コントロールに関する権利』がいかに関与されているか」といった視点を提示している。

次に、こうした視点を軸として、2章では、会社の創業、資金調達、再編、経営悪化、破綻といった、いわば会社の一生におけるさまざま

（注1）『金融研究』所収論文の内容や意見は執筆者個人に属し、日本銀行あるいは金融研究所の公式見解を示すものではない。なお、『金融研究』第20巻第3号（定価1,050円）は、ときわ総合サービス（株）（本『日本銀行調査月報』刊行物一覧を参照）より販売。

（注2）所収論文は、日本銀行金融研究所ホームページ（<http://www.imes.boj.or.jp/>）「発表論文等」コーナーにも掲載されています。

な場面における問題（例えば、米国型ベンチャー契約導入に関する問題、新株発行における有利発行規制に係る問題、株式交換・株式移転や会社分割時の株主保護と社債権者保護の問題、社債管理会社および社債権者集会に関する問題、会社破綻時の利害調整に関する問題）を取り上げ、また、3章では、個々の証券の設計に関する問題として、株式と社債の中間的な形態である優先株、利益参加社債、劣後債、永久債等の「ハイブリッド証券」や、近時話題となることが多い「トラッキング・ストック」を取り上げて、分析している。

最後に、4章では、今後の金融・資本市場法制のあり方を考えていくうえで特に重要と思われる論点を示すことにより、本報告書を総括している。

## ワークショップ「わが国における財政と中央銀行の活動—歴史的視点から—」の様相

日本銀行金融研究所では、2001年3月21日、「わが国における財政と中央銀行の活動—歴史的視点から—」と題するワークショップを開催し、3本の論文をもとに議論を行った。

第1セッションでは、明治初期の財政構造改革・累積債務処理とその影響について、また、第2セッションでは、高橋財政期前後における新規国債の日銀引受発行制度をめぐる日本銀行・大蔵省の政策思想について検討した。第3セッションでは、中央銀行の対政府信用に関する歴史的な考察を踏まえて財政規律と中央銀行のバランスシートについて議論を行い、続く第4セッションでは、全体を通じた包括的な一般討論を行った。

本稿では、ワークショップにおける各セッ

ションの要旨、指定討論者によるコメント、一般討論の様相について紹介する。

## 明治初期の財政構造改革・累積債務処理とその影響

大森 徹

本稿では、歴史上、抜本的な財政構造改革が行われた事例について、その背景、経緯と影響をみるために、明治維新後に明治政府によって進められた財政構造改革と累積債務処理、具体的には、旧幕藩体制下の財政構造を抜本的に改革したと考えられる秩禄処分と地租改正、ならびに旧体制から明治維新にかけて累積した旧藩債務の処理についての整理を試みた。まず、明治政府の財政バランス、プライマリー・バランスの推移を概観し、経常歳入・歳出のベースでみると、明治維新後の比較的早い時期の1875年頃には均衡財政が達成されていたことを示す。次に、財政バランス等の改善の背景にある秩禄処分、地租改正、累積債務処理の推進過程を「量的削減」政策が進められた改革前期（1871～1872年頃）、「質的変更」政策が進められた改革後期（1873～1876年頃）に大別し、改革前期の「量的削減」政策は当時の実体経済活動に対してデフレ・インパクトを与えた可能性があると考えられること、改革後期の地租改正を中心とする「質的変更」政策がその後の明治政府の財政運営スタンスや景気変動パターンに大きな影響を与えた可能性を示す。また、西南戦争後の「大隈財政」期、「松方財政」期の経済政策について、「質的変更」政策の影響が顕現化する形で、結果として、財政・金融面から景気変動を増幅するような政策が採用された可能性を論じている。

## 新規国債の日銀引受発行制度をめぐる 日本銀行・大蔵省の政策思想

～管理通貨制度への移行期における新たな政策  
体系～

井手英策

本稿の課題は、昭和5年2月に設置された「日本銀行制度改善に関する大蔵省及日本銀行共同調査会（以下、共同調査会）」における議論に基づいて、金本位制度から事実上の管理通貨制度へと通貨システムが転換する時期の財政・金融当局の政策思想を明らかにすることにある。この時期の政策選択（金本位制度の動揺と離脱、新規国債の日銀引受発行の開始）は歴史的にみて特筆すべき点があることは周知の事実だが、資料的制約からその政策意図は未解明であった。以下、実証課題とその結論を要約する。

1. まず、日銀引受に関連する日本銀行の政策思想を検討する。引受に関しては「高橋蔵相の強力な要請に押し切れ、『一時の便法』としてこれを容認したもの（日本銀行百年史）」との評価が一般になされている。これに対し、「共同調査会」では金融市場への積極的介入が日本銀行の政策目標として説明され、金融機関への影響力の拡大、売りオペを通じた流動性吸収という政策課題との関連から日銀引受を肯定的に受容していった側面を明らかにする。
2. 次に、井上財政期および高橋財政期の政策背景に注目し、日銀引受の成立を規定した財政・金融的要因を検討する。まず、政府預金勘定をめぐる大蔵省と日本銀行の対抗関係を検討する。日銀引受は、日本銀行の内部に設置された国庫（政府預金勘定）の資金繰り難を解消する点で大蔵省にとっての政治的合理性を持つものであった。続いて、公募発行の

可能性や日銀引受以外の金融緩和策を検討する。当時の財政需要を勘案し、かつ、他の代替的な政策手段（例えば、買いオペによる流動性の供給）と比較しながら、日銀引受に一定の経済的合理性があったことを示す。

3. 最後に、破局的なインフレへと突入していったその後の歴史的経緯を踏まえ、日銀引受の持つ合理性と日本銀行の制度設計の問題性を指摘したうえで、現代における調整インフレ論や日本銀行の歴史認識を再検討する。

## 財政規律と中央銀行のバランスシート

—金本位制～国債の日銀引受実施へ・中央銀行  
の対政府信用に関する歴史的考察—

鏡目雅人

本稿では、中央銀行のバランスシートの健全性の意味を考える際の1つの視点を提供するために、歴史的観点から、日本銀行の対政府信用について、金融市場における政府の資金調達と中央銀行の役割に即して考察する。はじめに、日本において財政に対する市場の規律がどのように作用していたのかという点を軸に、インフレ、金融市場全体の資金の流れ、ならびに政府の資金調達と中央銀行の対政府信用の関係について、歴史的事実の整理を行う。続いて、中央銀行の対政府信用に関する最近の研究を踏まえ、上記の歴史的事実に基づいて中央銀行の対政府信用と財政規律との関係について、整理を試みる。

金輸出が停止されていた第1次大戦後の時期を含めて、わが国が金本位制を採用していた時期には、内外金融市場の連動性が保たれており、これが財政規律の確保につながっていた。1920年代には、第1次大戦を契機とする経済・社会構造の変化を受けて財政の構造的赤字が増大し、金本位制を維持するための緊縮的な財政運営が

困難化していたが、政府は金本位制維持に対するコミットメントを継続しており、長期的に均衡財政への復元を図る意思はあったので、財政規律が完全に失われていたとはいえない。その後、高橋財政期には、金本位制からの離脱、国債の日銀引受をはじめとする政策運営スキーム

の根本的な変更が実施されたが、金本位制に代わる財政規律メカニズムは存在せず、中央銀行は財政支出のファイナンスを念頭に置きながら政策を運営せざるを得なかったという意味において、金融政策の財政政策化が進展し、財政規律の喪失につながったことが示唆される。