

神木良三著

『株式市場への公的介入』

(千倉書房, 2001年9月)

佐 賀 卓 雄

2002年1月末から株価(日経平均)が1万円を割り込み、企業や銀行の保有株式の含み損が大きくなるにつれ、政府は新たに創設された銀行等保有株式取得機構の政府保証枠2兆円を早急に準備して、持合株式の売却を前倒しで進めることを決定した。日本経済は1990年代だけでも様々な名称の「緊急経済対策」の下にこうした光景を繰り返し経験してきた。

このような株式市場への公的介入は先進国の中ではほとんど例をみないものであり、こうした政策についてはもっと議論が行われても良いと思われるが、奇妙なことにこれまで学術的な分析の対象とされることは少なかった。これはわが国における証券市場研究が、どちらかというところ欧米の理論の紹介とその分析枠組みの適用を中心に行われてきたことの一つの現れといえるかもしれない。こうした研究のスタンスではわが国独特の現象を分析対象として正面から見据えることが難しいと考えられるからである。

しかし、歴史的観点からいえば、株式および株式関連市場への公的介入は徳川時代の米相場への介入以来、延々と続いてきたわが国市場運営の特徴であり、将来の市場運営哲学を考える上でこうした特質の分析、評価は証券市場研究

の非常に重要なテーマである。

本書は表題が示しているように、株式市場への公的な介入について歴史的、理論的に論じた意欲的著作であり、今後、この問題を分析する上で必ずや関説されるべき文献の一つであろう。

I. 本書の構成と内容の概観

最初に本書の構成と内容を概観しておこう。本書の第I部は、徳川幕府の米相場への介入に始まる公的介入の歴史を、現在までのいくつかのトピックスを取り上げ、それらを紹介、分析しながら、政策効果を評価している。第II部は、第I部での分析と評価を踏まえて、株式市場への公的介入についての理論的な考察を展開している。

本書全体の結論を先取りしてしまうと、公的介入が容認されるのは経済理論的に「市場の失敗」が問題になる場合であり、株価の暴騰、暴落に対する政策として市場の取引ルールを整備、強化以外の、直接的な需給調節を目的とした公的介入が正当化される根拠はないということになる。このことを非常に強く述べている

のは、第7章の結論として、「・・・少なくとも価格発見機能をもつ証券取引の自由市場で成立する価格は、一種の社会的総意を反映したものである。市場の完全性という神学的聖域で成立した証券価格であるとの前提を認めなければ、市場主義経済社会は成立しないのである。したがって政府が証券価格を維持・管理するために需給量を調整することは、社会的合意を無視するものであり、神学的聖域に土足で入り込むことに等しい」(173頁)と述べた個所である。ここでは、続けて需給量を人為的に左右して株価に介入するのは「交換の正義に反する行為」と断罪している。

評者も需給調節を目的にした株価への公的介入には反対であるが、その論拠はよりプラグマティックである(後述)。著者のような価格メカニズムへの絶対的信頼を論拠とする公的介入反対論を仮にこの問題に対する「市場原理主義」と呼ぶとすると、問題の核心はなりふりかまわない介入が繰り返されざるをえない株式市場の構造にあり、その是正をとまなわない市場原理主義に基づく反対論は虚しく響くだけと考えるからである。

本書の主張の評価は後で詳しく述べるとして、各章の内容を概観しよう。第1章は、証券市場における公的介入の起源である徳川幕府による米価調整策を分析している。幕府が行った政策は幕府・諸藩の財政基盤であった米価の引上げを目的とした米の供給量削減、需要量増加、流通機構の整備などであり、こうした政策の一環として1730年に世界最初の米の先物取引市場である堂島米会所が公認されたといわれる。幕府はそれまで米価高騰の原因は米の延べ取引(先物取引)にあるとみてこれを規制してきたから、米価引上げのためにはこれを公認す

れば良いという理屈である。こうした経緯からすれば、日本における米の先物市場である大阪堂島米会所(帳合米市場)の創設は、シカゴ商品先物取引所(CBOT)のそれとは異なり、生産農家と農産品加工業者が必要とする価格変動をヘッジする市場機構が自然発生的に創設されたのではなかったということになる。むしろ、幕府が資金手当てまでして米の需要量を操作しており、今日まで続く市場価格への公的介入の思想的基盤が江戸時代に形成されたことを示しているという。

第2章は、明治政府による公債価格維持政策とそれに対する福澤諭吉の批判の分析をとうして、政府の政策論理が市場原理に優先してきた例証と評価している。つまり、明治政府は1874年に株式取引条例を制定するが、この所管が大蔵省国債頭と規定していたことから分かるように、取引所設立の目的は国債市場の開設にあった。そして、78年には株式取引所条例が制定されているが、この目的も公債価格の維持と平準化にあったというのが通説である。取引所開設と平行して、明治政府は同様の目的から、秩禄公債の買取り、公債払込による国立銀行の創設、日銀の公債担保貸出の優遇措置など、公債価格維持政策を実施している。

第3章は、1965年(昭和40年)の証券不況に対して採られた株価維持策の分析である。この時の増資調整、主要金融機関や生命保険会社への株式の買い出動要請に始まり、株式棚上げ機関(銀行系の共同証券と証券会社系の証券保有組合)の創設、さらには日銀特別融資の発動による証券会社救済(これは山一證券のメインバンク救済をも意図していた)と続く株式市場対策は、経済危機へのドラマティックな対応とも相まって、1990年代から現在に至る株価低迷期

にもしばしば言及されるほど、一部の関係者の間では株価対策の成功例とされているようである。しかし、著者によれば、昭和30年代の第1次高度成長期と昭和40年代前半の第2次高度成長期の、丁度、分水嶺に位置する、俗に「証券恐慌」といわれる経済危機とそれに対する一連の株価対策はほとんど効果がなく、再び日本経済を成長軌道にのせたのは戦後初の国債発行をとまなう景気対策であったという。この章の結びの「・・・市場原理を人為的に支配できると考えたことは、昭和40年証券不況の負の遺産となったといえよう」(92頁)という言葉は、当時の株価対策に対するこのようなネガティブな評価を端的に示している。

現在ではこうした見方は決して少数派という訳ではないが、株価の低迷の下でしばしば株価対策のモデルとして言及される現実をみれば、実証分析を踏まえた評価は貴重である。

第4章と第5章は、1990年代の株式市場の低迷と株価対策の分析、評価である。この期間を二つに分けているのはバブル崩壊前期(90年初頭から92年末まで)と後期(93年1月から99年末まで)では株価構造の相違に基づくとして、(株価トレンドについては、96頁の図4-1A、4-1Bを参照)、他方では「単に執筆上の区切り」(121頁)とも述べているから時期区分に本質的な意味はないと考えて問題ないと思われる。以下では、バブル期の株価高騰のメカニズムと本章が執筆された以後の株価対策について若干の補足を加えつつ、内容の紹介を行う。

バブル崩壊の構造を分析するには、まず1980年代後半の株価の持続的上昇のメカニズムを簡単に整理して置く必要がある。85年9月のプラザ合意に基づく円高誘導は輸出産業を中心に円

高不況の不安を高め、日銀は翌86年1月から公定歩合を3度にわたり0.5%ずつ引き下げ、3.5%とした。その後も金利引下げに対する日銀への政治的圧力が続き、87年2月のルール合意にあわせて実施された0.5%の引き下げによって、1882年(明治15年)の日本銀行創設以来、史上最低の2.5%という公定歩合が実現する(これでも、「流動性の罠」に陥っている現状からみれば、かなりまともな金利水準である!)。度重なる金融緩和策によって供給された資金は土地、株式へと向かい、資産価格を上昇させた。そして、企業は高株価を利用して活発なエクイティファイナンスを行い、個人投資家は投機的利益の取得を目指して大挙して株式市場に参入してきた。

日本経済はこのような連鎖による資産価格高騰を既に1973年(昭和48年)の第一次オイルショックに続く狂乱物価の時期に経験済みであるが、その時との違いは物価上昇が資産価格の上昇に止まり、一般物価に波及せず、オイルショックの時のようなパニック的な換物運動が起きなかったことであろう。したがって、資産価格の上昇は日本経済の実力を示すものであるとか、地価の上昇は国際金融センター・東京のオフィス需要を反映したものである、といったもっともらしい議論が跋扈したのである。このことが、既に資産価格、中でも地価が異常な高騰を示していた87年のブラック・マンデー以降も、日銀が金利引上げのタイミングを遅らせ、本格的な金融調節に着手しなかった背景であろう。一言でいえば、狂乱物価時の学習効果が生かされなかったということである。

しかし、89年5月以降の数度にわたる公定歩合の引上げ、90年4月から金融機関の不動産関連投資に対する総量規制の導入は、株価の高騰

→エクイティファイナンスによる資金調達→土地・株式への投資→資産価格高騰による担保価値の増大→借入によるさらなる土地・株式の取得という、バブル期の資産価格高騰の歯車を逆回転させる契機になった。日経平均は1989年大納会の史上最高値38,915.87円から翌年4月2日の28,002.07円まで、一気に28.04%も低下し、その後財政出動などによる一時的な回復はみられたものの、今日まで低迷が続けている。ちなみに、日経平均1万円はピークの25.7%の水準である。地価は地域によってバラツキがあり、株価のように一つの数字で比較できないが、バブル期に地価の上昇が最も激しかった首都圏商業地では数分の1になっている例もみられる。

こうした中で、最初に証券市場の担い手である証券会社に対する信頼を揺るがす大口投資家への損失補填、「飛ばし」(株現先)事件、暴力団との癒着といった証券スキャンダルが露見した。さらには、資産価格下落にともなって次第に深刻になってきた不良債権問題とシステムック・リスク発生が懸念される事態になった。これに対して当初、採られた措置は、公定歩合の連続的引下げによる株式相場、債券相場の回復であった。それと平行して、景気対策が採られている。このことから、「昭和40年証券不況の株価維持策が投信・証券業者対策であったとすれば、90年代バブル崩壊前期における株価維持策は金融機関対策であった」(107頁)という評価が下されるのである。

しかし、その後も株価は本格的に回復しないまま、事態は一層深刻化し、97年以降は大手金融機関の破綻により全般的な金融システム不安の状態へと突入していく。

このような事態の深刻化に対して政府が採っ

た措置は、公的資金を投入して需要を創出するという株価対策であった。しかし、昭和40年証券不況の際の棚上げ機関であった共同証券が「ダウ1,200円防衛」を旗印に特定の銘柄(ダウ組入銘柄)を発注して買い出動したために、株価形成を歪めたと批判されたことを考慮して、株価維持戦術がより巧妙に、高等化したことが特徴であるという(131頁)。

つまり、1992年9月から93年10月にかけて数度にわたって行われた株価維持策はPKO(プライス・キープ・オペレーション、株価維持策)、PLO(プライス・リフティング・オペレーション、株価上げ策)と呼ばれたが、どの銘柄にいくらの買い注文を入れたかが公表されなかった。この仕組みは、郵便貯金、厚生年金および国民年金は大蔵省(当時)の資金運用部に預託されるが、その一部は年金福祉事業団や簡易保険福祉事業団に貸し付けられ、自主運用として信託銀行に株式組入れ制限を設けない単独運用指定金銭信託(指定単)として運用委託され、市場での株式買上げに充当されるというものである。

この結果、株価維持のための買い出動と自主運用との区別が覆い隠されることになってしまったため、時折、新聞等で報道される情報でしか把握できなくなったのである。これによって、政府は介入をおおす発言によって株価に一定の影響を及ぼすことが可能になったという(130-31頁)。

それにしても、国民の大事な金融資産や老後の生活資金の一部が株価の買支えに充当され、それについて何らの説明も行われないという状況はおおよそ民主主義に求められる政府の説明責任(accountability)をまったく無視したものであり、発展途上国並みの証券市場のレベルと

いわれても反論の余地はない。

しかし、こうした介入によっても株価の本格的な回復はみられなかった。かくして、1998年になると、様々な組織、機関から株式買取機構の設立構想が提案されるようになった。2001年11月に創設が決まった銀行等保有株式取得機構は、参加銀行の資金を基本に2兆円の政府保証枠を付け、買取り銘柄を銀行保有株に限定していることが特徴である。これは、銀行の株式保有問題がここ数年の経済危機の進行に対して深甚な影響を及ぼしていることを雄弁に物語るものであろう。

第6章は、1990年から92年にかけての株価暴落過程で株価先物取引が急増し、それが現物市場の出来高減少をもたらしたとする「先物取引悪玉論」と、日経225先物取引に対する政府介入についての分析である。これは株式市場への公的介入の応用問題ともいえるものであるが、紙数の関係でこれ以上の紹介は省略したい。

第2部は、以上の実証分析を踏まえた理論展開である。まず、第7章では証券市場が競争市場である論拠、競争市場であることの要件を論じ、証券取引規制の必要性和価格への公的介入の誤りを主張している。第一に、市場経済は交換関係の公正性が維持されることが必要であるが、その一部を構成する株式市場のルールは権利の平等、機会均等を内容とする「交換の正義」を基盤とするものでなければならない。したがって、市場取引の公正性を確保する上で重要なことはゲームの明確なルールの制定・維持とゲームの審判である。

第二に、市場で形成される価格、および価格メカニズムの評価である。この問題は本書の主題に直接に関わっているため、著者の意気込みが感じられる箇所である。経済学では市場で形

成される価格は個々の取引参加者が取得した情報に基づいた自由な判断に従って市場に流入した需要と供給が均衡した価格の集積として社会的に評価されたものであるとみなす。そして、個別経済主体は市場価格をシグナルとして活用し、新たな取引に参加するかどうかを決定することによって新たな均衡価格が形成される。この価格情報のシグナル機能が市場経済における資源配分のメカニズムの核心であるため、できるだけ取引参加者が情報上、平等な状態にいたることが望ましい。したがって、証券市場では情報開示の強化を根幹とした規制が行われるのである。

第三に、それにもかかわらず、証券取引は取引対象物が一般の財とは異なり使用価値をもたず、収益や価格の不確実性を基盤としているため、自由放任に委ねるとあらゆる不公正な取引が跋扈する危険性がある。かくして、取引の公正性を維持するための規制が必要とされることになる。

ここで著者は、アメリカの1920年代の証券市場を例に、「市場の失敗」として、過当投機、詐欺的な新規証券の発行の販売、株価の相場操縦をあげ、これらに対する「交換の正義」の維持を目的として政府介入が行われ一連の連邦証券規制が採用されたと述べている。それに対して、株価の崩落自体は市場の失敗ではないため、「市場経済の聖域である自由な株価形成」への公的介入は「人為的な証券価格を創出する統制経済そのものであり、許されるものではない」と述べている(167-68頁)。

第8章は、反対に証券市場への公的介入を支える論理を検討している。ここでは、政府介入の例として農産物市場と外国為替市場を取り上げ、証券市場との比較を行っている。まず、わ

が国における証券市場論研究が証券市場への公的介入についてほとんど取り上げていないことを指摘した上で、数少ない例としてその背景として市場の底の浅さを指摘した故福田敬太郎氏の研究をあげている。また、戦時下においてもウォール街を統制下におかず、自由市場としての取引所の機能を守ったアメリカについてレフラー氏の研究に言及している。次に、市場価格への介入の例として農産物市場と外国為替市場を取り上げ、その根拠を論じ、それと比較して証券市場における介入は公共政策上、正当化される理由はないことを主張している。

最後に、アメリカにおいて例外的に政府介入を容認する MIT のカバレロ氏の議論を紹介し、それが新興経済諸国において過当投機の介入によって金融資本市場が一時的に混乱した場合に限定された主張であることを指摘している。

要約すると、公的介入が正当化されるのは、市場が一時的に混乱状態にある場合であり、危機を招来した経済問題が構造的である場合には失敗することは明白であるという。

結章は、1987年のブラックマンデーの調査報告書であるブラディ・レポートで指摘された日本の証券市場の異質性、また大蔵省の PKO を批判したマートン・ミラー氏の議論を援用し、たとえ緊急避難措置であっても市場価格という神聖不可侵な神学的聖域への侵犯は許されるべきではないと結んでいる。「国家非常の際には株価維持策も止むを得ないとする発想は、衣を現代風に替えただけで中身は徳川幕府の米価維持策と少しも変わりがない」(194頁)、また最近の銀行保有株式買取機構は銀行も要望していたもので、その意味では政官馴れ合いの「徳政令」を求めたもので、「政策の優先準備もなけ

れば経済社会の改革哲学もないのではないか」(195頁)という断罪は著者の市場原理主義者としての面目が如何なく発揮されている。

II. 若干のコメント

以上が本書の内容である。特に第 I 部の実証分析は丹念なファクト・ファインディングに基づいており、評者も教えられることが多かった。以下では、若干のコメントと評者が抱いた疑問点について述べたい。

価格メカニズムに絶対の信頼を置き、株式市場への公的介入を神聖不可侵の聖域への侵犯と断定する著者の主張は明快である。しかし、それだけにより一層、原子論的競争状態をモデル化した市場経済を基準に、証券市場の様々な態様を論じていくことに評者は違和感を禁じえない。また、公的介入の根拠を「市場の失敗」に求めることは一応の納得はいくのであるが、証券市場における規制には固有の論理が存在するように思えるのである。要するに、市場経済一般の論理で証券市場における様々な規制の正当性を判定するのは困難のように思えるのである。

一例として、証券市場では相場操縦として禁止されている行為を考えよう。著者の考えでは、これは証券市場における「市場の失敗」の例であり、「交換の正義」の維持、つまり取引の公正性維持の観点から禁止されるべき行為ということになろう。評者はこの議論には何ら異論はなく、全面的に同意する。問題は他の市場においては類似の行為は決して違法な行為とはみなされないということである。例えば、私鉄会社が路線を新設あるいは延長する時に、あらかじめ子会社あるいは系列の不動産会社に沿線

の土地を取得、宅地開発させ、鉄道敷設後に地価の値上りを待って売却するという行為は特に問題とはされない。また、かつて大手スーパーが実際に行っていたことであるが、あらかじめ店舗建設に必要な土地の数倍を取得して置き、実際に店舗の建設が確実に周辺周辺の地価が上昇した段階で余分に取得していた土地を売却して上物（建物）の建設資金を捻出するという行為も特に問題にはならない。これらは経済学的には兼業の利益を生み出す「範囲の経済」としてむしろ肯定的に論じられてきたものである。しかし、これらの行為は証券市場では内部情報の利益化という意味でのインサイダー取引違反、また相場操縦の疑いの濃い取引である。

このようにみれば、証券市場における規制の根拠を市場一般の「市場の失敗」にのみ求めることには無理があり、それとは次元の異なる論理が必要であることが分かる。私見では、これは証券市場の公共財としての性格に根拠を有すると考える。

つまり、証券市場は、黒字部門から赤字部門への資金仲介が不特定多数の、情報上の格差のある市場参加者のリスク負担において行われる市場である。これらの投資家が発行会社、仲介業者（証券会社）を信頼して市場に参加することによって、証券市場の資金調達機能、資産運用の場の提供という機能が強化される。したがって、情報開示の徹底、取引ルールの策定、業者の監視などを内容とする証券規制は、何よりも証券市場の機能の強化を通じる国民経済の健全な発展のために必要とされるのである。

アメリカにおいて2000年10月に導入された公正開示規制（レギュレーションFD）は、特定の投資家、アナリストなどへの選択的情報開示を禁止し、あらゆる市場参加者に情報を同時に

開示することによって、証券市場における民主主義の徹底を目指したものである。アメリカの1934年証券取引所法第11A条が「証券市場は守られるべき重要な国家財産である」と高らかに宣言しているのも以上のような意味を包含している。

次に、本書の直接的主題である株価への公的介入の評価についてもいくつかの疑問点がある。まず、評者はこの問題に対して、需給調整による株価への公的介入のコストとベネフィットを比較した上で、後者が前者を上回る場合には容認されるという、プラグマテックな立場を採っている。したがって、為替相場への介入がそれほど問題視されないのに対して、株価への介入が何故、問題になるのかといえ、国民経済の適切な運営という基準に照らして、前者が所期の効果を期待できるのに対して、後者は効果よりも副作用の方が圧倒的に大きい故に、公的介入は正当化されないのである。言い換えれば、評者が反対するのは、決して株式市場を聖域視しているのではないし、介入による効果を発揮させるには資金的に非現実的だからという理由でもない。問題は、一つは、本書では取り上げられていないが、介入の最も大きな副作用として株式市場の停滞（出来高の減少）を招くこと、もう一つは、資本移動が自由化されている下では、人為的な株価の支持は投機資金の絶好の餌食になるのが目にみえている（これは為替相場への介入にも当てはまる）からである。これらについて、少し説明を加えておこう。

株式市場では、買い注文と売り注文の多寡により株価は変動する。買い注文が多ければ株価は上がるが、一定の水準で上がり過ぎと判断する投資家が現れ、売り注文が増えて株価は低下

するだろう。反対に、売り注文が多ければ株価は低下するが、一定の水準まで下がれば、底値と判断する投資家が現れ、買い注文が増えて株価は反発するだろう。このように投資家は価格をシグナルとした投資行動を採る。これが本書の著者が絶対的な信頼を置く価格調整メカニズムであり、神聖不可侵な聖域とみなすものである。

さて、ここで人為的な介入が行われると、株価の天井と底値の判断が難しくなり、株価のシグナルとしての役割が働かなくなる危険性がある。投資家は人為的な介入がなければ買いと判断する水準でも、それが人為的な買い入れの結果であるとすれば、それが引き上げられればもっと下がるかもしれないと考えるだろう。また、株価について悲観的な見通しが強ければ、投資家は公的介入に売りで応えるであろう。いずれにしろ、価格調整機能は麻痺してしまう。

こうなると、投資家は疑心暗鬼になり、様子見の行動を採る傾向が強まる。かくして、人為的な介入が行われると、売買高が減少するのである。実際、日本共同証券が買入れを始めた1964年(昭和39年)には取引が極端に落ち込んでいるし、92-93年のPKOの際にも同様の現象がみられた。

さらに、国際的な資本移動が制限されていた1964年当時とは異なり、ヘッジファンドに代表される国際的な投機資本に翻弄される危険性も強い。1992年から93年にかけての欧州為替相場メカニズム(ERM)に対する投機資本の攻撃が、イングランド銀行をはじめとした欧州各国の中央銀行の完敗に終わったことは記憶に新しい。あるいは、97年から98年にかけてのロシア危機、東南アジア危機を思い起こすがよい。確実な買い手が存在すれば、投機資本にとってこ

れほど美味しいビジネスはないだろう。

かくして、需給調整手段(株式買入)による株価への公的介入はかつてと較べても強烈な副作用をともなう可能性が強いといえる。それにもかかわらず、わが国では株価が下落する度に相場管理的な発想が頭をもたげてくるのは本書の第I部が紹介しているとうりである。最近の例では、2000年5月に株価が急落した時に、自民党の一部の議員から1兆円規模のPKOを実施すべきだという意見が出されたし、昨年創設された銀行等保有株式買取機構は参加銀行の拠出金が基本とはいえ、2兆円の政府保証枠が付けられ、今年2月には株価の急落を受けてこの保証枠が早速利用されることになった。

本書の中でも紹介されているように、欧米諸国では株式市場への公的な介入が行われた例はない。株価が暴落しても、採られる対策は緊急には流動性の供給や金利引下げなどであり、やや長期的な観点から市況の回復のためにオーソドックスな財政・金融政策が発動される(1987年のブラックマンデーの際の対応が典型である)。金融システム安定のために個別の金融機関の救済が必要な場合には、民間ベースで救済スキームが作られ、極めて例外的にそれに中央銀行が関与することはある(ただし、救済のために公的な資金が投入されることはない)。最近の例では、1998年にヘッジファンドのロングターム・キャピタル・マネジメント(LTCM)救済のためにニューヨーク連銀が中心になって民間金融機関のシンジケートを組織した。しかし、この時にも一民間金融機関の救済のために中央銀行が行動するのはおかしいという批判があった。

本書が分析しているように、このような違いは歴史的経緯に根ざした部分があるのは確かで

あろう。しかし、実態的にいえば、わが国の株式保有の構造が企業と金融機関の持合関係を中心に形成され、株価の大幅な下落が金融システム不安に直結する構造になっていることが問題である。この構造にメスを入れない限り、公的介入への誘引を抹消することはできないだろう。

銀行の株式保有を禁止し、金融システムから価格変動リスクを除去するためには、リスク負担者である個人投資家の一層の参加が不可欠で

ある。したがって、議論は再びわが国証券市場の「底の浅さ」という問題に戻ってくる。この問題の行く末も個人投資家の育成の成功次第ということになろう。

いずれにしろ、株式市場への公的介入を正面から分析した労作が公刊されたのを機に、この問題についての議論が活発化することを期待したい。

(当所東京研究所主任研究員)