

2009年7月23日公表

《番外編・研修レポート》

株式市場への政府の介入について

2009年度研究生¹

＜講師からの課題とその問題意識＞

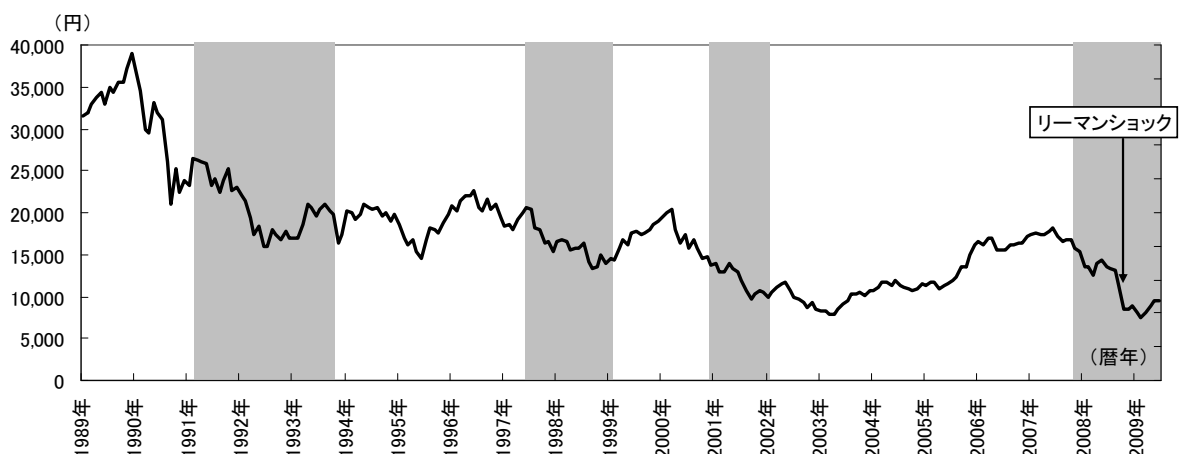
課題：株式市場へ政府が介入することの是非について

＜問題意識＞リーマン・ショック後、株価は急落し日経平均は3月に一時、7,000円を割り込んだ。政府は株価対策の観点から公的資金による株式買い上げの方針を緊急対策に盛り込み、実際に議員立法として、国会に提出された。一般に、政府による株式市場への介入には否定的な意見が多い。市場への介入といえ、外国為替市場における政府の為替介入が頭に浮かぶ。法律上認められており、最近でこそ使われないが、かつては円高阻止の観点から頻りに政府による市場介入が行われた。株式市場は駄目で、何故為替市場はよいのか。研究生に考えてもらいたい。

▼ポイント▼

- ✓ 株価は将来収益の割引現在価値であり企業の自助努力が不可欠
- ✓ 株式市場の規模拡大で介入効果に疑問
- ✓ 知的議論を高めワイズスペンディングに徹すべき

図1 日経平均株価の推移



(注) 月末値ベース。シャドーは景気後退局面
(資料) 日本経済新聞、内閣府

- 1 -

¹ 本稿は植中 雄司、川手 伊織、高山 武士、野中 卓人、伴 真裕子が執筆・分析に当たった。講師は竹内 淳一郎。

【法案提出の背景】

2008年9月の金融危機を契機にリスクマネーの収縮が起こり、先進国・新興国を問わず世界の株式市場は暴落した。日本の株式市場をみると、08年9月に1万2000円台で推移した日経平均株価は、09年3月10日には7056円と終値ベースでバブル後最安値を記録した（図1）。一部の銘柄では、株価純資産倍率（PBR）が1を下回るなど、異常とも言える株価の下落が続いた。

こうした危機的状況の打開策として、政府は日銀に続き、銀行保有株や企業保有の銀行株の買い取りを始めた。これは、株安が銀行のリスク許容度を低下させることにより生じる貸し出しの抑制を防止することを目的とするもので、2001～02年に経験済みの措置だ。さらに株価急落への対応として、株式買い支えの公的資金として50兆円の枠を設ける「資本市場危機への対応のための臨時特例措置法案」が09年4月27日に国会に提出された。本法律案は、衆院の解散により、廃案となったが、株式市場への公的介入は、先進国では類をみない施策であり、本レポートでは、その是非について考えてみたい。

【法律案の概要】

法律案の概要は、表1のとおりである。この法律案は時限立法であり、株式買い付けの要件を見ても、株価の著しい下落に備えた、緊急時の措置であることがわかる。本法律案の立案・提出時は、前節で述べたような株価の底割れ懸念がくすぶり続けていた。株式市場への介入で崩れた需給の均衡を正常な状態に近づけることを目的とした法律案だ。

【株式介入と為替介入の比較】

株式市場への直接介入の前例は海外の先進国を含めほとんどない。わが国では、1965年の「証券不況」時に、大手銀行や証券会社を中心に設立した日本共同証券などが買い付けに踏み切った程度だ。

政府・日銀による市場介入としては、外国為替市場への介入がより一般的だ。03年～04年春には円高進行によるデフレを抑えるため、累計35兆円の円売りドル買い介入を実施。「当局による通貨操縦」という批判はあったものの、為替介入は、株式介入に比べれば国際的にも、歴史的にも広く行われてきた。為替相場は二国間通貨の交換レートを定めるものであり、秩序なき値動きが生じた場合、経済活動に負の影響がもたらされる。また、個々の経済主体では、どうにも対処できない課題だけに、国として関与することが是認されてきたのであろう。単純化すれば、国防や外交が国家の役割であるのと同じように捉えられてきたものと考えられる。

一方、株式相場は為替のように一方の国の通貨が増価すれば、もう一方の国の通貨が減価するというトレードオフの関係にはない。そもそも、株価は将来収益の割引現在価値を表すものであり、株価上昇の根源的な要素として企業の収益改善努力が欠かせないことは論をまたない。よって、政府が株価の底上げを目指すのであれば、財政出動をはじめとする需要喚起といった間接的な施策が真っ当な手段といえる。

【株式介入の効果に疑問】

以上のように、政府による株式市場への介入という施策は、その性質からみて論拠に乏しいと言わざるを得ないが、同時に以下でみるように効果という面からも疑問が残る。

「証券不況」時の株式買い取りは、日本共同証券（1964年1月設立）が1897億円、日本証券保有組合（1965年1月設立）が2327億円の買い入れをそれぞれ行ったが、図2のとおり、目立った効果は見られなかった。

1960年代半ばの東証一部の時価総額は8兆円前後であったが、株式市場の規模は年々拡大している。金融危機による株価急落で直近ピークの07年6月（560兆円）より5割近く減少したものの、現在の時価総額は300兆円弱に上るなど、「証券不況」時とは比べ物にならないほど拡大した（図3）。株式市場が未発達で小規模だった当時ですら、株価の推移を見る限り、

株式市場への介入が成功したとは言い切れず、今日時点の介入は、なおさら効果が疑問視されるところである。

また、株式市場への介入ではないが、最近介入が行われた例として、今般の金融危機における韓国政府のウォン防衛の効果を検証しておきたい。韓国政府は資本流出を食い止めるため、外貨準備を取り崩し韓国ウォン買い・ドル売り介入に踏み切ったが、図4のとおり、ウォン安の流れを食い止めることは出来なかった。外為市場も、株式市場と同様、取引規模が年々拡大しており（図5）、危機による強烈的な資本の流出が起きた場合などでは、介入のインパクトも小さくなってきている。わが国の政府・日銀を含め先進国では、最近はあまり為替介入が行われてない。これには、米国を中心に通貨操縦に関する批判が定着しているほか、そもそも介入の効果を疑問視する専門家も多い。

このように、現在の株式市場の規模からみても、また、介入が為替であるか株式市場であるかにかかわらず、その効果は極めて限定的であると推察される。

【ワイズスペンディングにカ点を】

以上のとおり、株式市場への政府による介入は、効果が期待出来ないと結論付けられる。では政府は各種の投資指標で説明できないような異常な株価の急落を放置すべきであろうか。もちろん、答えは否であり、株価を引き上げることはあくまでも間接的な目的である。本来の目的は、法律案の目的規定において定められている「国民経済に深刻な影響が及ぶことを防止」することにある。政府は株価そのものを直接に、引き上げることを目指すのではなく、減税や財政出動・規制緩和による高付加価値産業の育成等を通じて企業収益を高める「ワイズスペンディング」に徹すべきだ。これらの施策は長期的な収益回復を企図とするものであり、株価の回復に関して即効性がないとの批判もあるが、株価は将来収益の割引現在価値なので、施策の公表により市場が企業の収益回復を期待すれば、それは即座に株価に反映されよう。

今回の法律案提出後、内外の在庫調整の進展や各国の財政政策の出動などを受け、日経平均株価は09年6月には1万円台を回復。株価の底割れ懸念は急速に後退した感があり、危機感の弱まりからか、本法律案は衆院の解散をもって廃案となった。株価回復は喜ばしいことであるが、十分な議論がされないまま本法律案が廃案になったことは、知的議論の機会を逸したという意味において、大変残念なことであると言えよう。

以上

<講師の評価>☆☆☆☆

<講師のコメント>

・そもそも株価と為替では、その性質が違うことから、株式相場に政府が関与すべきでないことを指摘した上で、介入効果も期待できないことを、手際よく整理してくれた。

・恐らく、今回の回答が標準的なのであろう。

・それでも、筆者は100%納得していない。市場が混乱し通常の価格形成が行われない場合に、政府が市場への介入手段を保持することは、本当に望ましくないと言い切れるであろうか。異常な状況において「通常の価格形成が行われていない」と考えるのであれば、株価は割安なのであろう。国民の資産を預かる公的主体が「バーゲン・ハンティング」として株式を購入することは、結果として国民の保有財産を増やすことになるのではなかろうか（profitability criterion 的な発想）。

・研究生も指摘しているが、株価の回復を受け、景気的最悪期が過ぎたとたんに、事実上、廃案というのは些か、動機が不純との謗りを免れ得ない。抽象的かつ重要なテーマであるからこそ、きちんとした議論を「平時」から蓄積しておくべきように思う。

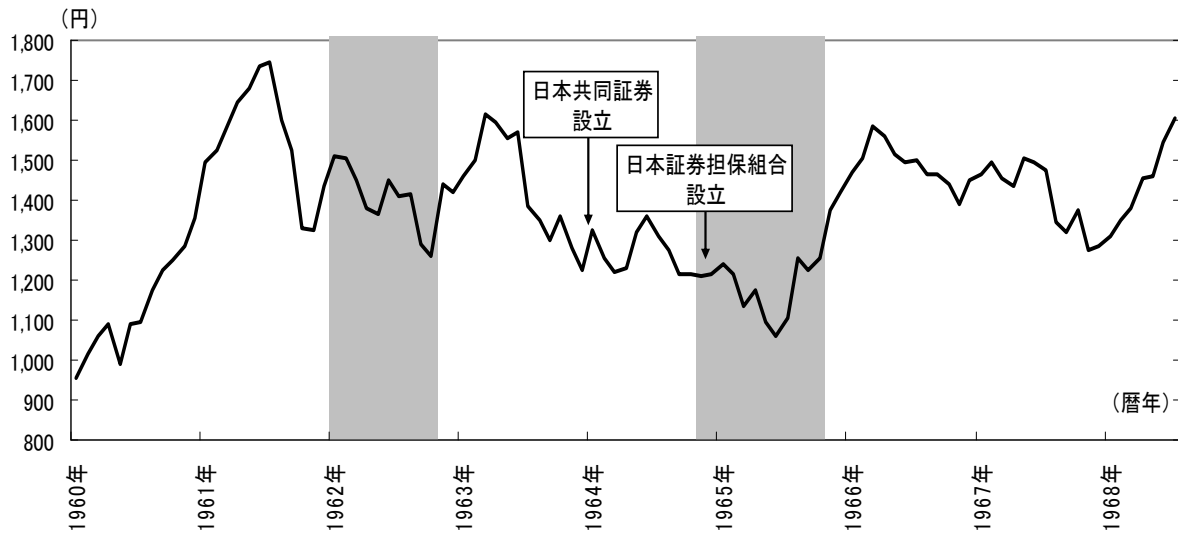


表1 資本市場危機への対応のための臨時特例措置法案

目的	我が国資本市場の価格形成の機能の発揮に極めて重大な支障が継続する非常の事態(以下「資本市場危機」)に備え、株式等の買付けに係る特例措置を臨時に整備。資本市場の機能保全を図り、国民経済への深刻な影響を防止。	
株式等の買い付け期間	2012年3月31日まで	
株式等の買い付け要件	(1)資本市場の全般的な株価が上場会社の財務状況に照らし著しく下方に乖離している (2)資金繰り目的の株式の大量売付けなどで、資本市場での株式の需給が著しく緩んでいる (3)(1)及び(2)の状況が相当程度継続する場合。	
「株式等の買い付け」の対象となるもの	(1)取引所金融商品市場の特定上場投資信託(証券投資信託で、①その投資信託財産の一口当たりの純資産額の変動率を上場企業の全般的な株価水準を表す特定株価指数の変動率に一致させることを目的とする②その受益権が金融商品取引所に上場されている——という要件を満たす)受益権の買付け (2)特定株価指数に採用されている銘柄の株式の一括買付け (3)特定株価指数又は特定上場投資信託の受益権に係る市場デリバティブ取引	
資本市場 危機対応 機構	資本金	政府が出資する金額とする
	業務	特定上場投資信託の受益権の買付けや株式の一括買付けおよび買付けた受益権や株式の管理及び処分など
	資金調達	政府保証付での日本銀行、金融機関等からの借入れおよび債券の発行
	解散	2012年4月1日以後
	残余財産	残余財産は国庫納付。損失は政府補てん

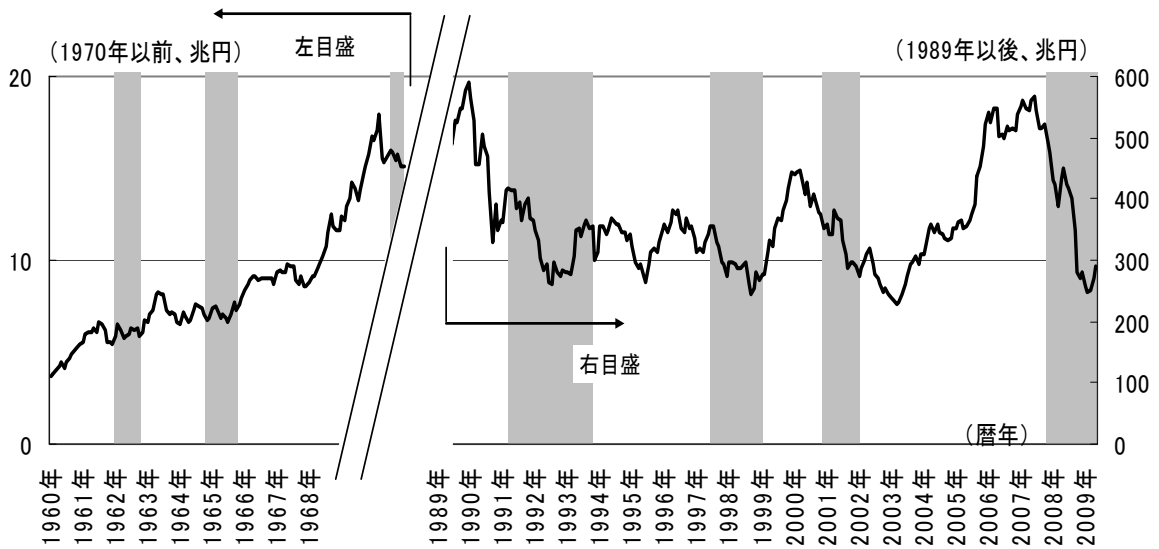
(資料)議案の要綱をもとに作成

図2 「証券不況」時の日経平均株価の推移



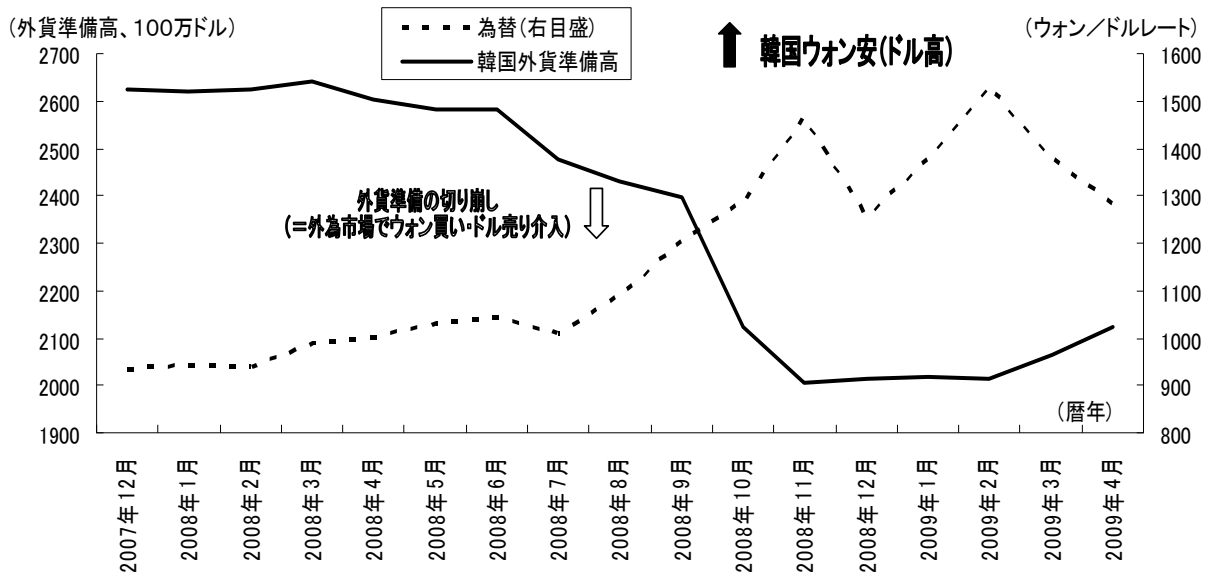
(注) 月末値ベース。シャドーは景気後退局面
 (資料) 日本経済新聞、内閣府

図3 「証券不況」時と近年の東証1部時価総額



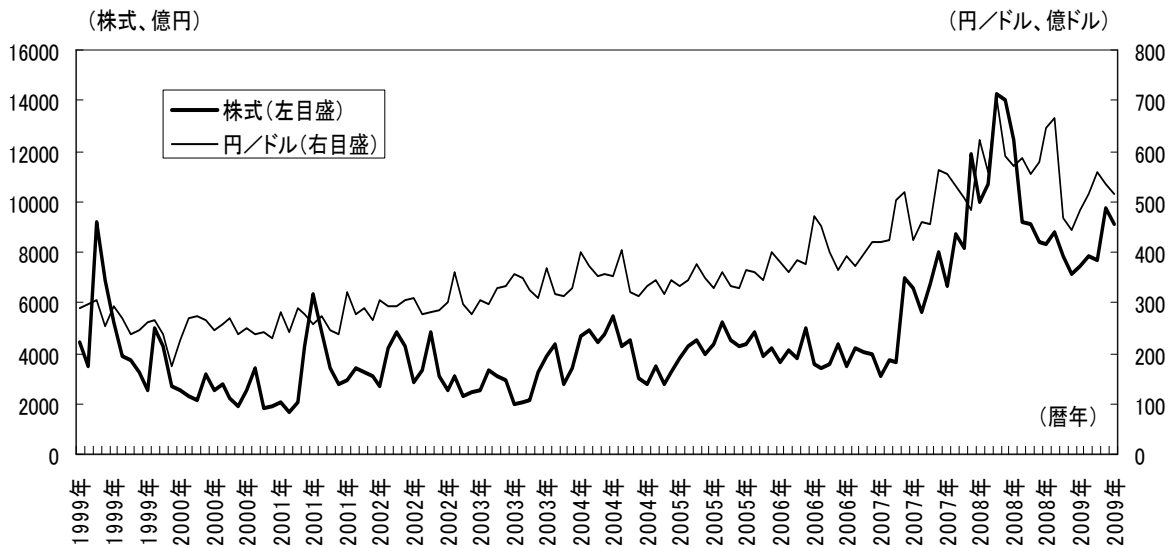
(注) 月末値ベース。シャドーは景気後退局面
 (資料) 東京証券取引所、内閣府

図4 ウォン買い・ドル売りのウォンの対ドル相場への影響



(資料) BIS、韓国銀行

図5 株式市場と為替市場の取引規模の推移



(注) 1日平均(月次)ベース。株式は東証1部市場、円/ドルは東京市場における直物、スワップ、オプションの出来高合計

(資料) 日本経済新聞、東京証券取引所