

日銀による株買い取りの適法性を問う

日本銀行の株買い取りは正しい政策だったのか。かつて日銀で調査役を務めた筆者が、その問題点を指摘する。

おおつか こうへい
大塚 耕平

(参議院議員・民主党政調副会長)

速

水優・第28代日銀総裁の任期満了(3月19日)が近づいている。1998年3月、松下康雄・第27代総裁の途中退任で急遽就任した速水総裁は、以来、辛抱強く超金融緩和と政策を継続することで、構造不況と不良債権問題に喘ぐ日本経済と対峙してきた。

この間、日本経済はさらに混迷を深めているが、日銀の金融政策だけで構造不況や不良債権問題を解決できるものではない。速水総裁は限られた政策手段を駆使しつつ、その任期を全うするかに思われた。しかし、昨年9月18日、任期満了まであと半年足らずとなった速水総裁は、銀行保有株購入という奇策に打って出た。これまでの常識を超えた政策手段の選択は、日銀を未知の領域に踏

み込ませた。

持ち合い解消に逆行

昨年11月29日から実際に銀行保有株を購入し始めた日銀は、月に3回まとめる「営業毎旬報告」によって買い取り額を公表している。旬ごとの購入額はこのところ漸増しており、このペースが続けば、今年9月までに最大2兆円購入という日銀の「定量的目標」は達成できるかもしれない。

政策行動には「目的」と「手段」がある。「目的」を達成してこそ「異例の手段」(日銀による株取得)も評価される。日銀による株購入の「定量的目標」「目的」は、銀行経営の株価変動リスクからの遮断、不良債権処理の加速である。

銀行経営の株価変動リスクからの遮断を企図し、銀行は04年9月中旬期までに株保有額をTier1の範囲内に収めることが義務付けられた。昨年3月末の大手行決算を見ると、株保有額のTier1超過額は8・3兆円である。今後、Tier1が減少して売却必要額が増加することもあり得ることから、日銀による株取得の効果はあくまで限定的と評価せざるを得ない。

一方、不良債権処理の加速と

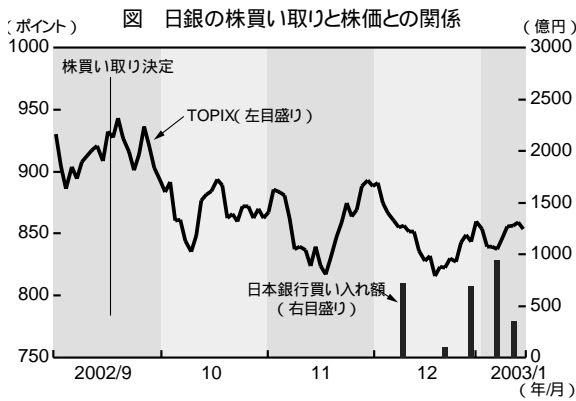
はどういう意味か。日銀による株取得を決めた9月17、18日の政策委員会(通常会合)議事録をみると、速水総裁が「不良債権処理に向けての第一歩だ。日銀がここまでやるのだから皆も動いてくれと言っしかない」と述べている。つまり、「日銀もここまでやるから政府も不良債権処理に本腰を入れてほしい」という文脈の中で、不良債権処理が加速されることを期待しているようだ。しかし、日銀の「蛮勇」にもかかわらず、現時点ではまだ不良債権処理は加速していない。銀行、金融庁とも前向きではない。竹中平蔵経済財政・金融担当大臣のスタンスもやや後退した感がある。

そもそも、不良債権問題等に起因する銀行の信用不安があるからこそ、株の保有制限や株価変動リスクからの遮断が必要となってくる。信用不安の除去が「最終目標」であり、不良債権処理や株価変動リスクの軽減は言わば「中間目標」、DCF(ディスカウント・キャッシュフロー)法導入や日銀による株取得はそのための「手段」にすぎない。より効率的、短期的に「最終目標」を実現するためには、銀行への公的資金投入が必要だ。その場合、多くのデメリットを伴う日銀による株取得は必要なくなる。

BIS規制導入後の株式市場主体

株の買い取りは正しかったのか……





別売買動向をみると、構造的な変化が起きている。

東京証券取引所の統計によると、87～95年に「銀行勘定」は株式を22兆円も買い越しているのに対し、96年から売り超に転じ、昨年までに14兆円も売り越している。

対照的なのは「信託勘定」だ。96年以降に20兆円買い越しているが、これは言うまでもなくPKO(公的資金)による買い支え(だ。この間一貫して、「個人投資家」は売り超(マイナス20兆円)、「外国人投資家」は買い超(19兆円)となっている。こうした中で、日銀が新たな買い手として登場したが、市場構造的には公的資金による買い支えを補充していることにはかならない。

株価がさらに下落すると、銀行は

売却損を嫌気して日銀への株売却はペースダウンするかもしれない。銀行勘定の株式市場での売り圧力が弱まらなければ、株価が低迷して日銀への売却が進まないというジレンマに陥ることも予想される。

60年代の証券不況時には、日本共同証券が全上場株式の5%を購入した。当時と同規模の株価対策を念頭に置けば、現在の株式時価総額に換算すると15兆円である。今後、日銀の購入上限額の引き上げが検討の俎上に上る可能性がある。また、日銀の取得対象銘柄基準(トリプルB格以上)の緩和、購入期限(03年9月末)の延長ということも予想される。

日銀の見識が問われる場面だ。

さらには、そもそも銀行の株保有制限凍結という意見が出てくるかもしれない。たしかに、戦後50年かかって構築された持ち合い構造を突然解消するのは無理がある。いわんや、ここに至って銀行は取引先企業に巨額の増資要請を行い始めた。自己資本強化のために不可欠なのは理解できるが、持ち合い解消には逆行する。残念ながら支離滅裂としか言いようがない。そのうえ、株保有制限凍結となれば、銀行経営における株価変動リスクは全く軽減されない。

合理的な展開は、公的資金を原資に銀行等保有株式取得機構が強制的に銀行保有株を買い上げることであ

る。それを行わないうで日銀が株を購入するということ構図は、日銀の株購入が公的資金投入の代替であることを証明している。

国民の信頼が失われる

いかなる政策にもメリットとデメリットがある。是非を度外視すれば、日銀による株取得にもメリットはある。銀行の株保有額の縮小によって多少なりとも銀行経営が抱える株価変動リスクは軽減される。また、需給バランス面から言えば、株価の間接的な下支えになることも事実である。

もっとも、日銀の政策に対する市場のネガティブな評価が大きくなれば、かえって相場を下押しし、むしろ株価変動リスクを高めるかもしれない。また、日銀の株取得は銀行との相対取引であり、具体的な買い注文として株式市場の買い圧力になるわけではない(図)。

このように、日銀の株取得のメリットはあまり明確ではないのに対し、そのデメリットは極めて大きく、メリットを相殺して余りある。

最大の潜在的リスクは、日銀保有資産の劣化である。日銀の資産は国民の財産である。資産劣化に伴って日銀決算が悪化すれば、国庫納付金(=国民の税金)が減少する。

もっと重要なのは日銀に対する信頼の低下である。前述の資産劣化によっても信頼は低下するが、より重大な信頼低下は日銀の言動の不整合によるものだ。そもそも、金融政策の効果の源泉は、中央銀行に対する信頼という国民の「期待」である。

「株は中央銀行の資産として絶対に取得できない」という過去の発言と180度違う行動をとっては、もはや誰も日銀の言うことを信用しない。こうした状態になると、「時間不整合(Time Inconsistency)」=日銀の予想通りに市場が反応しない事態が生じ、政策効果の予測がつかず、経済の不安定性が増幅されるといふのは経済理論の常識である。

もはや「土地は購入しない、インフレターゲットは行わない」という日銀の発言を誰も信用しない。仮に日銀が土地購入やインフレターゲットを実行したとしても、市場は「予想通りだが、むしろ遅い」として政策は所期の効果を上げなくなる。こうした状況を自ら生み出してしまったことは、日銀にとって自殺行為である。また、「公器」である中央銀行をこいつい事態に導いた日銀経営陣の責任は重大だ。

百歩譲って日銀の判断がやむを得なかったとしよう。その場合は、「善管注意義務」と実務運営の透明性向上を果たすべきだ。

まず、日銀に株を売却した銀行のその後の動きをフォローする必要がある。購入株の発行企業が破綻して日銀が損失を被ることもあり得る。その場合、当該株を日銀に売却した銀行が、融資回収等によって自ら破綻のトリガーを引いたり、事前に当該株を売り抜けることは許されない。銀行しか知り得ない情報によって、トリプルB格以下に格下げが予想される株を日銀に売却することも問題だ。こうした銀行の利益相反行為や瑕疵担保責任に関する注意が必要だが、そのためには日銀購入株の銘柄公開が不可欠であろう。

しかし、日銀は銘柄を公開しない方針だ。銘柄が未公開のままでは、日銀が適格銘柄のみを購入しているか否か、期末処理が適正に行われているか否かを確認できない。また、保有株発行企業への日銀役員職員の再就職に関して国民があらぬ疑念を抱くことにもつながりかねない。そうした事態を避けるためにも、銘柄公開は不可避である。

日銀の担当役員は「銘柄は現場担当者が知り得ない」と言っている。担当役員が購入銘柄を事前にチェックしたり、その後の銀行行動を監督しないことは、日銀法5条違反である。同条には「日本銀行は、その業務及び財産の公共性にかんがみ、適正かつ効率的に業務を運用するよう

に努めなければならない」と明記されており、日銀法改正時の議論では「適正」財産の健全性」と明言されている。金融制度調査会の答申にも「日本銀行の利益の大宗は、国から付与された銀行券の独占的発行権に基づく通貨発行益であること等から、日本銀行の財産の公共性はきわめて高いものがあり、したがって、日本銀行には、その経営資源に関して、中央銀行全体としての財務の健全性に十分配慮しつつ、適正かつ効率的に運用していくことが要請される」と明記されている。

また、購入対象としては個別銘柄よりもETFの方が問題は小さい。日銀の資金で特定企業株を購入することは大きな問題である。日銀は購入株がトリプルB格以下に格下げされても処分しないとされているが、そうであれば、現時点でトリプルB格以下の企業との間に不公平感がある。上述の資産健全化義務にも抵触する。ETF購入は株価操作につながる」と日銀は言うが、個別銘柄購入でも相場下支えになることには変わりない。

金融政策の財政政策化

最大の問題は「国民の税金の使途は議会で決める」という財政民主主義との関係だ。そもそも、今回のよ

うなことを日銀が独自に決めることは是非である。日銀による株購入は公的資金投入と事実上同じ結果をもたらしており、財政民主主義の観点から国会で議論をすべきであった。

日銀による株取得を可能にする法的根拠には日銀法38条、43条の二つがあるが、日銀は43条認可を前提に独自に検討を進めた。43条は実務的に新しい業務を行う場合の法的根拠とするのが適当であり、実質的な公的資金投入に等しい今回の政策は、信用秩序維持における役割を規定した38条を根拠とすべきであった。「38条を適用すると信用不安を認めることになり、不安心理を煽る」とを懸念する向きもあるが、そうであるならば、株式取得機構に日銀が資金提供を行う枠組みで銀行保有株を圧縮する方法もあった。

株式保有機構に比べ日銀への売却実績が伸長しているのは、将来の株の処分損が日銀の負担となるからだ。日銀の負担は間接的に国民負担となる。こうしたスキームを日銀が独自に決めたことは、財政民主主義に抵触すると言わざるを得ない。

日銀が過度に国債を保有すること、あるいは今回のように事実上財政負担を肩代わりすることを、「金融政策の財政政策化」と言う。「金融政策の財政政策化は放漫財政を招き、国民経済にとって好ましくない」と

という共通認識の下、「中央銀行の独立性」という知恵が生み出された。国民の財政を守ることになるからこそ「中央銀行の独立性」が認められている。

しかし、日銀自らが「金融政策の財政政策化」を指向するならば、日銀の政策は国会で議論しなくてはならない。また、日銀による株購入の延長線上には、インフレターゲットや日銀による国債の直接引き受けという難問が待ち受けている。

「非伝統的な政策」は早い話が「日銀の財政当局化」「国債の貨幣化政策」にはかならない。そうした事態が本格化すれば、日銀の予算や人事は本来の財政を担う責が同様に国会が責任をもたなくてはならない。それが財政民主主義というものだ。

「金融政策の財政政策化」は近代史の中で、1920年代前半、1930年代半ばから終戦まで、に次いで3度目の出来事である。現下の経済状況で「金融政策の財政政策化」が絶対に間違っているとは断定できないが、それを行う以上は平時における「中央銀行の独立性」の主張は通用しない。過去2度は、結局、金融界、財界、軍部、政府の財政的な自己規律が失われ、放漫財政が極限まで達したことは歴史上の事実である。今回は成功するのだろうか。

