

金融システムとは

辻幸民*

2024 年 6 月 26 日

1 はじめに

ファイナンスとは、日常用語としてはお金の融通を意味する言葉であるが、今日では「ファイナンス (論)」とも称される一つの学問分野の名称にもなっている。それではファイナンスで学ぶいろいろなトピックスは、現実の中でどのようにして役に立っているのでしょうか。あらかじめ結論を一言でいうなら、ファイナンスで学ぶいろいろなトピックスは、金融取引の円滑化に貢献することで、現実経済の効率化や経済成長の促進に極めて重要な役割を果たしている。ところで、金融取引を円滑化するための社会的な機能・仕組みは古い時代から「金融システム」といわれる。そこで、ファイナンス (お金の融通) を勉強することの意義を手っ取り早く知りたいなら、まず金融システムについて勉強するのが近道である。金融システムの議論は、金融取引とは何かという点から話が始まる。金融という用語は、文字どおり読めば、お金を融通すると書くわけであるから、つまりファイナンスという意味である。金融取引とは、お金の融通に伴い発生した取引に他ならないが、その取引とは支払約束という証文の売買のことである。それではこの点から話を始めよう。

2 赤字主体と黒字主体

経済には様々な主体が存在するが、大別すれば次の 2 種類に分類できる。一つは支出が収入を上回る資金不足の主体であり、もう一つは収入が支出を上回る資金余剰の主体である。一般に支出が収入を上回る状態のことを赤字といい、逆に収入が支出を上回る状態のことを黒字といたりするので、資金不足の主体のことを赤字主体、資金余剰の主体のことを黒字主体と称する。

それでは収入と支出の大小を比べることによってどのような経済的な意味があるのでしょうか。この点を明らかにするために、支出の方を多少詳しく見てみよう。支出はその動機・理由に応じて、経費

* この文献は、辻 (2024) 第 1 章の元になった文章である。この文献の第 4 節まで、両者はほとんど同じである。辻 (2024) 第 1 章の目的は、ファイナンス論で取り上げられるトピックスの意義を明確にすることであって、そのために金融システムの議論の導入部分を紹介した。しかしそもそもの金融システムの機能と役割およびその意義については、紙幅の都合で割愛せざるを得なかった。つまり辻 (2024) 第 1 章の議論は、金融システムの説明としては甚だ中途半端に終わってしまっているので、この文献で補足しておきたい。辻 (2024) を既にお読みいただいている場合、この文献の第 5 節からお読みいただきたい。

と消費、投資という3つの要素に分割することができる。ここでいう経費とは、収入を得るのにかかる必要不可欠なコストのことである。また消費とは、財・サービスを費消することによる満足(効用)を今現在得るためになされる支出のことをいう。最後に投資とは、財・サービスの費消による満足(効用)を将来時点で得ることを目的に、今現在支出することをいう。支出というものを以上の3つに分けて考えるなら、次に述べるように、収入と支出の間の大小関係が持つ経済的意味をより明確化させることができる。

一般に、収入から経費を控除したものを所得といい、さらに所得から消費を行った残りを貯蓄という。以上のように定義された用語を用いると、支出が収入を上回る状態とは、簡単な式の展開をすると

$$\begin{aligned}\text{収入} &< \text{支出} \equiv \text{経費} + \text{消費} + \text{投資} \\ \text{収入} - \text{経費} &\equiv \text{所得} < \text{消費} + \text{投資} \\ \text{所得} - \text{消費} &\equiv \text{貯蓄} < \text{投資}\end{aligned}$$

であるから、投資が貯蓄を上回っているような状態であることがわかる。なお上式の $\equiv$ とは等号(=)と同じようなものであるが、定義によって等しいということを強調したいときに用いられる記号である。逆に収入が支出を上回る状態とは、上の式展開で不等号の向きを反対にすればよいから、貯蓄が投資を上回っている状態であることもわかる。以上のことから、赤字主体とは投資が貯蓄を上回る主体のことで、黒字主体とは貯蓄が投資を上回る主体のことであるといえる。

なぜ赤字主体は投資が貯蓄を上回ってしまうのか。投資とは将来に満足を得るために今支出することと前で定義した。なぜ投資がなされるかという、それは今費消して満足を得るより、将来まで費消を待って満足を得ることを遅らせる方が、より大きな量を費消できて満足を大きくすることができると思えるからである。もっとストレートにいうと、投資には将来に収益・リターンを稼ぐことが見込めるからである。ところが投資することで収益を獲得できるという行為は、どんな主体であっても可能であろうか。投資が本当に収益を生み出すためには、投資のチャンス(機会)の存在とそれを活かす能力とが必要不可欠である。つまり投資を行おうとする主体は、投資機会に恵まれている必要があるし、のみならずそれを実現具体化していくための能力が求められる。このような投資のチャンスと能力が十分に備わった主体であれば、たくさんの投資を行うであろうし、そうでない主体であれば投資の量は小さくならざるを得ない。

このことから、赤字主体は、投資チャンスに恵まれており、積極的に投資を実現できる能力を持っているからこそ投資の量が大きくなって、貯蓄を超過するぐらい投資を実行する。他方、黒字主体は投資のチャンスに恵まれないか、チャンスがあったとしてもそれを活かす能力がないため、積極的な投資を実行できずに投資の量は小さくなって、貯蓄が投資を上回ることになる。このような経済行動を見せる赤字主体や黒字主体とは、具体的には誰のことをいっているのか。赤字主体とは通常、企業のことが想定されている。確かに企業は収益の最大化を求めて多くの投資を実行している。これに対して、黒字主体とは家計のことを指す。家計の大半は収入の範囲内に支出を抑えることが半ば原則化しているし、住宅などを除いて投資できる範囲は企業に比べれば限られている。^{*1}

^{*1} 本文で述べた議論が本則なのであるが、日本経済の現状は必ずしもそのとおりにはなっていないので、若干の補足をし

3 金融取引

赤字主体とは支出が収入を超える主体と定義したが、この定義には一つの暗黙の前提が存在する。そもそも収入を超えるような支出をするには、収入で足りない分の資金の融通を受けていなければならない。資金融通を受けることを一般に資金調達というが、他所から調達された資金があつてはじめて、収入を超える支出をすることが可能になる。暗黙の前提とは、赤字主体が収入で足りない分を資金調達できるということである。仮に資金調達が不可能であるなら、収入を超えて支出することはできないし、貯蓄を超過するような投資を実行することも不可能である。

それでは資金調達はどのようにして行われるか。ある主体が資金調達できるということは、その主体に資金を提供しようという別の主体が存在するということである。資金提供者がその資金を贈与するということであれば、これは経済行為とはならない。経済行為は必ず給付と反対給付とがセットになっていなければならないからである。例えば財の売買という経済行為においては、財を入手した人はその対価を支払わなければならない。これは、「財」という給付を受けた側がその見返り・代償として「カネ」という反対給付を提供するということである。資金調達の場合はどうであろうか。ある主体に提供される「資金」が給付であるなら、「資金」を受取った主体は何を反対給付として提供すればよいのか。それは将来に資金を返済するという「約束」ということになる。将来にいくらの金額を支払うということを約束する紙片(証文)を作成し、これを相手に手渡すことでもって、今資金を受取ることに対する見返りとするのである。経済行為としての資金調達とは、今受取る資金と、将来に支払を約束する「支払約束」とを交換しているのである。この支払約束は一般には証券と称される。

資金調達しようとする主体は、自分で支払約束を作成・発行することで資金の融通を受けることが可能になる。これは資金調達者が自分の支払約束を売却してあたかもその代金を得ているのと同じである。他方、資金提供者の側は、資金調達者の支払約束と交換で資金を出しているのであるから、これは支払約束を購入しているのと同じである。であるなら、資金の融通は、支払約束が売買されることを通じて達成されると考えることができよう。このような支払約束の売買のことを金融取引という。

て注意しておく。本文では「赤字主体は企業のこと」と述べた。赤字主体の原因は(貯蓄を超える)投資であり、将来収益を獲得すべく投資を行うのは企業であるから、企業こそが赤字主体と称するに相応しい主体といえる。確かに個々の企業で見れば、赤字主体の企業は多数存在する。しかし近年(いや、そうなのは90年代半ばからだが)、日本経済全体について多数企業の集合をあらわす「企業部門」で見ると、企業部門は赤字主体ではなく(恒常的な)黒字主体なのである。つまり赤字主体の企業の投資超過を十分に上回って余りあるぐらいの巨大な貯蓄超過が、他の多くの企業に存在していて、その結果、集計すると企業部門は黒字主体になってしまうのである。いい換えると、経済全体で見れば、企業はその貯蓄を超えるような十分な量の投資を実行できてないということに他ならない。このことが日本経済の長期停滞をもたらしている根本原因であることは間違いなからう。ちなみに日本経済全体で、最大かつ恒常的な赤字主体は政府部門である。これは政府の巨大な財政赤字と表裏の関係にある。財政赤字の大きさが本当に危機的かどうかをここでは問わない。がしかし、政府は民間企業と違い、将来収益の獲得を目的に投資して支出をしているわけではないことは明確だろう(政府の支出には、政府ならではの、もっと異なる視点からの社会的役割がある)。すなわち、政府支出をどれだけ大きくしても、それは将来収益の獲得やその結果としての将来的なマクロ経済成長に繋がらないのは至極当然のことである。

さて支払約束とは、将来の支払を約束した証文であると前で述べたが、これは発行者の単なる約束であるから、将来になってその約束が常に守られるとは限らない。支払約束の購入者は、将来になって発行者が約束どおりに支払をするかどうか不確かであるという意味で、リスクを被っているということができる。支払約束を購入せずに、代わりにその資金を財・サービスの費消に充てれば確実に今、満足(効用)を得ることができる。支払約束を購入しても、それはただの紙片であるから、今現在は何も満足をもたらさない。支払約束の購入が満足をもたらすのは、約束が守られるとしても将来のことである。つまり支払約束の購入は、満足の獲得を現在から将来に遅らせることを意味する。以上のことから、支払約束を購入するということは、満足を将来まで待たなければならないということ、そして満足が本当に得られるかどうかリスクがあるということ、これら2つの不便益を被らなければならない。

資金調達に際して発行される支払約束には、購入者が被るこれら2つの不便益を償って余りあるような報酬が付与されてなければ、誰もこれを購入しようとはしないであろう。従って支払約束で約束される将来の支払額には、これら不便益の大きさに応じた報酬の金額が含まれることになる。不便益が大きければこの報酬も大きなものとなろう。支払約束の購入者はこの報酬が魅力となって資金を提供しようとし、また発行者の方は、今資金を得る代償としてこの報酬をすすんで負担しようとする。こうして単なる約束が書かれた紙片に過ぎない支払約束が実際に売買されるようになり、資金の融通が実現する。赤字主体は収入で足りない分の支出をするのに、このような支払約束を発行・売買することで資金調達を行っているのである。

4 支払約束の種類

支払約束とは約束なのであるから、発行者と購入者が合意するなら、どのような支払の形でも約束され得る。ここでいう支払の形とは、いつの時点でいくら支払うかという、支払のパターンのことをいう。どのようなパターンでも可能とはいえ、現実存在する支払約束の支払の形は2つのタイプに大別できよう。一つは債権・債務といわれるタイプで、以下では負債型の支払約束と称する。もう一つは残余請求権のタイプで、以下ではこれを株式型の支払約束と称する。ここではこれら2つの型が概ねどのような支払の約束をしているのか説明したい。

一般にいう債権・債務とは、具体的には手形や債券など券面の存在するものから預金や貸出・借入といった取引などを含むのが負債型の支払約束で、非常に多く利用されている型である。資金調達は資金提供者に、今受取った資金に相当する金額を必ず返済しなければならない。返済する金額の総額を元本といったりする。ただし、元本(返済総額)が調達者の受取った資金の金額に異なる場合も等しいとは限らない。これらが等しくない場合も多々ある。返済の方法は様々で、元本をある期日までに一括して支払う場合もあるし、分割して返済する場合もある。返済等の支払義務を完了する期日を満期という。そして支払約束に付与される報酬のことを利子・利息、割引料という。負債型の支払約束では、元本・満期・利子といった項目が予め具体的に明記される。

負債という言葉であるが、これを権利・義務という観点で表現した言葉が債権・債務である。支払約束を購入する側が債権であり、発行する側が債務である。債権は支払約束で約束された項目を

享受する権利であり、債務はこれら項目を実行しなければならない義務である。もし約束の項目が実行されなければどうなるか。約束が破られた場合のことまでをも個々の支払約束が明記しているわけではないであろうが、通常は法や社会慣習に従って処理がなされる。この処理の具体的な説明は、本書の範囲および筆者の能力を超えているので省略するが、要は支払約束の発行者は約束を実行しないと直接・間接に様々なペナルティーを受ける可能性がある。なお負債の約束が実行されなかったときのことを貸倒れという。

これに対し株式型の支払約束は、負債型のそれと大きく異なる。一言でいえば株式は、その発行者が将来に獲得するであろう収益を分配することを約束した支払約束である。ここでいう収益とは最終的な収益、もっというと、将来に稼いだ収入の中から支払うべきものをすべて支払った上で、なお存在する残り・余りという意味である。このことから株式は残余請求権とも称される。つまり株式の購入者は、その発行者が将来獲得する収益を受取る権利を持つ。株式の発行者の方は、今は収入より支出の方が大きく不足資金を調達することになるが、これを実行することで、将来は収入の方が支出よりも大きくなって収益が見込めるから、この見込み収益を約束した支払約束を発行する。これが株式である。

発行者の稼ぐ最終的収益は株式の購入者に帰属する。これは、発行者の生み出した残余をどう処分するかを決める権限が株式購入者の側にあることを意味する。残余を自由に処分・処置できる権利とは一般に所有権のことと考えられている。このことから、株式の購入者は発行者に対し所有者としての立場にある。所有者としての立場とは、所有するものを支配できるということである。現実の企業について見てみよう。企業の発行する株式を購入する人を株主という。株主は株式を発行した企業の所有者であって企業の支配者である。故に株主は企業的意思決定に関する最高決定者ということになる。

最後に株式型の支払約束としての支払パターンをもう少し具体的に、負債型との違いが明らかになるよう述べておこう。株式は将来の収益の分配を約束する。これを配当金と称する。あくまでも「将来収益の分配」であって、肝心の将来収益は今現在は見込みに過ぎないので、実際に将来になって収益が見込みどおりあがらなければ、配当を行う必要はない。何も支払う必要はないのである。これは約束された金額は必ず支払われなければならない負債と決定的に異なる。また株主は所有者であるから、株式には元本の返済とか満期という概念は存在しない。これは抽象的な話になってしまうため、ここでは紹介のみに留めるが、所有権に明確な(有限な)満期が存在すると所有権を根拠に資金調達することは不可能となる。つまり支払約束として機能する株式の満期は無限大なのである。満期無限大ということは事実上、株式には元本返済・満期が存在しないことを意味する。最後に株主は企業(株式発行者)の最高意思決定者であるから、企業的意思決定に関与する。これが株主総会である。負債では単にカネをやりとりするだけであって、貸倒れが発生しない限り、債権者が債務者の意思決定に直接的に関与することはない。

5 金融システムの必要性

赤字主体の調達した資金は誰から提供された資金であるのか。これは究極的には黒字主体の余剰資金ということになる。もちろん個々の主体レベルで見ると、赤字主体の資金調達が必ずしも黒字主体の余剰資金でもって常に充当されているとは限らない。別の赤字主体が資金提供することもあり得るからである。逆に黒字主体の余剰資金が常に赤字主体に提供されているとも限らない。別の黒字主体が資金調達することもあり得るからである。このように個々の主体レベルで見れば、資金の融通は必ずしも、黒字主体から赤字主体への資金の流れのみではないが、しかし個々の主体を集計したマクロレベルで見ると、赤字主体全員に関する資金不足額を充当するような資金提供が可能であるのは黒字主体しかない。この意味でマクロレベルでは、黒字主体の余剰資金は常に赤字主体の不足資金に融通されていることになる。

マクロレベルという経済全体にとっては、実物的な投資のチャンスを余すことなくできる限り利用するのが、実物経済の成長促進や資源配分の効率化といった観点から望ましいのはいうまでもない。赤字主体は恵まれた投資のチャンスと能力を持っているが故にたくさんの投資を実行する。従って赤字主体に十分に投資を実行させるためには、黒字主体の資金が赤字主体に上手く結びつけられなければならない。いい換えると、黒字主体から赤字主体への円滑な資金の融通があってはじめて、実物経済の効率化が可能になるといってよい。

もしこの資金融通が上手く機能しないならどうなってしまうであろうか。収入を超える支出、貯蓄を超える投資の実行は困難になってしまうであろう。その結果、経済に存在する投資チャンスの多くは見過ごされることになり、これら投資が実行されていたなら実現したであろう収益は実現できないで終わる。これは経済成長を阻んで実物経済の停滞をもたらす。このように資金融通は、投資チャンスと能力を持った主体に、余すところなく投資を実行させることを通じて、実物経済の構築に大きな役割を担っている。そしてこの資金融通を円滑に実現するための社会的なメカニズムが金融システムである。具体的には、証券市場と金融機関という2つの形態から構成されるのが金融システムである。

それでは次に、資金融通を円滑化するために、どうして金融システムという社会的メカニズムをわざわざ構築する必要があるのだろうか。実は金融取引には、これを阻害する様々な要因が内在しているため、阻害要因を何らかの形で緩和解消してやらなければ、金融取引は決して円滑に実行されない。金融システムとは、金融取引の阻害要因を取り除くための社会的なメカニズムであるといえることができる。

金融取引に内在する阻害要因とは何であろうか。金融取引とは支払約束の売買であると述べたが、その発行者と購入者との間には、支払約束の性質に関して選好(好み)の大きな差異がある。支払約束とは、将来の支払を約束する証文であるから、その性質とは次の2つの要因によって規定することができよう。一つはいつの将来に支払うかという要因であり、もう一つは約束がどれくらい確からしいかという要因である。説明の便宜上、支払約束が将来いつ支払うかという点を、支払約束の「満期」という単語でもって表現する。また支払約束の約束としての確からしさを支払約束の

「リスク」と称しよう。支払約束の性質に関する選好の差異とは、いい換えると、支払約束の満期とリスクに関し、発行者の選好と購入者の選好との間にはギャップが存在し、このためにこれを緩和解消しなければ、両者の間で取引が成立するのは非常に困難である。

では満期についてはどうであろうか。支払約束の発行者は将来のいつかの時点でカネを支払う立場である。この将来ができる限り遠い将来である方が、すぐ近くの将来よりも望ましいであろう。他方購入者の方は、今資金を提供して将来にカネを受取るわけであるから、この将来ができる限り近い方が望ましい。すなわち、発行者の方は長い期間の満期を選好し、購入者の方は短い期間の満期を選好する。

リスクの方はどうか。支払約束の購入者は、約束がきちんと実行されて、将来にカネを受取れなければ困ってしまうであろう。対して発行者の方は、将来にカネを支払う立場であるから、仮に(ペナルティなしで)この支払が避けられるならば、避けられるに越したことはないと感じるのである。この選好は約束を実行しない方向に作用するので、発行者の方のリスクに関する選好は大きなリスクを好むということができる。対して購入者の方の選好は小さなリスクを好むといえる。

以上のように、支払約束の性質を満期とリスクという要因で規定するなら、これらに関する選好は発行者と購入者との間で正反対である。この結果、発行者が好んで発行する支払約束は、購入者が購入できるような性質のものではないかもしれないし、逆に購入者が好んで購入するような性質の支払約束を、発行者は発行したくないかもしれない。であるなら、支払約束の発行あるいは売買という取引は成立せず、資金の融通は実現できないことになる。金融取引の阻害要因の一つは、このような満期とリスクに関する発行者と購入者の間の選好ギャップである。

これ以外に金融取引の阻害要因はもう一つ存在する。これが情報の不完全性である。世の中にはいろいろな発行者が存在し、支払約束の約束を履行すべく、高い支払能力を持ち備えかつ約束を守ろうと誠実に努力する主体からそうでない主体まで様々である。このような発行者の支払能力と支払努力を、ここでは発行者の品質と称すると、支払約束の性質、中でもリスクの方は結局、発行者の品質に依存して決まると考えられる。世の中に様々な発行者が存在するということは、様々な品質の発行者がいて、発行される支払約束のリスクも様々であるということである。

様々な品質の発行者が混在しているのであれば、今購入者が購入しようとする支払約束がどのようなリスクを持っているのか判別するのは容易ではない。支払約束の発行者の方は、支払約束のリスクを決めるのが自分の品質であり、自分の品質は自分が一番よく知っているはずであるから、支払約束のリスクをよく知っているはずである。ところが購入者の方は、発行者はまったくの他人であるから、発行者の品質、さらにはその支払約束のリスクは、よくわからないというのが本当のところであろう。このように支払約束の発行者と購入者との間には、発行者の品質あるいは支払約束のリスクという情報についてギャップが存在することになる。

一般に経済学の基本では、売買される財の性質に関して、売手と買手が同じ情報を持っていることが前提となっている。これは完全情報の仮定と称されている。支払約束の売買である金融取引では、支払約束の性質に関する情報が発行者の売手と買手との間で同じではない。これが情報の不完全性である。情報が不完全であるとき、経済学ではある種の市場の失敗が発生することが知られている。もちろん金融取引もその例外ではない。そこでこの情報の不完全性を何らかの方法で緩和解

消する手立てが必要になる。

以上述べてきたように、金融取引にはこれを阻害する要因が内在している。一つは支払約束の性質を規定する満期とリスクに関して、発行者と購入者の間に選好ギャップがあることである。もう一つは、発行者の品質に関して情報の不完全性が存在することである。これらの阻害要因を緩和解消しなければ、金融取引を円滑に行うことは不可能であり、このために金融システムという社会的メカニズムが必要になるのである。

6 証券市場

6.1 発行市場と流通市場

前で金融システムには、証券市場と金融機関の2種類があると述べたが、ここではまず証券市場について取り上げる。一言で表現するなら、証券市場とは支払約束が不特定多数の人々の自由意思により売買される市場のことをいう。

一般に経済学では需要と供給(買いと売り)の会合の場のことを抽象的に「市場」という。ところで市場には、証券取引所や食品卸売り市場のような物理的に本当に実在する売買の場所がある。しかしこのような場所はむしろ例外で、経済学では広く想定し、買いと売りが会合することを抽象的な概念として捉えて市場ということが多い。ちなみに物理的に実在する市場のことを「イチバ」と称し、これも含めた抽象的な概念としての市場のことを「シジョウ」と称して、使い分けることもある。この証券市場の市場も、経済学が想定する市場と同じである。確かに証券市場といえば、日常用語としては(東京の兜町にある)証券取引所を連想させるが、いわゆる金融システムでいう証券市場とは、もっと広く、経済学が想定する抽象的な市場のことであると考えて差し支えない。また支払約束が単に売買されることを前では金融取引と定義した。証券市場は、この支払約束の売買が不特定多数の人々の間でなされることをいう。実は金融取引には特定少数でなされる売買も多い。

それでは証券市場が金融システムの一端を担い得るのに、本質的に重要な点はどこにあるのだろうか。それは、証券市場には発行市場と流通市場という2つの市場が共存しているという点にある。発行市場とは、支払約束が新たに発行される市場のことをいう。前で述べた資金融通の際の支払約束の発行・売却とは、これが不特定多数の人々に売却された場合、証券市場の発行市場のことを指している。対して流通市場とは、既発行の支払約束が不特定多数の間で転売される市場のことをいう。発行市場で新発の支払約束を購入した主体がこれを売却し、売却できるということはこれを再購入する別の主体が存在するということである。もちろんこの別の主体がさらに転売しても構わない。ところで流通市場は、既発の支払約束が別の主体から別の主体に転売されるだけであるから、黒字主体から赤字主体への資金融通、赤字主体の資金調達といった役割とは直接関係はない。これらはあくまでも発行市場の役割である。しかし実は、流通市場なしに発行市場のみだけでは、発行市場そのものが上手く機能しなくなって資金融通が上手く行かなくなる。すなわち、証券市場では発行市場に加えて流通市場を併設することが、資金融通の円滑化という金融システムの目的を

果たすのに必要不可欠なのである。

流通市場が存在することによって、支払約束が転売できるようになることの意味は何か。流通市場が存在すると、支払約束の購入者はそれを売却することでいつでも換金可能である。これは支払約束の性質の一つ、満期が購入者にとって実質的に無意味化するということに他ならない。仮に流通市場が存在しないなら、支払約束の購入者はそれを転売することが不可能なので、現金を入手するには、支払約束が約束する将来時点(の支払)まで待つしかない。ところが流通市場が存在するなら、支払約束の購入者が再び現金を入手したいと思えば、いつでもその支払約束を流通市場で売却すればよいのであるから、支払約束で記された満期はどうでもよいことになる。

金融取引の阻害要因の一つは、満期に関する支払約束の発行者と購入者の間の選好ギャップであった。流通市場の存在は、購入者にとっては満期を無意味化するので、満期に関する選好ギャップは解消することになる。すなわち、流通市場が存在して支払約束がいつでも転売可能であるなら、発行市場で発行される支払約束の満期は、購入者にとってはどうでもよい問題で気にする必要はない。従って満期の選好ギャップが金融取引を阻害することにはならなくなる。

その他の阻害要因、リスクに関する選好ギャップと情報の不完全性についてはどうであろう。実は発行市場と流通市場を共存させるということだけでもって、これら阻害要因を解消することは不可能である。証券市場そのものはこれらを根本的に解消することは不可能なのである。しかし根本的に解消できなくとも、適当な施策を講ずることで、これら阻害要因を軽減緩和することは可能である。実際のところ、このような施策がなされることではじめて、証券市場は資金融通の円滑化という金融システムの目的を果たすことができるといってもよいであろう。この施策については次の小節で述べよう。

6.2 証券市場を補完するための施策

証券市場が金融システムの目的を果たすためには、証券市場を補完する施策が必要不可欠である。この施策としては次の2つのものが考えられる。一つは証券市場で資金調達できる主体を制限することである。いい換えると、発行市場で支払約束を発行できる主体を、一定の基準を満たした優良なものだけに限定することである。この制限は、明文化されたルールに基づいて制限されるという場合もあるし、明文化されてなくても経済合理性から実質的に制限されるという場合もある。どのようにして制限されるかはケースバイケースで、ここで網羅的に紹介することは不可能であるが、とにかく証券市場で資金調達できる主体を相当に限定するのである。この施策によって、結果的にはリスクの大きな主体は証券市場から排除され、比較的风险の小さな主体のみが支払約束を発行できる。従って証券市場で発行される支払約束のリスクは、購入者の許容範囲内に収まる程度の大きさになり得て、リスクの選好ギャップは軽減されることになる。

もう一つの施策はディスクロージャー(情報開示)制度である。証券市場で資金調達できる主体を制限した上で、なおこれら主体に厳しい情報開示を要求する。証券市場における支払約束の発行者は、その財政状態や活動成績を記した財務諸表を広く正しく公開しなければならない。これは法律に基づいて行われ、仮に偽りの情報を公開した場合は法律違反として罰せられる。厳格なディス

クロージャー制度が機能しているならば、前で定義した発行者の品質、その支払能力と支払努力については、発行者以外の他人にもある程度周知させることができるであろう。発行者が制限された上で、厳格なディスクロジャー制度が情報の不完全性をかなり軽減するのは明らかであろう。以上2つの施策によって、リスクに関する選好ギャップと情報の不完全性といった阻害要因が、金融取引可能なレベルにまで軽減緩和されてはじめて、証券市場は金融システムとしての役割(資金融通)を果たし得るようになるものと考えられる。

支払約束の発行者を制限すると前で述べたが、具体的にはどのようにしてこの施策が実行されているか。これは証券取引所に設定されている上場基準という形を取っている。証券取引所とは、不特定多数の投資家が自由売買できる市場を、売買の便宜のために物理的な実在する「イチバ」として創設したものであり、証券市場の流通市場の具現化に他ならない。上場(ジョウジョウと読む)とは発行される証券(支払約束)が証券取引所で取引できるようになることをいう。そのために満たさなければならない基準が上場基準である。もう少し正確にいうと、一般的にいう証券取引所の上場基準は、ある主体の発行した株式を証券取引所で売買対象とするかどうかを選別するための基準である。この基準は発行者が一定の実績がありかつ優良なものであることを要求している。また多数の投資家に株式が保有されていることも必要とされる。これら上場基準を満たす主体のみ、その発行株式が証券取引所で売買可能となり、逆に上場基準を満たさない主体の支払約束は流通市場で取引されない。

支払約束が証券市場の流通市場で売買不可能であるなら、この主体は支払約束を証券市場の発行市場で発行・売却するのは困難であろう。特に支払約束が株式であるなら、発行市場から資金調達することは事実上不可能といってよい。株式は満期無限大で、元本相当額の支払を約束していない。流通市場での転売が不可能であるなら、その購入者は元本回収が困難であるから、不特定多数の人々が購入するとは考えられない。であるから、この主体は発行市場で株式を発行して資金調達することはできない。この主体の発行する株式を購入するのは、恐らくこの主体と運命共同の立場にあるごく限られた利害関係者に留まるであろう。いわば身内の中からの出資という形での資金調達では、証券市場の発行市場を通じた資金調達とはいえない。

株式を発行できる主体のことを株式会社というが、株式会社そのものはわが国で数百万社といわれるぐらい多数存在する。しかし上場基準をクリアし、証券市場の流通市場で株式の売買可能な株式会社はその中の1%にも満たない3千社ほどである。この3千社のみが証券市場を利用して資金調達することのできる資格を持っているといえる。これら株式会社には厳しいディスクロジャーが課せられるからである。他方、株式を上場できない多くの株式会社は、証券市場を利用して資金調達することは事実上不可能である。証券取引所に上場しているか否かは株式に関する選別であるが、このことは現実には他の支払約束の発行にも影響を及ぼす。不特定多数の人々に売買されることを前提にした負債を債券というが、非上場の主体は、若干の例外的主体を除いて、債券の発行により証券市場から資金調達することも不可能となっている。

証券取引所の上場基準という流通市場で売買可能な株式を選別するためのルールが、実質的には発行市場を利用できる発行者を制限している。このような発行者の制限は確かに支払約束のリスクをそうでない場合に比べて小さくし、リスクの選好ギャップを軽減することになるであろう。しか

し軽減しているだけであって決して解消しているわけではない。証券市場そのものはリスクの選好ギャップを解消できないという点は、後で説明される金融機関との比較で重要な点である。当然のこと、支払約束のリスクを被るのはその購入者である。支払約束の発行者が約束を履行せず支払が実行されなければ、損害を受けるのはその購入者である。発行者が一定の実績を持つ優良な者に限定されているので、証券市場に存在する支払約束の平均的なリスクは小さいとはいえ、ゼロになっているわけではない。ひょっとすると、不特定多数の人々にとって支払約束のリスクはそれでも十分大きいがために購入をあきらめているのかもしれない。であるなら、支払約束の購入者は潜在的な購入者も含めた全購入者の一部ということになるだろう。ということは、赤字主体への資金融通・資金調達は、仮にリスクの選好ギャップが解消される場合に比べて、小さな量しか実現していないということになってしまう。

同様の事情が情報の不完全性にも当てはまる。発行者の品質に関する情報を発信するのは発行者自身であって、いくら厳格なディスクロージャーが課されたとしても、その情報が不特定多数の人々すべてに周知徹底されるとは思えない。情報を適切に解釈するだけの能力を持たない人も多数存在するであろうし、能力があったとしてもその情報をどのように解釈するかは購入者の側の責任である。従って証券市場において情報の不完全性を解消することは不可能であろう。

上場基準をクリアできない、証券市場で支払約束を発行できない主体が多数存在している。このような主体は証券市場を通じて資金調達することは不可能である。以上のように証券市場は、満期の選好ギャップを解消できるが、リスクの選好ギャップと情報の不完全性を完全には解消できないため、その資金融通の量は、仮にこれら阻害要因が解消された場合と比べて、小さく限られたものにならざるを得ないといえるであろう。

7 金融機関

7.1 資産変換機能

金融システムを構成するもう一方の金融機関を説明しよう。マクロレベルで見ると、赤字主体の資金調達に充てられる資金を提供するのは究極的には黒字主体である。この黒字主体から赤字主体への資金融通のうち、金融機関を通じる資金の流れを間接金融という。他方、金融機関を経ないで証券市場の方を通じる資金の流れを直接金融という。

間接金融という名が示すように、金融機関を通じる資金融通は、支払約束の購入者から発行者への資金の流れの途中に、金融機関という別の主体が割って入ることになり、購入者と発行者の間を金融機関が仲介する形となる。間接金融が金融仲介、金融機関が金融仲介機関とも称される理由である。それではこの仲介とはどのようなものであろうか。

支払約束の性質を規定する要因は満期とリスクで、これらに関して発行者と購入者との間で選好ギャップの存在することが、円滑な金融取引の妨げとなっている。そこで金融機関は発行者と購入者の間に立って、発行者の選好する満期とリスクの支払約束を購入し、購入者の選好する満期とリスクの支払約束を自ら発行・売却してやる。そうすることで結果的に、購入者の提供する資金が金

融機関を通じて発行者の下に流れることになって、資金融通が成立するところとなる。

ところで金融機関が登場することで、金融機関自身も支払約束の購入者・発行者になるから紛らわしい。ここでは単に「購入者」「発行者」といった場合、金融機関以外の主体を指しているものとする。また金融機関が発行する支払約束のことを間接証券、金融機関以外の主体が発行者の支払約束を直接証券という。金融機関が購入者に間接証券を売却することを受信業務、発行者から直接証券を購入することを与信業務と称する。受信業務は金融機関が購入者から資金調達することであり、与信業務は金融機関が発行者に資金提供することに他ならない。金融機関は受信業務と与信業務の両方を行うことで、支払約束の購入者から発行者への資金融通を実現する主体である。受信業務の代表的なものが預金であり、与信業務の代表が貸出である。なお貸出は資金提供する側からのいい方で、資金調達する側からは借入と称される。預金や貸出・借入はみな負債型の支払約束による取引で、資金提供することに対する報酬は利子・利息である。

さて支払約束の発行者の選好は、満期が長くリスクの大きい支払約束の発行を好み、対して購入者の選好は、満期が短くリスクの小さい支払約束の購入を好む。金融機関は資金融通を行うことで、発行者の発行する直接証券を購入し、購入者の選好に合わせた間接証券を売却するのであるから、満期の長いリスクの大きい支払約束を購入し、満期の短いリスクの小さい支払約束を発行することになる。こうすることによって金融機関は、購入者が購入し難い直接証券を、購入し易いような間接証券に置き換えていると考えることができよう。これは金融機関による資産変換あるいは証券代位と称される機能である。金融機関は、発行者と購入者の各々の選好に合わせた支払約束を購入・売却しているので、この資産変換機能によって、確かに発行者と購入者の間の選好ギャップは解消されることになる。

金融機関が資産変換機能を実行することで、金融機関の収支、つまりカネの受取りと支払はどうなっているか。金融機関にとって、カネを受取るまでの時間が長いにもかかわらず支払はすぐ実行する必要がある、リスクの大きい受取りにもかかわらず支払の方のリスクは小さくしなければならない。果たしてこのようなことは可能なのであろうか。常識的に考えれば、受取りまでに長い時間を要するなら、支払の方も長い時間がかかる。受取りのリスクが大きいなら、支払のリスクも大きくならざるを得ない。資産変換機能による金融機関の収支はこの「常識」と矛盾することになるが、この矛盾を解消するメカニズムは何であらうか。いい換えると、このメカニズムが上手く働くことではじめて、金融機関は資産変換機能を果たすことができ資金融通を実現できるのである。

資産変換を可能にするメカニズムとは次のようなものである。金融機関は同時に、多様かつ多数の発行者から直接証券を購入し、間接証券を多数の購入者に発行・売却する。これによって金融機関は資産変換機能を実行できるようになる。一般に多数の購入者に少額ずつ売却して、全体として大きな資金を集めることを資金プールを作るといったりする。金融機関が資産変換機能を果たすには、間接証券の売却で資金プールを作り、その資金プールから様々な直接証券を多数購入することが必要なのである。

説明の便宜上、間接証券がなぜ多数の購入者に売却される必要があるのかという点から述べよう。間接証券の満期は短い。間接証券の代表例が預金である。預金の中でも、予め将来の支払時点が特定されず、支払約束の購入者(預金者)が換金したいときいつでも換金できる預金を要求払い

預金という。要求払い預金の満期はいわばゼロである。しかし満期ゼロの支払約束であったとしても、支払をする立場の金融機関は、約束した支払額すべてを即座に支払うことができるよう常に準備しておかなければならないかという、実はその必要はない。確かに間接証券の購入者個々人で見れば、それぞれの都合に応じて自由に支払要求(換金化)をしているであろう。ところが金融機関は非常に多数の人々に間接証券を発行している。であるなら、金融機関が要求に応じて支払をするための準備は、約束した支払額全額のごく一部で済む。なぜなら間接証券を購入した多数の人々が同時に全額を支払要求してくる確率は、通常ならほとんどゼロに近いからである。

間接証券の購入者個々でみれば各々自由に支払要求されるとしても、購入者多数の合計で考えれば、日々に支払要求される金額は概ね平準化されるであろう。金融機関は長年の営業活動を通じた経験から、間接証券のうち毎日どれぐらいの金額が支払要求されるかを知っている。であるなら、金融機関はその支払要求に十分応じることができる金額だけを手元に準備しておけばいいのであって、残りの資金は自由に利用することができる。いい換えると、間接証券の発行で集めた資金プールの金額のうち、ごく一部の金額のみを間接証券の支払要求に応じるための準備として手元に保有し、残りの金額は満期の長い直接証券の購入に充てることができる。

それでは次に、なぜ直接証券を多様かつ多数の発行者から購入する必要があるのか。直接証券を多数保有することで、リスク分散化のメリットを享受できるからである。一般にいうリスク分散化とは、同時に複数のモノを保有することで、全体のリスクが個々の持つリスクよりも小さくなることをいう。金融取引の場合で例を作ると、直接証券の発行者が貸倒れる(支払を実行しない)確率を $\frac{1}{2}$ としよう。金融機関が直接証券購入に充てることができる資金が100であるとする。もし資金100全額を1人の発行者に提供するなら、貸倒れによって資金がまったく返ってこない可能性が $\frac{1}{2}$ である。もし資金100を半分ずつの50にして2人の発行者に提供するなら、資金がまったく返ってこない確率は $\frac{1}{4}$ である。さらに資金を3等分して3人の発行者に提供するなら、資金がまったく返ってこない確率は $\frac{1}{8}$ に減る。このように、より多数の発行者から直接証券を購入することで、発行者の貸倒れから被る金融機関のリスクは小さくすることができる。

今述べた $\frac{1}{4}$ とか $\frac{1}{8}$ とかいう数字は、個々の発行者が(確率的)独立に貸倒れを起こす場合である。実際には発行者の貸倒れは(確率的)独立な事象ではない。例えば景気が悪くなれば、ほとんどの発行者は貸倒れを起こしやすくなるであろう。このとき金融機関の被るリスクは独立な場合よりも大きなものとなる。そこで重要になるのが、単に多数の発行者から購入するだけでなく、多様な発行者から直接証券を購入するという点である。どれだけ多数の発行者から購入しようとも、これら発行者が同じ産業に所属するなら、リスク分散化の程度はしれている。景気が悪くなってこの産業を直撃するなら、これら発行者の多くが貸倒れになってしまうからである。不景気になっても影響が軽微で好調を維持するような別の産業が存在するなら、その産業に所属する発行者の直接証券をも同時に購入することが望ましい。リスク分散化の効果を大きくするには、類似の発行者多数から購入するだけでは不十分で、多様な発行者の直接証券を購入しなければならない。

ともかく、金融機関が多様かつ多数の発行者から直接証券を購入することによって、金融機関の被る全体のリスクは直接証券個々のリスクに比べて相当に軽減できる。このリスク分散化のメリットによって、金融機関は自ら発行する間接証券のリスクを小さく抑えることが可能となる。こうし

て金融機関は資産変換機能を果たし得ようになり、資金融通という金融システムの役割を担い得るようになるのであるが、金融機関の役割に関する説明としては実はこれだけでは未だ不十分である。

7.2 決済機能と情報生産

金融機関は資金融通という役割以外にもう一つ大きな役割を担っている。その役割とは決済機能の提供である。決済機能とは要するに、人々が日々の生活の中で支払のための手段として利用できるということをいう。決済機能の提供とは、人々の支払のための手段、つまり貨幣を提供することに他ならない。今日の貨幣は信用貨幣といって、人々の信任に基づいて成立している貨幣である。人々の信任とはどのような信任かという、今度自分が何かを購入して貨幣を使うとき、それが貨幣として使える、支払のための手段として使えるという信任である。貨幣の代表が現金である。現金の1万円紙幣が貨幣であるためには、この1万円紙幣が支払の際にきちんと1万円として受取ってもらえると人々が信任している必要がある。

金融機関の発行する間接証券の預金も立派な貨幣である。現実には貨幣に占める大きさは現金よりも預金の方が遥かに大きい。預金は振込みや振替えといった制度により、人々の支払手段となっている。預金が貨幣であるためには、前で述べたような人々の信任が必要である。この信任を勝ち得るために、預金という間接証券のリスクはゼロでなければならない。預金者が金融機関に支払要求した際、支払額が不確かにしかわからないような状況では、預金は貨幣として機能できないのは明らかであろう。それでは金融機関はリスクゼロの間接証券を発行できるのであろうか。

発行される間接証券のリスクをほとんどゼロ近くの水準にするために、金融機関は、購入した直接証券から被るリスクも一定の小さな水準にまで抑え込まなければならない。リスク分散化のメリットにより、金融機関の被る直接証券からのリスクはかなり小さくなっているであろう。しかしこのリスク水準が、間接証券のリスクをゼロとするに十分かどうかの保証はまったくない。というのは、直接証券の方でどれだけリスク分散化を進めても、これには一定の限界のあることが知られているからである。リスクには分散化によって消去することのできる部分と消去できない部分とがある。消去できない部分は当然のことどれだけ分散化してもリスクとして残る。これがリスク分散化の限界である。このリスク分散化の限界レベルが、間接証券をリスクゼロとするに十分かどうかはわからない。

そこで金融機関にとって必要不可欠になるのが情報生産という活動である。金融機関が直接証券を購入する際に、発行者を選別することなしにあらゆる発行者から支払約束を購入するなら、リスクの極めて大きな直接証券を少なからず購入することになる。購入する直接証券個々のリスクが大きいなら、リスク分散化を限界まで進めても高いリスク水準に留まらざるを得ない。リスク分散化の限界におけるリスク水準を十分低く抑えるためには、購入する個々の直接証券のリスク自体を一定の水準に抑えておく必要がある。従って金融機関は、間接証券のリスクゼロ達成を目指し、リスクの大きい直接証券の購入を避ける必要がある。そのために金融機関は発行者を選別しなければならない。ところがこの選別をしようとする、金融機関は発行者の品質に関する情報の不完全性

の問題に直面する。金融機関はこの情報の不完全性を解消するのに、自ら情報生産活動を行う必要がある。

金融機関の情報生産活動とは具体的には審査と監督とからなる。ここの情報とは発行者の品質のことであり、発行者の品質は、発行者の支払能力と支払努力であると前で定義した。金融機関は審査を通じて発行者の支払能力を測り、監督を通じて発行者の支払努力を督励する。この情報生産活動は長い時間をかけて行われるのが特徴である。理由は情報生産活動にはコストがかかるからである。金融機関はこのコストをできる限り小さく済ますために、時間をかけて徐々に情報を集め、かつ時間をかけて少しずつこのコストを回収する。それ故、発行者と金融機関との取引関係は長期的な取引が前提となる。このことを長期顧客関係と称したりする。

ある主体が金融機関から資金調達しようと思うなら、既に十分な過去の実績あるいは十分な社会的信用を持っている一部の主体を除いて、大半の主体は即座に資金調達することはできない。まずは預金取引からスタートする。預金は決済機能を持っていて支払の手段であるから、主体は資金調達しようとする金融機関の預金を使って日々の活動に伴うカネの支払や受取りを行う。金融機関はその主体の預金の出入りを日々見ていれば、その主体の支払能力の概ねの見当がつけられよう。さらに主体の財産状態をも考慮して、金融機関はその主体の支払能力に相応しい資金量を出す。これが金融機関による情報生産の審査である。

貸出に伴う利子支払や元本返済は将来のことであるから、金融機関の情報生産は貸出時点でなされる審査に留まらない。資金提供した後も、借手が支払努力を惜しまないよう借手を監視・督励する必要がある。これが情報生産の監督である。具体的には借手の財産状態や活動成績をチェックするため、金融機関は定期的に借手に財務諸表の提出を求める。さらに金融機関担当者による訪問という形での現状調査も日常的になされるであろう。

情報生産活動を行うにはコストがかかる。金融機関はこのコストを資金提供から発生する報酬の中に含めてコストを回収する。すなわち、金融機関からの資金調達に伴う金利の中には、金融機関の情報生産コストが含まれている。仮に主体が証券市場で資金調達可能であるなら、金融機関から求められる金利は、証券市場で求められる金利よりも情報生産コストの分だけ割高になるはずである。また情報生産コストは一度に回収されるのではなく、通常は少しだけ割高の金利にして時間をかけて徐々に回収されることになる。こうして行われる情報生産活動は金融取引の阻害要因の一つ、情報の不完全性を解消する。

以上のようにして金融機関は、資産変換機能と情報生産活動を行うことで、満期とリスクの選好ギャップや情報の不完全性を解消し、支払約束の購入者から発行者への資金融通を実現する。

8 証券市場 *versus* 金融機関

金融システムには証券市場と金融機関の2つが存在するのであるが、この節でこれらの機能の違いや優劣を整理・比較しておこう。

証券市場は発行市場と流通市場から成るが、そのことだけをもって、金融取引の阻害要因すべてを解消することはできない。解消できるのは満期の選好ギャップだけであって、リスクの選好

ギャップや情報の不完全性を解消できない。解消不能なこれら2つの阻害要因を軽減するため、発行者を限定すること、そして発行者にディスクロージャーを課すことといった2つの施策が、証券市場で資金融通を実現させるのに必要不可欠になる。

対して金融機関の方はどうであろうか。金融機関は自らの資産変換機能と情報生産活動を通じて、金融取引の阻害要因3つをすべて解消してしまう。金融機関の資金融通においても支払約束を発行できる発行者の選別がなされるが、この選別は証券市場におけるそれよりもはるかに緩やかである。従って支払約束の発行者の側からすると、証券市場では資金調達できない主体でも金融機関なら資金調達できるかもしれない。また間接証券はそれが預金ならリスクはほとんどゼロであるが、証券市場で直接証券を購入しようとする、少なからずリスクや情報の不完全性が残っている。従って支払約束の購入者の側では、直接証券より間接証券の方が選好にマッチしている。このように、金融機関を通じた資金融通は、証券市場を通じる資金融通よりもはるかに広範な様々な主体を対象にすることができる。

以上のことから、資金融通を担うためのシステムとして証券市場と金融機関のどちらが優れているのか、という問いがなされるなら、金融機関の方が優れているという答えが特にわが国で支配的であったように思う。わが国では今日まで一貫して、金融機関を通じる資金融通が証券市場を通じる資金融通を量的に圧倒している。これを間接金融の優位というが、筆者の印象では、間接金融の優位というわが国金融システムの特徴が、金融機関が証券市場よりも金融システムとして優れているという通説の根拠の一端になっている可能性が高い。しかし金融機関は本当に証券市場よりも優れた金融システムなのであろうか。今日の観点からすれば、この通説には大きな疑問を抱かざるを得ない。実際に金融機関は不良債権のヤマを築いた過去があるし、近年においては、金融システムそのものが機能不全に陥っていて十分な資金融通を果たせずにいるのではないか。

わが国では高度成長期を経て1980年頃までは、間接金融の優位を非常に上手く利用し、効率よく経済成長を達成することができたといえよう。この期間については、確かに金融機関は証券市場よりも優れた金融システムだったのかもしれない。間接金融の優位ということで、機能的に優れた金融機関が金融システムで支配的であったということは、非常に好都合なことであったに違いない。しかし1980年以降、低成長経済に移行して経済環境が一変すると、金融機関が証券市場よりも優れているとは必ずしもいえなくなった可能性が高い。そんな中、金融システムそのものは相変わらず金融機関が圧倒的な地位を占めていた。機能的に優れてないものが支配的地位を占めているような金融システムの下では、明らかに効率的な資金融通の実現は困難であろう。

それでは金融機関が証券市場よりも劣っている点は、どのようなところにあると考えられるか。いい換えると、証券市場が金融機関よりも金融システムとして優れた機能を発揮し得るのはどのような点であろうか。筆者の考えではそれは価格発見機能という点にある。

支払約束の売買というからには必ず価格が決められる。支払約束が株式型であれば、株価というようにストレートに株式の価格が売買の結果成立する。支払約束が負債型であるなら多少のバリエーションがあり、通常は価格に相当するのは金利であろう。例えば将来の返済金額(元本)100に対して今100の資金融通がなされるなら、この100に対して付与される利子率が価格になる。この例外として利子率が予め所与のケースもある。このときは文字どおり支払約束の価格が成立す

る。元本 100 に対してこの価格は 100 から乖離し得るようになり、この価格の金額が資金融通される。いずれにせよ価格の形が価格であれ利子率であれ、金融取引の結果、支払約束の価格が形成される。

支払約束の発行・売却する立場の主体であるなら、価格が上がる、あるいは利子率が下がるような状況は有利といえるであろう。その結果、支払約束を発行・売却しようとする主体は増える。逆に価格が下がる、あるいは利子率が上がるような状況は不利といえるであろうから、そのとき支払約束の発行・売却は減る。他方、支払約束を購入しようとする立場の主体であればこの反対である。価格が上がる、あるいは利子率が下がるような状況は不利なので、支払約束の購入は減る。逆に価格が下がる、あるいは利子率が上がる状況は有利なので、支払約束の購入は増える。以上のように、支払約束の売買は、経済学で普通に考えられている需要と供給の市場メカニズムとまったく同様である。

さて支払約束の価格形成は、金融システムにおいてどのような形をとっているか。基本的には今述べたような市場メカニズムが支配するとしても、具体的な形成方法は金融機関と証券市場とではかなり異なるといえよう。金融機関ではどうか。金融機関の取引は大半が金融機関とその顧客との相対交渉である。小口の預金や貸出などは、実質的には金融機関の提示価格を顧客が無条件に受け入れざるを得ないのが実情であろうが、これも一応交渉なのである。交渉であるからには、価格形成には当事者間の交渉力が影響を及ぼす。小口の預金・貸出は顧客の交渉力がほとんどゼロであることの反映に過ぎない。大口の預金や貸出に関しては顧客の交渉力は大きく、顧客主導で価格が決まる場合も多い。相対取引とは基本的には売り方と買い方とが 1 対 1 で交渉する形をとり、売り方の間、ないしは買い方の間で相互に競争がなされるわけではない。

証券市場の方はどうか。証券市場とは不特定多数の主体による支払約束の売買であった。不特定多数の売買ということは、不特定多数の主体の間で競争がなされていることを意味する。すなわち、証券市場の売買は売り方の間、買い方の間で相互に競争が行われていて、普通の経済学が想定する完全競争市場に近い姿と考えることができる。その結果として証券市場で形成される価格は多数の主体の意見が反映されたものといえる。というのは、売買が成立して、ある一つの支払約束に多数の売買者がいるということは、その価格が妥当なものと考えた主体が多数存在するということに他ならない。ある主体がその価格が安すぎると思うなら、購入を増やそう、ないしは売却を減らそうとし、そういう主体が多数いれば実際に価格は上がる。逆に価格が高すぎると思う主体が多数いるなら、実際に価格は下がる。

証券市場は発行市場と流通市場とから構成されると前で述べたが、証券市場の流通市場が競争的に価格形成しているなら、支払約束の発行者は自分に有利な価格で勝手に支払約束を発行することは不可能となる。証券市場の発行市場で形成される価格は流通市場の価格に収斂するところとなる。発行者にとってはできる限り高い価格で支払約束を発行したい。なぜならより大きな資金を調達できるからである。しかし発行価格が流通市場の価格を上回っているなら、購入者の方は誰もその発行価格で支払約束を購入しようとはしない。同様の支払約束が流通市場でより安く購入できるからである。従って発行者は流通市場の価格で支払約束を発行せざるを得ず、発行価格は流通市場の価格に一致する。流通市場の価格が競争的に形成されていて多数の人々の意見を反映したもので

あるなら、発行価格も多数の意見を反映していることになり、発行者が調達できる資金量も多数意見を反映したものということになる。多数意見を反映しているという意味で、証券市場を通じた資金融通は客観的な妥当性を持つということができるであろう。

証券市場が発行市場で妥当な資金融通を実現するためには、流通市場で妥当な価格形成を行うことが極めて重要である。流通市場が歪んだいい加減な価格を形成してしまうと、発行市場の価格、資金融通も歪んでしまう。これは効率的な資源配分を阻害して、実物経済にも悪影響を及ぼす。流通市場では、証券取引所という形で物理的に実在する本物の市場（イチバ）が存在する。なぜ証券取引所をわざわざ設置するのか。その理由は、客観的に妥当な価格の形成に資するため、さらには妥当な資金融通を通じて実物経済の最適な資源配分実現に貢献するためなのである。

これに対して金融機関の価格形成は、相対交渉であるから当事者間の意見しか反映しない。そこで成立する価格は、客観的妥当性という観点からはどうしても証券市場に比べて、当事者間の恣意性が入り込まざるを得ない。実際には金融機関の間で相互に競争がなされているから、まったくのでたらめな価格というわけではないが、本物の市場である証券市場に比べれば、金融機関で形成される価格は客観的妥当性に欠ける。この意味で金融機関での価格形成は恣意的であるといえよう。

しかし金融機関の価格形成が恣意的であることが常に悪であるとは限らない。というのは、多数の意見が常に社会的に正しいとは限らないからである。例えばわが国においては、1950年代から70年代にかけて、実物経済は高度経済成長を実現しなければならなかった。当時、高度成長を実現するには、産業的な基盤を整備することが必要不可欠であり、これは基幹産業と呼ばれて、その発展拡充が急務とされた。ところで証券市場で支払約束に高い価格がつくということは、その高い価格を支持するという意見の主体が多数存在していることを意味する。なぜ高い価格が支持されるかということ、発行者の品質（将来の支払能力と支払努力）が高く評価されているからである。しかし多くの人々から高い評価を得るような発行者が基幹産業に属する主体であるという保証はない。もっとストレートにいとてしまうと、仮に娯楽産業が多数の人々から高い評価を得て多くの資金を調達できたとしても、当時のわが国においては、娯楽産業の経済成長への貢献は基幹産業のそれに比べれば微々たるものであったろう。

金融機関の行う価格形成は、多くの人々から高い評価を得られないような主体が有利に資金調達することを可能にする。高度経済成長期のときのように、社会的な目標が明確であるなら、金融機関の価格形成の恣意性を逆手に利用して、その目標に則した恣意的な資金融通を実行すればよい。その方が証券市場のような市場メカニズムに依存した資金融通よりも、効率よく高度成長という社会目標を実現できたであろう。間接金融の優位ということでわが国の金融システムは金融機関が支配的であったから、わが国金融システムは高度成長を実現するのに極めて好都合な状況であったといえる。

ところが高度成長期が終って実物経済が低成長に移行するとどうなったであろうか。1980年代以降、既にわが国は世界第2位の経済大国になっていて、私たちの生活は十分過ぎるほど豊かになっていた。高度成長という社会的に明確な目標は既に達成されてしまい、社会的コンセンサスを得るような次なる目標は存在しないようになってしまった。1980年代は金融自由化ということで、金融機関の間の競争は若干厳しくなったものの、金融自由化そのものが緩やかで中途半端であった

ため、金融機関の価格形成の恣意性はそのまま温存されたといってよい。また間接金融の優位もそのままであった。1980年代以降に金融機関が傾注した資金融通先はいうまでもなく不動産関連ビジネスである。いわば金融機関の価格形成に内在する恣意性をそのまま利用する形で、不動産産業への資金融通を集中させていったといえるであろう。

証券市場であれば、不特定多数の人々による自由競争売買の結果として成立する流通市場の価格は、多数の意見を反映させたものという意味で客観的に公平・妥当なものといえよう。そしてこの意味で、流通市場価格から決定される実物経済の資源配分もまた客観的な公平・妥当性を持っている。というのは、多様な価値観が支配する今日の経済では、社会的に見て明確な目標は既に存在しない。このような経済では、多数を占める意見が客観的に公平・妥当なものと考えざるを得ないであろう。資金融通に際し証券市場という金融システムの持っている価格発見という機能をあらためて再評価する必要があるのではなかろうか。

参考文献

- [1] 辻幸民, 2024. 『実践ファイナンス論』慶応義塾大学出版会.