

# 市場構造と産業構造

——株式市場間競争の背後——

熊 野 剛 雄

## 要 旨

日本における株式市場間競争はアメリカにおけるような多様なものではなく、単純な新規公開会社獲得競争にすぎない。又アメリカにおける市場の分裂と競争の背後には機関投資家の成長があるが、日本に於いては戦後形成された持ち合いを中心とする株式の法人所有が1990年以來の長期の不況を通じて解消過程にあり、本格的な機関投資家所有の形成は今後の発展にまつれる。しかし将来に於いては日本に於いても機関投資家の成長は確実であり、アメリカにおけるような問題が発生するであろう。

又産業構造の変化はアメリカに於いても日本に於いても進行しており、新しい産業を担おうとするベンチャー企業の株式の発行と流通を、どのような市場で取り扱うべきかが問題となる。

日本では第二次大戦後、自然発生的な市場は規制され、取引所市場に収容するか廃止するかの方策がとられた。そして売買仕法の面では order-driven 化の方向に整理するという考え方が取られたように見受けられる。

order-driven market は確かに優れた売買仕法であるが、問題なしとしない。本来完全にディーラー行為を排除することが困難であるうえに機関投資家の資力が増大し、注文が大口化するにつれ、市場に現われた注文を整理するだけで価格優先、時間優先の市場を作り出し、公正な価格を発見することが困難となる傾向がある。ここに店内化、upstairs 化の根拠がある。

又この裏返しとしてディーラー・マーケットも積極的に評価されてよい。現在先進諸国の経済は歴史的に転換期にあり、19世紀以來証券市場を必要とし、同時に証券市場の基盤となってきた重化学工業の長期設備資金需要は縮小している。そして経済の迂回化、サービス化、IT 化、そして金融投機化はアメリカのみならず日本に於いても進行するものと思われる。そのような産業の中からあらわれる、担保も過去の実績もない新興企業を迎え、育てて行くのは店頭市場、ディー

ラー市場であるべきであろう。

## 目 次

### I. 問題の所在

### II. ディーラー・マーケットの再検討

### III. order-driven market の包蔵する問題

### IV. 背景としての産業構造の変化

## I. 問題の所在

現在の日本の株式市場間競争は、俗に新興三市場と称される、日本証券業協会のジャスダック、東京証券取引所のマザーズ、それに大阪証券取引所のヘラクレスの三者によつて行なわれている。大証は当初ナスダックと提携して開設し、ナスダック・ジャパンと称したが、アメリカの株式バブルが崩壊して大打撃を受けた為ナスダックが撤退したものである。

この三市場による競争の特徴は、アメリカにおける市場の分裂と競争の様に多様なものではなく、単純な新規公開会社の獲得競争に過ぎないことである。アメリカで発生した様な、証券取引所上場銘柄の売買をめぐる取引所と場外第三市場の競争や、機関投資家などの注文を集中して、出来ればそこで出会わせ、売買契約の締結までも行なうという、取引所の創設を企図する動きは存在しない。勿論日本でも法人株主や投資信託・生保などの機関投資家の売買にからんで、アメリカに似た動きは底流としては存在している。しかし、1998年に市場集中義務が撤廃され、取引所自体も立合外取引、時間外取引を開設して取引所取引の枠を大幅に広げる措置を取った為、明確な上場株式の取引所外市場の形成、取引所と場外市場の対立という事態は発生していない。

又アメリカにおける市場の分裂の根本的な原因である機関投資家の売買の増大も日本ではま

だそれほど大きな問題となっていない。日本では機関投資家ではなく、法人所有が最高80パーセント近くを占めるという特異な株式保有構造が形成されていたのであるが、バブル崩壊後は深刻な不況による企業資産の見直しと圧縮に伴う持ち株の縮小、とりわけ持ち合いの解消が急速に進行している。つまり40年間かかって形成された株式保有構造が解体されつつあるのであって、機関投資家の保有を中心とする新しい株式保有構造の形成と安定はまだ今後の問題である。したがって機関投資家の大量で活発な売買も将来期待されるにとどまっているのであって、機関投資家の大量売買が株式市場に大きな問題を提出するほどには成長していないと言える。

しかしながら日本における市場の分裂と市場間競争をいつまでも新興三市場の公開株式獲得競争に止まるとみるのは誤りであろう。何故ならば機関投資家の成長は止まる事の無い流れであって、遠からず日本に於いても機関投資家の大量売買の処理が株式市場での最大の問題となるであろうと思われる。又後で述べる様に我が国に於いても今後産業構造のサービス化、情報産業化が一層進行するものと思われる。既成の産業の資金需要の現在における伸悩みは循環的、一時的なものではなく長期化すると見てよいであろう。そうだとすれば銀行業も証券市場もその資金供給機能の活動対象を、重化学工業を中心とする製造業からサービス産業や情報産業を主とするものへと移さざるを得ないことに

なる。その場合、担保となる大きな生産設備を持たず、収益の安定を示すべき過去の実績も無い新興企業にどのような市場で、どのような形で資金を供給すべきかが、金融システムにおける中心的な問題となるであろう。具体的には銀行による貸し付けか、証券発行特に株式発行か、という問題である。そして仮に株式発行に比重が置かれるべきであるとされたとき、それらの企業の株式を受け入れる市場は取引所の order-driven market でよいのか、店頭 quote-driven market (dealer market) が適当しているのかについても慎重に検討されるべきであると思われる。

このように将来においては、機関投資家の発展が予想され、又日本経済の構造変化も進行するであろうと思われるのであるが、これに対する証券市場の対応はこれまでの所甚だ不十分であると思われる。先に述べた様に三市場の競争は東証、日本証券業協会、大証の新規公開会社獲得競争に過ぎないし、更に基本的には、機関投資家の大量売買と、ベンチャー企業を中心とする新規公開会社、未成熟企業の売買を如何なる市場で、いかなる仕法で処理するのが適切であるかについての理論的検討が不十分にしか行なわれていない。それどころかむしろ誤った認識や、あるいは幻想さえもが広範に存在しているのではないと思われる。これは一つには証券市場の理論的研究に従ってきた我々研究者の責任でもあるが、この機会に筆者の見解を述べてみたい。

第二次大戦後の証券市場、とくに東京株式市場の歴史を概観すると、自然発生的に形成された市場を次々と取引所市場に迫込み、或いは収容するのが何等かの理由で不適当と見られたものは禁止するという経過を辿ってきたように見

える。多くの場合それは損失を被った投資家の苦情に応える為の規制の強化に伴うものでもあった。

戦後の東京株式市場は自然発生的にディーラーが一箇所に集合して、顧客の注文や自己の玉を提示しあい、相対で約定し決済するという集団売買で再会された。それは自然に形成された一種の原始的な取引所であり、占領軍と政府に黙認された仮の取引所ともいうべきものであった。

占領軍が取引所の再開を許可してからは、取引所を中心としてその周囲に、いくつものディーラー市場が形成されていた。取引所は整備され、公認された order-driven market であり、その周囲に証券業者の自己仕切りによる約定が行なわれる dealer market が展開されていた。所謂店頭市場は証券業協会が管理する公認の dealer market であったが、そのほかに小規模の取引所非会員業者が手懸ける「廊下」とか「青空」とか呼ばれる、掴み所の無い市場があって、取引所や店頭市場の銘柄の相場表のほかに、赤やら青やら色々な色のついた紙の相場表が出回っていた。そこには聞いたことも無い会社や、満鉄のようにもうなくなった筈の会社の株式や社債の相場さえものせられていた。逆に又こうした業者は上場株式の仲介機能ももっていた。彼等は中以上の会員業者の株式部に毎日顔を出して回った。そういった株式のディーラー部門、管理部門はしばしば銀行や生保、事業会社、それに同系投資信託から出た大口の注文を抱えていたり、或いは決め商いで仕切って自己の手持ちとした大量の玉をもって、場に出せばザラバの常として相場の激変を招くので、大口の反対注文がどこかに無いかと様子を窺っているのが常であった。業者はこの

ような大口注文の仲立ちを務め場外で合意を成立させ、形式的な約定は場内でバイカイやクロスなど会員業者がテクニクを駆使して結ぶのであった。

そのほか大戦後の大量増資時代には、どこかの会社が増資しそうだという噂が立つと忽ちその会社の増資新株の相場が立ち、非会員小規模業者が自己仕切りで市場を開設するのであった。これが「ヘタ株」と呼ばれた市場である。

こうしたバラエティに富んだ市場は徹底的に排除された。店頭市場は取引所に取り込まれ、「市場第二部」になった。その他の市場は禁止、抑圧された。ヘタ株市場は「発行日決済取引」として取引所場内に取り込まれた。しかし経済の発展に伴って上場予備軍的な企業が次々と成長して来るのは当然であって、結局取引所第二部のほかに証券業協会の管理する「店頭市場」を再び設置したのであった（今日のジャスダック市場）。

取引所場外市場、ディーラー市場、あるいは取引所上場銘柄の場外取引のこうした徹底的な排除は、取引所又は証券業協会が開設する整備された市場での取引に全ての証券の売買を追込み、そこでの取引の基準に適合しない企業の株式の取引は禁止してしまうのが、行政当局による監督に便利であるからが最大の理由であろう。しかしそのほかに、取引所の開設する市場での order-driven market が最も優れた、最も公正な価格を形成する市場であるという思想がその背後にあるのではないかと筆者にはおもわれる。しかし筆者はこうした考え方、或いは、規制された市場以外の、自然発生的なディーラー・マーケットを排除してしまうという政策について疑問を抱く。場外市場の排除については、各種のマイナーな市場で発生した事

件によって、投資家が損失を蒙ったことが行政当局を動かして其のような措置に至ったのであろうと理解する事ができるが、きびしい規制と処罰はそのような事態を引き起こした証券業者あるいは発行会社に専ら向けられるべきであって、自然に発生した市場そのものを抹殺することに対しては、より慎重になるべきであろう。しばしばある目的の為に「市場を整備する」という言葉が使用されるが、市場は人為的に制度を作ったからといって成立するものではない。成立する条件があれば自然に出来上がるものである。逆に第二次大戦後の公社債市場のように、金融統制とりわけ金利統制が行なわれている時は、どのように公社債市場の整備を叫んでも、市場の発展はのぞむべくもなかったのである。そして大蔵省当局の監督の手の及ばぬ事業会社に多額の余裕資金が発生し、その資金運用市場と、金融機関・引き受け証券会社の手持ち債券流動化市場とが結合した形で、自然発生的に債券現先市場が発達して、金利自由化への流れを作り、またそれによって公社債市場も正常化したことを想起すべきであろう。

## Ⅱ. ディーラー・マーケット の再検討

証券市場に限らず、およそ市場と言われるもので基本的に追求されるべきものは公正な価格の形成、あるいは公正な価格による売買契約の締結である。買おうとしている者は最も安い売値を提示している売り方から買い、売ろうとしている者は最も高い買値を提示している買い方に売るのでなければ、又売の事が出来るのでなければ、市場と呼ぶに値しない。価格優先の原則である。



この目的の為には可能である限りのあらゆる注文、売り手と買い手の意思を一ヶ所に集中する事が必要である。したがって同一取引対象について市場が分裂することは公正な価格の形成という目的に根本的に違背する。ア・プリオリな自由競争信仰から市場の分裂に寛容なアメリカで常に最良執行が問題になるのは当然であろう。それはともかくとして、出来るだけ多数の注文を集中するのに適した方法は、売り手もしくは買い手が一名の場合であるせり売買を除いて競争売買である。そしてそこに集中される意思から、仲介業者の意志を出来るだけ希薄化する効果を持つものとして、出された注文を客体化し、注文を整理してやるだけで、出会っている注文で自動的に（注文を出した者の意思から切り離されて）売買契約が締結され、価格が形成されるのが order-driven market である。このような性格のものであるからこそ、市場をコンピュータ化し、システム売買を成立させることができるのである。

しかしながら、order-driven market が成立する為には、実は幾つかの前提条件を満たしている事が必要である。先ず第一に銘柄毎に大量の、分散した口数の注文が存在しなければならない。小量の注文しか無ければ、同じ値段での、反対方向の注文を見付けだす可能性が小さくなるのは当然であるし、注文の量が大きくても、少数の大きなロットの注文しか無ければやはり売買を成立させ、価格を形成させる事が難しくなる。そしてそのためには、多数の分散した株主が存在していなければならない。更にそのためには、発行株数そのものがある程度以上多くなければならないのは当然のことであろう。

この点で公開会社であっても比較的小資本の

会社の株式は基本的には order-driven、取引所取引に適していないと言える。いわんや新規公開会社で、さらにベンチャー企業で会社設立後間もない会社では、創業者の持ち株以外では公開時に売り出され、あるいは発行された株式しか無い場合、そもそも多数の分散した注文が存在する理由が無い。したがって此等の場合には、本質的に dealer market に委ねられるべきである。仲介業者が自己向かいをしないでコミッション・ブローカー行為だけで売買を仲介するにはある程度の口数の注文＝売買の意志が常に存在していることが必要であって、そうでなければ仲介業者自身が相手方となって売買を成立させるディーラー行為による仲介が適当している。言い換えればこれがディーラーマーケットの存在領域である。

しかしながらこれまでの我が国の店頭市場ないしジャスダック市場の推移をみると、意識的に、無意識的に、店頭市場の第二取引所化、気配と売買を一ヶ所に集中することによるオーダー・ドリブン化を指向していたのではないかと筆者には感じられる。又市場関係者にも、発行会社にも、公開さえすれば常にある程度の注文が集まり、活発な売買が行なわれるのを期待して当然であるとする考え方があるのではないと思われる。

筆者は公開会社に対して、浮動株主あるいは主要株主についての基準を設け、ある程度分散した株式保有構造になっている事を要求のは構わないと思う。しかしそうであるからといって、株式の売買は常に活発に行なわれるとは限らないのであって、かなり多数の公開会社で売買高が極めて少ないということがあって当然である。そういった会社で売買高の多寡を問うのは不適當であるとおもう。

その代わりにそのような会社は出来るだけ dealer market に収容すべきである。さきに述べたように、市場に出てくる注文口数の少ない会社の株式の仲介に適しているのがディーラー行為なのである。

しかしそうした本来的に商い薄の市場で自己向かいで売買を成立させる事によって仲介行為を営むことは当然のこととしてかなりのリスクを負担することである。従って其処においてディーラーが示す売り気配は高めに、買い気配は低めに提示されるのが当然で、いわゆる「上下（うえした）が離れる」ことになる。ナスダック市場でしばしばマーケット・メーカーの示す気配が、上下が離れているとして非難される事もあるようであるが、一般論としてはマーケット・メーカーの示す気配の上下が離れているのは当然であって非難されるいわれはないのではないと思う。そしてその離れている所にビジネス・チャンスを見だし、独自の市場を創ろうとする ECN の企図は至極当然の行動であろう。ECN によって一層広い情報の場が創りだされ、潜在的な注文を顕在化させる作用を持っているとすれば、ディーラー・マーケットの流動性を高めるものとして推奨される。

反対に自由であるべきディーラー・マーケットで、あれこれと義務を課したり規制を加えると市場がうまく機能しなくなるのではないだろうか。我が国の登録ディーラー制度がうまく行かなかったのはその例ではないかとおもわれる。

要するに本来的に売買が希薄であるのがディーラー・マーケットであり、又そうであるからこそディーラーのリスク負担能力と市場発見能力（売買の相手方を見付けだす機能）に依存する市場であるから、ディーラーと相手方と

のネゴシエーションに委ね、ディーラーの自由裁量の余地を大きく認める必要があると思われる。ディーラー・マーケットは quote-driven market であり、quote は dealer の意志によって提示された注文である。従って気配の基底にある dealer の裁量・自由意志に規制を課することはこの市場の成立の基底に掣肘を加えることであるから、出来るかぎり排除されるべきであると筆者には思われる。

### Ⅲ. order-driven market の包蔵する問題

一方 order-driven market は、一定の条件を充たせば公正な価格での売買を期待し得る、優れた市場の様に見えるが、大きな欠陥も潜んでいることに注意しなければならない。その第一は集中された注文を整理し、値段を上下させても、なかなか売りと買いの数量の一致する点（値段）を見付けることが難しいことである。注文を整理し、数量の一致する価格を発見する作業が板寄せである（集団競争売買）が、板寄せの作業は時間がかかる為銘柄数の少ない商品取引所では可能であっても、上場銘柄数の多い証券取引所ではすべての銘柄についてこれを行なうことは不可能である。そこで少数の銘柄を選んで（特定銘柄）行なわれていた集団競争売買が板寄せザラバ折衷法（俗にセリと呼ばれた）であった。板寄せザラバ折衷法は、価格の上下に応じて売り又は買いの数量を示す証券会社の場立ちと、場立ちの示す数量を整理しながら価格を上下させて均衡価格を発見する役割を担う取引所職員の高度の熟練を必要とするのではあるが、売買仕法として、そして公正な価格の形成方法としては最高傑作と言ってよいのではないかと思われる。しかしいくら値段を上下

させてもなかなか数量の一致する価格を発見できるものではない。現実には作業がある程度煮詰まった所で均衡の数量について、多すぎる買いに対して自己で売り、或いは超過した売りに対して自己で買い向かうことをどこかの有力証券会社の場合に依頼して漸くある価格についての売買数量の一致を得る事が出来、価格が、そして売買契約が成立するのが常であった。

特定銘柄制度が存在した当時の寄付き（始め値を決定する売買）と大引け（終値を決定する売買）はこのセリにより、その中間の時間帯ではザラバ売買により、取引が行なわれた。特定銘柄以外の一般銘柄はザラバで取引が行なわれていたが、特定銘柄制度が廃止されて以後は全銘柄が、そして今日のようなシステム売買に移行しても勿論その俣、売買はサラバで行なわれている。しかしながらある値段以下の売り注文が無く、又その値段以上の買い注文が無いと言う状態が現出しなければサラバ売買は行なうことは出来ない。そうでなければ市場で言う乱手（らんで）になり、価格優先、時間優先の市場を作る事が不可能である。

ところがあらゆる市場における需要と供給、売り注文と買い注文は、一定時間取引を休止したのちは上に述べたような状態が破壊されているのが通常である。需要と供給、買い注文と売り注文の基礎である情報に変化が生じ、情報に対する市場参加者の判断にも当然変化が生じているからである。寄付き、即ち始め値を決定する売買を行なおうとする時はこのような状態になっている筈である。従って始め値を決定する売買は板寄せでなければならない。板寄せを行なって、ある値段以上の買い注文と、それ以下の売り注文を一掃し、そこで初めてザラバに入

る事が出来る。ところが先に見た様に板寄せは時間と手数料がかかり、しかも証券会社のディーラー行為による協力が無ければ容易に数量が均衡した価格を得ることが出来ない。1960年代の後半、昭和40年代の始めであったと思われるが、ある朝東京証券取引所の大部分の銘柄が寄り付かないという事件が発生した。実は毎日ブローカー証券会社の市場部と才取りが話し合い、自己売買を介入させ、注文量に手を加えるなどして始め値を成立させ、円滑にザラバに移行させていたのである。ところが各社の市場部と取引所との間に寄付きの仕法をめぐる紛議が発生し、取引所側の形式主義的な規制に怒った各社の市場部員が一斉にディーラー行為による始め値形成協力から手を引いたのである。此等の事は、order-driven market が、非人格的な注文の集合だけでなく実は証券会社のディーラー行為によって補完され、支えられていることを表している。システム化される前の東証のフロアーは、日本の証券会社がブローカーであると同時にディーラーであり、各証券会社とも、市場に派遣している市場部員の長に、かなり大きな、自己売買の裁量の余地を与えていたことによって、流動性が維持される所が大きかったとすることができる。或いは別の表現をするならば、価格優先、時間優先の市場を成立させるためには、事前にこのような作業が必要であったということである。

システム売買以前からそうであったが、システム売買となった今日ではとりわけ、売り注文と買い注文のバランスが一方に著しく偏った場合の調整が困難である。その場合は便法として比例配分が行なわれるが、一方に偏った場合の比例配分は売買注文の均衡した価格と言うには程遠く、それが果たして公正な価格と呼べるの

か甚だ疑問である。しかも通信テクノロジーの発達が著しく、且つ市場情報の公開が板情報の公開にまで及ぼうとしている今日では、寄付きでの注文の偏りは増幅されやすい。しかも偏っているという事自体が情報として思惑を助長して時として極端な偏りを形成することさえある。この場合はオープンな市場に出来るだけ注文を集中するという原則自体の再検討を促すものである。筆者は市場における価格形成には、非人格的な注文の集中と整理だけではなく、ディーラーの裁量、ディーラーの自己売買による介入があるほうがよいのではないかという考え方である。

更に注意しなければならないのは集中される注文、売買の意思自体の性質である。日常的に市場に集中される注文は、いわば顕在的な注文、顕在化した意思であって、その外に潜在的な注文、今のところ潜在的な意思に止まっているが、何時顕在化するかもしれない意思がある。しかもこちらの方が遥かに大きい。これは生産されては市場に登場し、消費されては次々と姿を消してゆく商品の市場との違いである。株式や土地の様な資産の市場では、現存する資産総額、株式であれば総発行残高、土地であれば取引の対象となりうる全ての土地が潜在的な注文、潜在的な売買意思の対象となり得る。我が国のバブル期に、企業の保有株式、保有不動産の時価を一株当たりの資産総額の計算に導入し、幻の様な自己相関的株価論を発表した人々があったが、資産価格形成の特殊な性質を無視する誤りを犯したと言うことができる。資産の価格は、現存する資産総額の極く一部分が市場に登場し、顕在化した注文となって価格を形成しているもので、資産総額の需給を反映したものではないことを忘れてはならない。現存する

資産の圧倒的な部分を占める潜在的注文の一部でも顕在化したならば、その時点で一応形成されていた市場・価格は破壊される。それはザラバ売買の本質的な欠陥であって、そのような注文がそのまま市場にさらされたなら、当然の結果として価格は激変する。現在の市場で巨大化した機関投資家の大口注文を処理しようとする時に最も留意しなければならないマーケット・リスクと呼ばれているものがこれであり、注文処理の店内化、upstairs 化を必然化するものである。

又この問題が長期的な変化の問題としてあらわれたのが持ち合い解消売りの問題である。90年代末以降日本の市場で激しく進行している持ち合い株式の解消売り、或いは持ち合い解消以外の、銀行その他の法人売りは、それまでロック・インされていた法人所有株式が、一斉に法人売りとして、言い換えれば顕在的な売り注文として表面に出てきたものである。従って第二次大戦後1980年代まで、株価が法人持ち株比率の上昇の効果によって値上がりした分だけ、下落して当然という事ができる。

もっともこれも歴史的に見れば、一時的現象と見るべきであって、法人売りと大幅な株価下落は年金と投資信託を中心とした機関投資家の資産の着実な増大によって、遅かれ早かれ、何時かは吸収されると思われる。将来は日本の株式市場もアメリカにおける様に機関投資家の比重が極めて大きいものになるのは確実であろう。現在の様に法人の一方的な売りに対して日本国内の個人の買いも機関投資家の買いも無くて株価は下落するだけというのではなく、機関投資家の大量注文が売りにも買いにも、株価の上昇にも下落にも、大きな影響を及ぼす事となり、その処理が最大の問題となると思われる。

先に述べたように抽象的には株式の発行現在高の全てが潜在的な売り注文となりうるが、その中でもたとえば日本の法人所有は80年代まではロック・イン的な効果があり、支配的大株主の保有分は通常は先ず市場には出てこない。それに対して機関投資家の保有分は顕在的な売り注文となりやすい。一方個人金融資産残高のうちで預貯金は抽象的には潜在的な株式の買い要因ではあるが、我が国の個人の預貯金は極めて安定的で株式の買い注文として顕在化しにくい。これに対して機関投資家の保有する預貯金は間接的な個人保有預貯金であるが、顕在的な株式買い注文となりやすいのは言うまでもない。このことはマクロ的にそうであるだけでなく、個別銘柄にとってもその銘柄の発行株数に対する潜在的注文の比率は益々増大する。これはオープンな order-driven market での処理にたいする一つの脅威であり、upstairs trading の必然性を示唆するものと考えられる。

その点で我が国の取引所が市場集中義務を撤廃し、時間外取引、立合外取引を制度化したのは賢明な対応であると評価する事が出来る。取引所は reputable な市場、established 企業の市場として、店内市場、場外市場との共存をはかり、それとの協調の下に如何なる価格を発見し形成すべきかを課題とすべきであろう。場内の価格と場外の価格は互いに独立したものであると同時に共通したものでもなければならぬという性格のもので、一見矛盾したようではあるが、この条件を充たして行かなければならないと思われる。このような将来の重要な問題にくらべれば、本来ディーラーの手の委ねるべきベンチャー株の争奪戦等に取引所は手をそめるべきでは無いであろう。

更にこの論点を押し進めると、ドイツの市場

の再評価に通じるのではないかと筆者には思われる。ドイツの金融では銀行と証券業の区別が存在しない Universalbank System であると共に取引所 (Börse) は、近年かなりの変化を見せているとは言え、基本的には元来値付け市場である。そしてそれに対応するのが銀行の店内市場で、大口、小口を問わず銀行内で出会った注文 (顧客同士或いは顧客対銀行の自己勘定) は取引所価格を基準として契約が締結される。このような全面的な店内化は銀行が Universalbank として、決済口座も貯蓄性預金口座も証券投資口座も保護預かり口座も同じ銀行内に持つというドイツの特性によるものであろう。現在アメリカで進行している、投資の機関化に根源を持つ、株式取引の店内化とは、発生史を異にするとはいえる。しかし日本でも高度成長期に、ドイツの銀行がよく顧客を把握しているのと同様に顧客を把握していた四大証券の店内で市場が形成され、当時日本には事実上取引所が五つあるといわれていたのである。重要なのはそこで出会いがよくつくかどうかであって、出会いがよくつけばそこに自然に市場が形成されるものである。

しかし店内化が進むとはいえ、取引所市場との価格の点での関係を切断することはできないから、公開市場としての取引所の価格を基準として、取引所は値付け市場としての存在理由を認めつつ、機関投資家の大口取引は upstairs で、という形になるのであろうか。形だけはドイツに似ているが、ドイツの市場は証券市場があまりよく発達しなかった国の形であり、アメリカでは証券市場がよく発達した結果の形であるのが興味を引く点である。何れにせよ、取引所市場と店内市場との棲み分けが行なわれるとした場合、どちらの売買高が大きいかという事

はまったく意味を持たない。売買高をめぐって競争が行なわれるなどという事は有害無益である。要は市場参加者にとって使い勝手がよいかどうか、価格形成を歪めることなしに、出会いがよくつくかどうかということであろう。

#### IV. 背景としての産業構造の変化

前節までは投資家と市場の取引メカニズムという二つの視点から問題を検討してきた。具体的には機関投資家が成長した結果、売買が大口化すると共に市場にさらされている注文の他に潜在的に常に大口の注文を出す可能性をもっており、それが取引所の order-driven market と店頭市場の quote-driven market にどのようなインパクトを与えるかと言う問題である。この節では問題の背景としての資本主義経済の発展とそれに伴う資金需要の変化という観点から検討する。現在先進諸国の経済は大きな転換期にあり、それに従って金融機構或いは金融システムも根本的な変化を遂げつつある様に見える。この点を十分認識しておかないと証券市場で、変化に対する対応が遅れ、無用なトラブルを発生させ、十分な機能を発揮することができなくなる恐れがあると思われる。ここでは先ず先進資本主義諸国の金融の発展過程を簡単に振り返り、現段階の金融がどのような段階に位置付けられるかを明確にすることを試みる。

金融機構の中で銀行と証券市場は言うまでもなく異なった分野を形成するが、銀行は証券市場に対して歴史的に先行して発展し、資本主義経済の中で必須の機構を形成している。必須と言う意味は銀行が経済にとって絶対に必要なものである貨幣を預金通貨と銀行券の形で供給するからであり、銀行が預金通貨を信用創造に

よって供給し得るのは精緻なペイメント・システムを全体としての銀行が共同作業として形作っているからである。銀行券は今日では一部の例外を除いて中央銀行券として中央銀行によって独占的に発行されるが、流通手段として果たす役割を量的にみると、銀行券は預金通貨にたいして補助的な存在に止まっている。大口の商品取引及び、今日では商品の取引を凌ぐ大きさに膨張している金融取引において銀行券は犯罪にからむなどの例外をのぞいて、決済に使用されることはない。

証券市場或いは資本市場は近世以後の国債発行を前史として、19世紀後半以降鉄道の建設その他の交通手段の整備、重化学工業の発展に対応して発展した。資金需要の内容は長期且つ巨額の設備資金需要である。其処において供給される貨幣は銀行信用の様に信用創造によつて創りだされる貨幣ではなく、既に存在する貨幣である。具体的には何者かが預金（初期に於いては金貨）として保有している貨幣である。銀行は預金という負債を創出して企業に貸し付け、企業は銀行に借入債務または手形債務を負うことによって資産としての預金を獲得し、それによって支払い期限の到来した債務を決済する。証券市場においては、個人であれ、機関であれ、投資家は創造ではなく既に保有していた貨幣を供給する。銀行は信用を与える事により貸付債権の増と共に負債が増加する。証券市場に於いては投資家は証券という資産の増と共に貨幣（預金）という資産の減となる。

これが銀行と証券市場の双方を含む広義の金融の基本的な形である。この基本形を元として、経済の発展過程や発展段階の差異によって各国の金融機構の性格の差異が形成される。例えば日本は特異な性格をもつ。ヨーロッパ及び



アメリカの先進諸国と比較して「既に存在する貨幣」が、資本主義経済が発展しようとした時に甚だ過小であった。従って欧米諸国のように貨幣流通の中で貴金属流通がみられることなく、銀行の信用創造と、さらにその裏付けとしての日銀による準備の供給（日銀の銀行に対する信用創造）に100パーセント依存した。そしてそれによって日本独特の企業・市中銀行・日本銀行の三者の密着関係が形成された。企業は銀行に、銀行は日銀に依存したのである。

証券市場においては、「既に存在する貨幣」が過小である以上、当然市場の成立は困難である筈である。従って証券の発行に信用創造が結合するという、極めて特異な形が生まれることになった。明治時代、日銀が市中銀行に準備を供給するにあたって、担保の見返り品と称して、事実上株式担保貸し出しを行っていたのであるが、これは市中銀行が企業の大株主に増資払込金を供給するために株式担保貸し出しを行なったのを補強する措置であった。株式市場が市中銀行－日銀の信用創造の上に成り立っていたのである。

債券市場においてはこの傾向は一層顕著であった。第二次大戦前においては債券の発行は引き受けも消化も銀行に完全に依存した。大戦後は、1970年代に至って漸く経済成長が鈍化し、資金需給が緩和されて金融が正常化されるに至るのであるが、それ迄は社債は大部分銀行が消化した。つまり銀行は資産として社債を取得し、負債として企業の預金を創造したのであるから、信用創造に他ならない。国債は大戦期は日銀の直接引き受けで、戦後は一旦市中銀行が消化したものを後日銀が買いオペで吸収した。タイム・ラグがあるだけで日銀の直接引き受けみたいなものである。いずれにせよ、日銀

の対政府信用創造である。

20世紀後半、日本は20世紀最後の4半世紀以降、資本主義経済は大きな変化を経験しつつあるように思われる。日本は1970年代から80年代にかけて欧米に追いつき、成熟して、金融も正常化したと思う間もなく世界的な変化の波にさらされる事となる。ともかくこれは、生産力の発展がそのままでは市場の拡張を伴わない為に、何らかの構造的変化が要請されざるを得ないという、資本主義経済にとって本質的な問題でもある。本来経済は生産にあたって多数の労働者を雇用する事により労働者に購買力を与え、消費財の市場を創出する。そして消費財が生産される事は、そのために必要な資本財や生産財の市場が創られることであって、かくして全国民経済の構造が形成される。しかし20世紀における生産技術の著しい発展と、激しい競争は生産コストの切り下げ、労働者の雇用の縮減を必然的なものとした。従って生産力が発展すればするほど、市場が縮小するという矛盾が発生した。

これを回避して経済成長を維持する為には、生産の迂回化を促進し、生産に直接関係しない産業、非製造業、サービス産業が拡大して、其処において雇用が維持され、消費が維持・拡大されるという形をとらざるを得ない。或いは良くない形として、生産物が生産構造の外に投げ出され、消耗される軍需の拡大という形をとる。政府の役割は拡張され、大きい政府が出現し、さらに一層拡大される。これが20世紀後半の先進諸国の経済構造である。しかも旧植民地から独立した国、中国の様に停滞から脱した国など多数の発展途上国が20世紀最後の4半世紀に至って政治的に安定し、急速に生産力を発展させるに至って先進国から発展途上国に大量に



生産設備が移転するという現象が発生した。先進国からの発展途上国への直接投資の急増であり、生産拠点の移転であり、先進国大企業の世界企業化でもある。従って先進国経済における製造業の比重は益々縮小し、サービス経済化が進行する。資本の過剰は拡大する一方であるから、金融業は企業に資金を供給するという目的以外の所で業務が拡張されることとなり、金融投機、資産投機が盛んとなる。いわば経済の金融投機化が進行する。その典型は言うまでもなくアメリカである。

一部にはいわゆる IT 産業をもって次世代の主力製造業と位置づけようとする考え方もあるようである。しかしいわゆるハイテク技術は既に十分に生産現場にとりいれられており、生産力の過剰が一般的であるから、IT 技術の進歩は目覚ましいとしてもそれが投資され、更に投資を呼び起こして行くという波及効果は乏しいと見た方がよいと思われる。従って現在の所では IT 技術の進歩も携帯電話機やゲーム機等、経済構造の中核を外れた所で利用されることが多く、しかもそれらにおいても技術の進歩はあっても、それを活用すべきコンテンツの乏しさに悩むという情景が見られるようにおもわれる。アメリカの IT 不況や Internet Depression 等といわれるものもまだ出口が見つかっていないようである。とすると、曾て重化学工業が証券市場の発展を要請し、且つさえた様な役割をハイテク産業に求める事は到底無理の様である。

もしそうだとすると、それは今後の証券市場の在り方に根本的な影響を与えることになる。現在の中心的市場である取引所市場はいわば在来型の、established な企業の市場であるといつてよいであろう。しかし既成の産業の企業

の発行は既にしばしばマイナスに転じている。新規発行よりも自社株購入の方が上回る事が多いからである。資金需要が乏しくなっているのであるから当然の事といわなければならない。しかも投資家の方をみれば、機関投資家の資力は増大する一方である。そうなると分散した多数の投資家、多数の小口の注文の集中を前提として構成されたこれまでの取引所の在り方に修正が求められて当然であろう。

他方、実体経済の側では、製造業以外の分野、それも全く新しい分野で、続々と新しい企業がうまれつつあるようである。それらの企業は生産設備を余り持たないか、或いは全く持たず、人的な経営資源だけによる企業であることも多いであろう。そのような企業がこれまで銀行信用の基盤ともなった担保を持っている筈が無い。従って銀行業としてはこれまでとは全く異なる対応の仕方をしなければならないであろうと思われるが、それよりも、そのような新しい企業に資本を供給するのは銀行よりも証券市場でなければならない。証券市場は正しい意味でのリスク・キャピタルの供給市場である。しかもリスク・キャピタル市場であればディスクロージャーが重要となるが、そのディスクロージャーの基準が変わってこなければならない。何故ならば、これまでディスクロージャーの内容の中心であったのは過去の実績であるのに、新しい企業、ベンチャー企業に過去の実績が有る筈が無いからである。新しい技術で新しい市場を切り開いて行こうというのがベンチャービジネスなのであるから全てが未知数である。そういった企業に対応するためには、既成のディスクロージャー基準とは異なった、見識或いは高度の技術に対する理解力が必要になってくるであろう。そして投資家に対しては、リスクを理

解し、リスクを負担する覚悟と、リスクに耐える資力を持っていることが求められる。

そしてこのような企業を迎える市場は、必ずしも大きな開かれた市場である必要はない。限られた、不確実な情報に基づいて、小規模な発行に対して投資が行なわれるのである。投資も限定的な性質のものであった方がよい。東証マザーズなどで「食い逃げ」と非難された公開が発生したのも、新しい企業をいきなりオープン

な市場で公開した結果ではなかったであろうか。現代の情報技術、情報の伝達速度を考えれば、発行規模、公開規模に比較して余りにも巨額の投資資金が集中するのは当然である。新興の、小資本の、ベンチャー企業の公開にあたってはむしろディーラー・マーケットで、相対で、ゆっくりと投資家に紹介して行くほうがよいのではないかと考えられる。

(専修大学名誉教授)