

証券市場の役割

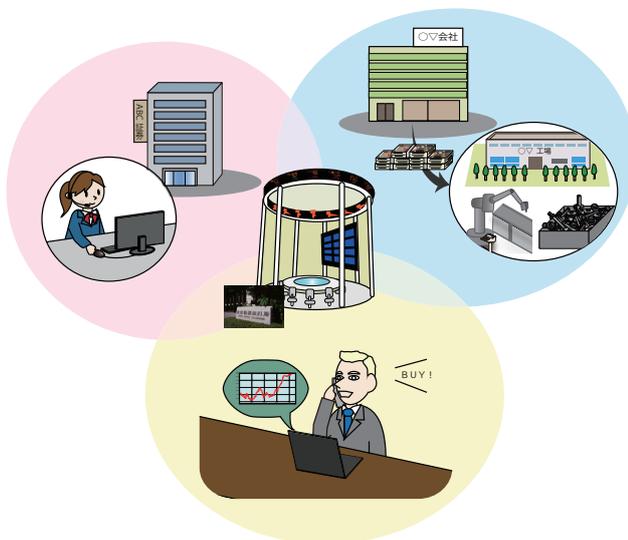
常務執行役員
岡野 進

今回は、株式市場や債券市場など証券市場の役割について見ていきましょう。直接金融の手段である有価証券は、いつでも換金ができる＝流通がされていることによって、広く募集して発行することが可能になります。流通市場、発行市場それぞれどのような仕組みで動いているのでしょうか？

証券市場というと、すぐに思い浮かぶのが東京証券取引所やニューヨーク証券取引所などの証券取引所でしょう。実際、有価証券本体の売買のほとんどは証券取引所が担ってきました。かつて、日本では 1998 年 12 月までは、取引所集中原則といって、上場証券の売買は取引所で行うことが原則でした。一方で日本では株式について証券会社の店頭で取引する仕組みがあり、日本証券業協会（日証協）が 1963 年以來店頭登録銘柄制度を運営していました。しかしこれは、2004 年 12 月にジャスダック証券取引所という取引所になりました。現在、一部の証券会社では、自ら私設取引システム（PTS）を開設し、証券取引所を通さずに売買注文を執行する場合があります。また、米国では機関投資家向けの電子取引システムが大きく拡大しています。それでも、株式の場合は取引所が売買の多くを担っている状況は続いていくと考えられます。取引所取引は「競争売買の原則」を基本に行われます。実際の取引仕法（取引の手順）は各国の取引所により多少の違いがありますが、例えば価格操作を防ぐといった目的で注文の出し方に制約を課す場合がありますが、いずれにしても、価格形成の公正さと透明性の確保という点で取引所取引は優れているといえることができるでしょう。

かつて国内でも海外でも詐欺的な行為が行われた経験もあり、証券取引に関しては、業者への規制と取引の公正さ、透明性を重視する制度（規制）が採用されてきました。これは市場メカニズムを活用するという点と矛盾するわけではありません。

取引所や証券会社の PTS、機関投資家向け電子取引システムなどで取引されるのはすでに発行された証券です。すでに発行された証券が流通する市場ということにな



ります。広い意味で有価証券の流通市場という、未公開株式の流通まで含むことにはなりますが、これは規模も小さく、金融経済の中で果たす役割は限定的です。

証券の流通市場は、直接、企業の資金調達の間ではありません。しかしながら、経済全体における資金の配分に関与しないわけでもないのです。それは、まず投資家側の資産配分に関係します。例えば、外国人の日本株投資が活発になり外国から株式投資の資金が国内市場に入ってきたとします。これに対して、売りが出てくるわけですが、そこで価格との判断で、機関投資家が売却したり、個人投資家が売却したりと、投資家によって対応は変わってきます。外国人の買い越しが旺盛であれば、それとともに買い越しを行おうとする投資家も出てくるでしょう。その判断は価格動向が決め手になると思われます。これもたとえですが、国内機関投資家の多くが運用している債券の利回りが低下したために株式のウェイトを高めようとしたとします。このとき株価上昇に円高も重なると、外国人機関投資家の資産構成上、日本の株式の構成比が高くなり、構成比を一定に管理しようと行動すると外国人機関投資家は日本株を売るようになります。このようにして、流通市場での株価変動は、その原因となる要因もあわせて投資家の運用の姿を変えていきます。

また資金調達への間接的な効果という意味では、流通市場において株価が上昇すると企業にとってそれまでよりも有利な時価発行増資ができるようになるため、増資による資金調達意欲が出てくると思われますし、未公開企業の株式公開も活発になるでしょう。逆に株価が下落し市場が沈滞すると企業金融は停滞の方向に向かいます。このように流通市場は企業などの資金調達の場である発行市場と密接に結びついているのです。そもそも、もし流通市場が整備され証券の流動性の確保がされていなければ証券の換金性が落ちてしまい、新規の証券の発行は難しくなるでしょう。証券が証券として機能するためには本質的に流通市場がなくてはならないものなのです。

証券市場には「価格発見機能」があると言われます。これは、金融の「情報の生産」という機能の一部だと考えることができるでしょう。証券市場は同じものの売り買いの場所ですから、取引されること自体から付加価値が生まれるとは考えにくいのですが、公正な価格形成が行われることの意義は小さくありません。

債券市場においても国債の価格形成はリスクフリーの長期金利の形成そのものであり、流通が活発な厚みのある国債市場の存在は、市場メカニズムを通じた金利とその期間構造決定にとっての基礎となります。さらに、社債市場が発達していくと市場を通じた信用リスクの価格形成が行われていくこととなります。こうした金利やリスクプレミアムの形成は、金融全体がうまく機能するために必要なものだといえます。

市場を通じた金融リスクの価格形成は金融派生商品の市場によっても補完されます。ただし、リーマン・ショックの経験はカウンターパーティー・リスクなどの機動的な把握はかなり難しいことも示唆しています。開示に関する規制や決済の制度づくりについてはまだまだ改善の余地があるかもしれません。市場は自由であればうまく機能するというものではありません。取引仕法然り、開示規制然り、よい制度づくりが決め手になります。

(以上)