

証券市場の経済効果

—allocation function をめぐって—

杉 江 雅 彦

- I 開 題
- II 経済理論と証券市場
- III 証券市場の配分効果
- IV price mechanism の分析
- V む す び

I 開 題

証券市場の経済効果を、経済理論に立脚しつつ体系的に追求しようとする試みは、従来、ほとんどみられなかったといつてよい。もちろん、証券市場制度に関する商学的体系化、あるいは、信用理論、金融理論の立場からの接近などは行なわれてきたけれども、それは証券市場が現代の経済社会において果たしている複雑で多岐にわたる諸機能を、総合的にとらえる結果にはなっていなかった。教科書的な *cliché* にしたがうならば、証券市場は第一に資本調達機能を、第二に価格形成機能を果たすものとして説明されてきたが、現代証券市場の機能を複雑化した経済諸過程のなかに求めるための意味づけという点では、これらはあまりにも不完全であるといわざるをえない。

そこで本稿では、この問題を追求していくための手がかりとして、証券市場が経済諸過程において果たすべき機能について論じている最近の一、

二の論著¹に拠りつつ、主題の展開を試みよう。

II 経済理論と証券市場

証券あるいは証券市場と経済理論との結びつきが、従来、ややもすれば稀薄であったことは、はからずも1963年に発表されたSEC(アメリカ証券取引所委員会)の証券市場特別調査によって証明された。このSECの特別調査自体は、第2次世界大戦後におけるアメリカ証券市場の成長という事実を背景に、現代証券市場の果たしている諸機能について、全面的に再検討するという意図のもとに行なわれたもので、その意味では政策的、制度的にはきわめて示唆に富む内容構成となっている。²しかしながら、このSECの特別調査が報告書の形で発表されるや、果然、学界、証券界をあげて、特別調査報告書が行なった176項目にのぼる提案をめぐって、活発な議論が展開されたのである。われわれはここで、その具体的内容にまで立ち入って検討を加えようとしているのではないが、これらの論争のなかでも、Friendが指摘したSEC特別調査の基本的欠陥については、それが本稿の主題とも関連しているので、これを見過すわけにはいかないのである。FriendはSECの特別調査が法律的調査に偏し、経済理論との関連においてとりあげている面がきわめてすくないことを指摘すると同時に、

- 1 さしあたってここでは、Baumolの著書とFriendの雑誌論文とをとりあげる。W. J. Baumol, *The Stock Market and Economic Efficiency*, New York, 1965; I. Friend, *Broad Implications of the S. E. C. Special Study*, *The Journal of Finance*, Vol. XXI, No. 2, 1966.
- 2 *Report of Special Study of Securities Markets of the Securities and Exchange Commission*, 88th Congress, 1st Session, House Document No. 95, Washington, 1963.

このSECによる証券市場特別調査は、証券取引所法第19条(d)に基づいて、1961年から63年までの3年間にわたって行なわれたもので、その結果は報告書の形で議会に提出された。同特別調査団の団長であったCohenの名をとって、Cohen reportと呼ばれている。なお、この特別調査報告書はSEC報告書邦訳刊行会の手で、昭和39年以降、逐一、翻訳されてきたが、現在までのところまだ完成はみていない。

従来、経済学者の間においても、基礎的な局面で証券市場と経済理論との結びつきが稀薄であったことを、卒直に認めているのである。³

とくに最近のアメリカにおける顕著な傾向として、証券あるいは証券市場の問題を主として証券投資の管理という分野において経済理論との接点を見出す風潮が強いといっても、言いすぎにはならないであろう。なかでも、ポートフォリオ・セレクション理論の精密化、株式価格の行動理論の確立、および危険状況下における資産価値維持のための理論的模索など、相互に関連し合った分野においてその傾向の現われが顕著である。これらはいずれも、経済理論あるいは推計学の最近における収獲を摂取しつつ、さらに理論の精緻化、現実への適用可否の検証が進められている。⁴

それにもかかわらず、さきの Friend の指摘にもみられるように、証券市場が経済の諸過程において果たすべき効果の評価をめぐっての理論的接近の試みは、二、三の例外を除けばほとんどなされていないのが現状なのである。そこでわれわれは、以下において主として Baumol のこの面における主張をとり入れつつ、証券市場の経済効果についての理論的解明への手がかりをつかんでいきたい。

3 Friend, *op. cit.*, pp. 324-5.

4 Sharpe によれば、(1) ポートフォリオ・セレクション理論、(2) 株式価格の行動理論、および、(3) 危険状況下における資産価値理論、のそれぞれの分野における主要文献として、次の諸論文をあげている〔W. F. Sharpe, *Mutual Fund Performance*, *Journal of Business*, XXXIX (January, 1966), p. 119〕。

(1) に関しては、H. Markowitz, *Portfolio Selection*, *Journal of Finance*, XII (March, 1952), 同じく Markowitz, *Portfolio Selection: Efficient Diversification of Investment*, New York, 1959; W. F. Sharpe, *A Simplified Model for Portfolio Analysis*, *Management Science*, IX (January, 1963); E. F. Fama, *Portfolio Analysis in a Stable Paretian Market*, *Management Science*, XI (January, 1965)。

(2) に関しては、E. F. Fama, *The Behavior of Stock-Market Prices*, *Journal of Business*, XXXVIII (January, 1965)。

(3) に関しては、W. F. Sharpe, *Capital Asset Prices: A Theory of Market Equilibrium under Conditions of Risk*, *Journal of Finance*, XIX (September, 1964)。

III 証券市場の配分効果

証券市場の効果について議論する場合、これを運営効果 (operational efficiency) と配分効果 (allocational efficiency) に分けて考えることができる。Friendによれば、運営効果とは証券市場が最低のコストで必要なサービスを供給することであり、そのコストは法律的成本を含めて、新発行証券の引き受けおよびその他の募集コスト、あるいは既発行証券の移転コストによって計測されうるものである。また配分効果は伝統的に証券市場——とくに新発行市場によってもたらされる、最も重要なサービスとみなされてきた。この配分効果は様々な形態の投資を行なうに際して、そのコストを定めるといふ、証券市場の能力に関連してとらえられうる性質のものである。⁵証券市場は、資金の出し手である貯蓄者から、資金の使い手である企業へと流れるチャンネルの役割りを果たす。

証券市場が果たしている配分効果に関しては、Baumolによっても強く主張されている。Baumolによれば、「資源の配分は、いかなる経済のもとにおいてもなされねばならぬ、最も重要な決定 (decision) の一つ」である。⁶長期的観点に立つならば、実物資本の適正な配分は消費者主権（あるいは公共の主権と言いかえてもよい）を実現するために欠くことのできないものである。なぜなら、資本財のフローなしには、国民の様々な欲望や目的に応ずることは不可能であるからである。その意味では、資本は将来における経済の規模もしくは方向を決定づけるものとしてとらえることができる。したがってわれわれの欲望は、資本の有効で適正な配分に大きく影響していると言いうるのであろう。

また資源の配分は、その国の生産物の成長率の決定にとっても、重要な

5 Friend, *op. cit.*, p. 328.

6 Baumol, *op. cit.*, p. 1.

役割りを果たしている。もし資本が生産の拡大にとって役立ちうるような産業部門において利用されず、あるいは調査や開発のための投資が行なわれなかったならば、われわれの経済にとっての成長率が大きく影響されるであろうことは想像に難くない。さらにこれらの資源を配分するためのメカニズム自身も、重要な経済的役割りを演ずるべきものとしてとらえられなければならない。国民の欲望にしたがって資本が配分されているような場合においても、資源配分のメカニズムの弾力性あるいは反応速度などは生産のメカニズムに直接に影響を与えるにちがいないからである。

われわれはこれまで、主として実物資本の観点から資源の配分効果を見てきたが、生産物や工場、機械などの実物資本を、具体的に産業部門に配分することは、実際上の問題として Baumol も指摘しているように、「資源を具体的に配分するための物理的形態の選択は、その大部分が資金市場を通じて調節されている⁷」のである。したがって、銀行、生命保険会社、あるいはその他の金融仲介機関の決定が、実物資本の配分に大きく影響を与えるであろうし、さらにはまた、これに加えて政府による金融政策、財政政策も、資源の配分過程 (allocation process) にとって重要な意味を持つてくるであろうことはいうまでもない。

証券市場はこれらの資金市場のなかでも、とりわけ資本の配分者 (allocator) としての性質が特徴的に現われる部門である。まず証券市場は、企業経営に対する指示を提供する。それは、企業が行なう投資の適正水準を決定するに際して考慮すべき重要要素である資本コストに情報を提供するという意味においてである。企業がストックとしての最適資本構成を意識しつつ、フローとしての資本調達を行なうことを企図する場合、資本コストがそのための重要な決定要素となることは明らかであるが、株式市場価格の変動は、企業にとっては資本コストの変化を通じて、実物投資計画に

7 *Ibid.*, p. 2.

影響を与えずにはおかないのである。つまり証券市場は、企業の投資計画あるいは資本構成計画に対して、外側からの指示効果を発揮するものとしてとらえられる。いま、ある企業の株式について、将来に予想される価値と現在の市場価格との間に格差が存在していれば、投資者は将来の価格上昇を期待して株式を買い入れるであろうが、そうなれば当然に株価は上昇し、企業は株価の上昇をみて、さらに、株式の新規発行を企図するであろう。⁸ 企業にとっては、Solomon の指摘のごとく、株式を発行して外部資金を導入するに際しての最も基本的要素は、そのタイミングにあるといえるのである。⁹

第2に証券市場は、多くの様々な投資者にとって、「近づきやすさ」(accessibility) の利益を提供することができる。¹⁰ 証券市場は非常に限られた期間に自己の資金を有効に運用しようと願う人々、あるいはそれを回収しようと欲する人々によって提供された資金を、長期間使用可能な資金として金融するための機構を持っている。¹¹ これも、証券市場が資本の配分者として機能していることの現われとみることができよう。

以上にのべた2つの側面における、資本の配分者としての証券市場の機

8 S. Robbins, *The Securities Market: Operations and Issues*, New York, 1966, p. 48.

9 E. Solomon, *The Theory of Financial Management*, New York, 1963, p. 151.

10 Baumol, *op. cit.*, p. 3.

11 この点に関して Machlup は、「個人貯蓄者の見地からいえば、移転信用 (transfer credit) はたんに短期間の貸し付けが、様々な方法で無制限に利用されることを意味する。個人貯蓄者はある期間のみ貯蓄を行なうにすぎないが、これが集まればその大部分が経済組織における長期貯蓄としてみなされる。……新しい貯蓄が古い貯蓄の引き出しを十分にカバーしうるのは、生産のなかにこれらの短期預金が投資される可能性があるからである。この投資が株式取引所を通じてなされるような組織になっていれば、とくに利益がある。なんとすれば、このような場合、個人的な立場からの短期信用が、社会的立場からの長期信用へと移転することが、ギリギリいっぱい範囲まで行なわれているからである」と述べている。
(F. Machlup, *The Stock Market, Credit and Capital Formation*, London, 1940, p. 225).

能は、いうまでもなく市場における価格決定機構 (price mechanism) と密接に関わり合っているといわなければならない。企業経営に対する指示機能にせよ、あるいは投資者にとって accessibility の利益提供にしても、証券市場が資本の配分者として機能しうするためには、price mechanism が正しく作動することが前提とされるのでなければならない。そのためには、証券市場における price mechanism が、企業あるいはその経営者の評価機構を内包していなければならない。企業の価値が証券市場において価格として投影されてはじめて、その投影された価格をめぐって投資者の正しい売買行動が実現するからである。したがってわれわれは、配分機能との関連において証券市場の price mechanism についての検討を迫られることになる。

IV price mechanism の分析

¹² 証券市場は他の財市場とくらべて、独占もしくは不完全競争の入りこむ余地がすくない、ほぼ完全市場としてみなされてきた。証券市場で取り引きされる証券は、そのどれをとっても種類別に均質な商品であり、その点においても証券市場は完全市場としての適格性を備えているということが¹³できる。さらに証券市場においては、完全市場にとって基本的な要件であ

12 ここでは、もっぱら株式市場を想定しているが、混乱を避けるためにこの用語で統一することにした。

13 完全市場の概念規定は、様々な視角からなされうるが、ここでは完全市場をまず価格についての均一性、伸縮性を保証する市場であって、供給と需要の均衡が敏速に達成される市場であると規定しておく。これに加えて重要なのは、(1) 知識、(2) 接近性、(3) 規制の不存在、の三つの条件が制度的に満たされていることである。すなわち、(1) すべての買手と売手とは、価格およびその提示に関して完全な知識を持っている、(2) すべての買手は、いかなる売手からも購入しうるし、またすべての売手は、いかなる買手へも売却しうる、(3) 売手または買手にとって、彼等が受け入れるであろう価格に関して、あるいはまた彼等が取り引きするであろう数量に関して、なんらの規制も課せられない、という条件を満たすことが要求される。

る自由参入 (free entry) が制度的に確立している。すなわち、証券を保有している者であれば誰でも、それを自由に売却することが保証されており、また、反対に証券の保有を欲する者は誰でも、それを自由に購入することができる。もちろん実際には、市場機構のなかで現実に業務に携わっている人々が、売買当事者にかかわって取り引きを代行するが、これらの人々が業務についたり (entry) あるいは辞めたり (exit) することには、若干の法的制約が存在している。たとえば、アメリカにおいて、ブローカー (broker) になるのは容易なことではないし、さらにフロア・トレーダー (floor trader) やスペシャリスト (specialist) ともなれば、さらに困難な条件が加わるといふようなことはありうる。¹⁴

証券市場をほぼ完全市場としての条件を満たしうるものとして規定するならば、このような市場における価格は、需要・供給両曲線の交点において、需要および供給の力関係によって決定されうることを認めてもよいであろう。そこで問題は、証券市場における需要・供給の間の力の相互関係が、価格決定にどのように投影されるかということにあるといわなければならない。ところがここに、やっかいな障壁が横たわっていることに気づく。それは、証券市場に流通している株式は、企業価値に基づいて価格決定が行なわれるとする伝統的理論と、すくなくとも短期的には市場における需要・供給は、投機の理論に支配される傾向があるという、これまた別の観点からの伝統的見解とを price mechanism を分析するに際してどのように考慮するかという問題である。もっとも、企業価値の反映として市

なお、この点に関してくわしくは、Machlup の『売手競争の経済学—売手行動のモデル分析—』を参照のこと (F. Machlup, *The Economics of Sellers' Competition: Model Analysis of Sellers' Conduct*, Baltimore, 1952, pp. 116-118)。

14 わが国においては、証券取引法により大蔵大臣の免許を得なければ証券業を営むことができず、また証券取引所の会員業者でなければ、自由に市場に出入場することはできない。

場価格をみていこうとする価値理論は、もっぱら長期的視点に立つものであり、一方、市場において投機の理論が作用するのは短期的視点においてであるから、この両者は次元が異なり、したがって、price mechanism にはなんらの障碍も生じないとする考え方も存在するであろうが、それは正しい理解を示しているとはいえない。すなわちそこでは、証券市場の短期的な安定もしくは均衡が、長期間の配分機能とどのように関連するかという分析視角が欠除しているからである。

この点に関して、従来の理論によれば次のように言うのであろう。すなわち、長期的には投資価値を基礎¹⁵におく株式価格の決定機構も、短期的には投機要素を介在させた市場における需要・供給関係によって動かされる。もちろん、微視的・技術的にはこの price mechanism は、均衡価格を求めるとに行なわれる試行錯誤過程としてとらえられうるが、その場合にも模索される価格の背後には、需要者、供給者それぞれの価値判断が当然、前提されているとみるのである。

将来期待収益の現在価値としてとらえられる投資価値は、配当を株価で除した株式利回りと一般利子率との比較から、配当を一般利子率で除することによって、価格として計測することができる。このような価格としてみた投資価値を理論株価と呼ぶことにすると、この理論株価と現実の株式価格との間には乖離が存在するのがふつうである。なぜならば、株式における価値計算の基礎となる配当は、企業収益の変化とともに変化し、増減

15 投資価値 (investment value) は、将来期待収益の現在価値として規定されるが、内実価値 (intrinsic value)、実質価値 (real value) などの用語法も、ほぼ、投資価値概念に近いものとしてとらえられる。この場合、投資価値の実体を何に求めるかが問題となるが、資本証券としての株式の所得は、配当によって与えられるから、直接には配当をもって投資価値の実体と考えるのが通説である。この点を最も徹底した形でとらえているのは Williams である (J.B. Williams, *The Theory of Investment Value*, Amsterdam, 1938, p. 55)。

なお、この点に関しては、住ノ江博士による詳細な研究があるので参照されたい (住ノ江佐一郎『株価分析の基礎理論』ダイヤモンド社、1959年)。

するから、きわめて不確実な性質のものである。したがって、不確実な配当を所得とする株式の理論価格もまた、変動してやまないものである。しかも、配当の不確実性（あるいは収益の不確実性と言いかえてもよい）は、つねに予測（forecasting）という主観的価値判断によって左右されるものであり、ここに投機の介入する機会が生じてくるのである。投機の介入によって、株式に対する市場の需要・供給状態が変化し、その結果として現実株価にも変動が生ずるのである。

市場における price mechanism を、株式の投資価値（すなわち理論株価）と現実株価との間の乖離を正しく埋めるための機構として考えるならば、投機を介入させながら均衡価格の模索を行なう mechanism の正当性も認められなければならないだろう。Robbins は市場における投機者の売買行為が、将来価値の予測を基礎にして行なわれるのであれば、市場の配分機能に相当の貢献をなすことになるだろうとして、投機の持つ効果はかなり高く評価しているが¹⁶、このような形で投機が行なわれるならば、投機をもって（長期的）投資価値と（短期的）均衡価格との間を架橋しうる媒体として、みなすことも可能である。¹⁷

その場合、均衡価格の模索に参加する人々の売買行為が、いかなる行動原理に支えられているのか、あるいはまた、投機が均衡価格の模索にとってどのように関わりあっているのかなど、さらに、新しい観点からの投機理論の誕生が必要であって、これを待ってはじめて、市場における price mechanism の理論的構成が可能になるものと考えられる。このように、

16 Robbins, *op. cit.*, p. 159.

17 Eiteman らによれば、市場における投機の機能として、(1) 投機は投資価値からの価格の偏差を最小にする、(2) 投機は価格の継続性をもたらす、(3) 投機は、価格に対して現在の出来事を将来に反映することを可能ならしめる、の3要素を強調して、投機の正当性を弁護している。Eiteman らにかぎらず、一般的にいつてアメリカにおいては、投機についての概念はきわめて技術的意味に受けとられている場合が多い (W. J. Eiteman, C. A. Dice and D. K. Eiteman, *The Stock Market*, 4th ed., New York, 1966, pp. 11-15)。

投資価値と現実株価との乖離を、投機を介入させながら均衡価格の模索を行なうことによって埋めていこうとする price mechanism のとらえ方はこのままでは決定的な妥当性を主張しえないといえよう。

この点に関して、市場における株式価格の変動は、長期的にはともかく短期的見地からすれば、企業収益や配当などの投資価値の変化によっては影響されず、市場独自の行動原理によって支えられているという主張が、近年、次第に強力になりつつあることは注目し値いする。いわゆる random walk hypothesis がそれである。¹⁹この random walk hypothesis にしたがえば、過去の経験的データに基づいて将来価格を予測することが無益であるのみでなく、投資価値分析の有効性すら疑問視しているのである。この仮説の理論的根拠は、市場において price mechanism が正確に作動していることを前提としたうえで、正しい価格形成が行なわれていない株式を探すことは困難であるという認識から出発している。すなわち、かくあるべき価格(つまり理論株価)と、市場で現実に形成されている価格(すなわち現実株価)との間の乖離が大きければ、そこに投機の介入する機会

18 Cootner によれば、投機に関する最初の科学的著作は、1900年に発表された Bachelier の *Théorie de la Speculation*, Paris, 1900 であるとして、この数学者の博士論文を高く評価している [P. H. Cootner (ed.), *The Random Character of Stock Market Prices*, Cambridge, Massachusetts, 1964, p. 1]。この Bachelier の論文が、どこまで現代証券市場の price mechanism を説明しうるかは、Bachelier の対象が19世紀から20世紀にかけてのパリにおける封鎖的市場であることを考慮に入れれば、かなり疑問の余地はあるが、別の機会にこの論文の要約を紹介するつもりであることを付記しておく。

19 random walk の適当な訳語がみつからないので、そのまま原語を用いることにするが、意味からいえば、(株式価格の) 確率の変動ということになるだろう。この random walk hypothesis は、たんに株式価格の変動理論の領域のみならず、不確実状況下における資本価値の理論、さらにはポートフォリオ・アナリシス理論などにも大きく影響しつつあるので、この仮説の展開には注目を怠たれない。Baumol も、多数の有能な研究者たちがこの random walk hypothesis を受け入れていることを、彼の著書のなかで認めている (W. J. Baumol, *op. cit.*, p. 39)。なお、近年における random walk hypothesis に関する主要論文は、Cootner の編集による論文集のなかに彼自身の解説を加えて採録されている (Cootner (ed.), *op. cit.*)。

もそれだけ大きくなるのであるが、random walk hypothesis はこのようなことをはじめから認めてはいないのである。そこでは、市場における株式価格は random に与えられたものであるから、これを予測することは不可能であるとの認識がまず前提されている。

このような random walk hypothesis においては、互いに収益の極大化をはかろうとする多数の人々が競争的に市場に会し、しかも株式に関する重要な資料はすべての市場関係者が自由に利用しうる有効な市場 (efficient market) が想定されているのであるが、個々の株式価格の変動が互いに独立的であり、random であると仮定されているような市場においては、もはや投機の介入する余地はきわめて限定されざるをえないのである。このような状況の下では、売買行為者が有効に行動しうるためには、彼の期待収益を極大とし、しかも危険を極小となしうるような選択が、²⁰ 売買行為者自身の手によって行なわれなければならない。

V む す び

これまでのところで、われわれはまず証券市場の経済効果を、第1に企業の財務管理との関連で、第2に投資者の資産選択との関連において、それぞれ allocation function としてとらえようとした。ついで、このような証券市場の機能が有効に働くためには、市場における price mechanism が正しく操作されなければならないという理解のもとに、それが長期的な配分機能と短期的の均衡価格決定との間でどのように関わり合っているかを、

20 これは、portfolio selection の領域であるが、random walk hypothesis を受け入れるにせよ、あるいはそうでなくとも、期待収益を極大にし、しかも危険を極小になしうるための統計的処理が、理論的にも、また実際上も可能となってきた。この点に関して詳説した拙稿「証券投資と投資管理(上)―ポートフォリオ・セレクション理論の検討―」『バンキング』236号、1967年11月、を参照されたい。

投機概念を用いて説明しようとした。さらに、市場における価格変動理論の領域における新しい仮説として提起されている random walk hypothesis の紹介を通じて、price mechanism に関する分析の複雑性を指摘しようとしてきた。²¹

もとより本稿において、証券市場が経済の諸過程において果たしている efficiency についての理論的説明が、十分になされているとは思わない。これはあくまで、この領域における理論的諸業績の間に、なお残されているいくつかの浅くはない溝を埋めていこうとするための、preparatory な作業にすぎないのである。

21 random walk hypothesisが、市場における株式価格の決定にとって、決定理論たりうるかどうかに関しては、疑問の残るところである。われわれはこの点について、否定的見解をもっているが、さらにくわしくは、改めて別稿にて論ずることにしよう。