

『証券経済学会年報』第50号別冊
第84回秋季全国大会
学会報告論文

「公債市場補完制度の整備に関する基礎研究」

「公債市場補完制度の整備に関する基礎研究」

中村 宙正

東京成徳大学人文学部非常勤講師

1. はじめに

公債市場補完制度とは、指定アドバイザー制度および市場関係者地域通貨(Shijohkankeisha Exchange Trading System ; SETS)を組み合わせて実用化する金融制度を意味するが、これを整備するにあたり必要な準備はなにか、基礎研究における成果を報告する。富裕層が期待していることの一つは安定的な資産運用であり、日本語を使用する経済圏において、日本国債の格付け維持は、望ましい資源再配分を実現するうえで、重要な基軸となる。税と社会保障の一体改革の後にも格差是正に財源が及ばない現状を見据え、経済活動において人と人とのあいだを結ぶ方針こそが、公債市場補完制度を推進する準備に必要な鼎である。

人間の尊厳を守り、市場経済に適応できる人材育成を可能とするため財源を用意するが、その方法として富裕層に出資を促す取り組みには真摯な姿勢が求められる。富裕層に税を課すという発想では、富裕な方々の海外流出を招きかねない²⁾。他方、債券市場を活用するばかりでは、公的部門における負債比率は高まり、成長が期待できない局面において元利返済に追われる事となる。

新規株式公開市場のなかでも指定アドバイザー制度に基づく金融機能については、機関投資家、上場企業、金融機関、中央銀行、政府、富裕な個人、非居住者、などを市場参加者として限定する資本市場が2009年6月より東京市場に於いて業務を開始している。

市場間競争がグローバル経済において激しさを増すなか、東京市場が、国際金融市場としてどのように競争力およびプレゼンスを維持することができるか、可能性を模索し続ける必要がある。指定アドバイザー制度は、マクミラン・ギャップ(中小企業の長期資金調達の困難性)の解消を目的として創設された非上場証券市場(Unlisted Securities Market; USM)を起源とする³⁾。中小企業またはこれに関係する職場が、市場原理の冷徹さに傷められる事なく、私たちどうしが心をお互いに尊重し、職務

能力を継続的に育成し合い、事業において成果を効果的に達成できるよう、規模の経済性を見込むことのできる新しい職場にも資金を十分に行き渡らせることのできる新しい金融制度の整備を検討する必要がある。これまでは、公債市場が税制を補完し、公共経済に必要な財源を確保してきた。しかし公債残高の累増が今後の大きな課題となり、プライマリーバランスの健全化に重点を置く必要性もあり、社会経済の諸課題は未解決のまま先送りされ、中長期的に経済成長の障害となっている。新たな財源を確保する方法の模索を視野に、公債市場補完制度に関する一般理論を提示し、どのように整備を推進する必要があるか、基礎的論考を提示する。

暮らしのため勤労する立場に雇用不安は大きな負担であり、同一労働を継続させて頂き職務能力を持続的に磨いてゆくことが許されるか、職場の財務状況にも大きく左右されている。職場が借入金返済に追われる事態を招かないよう当初から負債比率を小さくし、自己資本比率を高くする中小企業金融システムが求められる。そのため、常々、経済的に優位な方々にリスクを担って頂くことを要望する必要がある。借りた金を返す仕組みを重視する従来の方法を乗り越え、富裕層から出資を依頼できる金融制度を整備する方向性を検討する。暮らしと経済が安定することは富裕な方々の暮らしを守ることにもつながる。勤労者・従業員育成、次世代養成を念頭に、公的な事業を受注する中小企業を対象にリスクを担いながら出資すること、すなわちマクロ経済の基盤を整備する可能性を基準に投資することは、富裕層の資産運用にとっても合理性に基づいている。

なお、株式金融であるため、株主は、議決権などをはじめ株式会社制度を通じて、出資先企業の組織や戦略に関与でき、監視を通じて規律を与える、など知見が生かされ、出資先の企業業績につなげてゆく方向性をもっている。

公債市場補完制度によって、公務および政策に必要な財政支出を圧縮することができ、その圧縮により捻出さ

れる財源を既発公債の償還等に充当することができる。雇用および有効需要が新たに創出される方法によって、マクロ経済政策は整合性を保つよう模索することができる。

- 1) 母語、すなわち母親の使用する言語が日本語の場合、労働に関する契約を日本語で結ぶことができる条件は、就業費用を低位に抑えるため配慮されることが望ましい。職務に関するあらゆる書類等を作成する際の言語についても同様である。母語のみを使用し暮らしを立てることが認められる経済には人間の尊厳がある。母語の使用が許されるか否かさえ、そこには格差が存在している。日本国においては、明治時代より、社会科学に取り組み言語として日本語が認められてきたため、日本人の立場を主眼とする社会科学を展開することができ、日本の今日の繁栄を築くことができた。一方、社会学者の業績（雇用条件・所得水準の根拠）が英語圏の学術誌で評価されるようになると、本務の遂行が語学力に左右されて、純粋に自分たちの社会に関する科学的成果を見出す作業への対償が十分でなくなる。そのため社会問題を解消する原動力が脆弱化し、社会科学のあるべき役割も果たされなくなるため、そのような状態が中長期化すると、少子化問題のような国家の税財源を揺るがすほどの経済問題にまで悪影響が及んでいる。そもそも日本語圏を研究対象とする社会科学の成果を外国語で伝えること自体、日本の国家戦略上、重大な情報流出になり兼ねず、海外への発信が相応しい内容もあるが、日本の社会科学的課題を露呈させたテーマについて外国語で公表された研究成果に対しては評価を日本国内で行う必要は無いと考察される。また、日本語を使用する経済圏に、海外の富裕層を取り込む方法は、有効需要を創出するうえで検討する必要がある。日本語を母語としない方々が生活面においてのみ日本語を使用するならば、日本国内の需要喚起につながると考えられる。
- 2) 富裕な方々の暮らしが成り立つ国づくりも求められる。富裕層に課税する方法の場合、富裕な方々が海外に転居する傾向が高まるならば、富裕な暮らしから生ずる内需は縮小する。資産効果をもたらす波及効果を最大限、国内に留めおく取り組みが求められる。海外の富裕層が日本国内に暮らすよう取り組み場合、転入の傾向が高まるならば、国内の資産効果が高まる可能性を期待できる。
- 3) USMについては、浜田康行〔1988〕などを参照。

2. 公債市場補完制度とはなにか

(1) 指定アドバイザー制度と市場関係者地域通貨

(a) 公債市場補完制度の定義

公債市場補完制度とは、指定アドバイザー制度および市場関係者地域通貨（Shijohkankeisha Exchange Trading System ; SETS）を組み合わせて実用化する金融制度のことである。その目的は、公共財源（公共経済に必要な財源）を補完する仕組みを漸進的に整備することである。

(b) 指定アドバイザー制度について

指定アドバイザー制度とは、新規株式公開市場の上場基準を、株主数、浮動株比率、時価総額、純資産、総資産、売上高、利益等の数値基準に依存することなく、指定アドバイザーの裁量に一任する金融機能のことである。2009年6月より、東京株式市場において採用されている。取引参加者について、わが国では、金融商品取引法 第117条の2 第2項により制限を受ける（受託の制限）。

指定アドバイザーは、ロンドン市場においては会計事務所なども認定されている。わが国のように、証券会社のみに限る必要性はないと判断される。

(c) 市場関係者地域通貨について

市場関係者地域通貨（Shijohkankeisha Exchange Trading System ; SETS）は受託の制限を充たす投資家のあいだで指定アドバイザー制度のもとでの株式の需給接合に先行し、地域通貨を流通させる。

地域通貨の分散型発行方式（Local Exchange Trading System ; LETS）によって、細分化された公務事業を受託する中小企業等に市場関係者地域通貨（以下 Sets と表す）を供給し、その黒字と引き換えに株式公開を実現させる金融機能である。受託の制限を充たす投資家等のほかに、Sets が多くの家計を対象とすることのないよう、通貨1単位（以下、sets と表す）当たり、1000万円程度の価値を有することが望ましいと考えられる。

なお、ブロックチェーン技術の発展により、地域通貨の分散型発行方式は、実用が更に進むと期待される。

(2) 公債市場補完制度に関する一般理論

(a) 概要

公債市場補完制度は、実体経済にどのように作用するか、概要は次の通りである。私たちは暮らしのなかで、あらゆる商品を消費するが、労働力に変換する必要性もある。そうしたなかで、政府の予算制度における一般会

計の総額は議決されるが、現状では歳出の4分の1が公債金の償還に充てられ、歳入の4割を公債金が占めている。社会保障、労働経済をはじめ、社会経済の諸課題に対処する財源は十分に用意されていないと判断され、新たな財源を公債市場補完制度に求める。私たちが健康で文化的な最低限度の生活を送るうえで必要な予算総額をまず計上し、家計に十分な歳出を準備したうえで、その他の政府支出に必要な財源を指定アドバイザー制度および市場関係者地域通貨の市場参加者からの出資に求める。先行してSetsを流通させ、事後に指定アドバイザー制度を用いて株式需給を接合させる。

(b) 公債市場補完制度に関する一般理論

公債市場補完制度のもとで成立する経済動態について、一般理論を提示する。私たちの暮らしは人間として尊厳が守られるよう、最低限度の経済財の供給がなされる、とする理念に基づく。家計の代表者が政府を担い、政府は家計を支援するであろう。家計への優先的な歳出は、消費を伸ばし、国内総生産を成長させる。

指定アドバイザーは、受託の制限を充たす市場参加者のあいだで、株式需給の接合を推進し、先行してSetsを流通させる。これまで生産され消費されていない商品(W)の現存状況を鑑み、公務を受託する企業は操業を持続し、勤労者は同一労働の継続から労働力は育成され、かつ有効需要は向上する。

CをConsumption（消費）、EDをEffective Demand（有効需要）、IをInvestment（投資）、GをGovernment（政府支出）、 G' を法制度および行政機構など、を整備することによって新たに生まれる資本、SetsをSETSのもとで流通する通貨、矢印を法定通貨の流れる向き、…を資本の運動、Wを商品、Aを労働力、Pを生産過程、 W' を商品、と置くとき、 $G \cdots G'$ では、政府等が公債市場補完制度の推進に向けて法制度、行政機構等を整備することにより、受託の制限を充たす投資家等に新たな出資を促進させる資本の運動が生ずる。機関投資家、上場企業、金融機関、富裕な個人などが中心となり、市場関係者地域通貨を流通させながら、指定アドバイザー制度を通じて、中小企業の株式金融を円滑化させる。中小企業は細分化された公務を無償で引き受け操業力を高めるが、政府は歳出を削減でき、既発公債の償還など財政再建に取り組むことができる。日本国債の格付けなどは維持され、受託の制限を充たす投資家等は日本国債での資産運用を安定化させることができる。公務を受託する中小企業は株式公開を実現でき、受託の制限を充たす投

資家が株主となるため、ガバナンス機能等を通じて事業運営・事業戦略についてアドバイスを受けることができる。新たな情報やネットワークを通じた製品の販路開拓など、市場創造・マーケティングの効果も期待できる。

G' は、指定アドバイザーの裁量に基づく株式需給の接合によって実現される。 G' の結実に先行して、Setsを流通させる。中小企業等（公務受託企業）はSetsの黒字と引き換えに、事後、指定アドバイザーのもとで株式公開を実現し資本 G' を調達する。

$I \cdots$ Setsでは、民間投資に伴うSETSの運用（制度運用）によって、資本の運動が生ずる。民間投資は、設備投資および人材育成投資などをはじめとする。公務の受託によって、企業は良質な操業を確保することにつながり、勤労者人材すなわち従業員および次世代人材の職務能力を養成する効果をもたらす（人材育成投資）。

$I \rightarrow ED$ では、人材育成投資によって用意される給与により有効需要（貨幣の裏付けがある需要）が生ずる。人材は経験と勤続年数によって市場競争力を身に付ける。

$C \leftarrow G$ では、公債市場補完制度によって節約された政府予算をもとに、家計に配慮された政府支出がもたらされる。社会保障を充実させるための予算、公債償還（経済安定化は広義では家計への配慮）、などはその例である。消費の伸びは、EDのうちの多くを占める消費分、経済安定化に伴う資産効果とあわせて、国内総生産（GDP）として計上される。

(c) 公債市場補完制度を必要とする背景

プライマリーバランスの健全化を促すためには、税収（および事業収入など）を歳出と同等の水準まで引き上げなければならないが、生産年齢人口の減少など経済成長が見込まれず、法人税率を引き下げる局面において、原油埋蔵など輸出できる資源を国家が保有していないことを鑑み、各種税率を増加させる方法での対処に依存しようとしている。

しかしすべてを賄うほどの税率増は現実的ではなく、当面の段階的な税率引き上げさえ、国民の経済的な観点からすれば支持され難いと推測される。現状では、新発公債を発行する方法により必要な財源を確保しているが、各国政府等の場合と同様に債務不履行の懸念を回避する必要がある。また、低利な公債の大量発行は、これを買収する金融機関にとって負担である。わが国の事例では、証券会社が中期国債ファンドを発行し銀行預金と競争が生ずるようになり、銀行業界に、不当な競争圧力を生じさせた（筒井義郎〔2005〕pp.318-319）。公債の大量発

行は、実態の経済を担う立場に多大なリスクを負わせるため、新たな財源の確保を公債市場のほかにも求める方法について、本研究は模索している。

3. 公債市場補完制度の整備をどのように推進するか

(1) マクミラン・ギャップをどう解消するか

(a) 公債市場補完制度を必要とする背景

日本語を使用する経済圏は、かつて林業や炭鉱などの労働者、農業従事者が、経済情勢の変更に合わせて、道路、橋、ダム、発電所、建物など、公共基盤を建設する労働者にシフトして頂いた方々の恩恵のうえに、今日的な意味での繁栄を築いている。今後は、新常态（ニューノーマル）に対応するよう、勤労者および次世代人材等の技術力・職務能力の形成を念頭に、予算制度を整えるべく財源を用意し、基本的人権を尊重しつつ、日本経済を戦略的に再興してゆく必要がある。

(b) 中小企業従事者の暮らしを重視する理念

中小企業の長期資金調達困難性を解消する方法は、多くの中小企業従事者の生活設計、および技術・職務能力の形成などに貢献する。

中小企業および関係する職業に従事する立場は、成長に足踏みがある局面において、負債比率に応じ元利返済に追われる場合がある。その都度、従業者は人件費削減を念頭に効果的な能力錬成を妨げられる。自己資本比率を高める中小企業金融システムをどのように形成するか、今なお、重要な課題である。

(c) 中小企業の金融問題に関する先行研究の再検討

中小企業は、少額な資本で開業するために、本来的に資金に余裕がない。加えて、利益率が低い内部留保が増加しない。このため、多くの中小企業は絶えず資金不足に悩まされている。中小企業は信用が低いにもかかわらず、金融機関からの資金調達に依存せざるをえない。しかし、支払能力の評価が低いために融資が得にくく、また金利の高い資金を調達しなければならず、それがまた収益性の低下を招く（小川正博〔2001〕 p.264）。

在来の新規株式公開市場において、多くの中小企業が上場基準を充たすはずはない。中小企業の自己資本比率を高める金融システムを整備するよう、イギリス政府の諮問委員会において指摘された概念がマクミラン・ギャップであり、50年近い経緯を踏まえ、1980年、指定アドバイザー制度の前身であるUSMは設立された。

間接金融体制に基づく産業・銀行・公的部門のトライ

アングル（連携）を補完すべく、指定アドバイザーの裁量による経済政策の可能性を整備しておくことは、今後将来の成長戦略を展開するうえで、重要な金融機能となりうる。

(d) 中小企業の公務受託に関する経済理論

指定アドバイザー制度と市場関係者地域通貨を組み合わせることで実用化する方法によって、中小企業の操業継続性を、公務の細分化配分によって支援する枠組みづくりに必要な財源が確保される。

公務の細分化配分とは、公務（国会など議会の議決によって可決された業務等に関する仕事および作業）をできうる限り細分化し、中小企業がこれらの業務等を請け負う事のできる範囲で受託することである。

中小企業の側の経済的動機（インセンティブ）は、第一に、公務を受託し業務を遂行するに伴い職場・組織の操業力を維持・向上できること、第二に、公務を遂行する能力が備わる職場・組織であることを内外に明示できること（操業力の水準を市場に提示するシグナリング効果）、第三に、受託業務を担うことで企業として知名度の向上を図る可能性があること（ステルス・マーケティング）、第四に、様々な権益等との契約関係が成立し、今後将来の事業機会に繋がる可能性があることである。中小企業は公務受託を通じて、その後の経済活動を展開する上での重要な足懸りを築くことができる。

(2) 政策推進のリスクについて

(a) 市場関係者地域通貨のリスク

地域通貨の分散型発行方式は、通貨の価値がゼロになるリスクがある（Kichiji, N. and Nishibe, M. [2008]）。しかし、そのような通貨を引き受けるならば、押金主義ではないことを提示する効果をもつ。

富裕な個人は、日本国債の格付け維持などを必要とするコミュニティに属しているのだが、日本語を使用する経済圏の方々の強さと弱さに共感し、人材育成および人間養成を目標とする企業・事業・職場への出資に貢献して頂くよう、誠意をもってリスクの担い手を依頼する必要がある。経済の安定化こそが、富裕層へのリターン源泉となる、と考えられる。

(b) 経済倫理との整合性について

公債市場補完制度の整備は、政策的介入を意味するであろうが、それによって現実がよくなる理論的保証は存在しない。しかし、そのことは公債市場補完制度の推進

のすべてを否定するものでもない。経済モデルと現実経済との厄介な関係について理解を前提とした上で、公債市場補完制度の整備を推進できなければならない。

瀧澤弘和〔2015〕は「経済学を用いた政策提言について」のなかで、「理論を活用して現実政策に関わろうとするならば、理論と政策のメタレベルの関係を理解した上で、謙虚に現実に向き合っていく倫理性が求められている」と述べている。政策をストレートに適用する志向性ではなく、指定アドバイザーの裁量をはじめとする、多くの方々の判断と誠意によって、公債市場補完制度は、漸進的に整備を推進することが可能となる。

4. むすびにかえて

指定アドバイザー制度は、当初、東京市場において、アジアの新興企業を対象とする新規株式公開市場として整備が推進されてきた。ただし、その金融機能の起源および役割を鑑み、国内中小企業のマクミラン・ギャップの解消を目的として、最大限の運用を目指す必要がある。

同時に、国および地方公共団体の財政再建を念頭に、公債市場補完制度を整備し、指定アドバイザー制度における受託の制限を充たす投資家等を対象にフィンテックを利活用し、市場関係者地域通貨を導入・運用・流通させる方法によって新しい金融制度を整備してゆく。公債残高の累増に歯止めをかけるようにする。

日本語を使用する経済圏においては、すべての勤労者および次世代を担う方々の各位の技術および職務能力が、十分に発揮できる雇用条件に恵まれているわけではない。勤続および所得向上を困難とする経済情勢にあって、大型公共事業によって新しい金融制度を整備し、各位の実力を錬成する職場を用意しつつ雇用を創造し、有効需要を伸ばし、家族の絆、生産年齢人口の増加、を実現する方法により、税収の自然増および経済成長を達成することができる。

<参考文献>

小川正博〔2001〕、「中小企業の金融」渡辺幸男・小川正博・黒瀬直宏・向山雅夫『21世紀中小企業論』有斐閣アルマ。

瀧澤弘和〔2015〕、「経済学を用いた政策提言について」眞嶋俊造・奥田太郎・河野哲也編著『人文・社会科学のための研究倫理ガイドブック』慶應義塾大学出版会。

筒井義郎〔2005〕、『金融業における競争と効率性』東洋経済新報社。

浜田康行〔1988〕、『第三の証券市場』、東洋経済新報社。
Kichiji, N. and Nishibe, M.〔2008〕, "Network Analysis of the Circulation Flow of Community Currency," *Evolutionary and Institutional Economics Review, the Japan Association for Evolutionary Economics*, 4(2), pp.267-300.