

株式投資チェーンと利用者のための市場

信金中金月報掲載論文 編集委員

首藤 恵

(早稲田大学大学院 ファイナンス研究科教授)

デフレ経済からの脱却を目指して、大胆な金融政策、機動的な財政政策、民間投資を喚起する成長戦略を三本の矢とする経済政策の転換が進められている。大胆な金融政策は、米国経済の好況にも助けられて円安と株式市場の期待の上昇にまずは成功し、国際的にも一定の評価を得ている。機動的な財政政策には短期的効果しか期待できないし、長期的な期待の安定化には、財政健全化の道筋を明確にすることが不可避である。第三の矢、すなわち長期的視点に立った民間投資の喚起こそが、日本経済活性化という本来の目的実現の柱である。株式市場の活況が続いて個人投資が再び積極化しているものの、流入資金の大きな部分は海外投資家の短期売買であり、市場は不安定性を増している。蓄積された個人資金が真に長期投資に向かうことなしに、どのような成長戦略の実現も難しい。

今から約10年前の2002年、バブル崩壊後続いた株式市場の低迷を打ち破るための証券市場改革プログラムが公表された。「個人が主役の証券市場」をキャッチフレーズとして、蓄積された個人資金をいかに株式市場に呼び込むかが、経済活性化政策の要とされた。実際、個人が市場に参入しやすいようにさまざまな制度改革が行われたし、個人もインターネットを通じて容易に株式売買などリスク投資の機会に参加することができるようになった。だが、その後の展開を見ると、個人にとって株式市場は長期的な資産運用の場というよりは、むしろ短期的なリスク投資の場となっているように見える。実際、株式相場が上向けば個人向け投資セミナーに殺到し、個人の外国為替証拠金（FX）取引が急拡大するという状況は、先進国市場としては異常ではないだろうか。

株式市場を通じて企業の長期投資が実現するには、活発な売買による流動性供給が不可欠であることはいうまでもない。だが、株式市場の本来の機能は、企業のイノベーションを支えるリスク資金を供給し、リスクを負担する最終的投資家に企業活動の成果をリターンとして手渡すことである。この株式市場本来の機能が、有効に働くにはどうすればよいのか。わが国だけでなく市場型金融システムの典型である英国においても、株式売買が膨張する一方で企業の資金調達である発行市場が本来の機能を果たしていないことが、深刻な問題として捉えられている。

11年6月、英国政府は、「英国上場企業の長期パフォーマンスとガバナンスに関する株式市場の活動と影響」についての調査をジョン・ケイ教授に依頼した。12年7月に最終報告（Kay Review）が提出されて、広く国際的な関心を集めている。英国では、1970年代以降、金融システムの機能の向上を求めて、グローバル化、規制緩和、再規制が進められた。しかし、結果は期待に反するものであった。市場の代表的プレーヤーである年金基金や保険会社などの機関投資家はトレーディング志向を強め、株式市場の利用者である企業の行動も短期指向に変わってしまった。株式投資リターンのボラティリティが高まったために、貯蓄者である家計は株式投資への資金配分を縮小し、企業にとって株式発行は新投資の資金調達の手段というよりも単に資本構成を変える手段となってしまった。一時的に、個人投資家やその運用代理人である機関投資家はオータナティブ投資にひきつけられたものの、きわめてコストの高い投資対象であったため、結局は利回りの低い債券投資にシフトすることとなった。株式市場の最終的な利用者である個人と企業の双方が株式市場から離れることによって、英国企業の競争力が低下したと分析する。

短期指向に向かう株式市場の構造変化をもたらした根本的原因は何か。ケイ教授によれば、企業と貯蓄者をつなぐ「株式投資チェーン」の変質である。貯蓄者から企業へのリスク資金の流れは、年金基金や保険会社、資産運用業者、証券会社、情報サービス業者や助言業者など、さまざまな専門業者の連鎖が一体化して支えている。

この連鎖の中で、アセット・オーナー（機関投資家）、アセット・マネジャー、投資先企業の取締役会との間で形成されていた「信頼関係」が、短期的利益を優先する市場での売買行動に置き換えられてしまった。彼らの視野の短期化が、長期的視点に立った企業のイノベーションを低下させ競争力を削ぎ、最終的に貯蓄者にわたるべき価値の創出を損なってきた。

必要な市場改革とは、株式市場の機能を回復させるための「投資チェーン」の修復であり、企業と金融サービス業の双方におけるインセンティブの歪みを正すことである。具体的には、企業に対する投資家の質の高いエンゲージメントによる信頼関係の構築であり、企業価値の向上を共通の目的とする、投資家サイドと企業との間の協調行動である。とくに個人資産の長期運用を委ねられている機関投資家や運用機関は、企業のパートナーとして積極的に行動する責任を負っているのである。

ケイ・レビューの指摘は、まさにわが国株式市場が直面している問題に対する答えではなかろうか。目指すべきは、個人が売買の主役となる株式市場ではなく、「利用者のための株式市場」である。少額投資非課税制度など個人の投資意欲を高める措置や企業減税も有用だろうが、根本的な問題の解決は、株式市場の担い手である機関投資家と金融サービス業者の意識と行動の変革であろう。株式市場の本質的機能に立ちかえった市場改革の議論なしに、長期的な視点に立った経済の活性化とそれを支えるイノベーションの喚起はありえない。