

証券市場の新たな役割

一上季代司

今秋の九月中旬、明治大学駿河台キャンパスで「証券経済学会創立五〇周年大会」が開催された。一九六七年、金融・商業・財務・会計・法律など様々な学問的領域の先達が、あの証券恐慌（一九六五年）後の望ましい証券市場のあり方を展望すべく、証券経済学会を創立したのであった。

あれから半世紀が経過した。証券市場は大きく変わり、証券業界もまた様変わりとなった。変化の始まりは、ちょうど中間時点（一九九〇年）におこった「バブル崩壊」であった。土地と株価の下落によって銀行と証券会社を巻き込んだ金融危機が深化し、その過程で銀行と証券会社の不祥事が露呈した。これが契機となって、それまでの「護送船団行政」は厳しい批判を浴びることになった。

その結果、一九九八年の「金融システム改革法（日本版ビッグバン）」が成立し、証券恐慌後に確立した「体制（レジーム）」は根本的に転換した。免許制、固定手数料制、市場集中義務等の競争制限的措置は、登録制、手数料自由化、市場集中義務の撤廃等の競争促進策に置き換わった。行政の主体も大蔵省から分離した金融庁に代わり、検査監視部門は証券取引等監視委員会が担うことになって、金融証券行政は事前予防型から事後監視型へ転換していった。

この新体制に転換してからすでに二〇年近くが経過しようとしている。証券市場と証券会社の変化が構造的なものであるとすれば、それは単に法律や行政の転換によるものとはいえない。むしろ、日本経済それ自体の成長

経路に変化が生じ、実物経済に対して果たすべき証券市場（したがって証券会社）の役割や貢献のあり方に変化が生じたためだと考えるべきだろう。法律や行政の転換も、そうした証券市場や証券会社が果たすべき新たな役割、貢献をバックアップし、後戻りさせないためのものであったと考えるべきである。

それでは、証券市場や証券会社が果たすべき新たな役割とは何か。以下では、この点に関し、若干の見解を述べてみたい。

1 証券市場と証券会社の役割

教科書的にいえば、証券市場の果たすべき機能、役割には、大別して、①流動性提供機能、②資本（とりわけリスクキャピタル）提供機能、③価格発見機能、④資本の効率的配分機能の四つだとされる。これら四つの機能は単独で存在しているわけではない。すなわち①流動性が高ければ高いほど、②資本が容易に調達できるし、③公正妥当な証券価格が形成されていればこそ、④価格メカニズムに基づいて証券発行が行われ、資本が各産業に適正・適量に配分される、という関係にある。

この依存関係が欠落している場合には、資本のミスアロケーション（たとえばバブル期の過大増資）も起こりうるのである。では、仲介業者である証券会社の機能は、これら証券市場の機能とどう関係があるのだろうか。

証券会社の委託売買・自己売買業務は、①証券市場に期待される流動性提供機能を顕現化（あるいは向上）させるのである。同様に引受業務は、②資本（とりわけリスクキャピタル）供給機能を顕現化（あるいは向上）させるという役割がある。では、③証券市場の持つ価格発見機能と④資本の効率的配分機能は、証券会社のどのような業務が担っているのだろうか。

「投資アドバイザリーサービス」

それは「アドバイザリーサービス」である。調査部やアナリストが産業調査、企業調査を行う中で各種産業の成長性を評価し、各産業に属する企業株式の公正妥当な「理論価格」を割り出し、それに基づいて営業部門が顧客に売買を推奨する。もし、その理論価格が間違っていたら、あるいはその後の各産業・企業のパフォーマンスが、当初の見込み通りでないことが明らかになると、それを訂正するような新たな需給が入り、絶えず証券価格の訂正が行われるのである。

こうした投資アドバイザリーは、以前は対価をとらずブローカー業務に付随して行われていたのだが、機関化の進展に伴い、投資助言業や投資運用業として対価をとる独立した業種として確立するようになる。そうになると、証券会社の投資アドバイザリーサービスとしては、①以前と同様に投資助言を付随業務として行う、②投資助言ないしは投資運用の兼業登録を行って投資運用にみずからコミットする、③投資信託そのほかファンドの販売・組成を通じて、機関投資家の資金量そのものの配分にコミットする、という形態をとる。とりわけ、手数料が自由化されると、②と③の形態をとるようになるのである。

つまり調査部、アナリスト、兼業として投資運用業、投信そのほかファンド販売等、広い意味での「投資アドバイザリー」部門は、証券資産の適正な配分・再配分を直接・間接にサポートし、その結果、絶えず証券価格をファンダメンタルバリューへと収斂させるのである。これが「価格発見」ということである。そして、こうして「発見された」証券価格をシグナルとして資金調達が行われる。すなわち、引受部門は市場価格を参考にして発行価格等の発行条件を発行会社に提案するのである。

「コーポレートアドバイザリーサービス」

他方、証券価格は、投資家の要求資本収益率を反映している。現在の株価で計算した利回りが、投資家の期待する利益率を上回っていれば株は買われ、逆の場合は株が売られる。この収益率は、「株主から預かった資本を投資する際には、これぐらいの利益率を稼がなければ株主の期待を裏切ってしまう」という意味で投資切捨率 (cut-off rate) とも呼ばれる。つまりこれは、企業経営者に課せられたコスト (「資本コスト」) を反映するのである。

この資本コストは経営者が投資政策を立案する際によりどころとなるべきものである。すなわち、資本コストを上回る投資プロジェクトは採択され、下回るものは却下される。この選択を行う結果、資本は提供者である株主の期待を満足させつつ各種の産業・企業・投資プロジェクトに過不足なく配分されていく。もし投資プロジェクトや事業部門の収益率が「資本コスト」を下回っているとすれば、それは株主の資本を有効に使っていないことになり、投資計画は却下されなくてはならない。

資本コストを参考にしてそうした投資計画 (あるいは事業部門の買収・売却等) を提案する、あるいは資本コストをできるだけ下げる資本政策や配当政策を提案するサービス、これが「コーポレートアドバイザリーサービス」であり、証券会社では、当該担当部署を「投資銀行部門」と称するのである。

このようにみると、価格発見機能の向上は「投資アドバイザリーサービス」の質に、資本の効率的配分機能の向上は「コーポレートアドバイザリーサービス」の質に左右されるといえるのではなからうか。

2 減速経済化の証券市場の役割・機能

このように証券市場の持つ四つの基本的な役割・機能と証券会社の各種の職能・機能とは対応関係にあるのだが、実物経済の置かれた成長経路の如何によっては、証券市場の持つ四つの役割・機能の優先順位が交代するこ
ともありうるのである。

たとえば戦後の高度成長期には、低コストで大量の資金を迅速に調達することが優先された。これに対応して証券界も増資新株、新規公社債、投資信託の販売力強化に注力してきたのである。この時期には低金利政策や起債調整によって公社債発行市場の市場メカニズムは阻害されていた。株式発行市場においても同様であった。株主割当額面発行は時価を大幅に下回る割引発行であったし、公募増資の時代に入っても「株式相互持合い」によって株価そのものが割高に下支えされ、適正株価であったとは言えない状況が続いたからである。それでも、高度成長期の証券市場が産業界に果たした役割を否定することはできない。この時代の証券市場の第一義的役割は、資本提供機能にあったからである。

しかし、バブル崩壊後、極端に低い成長率を示すようになった日本経済では、証券価格をシグナルとして、既存の資源を効率よく適正に配分・再配分する機能が優先されることになった。フランクリン・アレン⁽¹⁾によれば、資本配分は銀行の預金・貸金業務によっても可能だが、銀行の融資審査や事後的なモニタリングは、モニターの主体（調査部、審査部など）が少数であり、かつ事後的なモニタリングが単発である。このため審査コストは安上がりだが、事後的な修正が効きにくいのである。これに対して株式市場では事後の成果が株価に反映され、絶えず見直され、修正が効きやすい。

ITやバイオテクノロジー等の新興産業は、過去の事例がなく情報が過少で成否が見通しにくい。また寡占企

業は比較できる同業他社が少ないため、投資の成否のチェックがしにくい。そうした産業では、投資の成否が株価に反映され、かつ多様な投資家によって絶えず株価のチェックが行われる証券市場のほうがすぐれているのである。

実際、証券市場では、銀行を経由するのではなく証券市場を経由した資本の配分・再配分機能が、資本提供機能よりも優先度の高いものになりつつあることを示す指標をいくつか提示することができる。

たとえば、配当支払に自社株買いを加えた株主還元額が株式の有償発行額を上回り、その乖離幅が大きくなっていること、また事業部門や企業の買収・売却などのM&Aが増加していること等は、収益率の低い事業分野から資本が引き揚げられ、既存の事業・産業の再構築がマーケットを経由しながら進んでいる姿を反映しているのである。また、二〇〇〇年代に入って、マザーズをはじめ各証券取引所に新興市場が相次いで開設され、毎年、多くの新興企業のIPOが行われるようになったことも、資本配分・再配分が証券市場の重要な機能と期待されるようになったことを反映するものである。そうであれば、証券市場の持つ価格発見機能、資本の効率的配分機能がさらにより発揮・向上するための努力が必要になってくる。

バブル崩壊前後からの規制緩和や日本版ビッグバン、それに続く一連の制度的措置は、そうした価格発見機能、資本の効率的配分機能を発揮させる上で、①阻害要因の除去と②促進要因の導入が多く含まれるのである。

たとえば、価格発見機能向上のためには、情報効率性と取引効率性を高めることが必要だが、前者については大量保有報告制度の導入や企業会計制度の大改革（連結主体の会計制度や時価会計の導入）等があげられるだろう。これによって株式保有や企業内容に関する開示内容が充実し、ファンダメンタルなFair valueを割り出す上での判断材料がより豊富になったのである。後者の取引効率性については、手数料自由化等による取引コストの低

減のほか、デリバティブ市場、レポ市場など多様な取引形態・市場の創設、整備が進んだ。デリバティブ市場やレポ市場が加わったことで需給要因（したがって価格形成）に対する予算制約が大幅に緩和されたのである。また、株価形成上、諸悪の根源ともいえる「株式持合い」についても株価下落と時価会計の導入、さらには「銀行株式保有制限法」により持合い解消売りが進んだのである。

他方、資本の効率的配分機能向上のために取られた制度的措置は、産業のスクラップアンドビルドを促進させる目的のものが多かった。民事再生法（二〇〇〇年）、商法改正（一九九九年）から会社法（二〇〇六年）までの企業再編法制の整備はM&A等により既存産業の再構築を促進させる効果を持つものである。また、マザーズ、ヘラクレス等の新興市場の創設等は新興産業・企業の発掘・育成を通じて産業構造の新陳代謝を狙うものであった。以上のような証券市場の持つ価格発見機能、資源の効率的配分機能は、具体的には仲介者によって発揮されるものであるとすると、これに対応する証券会社の「アドバイザリーサービス」の質的向上を図る上で、どのような課題があるのだろうか。

3 仲介者のアドバイザリー機能

まず重要なことは、こうした「アドバイザリー」の担い手は、証券会社だけではないということである。むしろ投資アドバイザリーは投資顧問業者や投資信託運用業者の本業であり、「投資運用業」に含まれるのである。また、M&Aの助言・あっせん業は、証券業界では一握りの外資系証券、独立系およびメガバンク系の大手五社などが高い集中度を誇っており、他の証券会社が手掛けている事例は非常に少ない。むしろ証券界の枠を超えて、一種のコンサルタント業務として銀行や会計士事務所等も取り組んでおり、これを専業とする事業会社もある。

現状、多くの証券会社がビジネスとして行っている「アドバイザリー」は「投資アドバイザリー」である。そこで、この点についていくつかの課題を述べておこう。

今日、「投資アドバイザリーサービス」を提供するうえで、多くの証券会社が手掛けているのは、①投資運用業の兼業登録を行って、直接、機関投資家の資産配分を代行するか、あるいは、②投資信託等の各種ファンドの販売を通じて、機関投資家それ自体に資金を配分・再配分する、というものである。①は大手、準大手、中堅証券会社が手掛けているが、②は大手から中堅・中小まで幅広く多くの証券会社が手掛けているビジネスである。

投資信託や各種ファンドには投資対象や運用技法によって多様なリスクリターン特性を持つものがあり、そのパフォーマンスは「基準価格」に反映される。その基準価格は、結局は投資対象企業の収益性・成長性に規定されるとすれば、基準価格そのほかのパフォーマンス指標を参考にしながら各種ファンドを取捨選択して顧客に販売していくことで、好成績のファンドだけが生き残り、その資金量は増えていく。このことが間接的に各産業・企業への資本配分の効率化につながっていくのである。

いいかえれば、証券会社の投信販売は各ファンドの定性・定量評価を行って、評価に耐えうるファンドを取捨選択し、顧客属性に適合したファンドを販売していく姿勢が重要である。また販売後もパフォーマンスをトレースして、たえず顧客ニーズに適合しているかどうかのチェックをしていくことが求められよう。

逆に、利益が出ていくからといって顧客に利食い売りを奨め他のファンドに乗り換えさせる販売手法をとれば、パフォーマンスの良いファンドの残高は増えず、腕の良いファンドマネージャーに予算制約を課すことになって、買いを入れるべき銘柄の売却を余儀なくさせることになりかねないのである。実際、パフォーマンスの良いファンドこそ利益確定の解約が多く残高が増えないこと、その結果、わが国の投資信託は本数は極めて多いものの残

高がおしなべて小さく、運用しにくい状況が続いているのである。

なお、証券会社のビジネスでアドバイザリーに関連する業務収入は、投信の販売手数料や代行手数料、運用報酬、M & A等に関する相談や仲介の手数料等から構成されるが、それは、投信の販売手数料を除き、「その他手数料」に一括される。そこで乱暴ではあるが、委託手数料＋売買損益を流動性提供の対価、引受手数料を資本提供の対価、募集手数料とその他手数料をアドバイザリーの対価とみなすと、アドバイザリーの対価の伸びが大きいのである(表)。それだけに、今後はこの分野のビジネスの洗練化に努める必要があるだろう。

おわりに

以上は、バブル崩壊後のわが国証券市場の期待される役割・機能のプライオリティが、価格発見と資本配分・再配分にシフトしていることを指摘し、それに対応して証券会社のビジネスも「アドバイザリーサービス」にシフトしつつあることをみてきたのである。しかし、価格発見機能の向上と資本配分・再配分の効率化は、証券会社の努力のみによるものではない。最後に、近年になって浮上してきた問題点をまとめておこう。

「価格形成上の問題」

シグナルとしての証券価格形成において、近年、いくつかの問題が提起されてきた。その一つはプログラムを使ったアルゴリズム取引や高頻度取引(HFT)の増加である。わが国でも、こうした取引ウェイトが高まって

表 全国証券会社(251社)の収入構成

(単位:10億円、%)

	2014年度	構成比	対1990年度 比較(倍)
委託手数料＋売買損益	1,925	50.6%	0.86
引受手数料	162	4.3%	0.94
募集手数料	465	12.2%	1.48
その他手数料	978	25.7%	2.66
純金融収入	276	7.3%	0.42
純営業収益	3,807	100.0%	1.02

(注) 1990年度末(1991年3月)の証券会社数は267社である。
(出所) 日本証券業協会監査2部「会員の決算概況」より作成

おり、株価の変動性（ボラティリティ）を高めているという批判がある。ボラティリティが高まれば株式のリスク（したがって資本コスト）は上昇する。それは投資を抑制させ望ましくない。他方で、こうした取引は流動性を供給して公正な価格形成に貢献しているという評価もある。

また債券市場においては、社債市場のベンチマークである国債市場が機能障害を起こしているという問題もある。長引く「デフレ」からの脱却のため、二〇一三年四月、日銀は異次元金融緩和政策をとり、本年一月にはついにマイナス金利政策を打ち出した。この結果、国債流通利回りはマイナスとなり、社債発行のベンチマーク機能が果たせなくなったのである。前代未聞の事態であるが、こうした状況下で社債発行利回りはどのように決定されるべきか、大きな課題といえよう。

「進まない産業構造の転換」

企業再編法制の整備、マザーズなど新興市場の開設等は、産業や企業のスクラップアンドビルドを促進する効果があるはずだが、日本企業の開業と廃業の比率は他の先進諸国より低く、経済の新陳代謝は進んでいないといわれている。既存企業のROEも依然、他国比で低いままであるとされる。つまり、日本経済の資源はなお、効率的に配分されているとは言えないのである。

仮に、株価や社債がファンダメンタルバリューを反映して形成されたとしても、これを投資家の評価として受け止めて、適切な投資決定・資本政策・配当政策を実行しなければ、資源の適正な配分・再配分を達成したことになる。

前述のように、株価から計算される「資本コスト」は株主の要求収益率であり、経営者はこれを尊重して経営にあたらなければならない。資本コストを下回るような事業の続行は、資源の浪費であり、資本を提供している

株主の利益を損なうことにつながる。したがって経営者に資本コストを尊重させ、これを基準とする投資政策、財務政策を採択させることを強制し、もし遵守しなければ経営者を交代させるルールづけが、なされなければならない。そうした「市場規律」はだれがどのように実行するのか。

二〇一四年から始まった、「スチュワードシップコード」は、機関投資家が投資先企業の企業価値を向上させ、受益者のリターンを最大化する目的で、投資先企業の経営をモニタリングし、株主総会での議決権行使の方針や行使結果の公表を行うことなどの原則をまとめたもので、すでに多くのわが国機関投資家はこの原則の受入れを表明している。

また、東証は二〇一五年、上場規定に「コーポレートガバナンスコード」を設けた。これは上場企業を守るべき行動指針であって、政策保有株（持合株）に関する方針や取締役会に関する開示、また独立社外取締役を二名以上選任することなどが盛り込まれている。

この二つのコードは、「市場規律」を实效あらしめるためのものであるが、それが定着するかどうかも今後の課題であろう。

注

(1) アレン・F「株式市場と資源配分」『フィナンシャル・レビュー』二八号、財務総合政策研究所、一九九三年

(にかみ きよし・大阪研究所長)