

市場機能のパフォーマンス評価

一二上季代司

一九九六年に橋本龍太郎内閣が「フリー・フェア・グローバル」のスローガンを掲げたビッグバン宣言を行ってから一五年が経過した。その当時の目標では、今ごろ、日本の証券市場は世界のトップランナーになっているはずであったが、残念なことに現実はそのからかなり外れている、というのが世の評価ではなからうか。

しかし、日本の証券市場をネガティブに見るだけでは前進しない。情緒的に卑下するのではなく、証券市場の本来持つ市場機能に照らして、どこがどのように劣っているのか。それを明らかにする必要がある。そして、問題の所在を明確にするためには、市場機能のパフォーマンス評価が必要のように思われる。

もともと、市場機能のパフォーマンスを評価することは、実際にはかなり困難である。当該証券市場が、どれだけ低コストで必要とされる市場機能をどれだけ十分に発揮させているか、それが評価の基準となるが、そのためには市場機能とは何か、それを提供するためのコストとはなにか、があらかじめ明確になっていなければならない。

そこで以下では、極めて不十分であるが、市場機能が十分に発揮されているか否か、これを提供するためのコストはどの程度か、という観点からわが国の証券市場のパフォーマンス評価を見ておきたい。

1 流動性の提供

証券市場の第一の機能は言うまでもなく「流動性の提供」である。すなわち時価に近い価格でいつでも所期の注文量を売買執行できることが「良い市場」である。そのメルクマールのひとつは出来高であろう。

表1は世界取引所連合（WFE、World Federation of Exchanges）が公表している統計資料より作成したもので、ビッグバン宣言の行われた一九九六年と二〇一〇年の各国取引所における株式出来高を金額ベース（ドル換算）で比較している。二〇一〇年、一年の出来高数値は電子取引のみであって、立会時間外取引やクロス取引のような相対（アイトイ）取引は含んでいない。立会時間外取引等は取引所がルールに合った取引か否か、モニターするため会員業者に報告させた取引であるが、一九九六年当時の数値にはこうした取引も含まれているのである。このため、一九九六年と二〇一〇年は同じ基準ではないため厳密に言えば比較できない。ただ、国際比較上の立ち位置がどう変わったか、判断するうえで参考数字にはなる。⁽¹⁾

この表によると、東証の出来高はドルベースで約四倍に膨ら

表1 現物株式出来高上位10取引所

(単位：百万ドル)

順位	Exchange	1996年	順位	Exchange	2010年	順位	Exchange	2011年 (1月～10月累計)
1	NYSE (米, T)	4,063,655	1	NYSE Euronext (米)	17,795,600	1	NYSE Euronext (米)	15,551,446
2	NASDAQ (米, R)	3,301,776	2	NASDAQ OMX (米)	12,659,198	2	NASDAQ OMX (米)	10,980,755
3	London SE (英, R)	1,413,236	3	Shanghai SE (中)	4,486,484	3	Tokyo SE Group (日)	3,481,523
4	Paris (仏, R)	982,172	4	Tokyo SE Group (日)	3,792,715	4	Shanghai SE (中)	3,241,211
5	Tokyo SE (日, T)	938,822	5	Shenzhen SE (中)	3,563,792	5	London SE Group (英)	2,491,015
6	Germany (独, R)	811,626	6	London SE Group (英)	2,749,533	6	Shenzhen SE (中)	2,432,033
7	Taiwan (台, T)	478,356	7	NYSE Euronext (EU)	2,022,207	7	NYSE Euronext (EU)	1,879,676
8	Switzerland (スイス, R)	443,031	8	Deutsche Börse (独)	1,632,062	8	Korea Exchange (韓)	1,726,581
9	Paris (仏, T)	282,014	9	Korea Exchange (韓)	1,604,551	9	Deutsche Börse (独)	1,537,414
10	Osaka SE (日, T)	253,119	10	Hong Kong Exchanges (香港)	1,496,215	10	TMX Group (加)	1,322,531
			27	Osaka SE (日)	179,699	26	Osaka SE (日)	165,478

(出所) World Federation of Exchanges, Annual Statistics Reportsより作成。

(注) 1、2010年、11年は電子取引のみ。1996年は電子取引のほか、売り買い双方の合意の下で成立した取引（時間優先に服していない取引）や取引所へ報告した取引も含む。2、TはTSVの略、RはREVの略（文末注1を参照）。3、年末の為替レートでドル換算。

んでおり（円高のため円ベースでは約三倍）、一貫して世界三～四位をキープしている。流動性という市場機能において世界的に地位が低下しているというわけではない。

他方、表2は株価指数先物取引の出来高（想定元本ベース）を国際比較したものである。欧米のデリバティブ取引所は、合併統合を繰り返しているため対九六年比較で見ると場合には、統合の影響を考慮する必要があるが、かつて世界二位であった大証デリバティブ市場は依然として、東証現物出来高を上回る大きさの出来高を誇っているもの、国際比較上、韓国や香港を下回っている。この点からみると後退していることは否定できないだろう。

ところで、取引所の流動性機能を顧客に提供しているのは、実際にはブローカー、ディーラー、つまり証券会社である。流動性提供の代価は、証券会社が委託手数料の形で直接的に、また株式トレーディング益の形で間接的に顧客から徴求する。いまこれを東証取引参加業者（かつての東証会員業者）の決算概況から試算してみると、表3のようになる。

これによれば、株式トレーディング益およびそのスプレッドは相場状況に応じて大きく変動しており増減の傾向を見出すことは難しい

表2 株価指数先物出来高上位10取引所

（想定元本ベース、100万ドル）

順位	国別・取引所別	1996年	順位	取引所別	2010年
1	CME（米）	6,744,581	1	CME Group	39,785,291
2	Osaka（日）	1,417,152	2	Eurex	20,349,253
3	DTB（独）	929,850	3	Korea Exchange	8,569,993
4	LIFFE（英）	541,806	4	NYSE Liffe（European markets）	5,908,998
5	SIMEX（シンガポール）	478,095	5	Hong Kong Exchanges	4,103,510
6	MATIF（仏）	475,686	6	Osaka SE	3,995,530
7	Tokyo（日）	421,945	7	Eurex（OTC）	2,453,900
8	Korea SE（韓）	370,434	8	TAIFEX（台湾）	1,530,692
9	HKFE（香港）	345,361	9	Tokyo Stock Exchange Group	1,482,984
10	IDEM（伊）	257,612	10	Australian Securities Exchange	1,056,540

（出所）表1に同じ。

（注）Eurex（EU、OTC）は、金融規制改革によって、従来店頭で行われた標準的なデリバティブ取引について取引所での取引が義務付けられた部分。

が、委託手数料およびその料率の減少傾向は確認することができる。このことは、証券会社にとっては厳しい事態だが、市場機能から言えば、できるだけ低いコストで世界三〜四位レベルの豊かな流動性を提供できていることになる。東証・大証統合のような証券取引所の再編により取引システムが統合され、システムコストが低減されて、これが証券会社の「取引関係費」の低減に反映されれば、より一層、効率的な流動性供給が期待されるだろう。

2 資金調達機能

証券市場の持つもう一つの機能は、リスク・キャピタル調達機能である。有償増資や起債のほか、新規公開、各種ファンドの組成・販売を通じてリスク・キャピタルが市場に供給されている。

表4は証券取引所に新規に上場された株式価額の多い順に取引所を並べたものである。したがってこの中には既存の上場会社や新規上場会社が新規発行により有償増資したもののほか、新規上場会社が売り出した既発行株式も含まれている。必ずしも全てが資金調達に結びついているわけではないが、新規発行が多いことは確かである。

そこで表に戻れば、近年の傾向は新興国（インド、香港・中国、ブラジ

表3 株式流動性機能提供の代価

	1997年3月期	2011年3月期	年平均 (1997/3～2011/3)
①委託手数料 (10億円)	988	458	818
②株券トレーディング益 (10億円)	38	45	208
①+②	1,026	503	1,026
現物委託売買高 (兆円)	181	595	271
③売買手数料率	0.55%	0.08%	0.30%
現物自己売買高 (兆円)	101	243	492
④自己売買スプレッド	0.04%	0.02%	0.04%
③と④の加重平均	0.36%	0.06%	0.13%

(出所) 東証「総合取引参加者決算概況」より作成。

(注) 対象は東証総合取引参加者(会員業者)。売買高は往復計算。委託手数料の95%以上は株式だが、先物やオプションも含む。

ル等)や資源国(オーストラリア)の取引所が上位を占めるようになったこと、このことは特に新規市場において顕著であることがわかる。その中で、東証は五位から九位へ後退している。

他方、リスク・キャピタル調達
のルートとして投信などのファン
ド組成・販売がある。そこで、一
九九七年初頭から現在(二〇一
一年一〇月)までの公募投信の資金
純流入を見ると、表5のようにな
る。

これによれば、この一六年弱の
間に累計四六兆円(年平均三兆円)
の資金が投信を通じて市場に純流
入したこと、しかし分配金支払い
や運用損のため三八兆円が目減り

表4 上場企業による株式資金調達

(百万ドル)

順位	国別・取引所別	1996年	順位	取引所別	(うちIPOによる資金調達)			
					2010年		2010年	
					順位	取引所別	2010年	
1	NYSE	155,607.5	1	NYSE Euronext (US)	208,105	1	Bombay SE	79,885
2	Nasdaq	51,768.0	2	Hong Kong Exchanges	109,473	2	Hong Kong Exchanges	57,336
3	London	30,661.5	3	BM&FBOVESPA	100,516	3	SIX Swiss Exchange	44,556
4	Toronto	21,986.8	4	SIX Swiss Exchange	84,188	4	Shenzhen SE	44,279
5	Japan	18,974.6	5	Shanghai SE	83,530	5	NYSE Euronext (US)	33,813
6	Amsterdam	13,729.5	6	Bombay SE	79,885	6	Shanghai SE	29,234
7	Korea	13,626.4	7	Shenzhen SE	60,288	7	Australian Securities Exchange	24,294
8	Paris	13,565.7	8	Australian Securities Exchange	53,760	8	BME Spanish Exchanges	18,078
9	Germany	13,446.9	9	Tokyo SE Group	53,441	9	Tokyo SE Group	10,515
10	Brazil	12,068.4	10	NYSE Euronext (Europe)	49,542	10	National Stock Exchange India	9,397
				Osaka SE	NA	28	Osaka SE	321
参考								
				London SE	123,575		London SE	2,952

(出所) 表1に同じ。

(注) BM&FBOVESPAはブラジル。LSEは2010年の数字が得られないため、参考として2009年の数字を利用している。

表5 1997年～2011年 [10月] の公募投信による資金流入

(単位: 10億円)

資金流入 (1997年1月～ 2011年10月)	(a) 設定	(b) 解約	(c) 償還	(d) 資金純流入 (a - b - c)
		968,973	909,052	13,813
純資産	1996年12月	2011年10月	(e) 差額	(f) 分配金流出+運用損 (d - e)
	52,897	60,717	7,820	-38,276

(出所) 投資信託協会『統計資料』より作成。

し、純資産としては八兆円弱の増加にとどまったといふことがわかる。近年の売れ筋は、毎月分配型投信であったため、目減りは分配金支払いによるものが多いと推量されるが、三八兆円の内訳は公表されていない。

ところで、証券発行による調達も、投信を通じた間接的な調達も、公募の場合には証券会社の引受・募集業務を通じて行われる。したがって、引受手数料や募集手数料はその代価と考えられる。また投信の場合は、運用・管理の代価として信託報酬が支払われる。もともと、この信託報酬率と配分内訳（運用会社、販売証券会社、受託銀行）はファンドごとにマチマチであって、信託報酬の総額やその配分額も公表されていない。そこで極めて大雑把だが、信託報酬率を一・二%⁽³⁾とし、かつこの比率がこの間、変化しなかったと仮定して、一九九六年度～二〇一〇年度について試算した。それが表6である。

これによれば、引受手数料については引受額に対する料率が一般的に低減傾向にある。発行会社によるリスク・キャピタル調達は、低いコストで行われるようになったといつてよいだろう。それでは、公募投信についてはどうだろうか。募集手数料には投信のみならず外債販売手数料なども含まれる反面、この数字の対象は東証総合取引参加業

表6 リスクキャピタル調達機能の代価

(単位：10億円)

	1997年3月期	2011年3月期	年平均 (1997/3～2011/3)
引受手数料	232	144	177
募集手数料	240	424	281
信託報酬	528	784	617
株式引受高	2,704	2,337	3,614
債券引受高	19,984	35,317	37,092
投信設定	53,536	63,568	65,066
投信残高	43,972	65,312	51,421
引受手数料率 (加重平均)	1.02%	0.38%	0.43%

(出所) 東証『総合取引参加者決算概況』、投信協会『統計資料』などより作成。

(注) 1、引受手数料、募集手数料、株式および債券引受高は東証総合取引参加者ベース。2、信託報酬については残高の年率1.2%と仮定して計算。3、信託報酬、投信販売、投信残高の対象は公募投信の運用、販売、受託に携わるすべての業者が対象。

者に限られており、それ以外の証券会社とりわけ株式投信の預かり残高の半分を占める銀行窓販が対象外となっているため、どちらかといえば過小評価になっている。したがって、公募投信の場合はやや上昇傾向にあるようにみえる。

3 価格発見機能と資源の効率的配分

証券市場は公正な価格形成を通じて資源配分のシグナルとなる価格発見機能をもっている。この価格発見に基づいてさらに投資家、発行会社等の行動が誘発され、売買、証券発行、自社株買い戻し、新規上場と上場廃止、企業買収・合併などを通じて資源の適正配分が行われる。

これら資源配分の効率性を定量的に把握することは難しい。一つのメルクマールは上場企業の時価総額である。もし株価形成が適正に行われていたと仮定すれば、時価総額の増加は資源が適正に配分され、有効に活用された結果と考えられるからである。そこで、一九九六年対比の時価総額と上場会社数を表7にあげておいた。

これによると東証は順位が二位から三位へひとつだけ後退しているだけであるが、時価総額の絶対額の伸び率に他の取引所との間で大きな格差がみてとれる。株価はバブル的に膨張したり収縮したりすることがあ

表7 時価総額上位10取引所 (百万ドル)

(単位: 百万ドル)

1996年末				2010年末			
順位	取引所	時価総額	上場会社数	順位	取引所	時価総額	上場会社数
1	NYSE Euronext (US)	6,841,988	2,476	1	NYSE Euronext (US)	13,394,082	2,238
2	Tokyo SE	3,011,161	1,833	2	NASDAQ OMX	3,889,370	2,778
3	London SE	1,642,582	2,623	3	Tokyo SE	3,827,774	2,293
4	NASDAQ OMX	1,511,824	5,556	4	London SE Group	3,613,064	2,966
5	NYSE Euronext (Europe)	1,105,700	N.A.	5	NYSE Euronext (Europe)	2,930,072	1,135
6	Deutsche Börse	664,913	N.A.	6	Shanghai SE	2,716,470	1,169
7	TSX Group	486,978	1,323	7	Hong Kong Exchanges	2,711,316	1,413
8	Hong Kong Exchanges	449,219	583	8	TSX Group	2,170,433	3,741
9	SIX Swiss Exchange	400,285	436	9	Bombay SE	1,631,830	5,034
10	Australian SE	311,865	1,190	10	National Stock Exchange India	1,596,625	1,552

(出所) 表1に同じ。

るため、時価総額はあくまで参考にとどめておかなければならないが、それにしてもこの時価総額の数字には、資源配分においてわがマーケットは効率的ではない、という姿が反映されているのではないだろうか。

もちろん、資源配分における主役は、あくまで投資家や発行会社である。価格をシグナルとして受けとめて、利益率の悪い資産クラスや企業株式は売却して資金を引き上げ、利益率の高い資産クラス、企業株式に投資する。このことがさらに発行会社のリアクションを誘発し、株価が強含みの産業、企業では証券発行による資金調達と戦略的投資が行われる反面、株価成長が止まった産業、企業では配当や自社株買いを通じた余剰キャッシュの返却が行われ、株価が弱含みの産業、企業では不採算部門の売却等の財務・投資行動が続くのである。

こうして利益成長力の高い企業は株価が上昇するのみならず、外部資金も動員して成長し、時価総額の増加速度を速めていく反面、利益成長力を無くし時価総額を減少させる企業が退出していくことで、上場企業の時価総額は総体として増加していく。

こうしたプロセスのなかで証券業界が果たす役割はなんだろうか。それは広い意味でのアドバイザー、つまりいま流行の言葉で言えば「情報生産」である。

すなわちブローカーとして証券会社は付随的に投資アドバイザーを行う立場にある。顧客資産の価値を守り中長期に財産価値を成長させるために、顧客に対して随時、各種アセットの配分を見直して再配分の提案を行うのである。この提案が確かなものであれば、顧客資産は社会的に見ても適正に配分され、顧客資産価値も維持、成長していくはずである。そして投資アドバイザー提案がこのように価値あるものと顧客が認めれば、顧客は代価を支払うだろう。これがアメリカで売買手数料の七割相当額（二〇一〇年実績）にまで膨らみ、いまや証券会社の重要な収益源に成長している「Asset Management Fee」（資産管理手数料）である。

ところが、わが国の場合には、投資アドバイザー業務は、投資顧問業者や投信運用会社等の専業者が担っており、証券会社はほとんど行っていない（ラップアカウントはその例外であるが、残高はきわめて僅少である）。しかもわが国では、投資顧問業者等が行う資産配分のアドバイザーは年金などの機関投資家向けに限られており、広く個人投資家の資産配分に関するアドバイザーは、わが国では個人顧客口座を管理している証券ブローカーに限られているのである。にもかかわらず、この業務はほとんど確立されていない。⁽⁴⁾「そのほか手数料」として経理処理されている投信の代行手数料はたしかに資産管理手数料ではあるが、投資アドバイザーの代価とは言えないだろう。

他方、発行会社向けのアドバイザーはどうだろうか。証券引受会社が付随的に行っている「財務アドバイザー」は発行会社の財務政策への助言であって、証券発行や自社株買いなどの資本政策、企業買収や部門買収・売却等に関する助言を含んでいる。また新規公開を目指す企業についても引受証券会社は幅広い財務アドバイザーを行っている。

しかし発行会社が投資家の意見表明の結果である株価を重く受け止めて、株主利益の最大化を目指した財務行動をとらせるためには、証券引受会社のアドバイザーだけでは十分ではない。発行会社のコーポレートガバナンスが確立されている必要があるからだ。

この点に関して言えば、上場基準とその運用、上場審査・上場管理を担っている証券取引所の役割は極めて重要だろう。そもそも、証券取引所による上場承認と上場廃止は、流動性を享受できる企業を実質的に選別・淘汰し、そうすることで資金調達の難易さに大きな影響力を発揮しているからである。

もっとも、あるべき上場政策、上場基準に唯一の回答があるわけではない。しかし定性基準として独立取締役

の設置を義務付けるぐらいはすべきである。数値基準については、厳格な基準で入り口を絞るか、それとも緩やかにして投資家の選別にゆだねるか、選択の幅がある。ただし、数値基準を緩やかにした場合には、投資家が企業価値を判断するための十分な情報の開示ならびに不適合企業を速やかに退出させる道（上場廃止銘柄の受け皿市場など）を整備しておくことの二点は必須であろう。

〔訂正〕

前号（一六六八号）「日米証券界の収益状況比較」の表3「売買手数料（委託手数料）の内訳」およびそれに関連する本文中において、委託手数料の九五%以上が株式現物からのものと記述したが、それは誤りである。先物・オプションの委託手数料を含んでいるので、ここに訂正しておきたい。

注

(1) 米NYSEや東証は取引所内で実際に執行された取引をカウントしており、これをWFEはTSV (Trading System View)と呼んでいる。これに対し、英LSEは取引所当局の規制下にある取引をカウントしており、これをWFEはREV (Regulated Environment View)と呼んでいる。後者では、取引所外であっても、ルールに適った取引か否かを取引所がモニターするため会員業者に報告させた取引をカウントしている。また、前者は片道計算、後者は往復計算となる。このため一九九六年ではREVの取引所の数字はかなり水増ししていることになる。他方、英LSEは一九九七年にSETS (Stock Exchange Electronic Trading Service) と呼ばれる電子取引システムをたちあげ、これが現在、取引システムの中心になっている。これは、上記の定義で言えばTSVである。

(2) 表3の委託手数料の九五%以上は株式だが、現物のみならず株式先物・オプションも含む。ただし、その内訳は公表されていない。したがって株式現物の委託手数料率はもつと低くなる。

(3) 現在、アクティブファンドでは国内債券型の信託報酬率が最も低く、資産額の〇・四%強、最も高いもので新興国株型一・八%強である。この間、信託報酬率は上昇気味とされているが、表6ではこれを考慮していない。

(4) アメリカの投資顧問業界では資産配分を中心とする投資アドバイザリーが個人営業として確立している一方で、証券会社の外務員も投資アドバイザリーを行って残高比例の手数料(Fee)を稼得しているのである。このため、アメリカでは、証券業者と投資顧問業界との確執がみられ、「業際問題」にまで発展している(坂下晃「SEC、登録外務員(RR)に受託者責任(Fiduciary Duty)を適用(一)」『証研レポート』一六六二号、二〇一〇年一〇月)。ところがわが国では、こうした問題は全く起こっていない。証券会社の投資アドバイザリーが業務として確立していない証拠である。

(5) わが国ではアナリストの数が少なく、アナリストレポートも少ない。とりわけ新興企業については情報発信が貧弱である。そこでこれを補うため大証が費用折半で行っているJASDAQ銘柄のレポート作成・公表は、取引所が行う情報生産機能として高く評価されてよい。

(にかみ きよし・客員研究員)