

リスクを好まない国の株式市場

紺谷典子

一、あえて「モラル」無用論

夫人がほんの二千株ばかりパチンコメーカーの株を持っていたために、首相が国会で弁明しなればならなくなる国、日本。（なにかと噂されるパチンコ業界と社会党という関係に注目したとしても、たったの二千株じゃご縁はかなり薄いと言わべきだ。）そういえば、二代前の首相も、義父名義で行った株式投資が国会で問題になった。「正當な経済行為だ」と彼はひらき直ったが、本当にそ

う思うなら自分の名義でやってほしい。そうすれば、世間も、不正なのは「株式投資」じゃなくて「献金隠し」だともっとよくわかっただろう。なにかにつけ、不正行為の象徴となってしまう株式投資。

なぜ日本では株式市場の評価が低いのか。「証券業界が不公正だから」「株価形成が不透明だから」だろうか。どうもそれだけではないような気がする。不祥事が生じているのは日本の市場だけではない。人間のすることにそれほど大きな差があるわけではないのだから。

日本の株価形成が他国にくらべ、とりわけ好い加減と証明されたわけでもない。バブルと言ええすれば世の中の納得を得やすいので、安易にバブルと結論する論調が多くなる。しかしバブルであると証明するのは、バブルでないと証明するのとまったく同じように困難なことなのである。ともかく、「これが正しい」という株価の水準を示すことなど誰にもできないのだから。それぞれが、勝手に正しいと想定する株価を前提に議論しているに過ぎない。その勝手さは、バブル派も非バブル派もまったく同程度である。

日本の株式市場が、取り組むべき最大の難問は、「不公正」「バブル」と簡単に断罪してこと足れりとする世の風潮ではあるまいか。株式市場に限らず、経済問題の議論にしばしば登場するのが「モラル」。しかし、経済問題の解決をモラルや精神論に求めるのがそもそも間違っている。

日本の株式市場が公正だとか、モラルの問題がないというつもりはまったくない。しかしながら、モラルを糾明しても経済問題の解決にはならない。そもそも、モラルはあくまで個人の問題だ。いかに新聞が声高にモラルを糾明しようが、個人の意識を変えることなどできない。個人の意識の領域に立ち入ることは、それこそファシズムというものではないだろうか。それなのに、なにか問題が生じると決って議論されるのは「モラル」。

モラルなどというものは、それほど絶対的なものではない。社会の多数派や権力者の都合でいくらでも変わり得る。いつの世もモラルの方向を決定するのはその社会のメジャー。そして、日本ではいまや庶民が最大のメジャーである。つまり社会党的、民主党的思想が最大の力を持っている国である。経済問題においてモラルを論じる人は、メジャーに属したい人、少数派に属するリスクを

避けたい人であることを、自ら告白しているようなものである。

社会党的議論の典型が「証券不祥事」と「株価のバブル」である。問題解決のために真に必要なのは、「メカニズムの議論」「システムの議論」のほうである。「モラルの糾明」などではない。不祥事とバブル発生のメカニズムを明らかにし、システム改革を論じるための「事実の究明」こそが必要なのである。そこにモラルの入り込む余地はない。そうであるにもかかわらず、企業のモラル、証券会社のモラル、投資家のモラルばかりが論じられた。

「三信組」問題だって同じだ。高橋某のモラル、あるいは某銀行・某政治家のモラルを問題にした人は、大いに問題にしたら良い。しかし、その議論と経済の安定・活性化のための議論はまったく別でなくてはなるまい。経済問題でモラルを論

じることは、問題解決のために本当に必要な議論に人々の関心とエネルギーが集中することを邪魔している。モラル論議は、システム改革になんら寄与しないばかりでなく、むしろ阻害要因なのである。

二、メジャーに属したがる人々

株式市場はしばしば競馬と比較されるが、賭の要素があるというだけで、株式市場を競馬と同一視するのは誤りである。競馬だって社会的存在意義を持ち得るが、世の中に競馬を嫌う人々がいたとしても、それを排斥すべきではない。しかし、競馬を否定するのと同じ論理、同じ感覚で株式市場をネガティブ評価するのは、明らかに誤っている。

株式市場と競馬は同じではない。馬を走らせる

ことでわざと作りだしたリスクを楽しむための場が競馬であるとすれば、一方、株式市場は、経済活動に不可避なリスク、誰かが必ず負担しなければならぬリスクを分け持ったための場である。株式投資は「賭」である。しかし、日本経済への賭である。株式市場は、賭であるからこそ存在意義を持つ。自由な市場経済では避けられない経済変動のリスクを負担する資金提供が株式投資であり、株式投資のための場を提供するのが株式市場だからである。期待はずれのリスクを負って経済成長に賭けてくれる資金があるからこそ、景気変動の波に晒されつつも成長が達成される。

だが、株式市場の過小評価は、株式市場の役割に対する無知だけに起因しているのではない。むしろ、社会的価値観の問題が大きい。いつまでも市場に対する無理解が解消されないこと、解消しようという努力がなされないこと自体が、社会的

価値判断の現れである。

株式市場の果たす経済的役割よりも、人々の関心の強い要素が株式市場にはある。それは「リスク」である。リスクだけ見てその機能を見ないから、単なる賭けとみなされてしまう。リスク負担のプラスの面を見ず、危険性というマイナスの要素にだけ注目するから、株式市場を競馬と一視同仁に扱うことになる。

そもそも日本は、リスクをネガティブにしか評価しない社会である。リスクそのものを嫌う傾向、リスクをとることを前向きに評価しない歴史的文化的風土がある。そして、そうした風土と、経済問題をモラルや精神論で論じる傾向は無関係ではないであろう。事実究明を行なうべき経済問題でモラルの糾明に走るのは、社会のメジャーに属していたという欲求の現れであり、メジャーでありたい気持ちはリスクをとるのを嫌う性格か

ら発している。

日本で株式市場が評価されない最大の要因は、「リスクを好まない」社会的風土にある。リスクを好まない人々が社会のメジャーだからである。

三、リスクを好まない国

経済も人間の活動の一分野である以上、社会的風土と無縁に「経済システム」は存在し得ない。

日本は前例主義、減点主義の社会であると言われる。前例主義、減点主義ということ自体がリスクを好まないという証左である。世界は動き、移り変わって行く以上、新しい事態はつきつきと起り、事態に対応するための決断、意思決定は常に求められる。期待どおりに実現する、確実だと保証できることなど世の中にはほとんどないから、意思決定にはいつもリスクを伴う。

意思決定に際して、マイナスの要素が生じる危険ばかりを恐れていては、新しいことはなにもできない。「プラスの可能性」を評価してこそ、リスクを冒すインセンティブが生じる。日本では、社会の大勢が前例主義、減点主義。官僚機構も会社組織もリスクを好まない。意思決定に際して、組織の下から上まで押印して、責任を分散する仕組みは、リスクを分散する仕組みでもある。含み益経営も、必要に応じて株式や土地の含み益を実現し、赤字決算を避けたり、予想外の出費に際して十分なキャッシュフローを確保するための仕組みと解釈することができる。日本の組織は、あらゆる局面で組織の中にリスクを拡散するシステムを上手に作り上げている。

しかし、リスクに前向きに挑戦するための仕組みはまったくできていない。矛盾するようだが、不確実性に直面して、プラスの結果を実現する可

能性を高めるためには、マイナスの要素の発生にできるだけの備えをしておくことが必要である。

リスクに挑戦するためには、リスクをコントロールするシステムができあがっていることが必要なのである。それは、ちょうど果敢な登山家が、あらゆるリスクを想定し準備を整え、かつ対応不能なリスクと判断したときには勇氣を持って引き返し下山することに似ている。

しかし、はじめからリスクを冒さない社会、失敗はあり得ないこととされている社会では、失敗に対処する仕組みも準備もできあがっていない。

リスクを冒さないから、リスクコントロールへの関心が低いし、コントロールのシステムを作るインセンティブも弱いのだ。二信組の破綻、ベアリング証券の事件でも、リスクに対する心構え、リスクをコントロールするための準備が不十分であったことが明らかにされた。

日本がリスクに後向きで来られたのは、大きなリスクに直面してこなかったからである。好むと好まざるとにかかわらず大きなリスクに直面する社会ではリスクに対処せざるを得ない。だから、リスクを避けて来られたのは、大きなリスクに直面しなかったということなのかも知れない。

島国日本は外敵侵入の危険が大きくない。外を意識することが少なく、外への関心が薄くても済む社会だ。サバイバルの有効な手段は、外への対応ではなく、中への対応である。仲間はずれにならないことが重要だ。農業国であるということも、協調を重視する理由になっている。農業では協調が必要だそうだ。田植や稲刈りの時期を逃すことは致命的だから、その時期には村中総出で対処する。農業社会では、村八分は重大だ。日本式の小作農は協調を重んじる。

狩猟国なら反対だ。自分だけが知っている獲物

の通る道がある。そこで獲物が得られないリスクはあるが、大きな獲物を挙げればすべては自分のものである。農業は天変地異がない限り、収穫を約束してくれる。かりに天変地異が訪れても、その時は一蓮托生だ。集団に一緒に訪れる。自己責任で個別にリスクをとり、リスクに対処するインセンティブが小さいのだ。集団としてリスクに対応するインセンティブはもちろんあるが、そうであればこそ、仲間はずれは重大問題だ。村社会日本は、農業立国であるという点にひとつの源流があるのだろう。日本だけでない、農業国ドイツ、フランスも程度の差こそあれ集団主義に変わりはない。日本が「個人」よりも「社会的関係の維持」を重視する文化的風土を持っていることは確かだ。

しかし、いまや日本は政治的にも経済的にも大きなリスクに晒されている。冷戦の終わりは、世

界のサバイバル競争のはじまりでもあった。各国は生き残りを賭け、政治的戦略、経済活性化の戦略にしのぎを削っている。その国際競争の渦の中で、ひとり手を拱いて、なんの戦略も持たないかに見えるのが日本だ。リスクを好まない国は、リスクに顔を背け続け、その結果、危機意識を持っていないでいる。そして今、危機意識の欠如が、大きな危機をもたらそうとしているのだ。

四、市場変化に追いつかない制度変革

同様に、日本で株式市場が過小評価されるのは、株式市場の必要性が相対的に小さかったということが影響していよう。日本の企業の資金調達において、大宗を占めてきたのは金融機関借入れである。戦後復興の国策としてばかりでなく、ま

だ貧しかった国民の安全志向の結果としても、金融機関を通じた資金のパイプが太くなる合理性はあった。かつて株式市場は限界市場と言われ、企業の資金調達におけるウェイトは決して大きくなかった。株式市場育成の国民的インセンティブは低かったのである。

問題は、資金調達、運用における株式市場の重要性が大きく増したにも関わらず、マイナー市場であった状態のままに放置され、市場変革が一向に進まないことである。

一九七〇年代に入り時価発行増資、時価転換社債の発行が認められてから次第に、エクイティファイナンスが企業の資金調達において大きなウェイトを占めるようになっていたが、とりわけ八〇年代の株式市場の拡大はめざましかった。重要なのは、証券市場における企業の資金調達の拡大は単なる量的変化ではなく、質的变化と捉えるべ

きものであったという点である。たとえば、発行価格の設定など引受業務の役割が格段に高まった。しかし、証券会社の引受業務が十分に機能するための環境、制度的インフラは整えられなかった。整わないまま、エクイティファイナンスが市場の主流を占めるに到ったのである。証券不祥事の真の原因はモラルでなく、そうした市場の状況の歪（ひずみ）が生んだものである。

一方で、運用測の変化も大きかった。機関投資家にとっても、証券運用の重要性は拡大し、少数の機関投資家の大口売買が市場の価格をリードするようになってきた。しかし、無数の小口の投資家を想定した取引システムはほとんど変わることなく、大口取引に対応するための制度整備は決して十分とは言えない。さらに、機関投資家の資産運用に関しても旧態依然たる規制が、運用効率の低下を招いている。安全をめざした量的運用規制

が、効率的運用を大きく妨げ、かえって資金の安全を損なっている。それだけではない。減点主義の国の機関投資家は、自己責任でリスクをとるインセンティブを持たない。リスクを冒して成功したときの報酬は微々たるものだが、失敗したときのダメージはきわめて大きいからである。そのため機関投資家は、リスクが大きいときには売買を行わず静観を決めこむ。一方、市場の方向が明らかなきには市場と行動を共にする傾向が強くなる。皆で渡った赤信号なら自分だけ責められる心配がないからである。そうした機関投資家の行動が日本の株価を不安定にし、バブルの生成、破裂を増幅したとは言えないだろうか。リスクに挑戦するのが仕事のファンドマネージャーがリスクをとれる仕組になっていないのだ。

くりかえすが、日本の株式市場の最大の問題は、証券会社や企業のモラルにあるのではない。

市場の状況にシステムがマッチしていないことがある。状況の変化は制度の変革を要求せずにはおかないが、日本では、市場変化のスピードに制度変革が遠く及ばなかった。この点で、日本の株式市場は自家撞着に陥っている。制度が整備されないために、市場不信が解消されない。不信の故の過小評価が無関心を助長し、変革の気運が盛り上がらないという困った連関である。どこかでこの連関を断たなければ、日本の株式市場は、いつまでもたっても育成されない。

株式市場を活性化しなければ、日本経済そのものが危うい状況にあるというのに。

五、「建前」と「本音」の二重構造

日本社会でよく指摘される「建前と本音」の分

離」の二重構造もひとつの問題である。世界中どこにでも多かれ少なかれ、建前と本音の二重構造はあるだろうが、日本では、経済ルールにまで、建前と本音があるのが特徴だ。

経済活性化が最重要課題となっている日本では、若い企業の育成が不可欠である。しかし、日本では若い企業が育つ条件が整っているとは言えない。日本のベンチャー・キャピタルは、すでに十分育った企業にしか資金を貸さない。ベンチャー・キャピタルの役割を果たしていないのだ。また、店頭市場への登録基準が高く、株式市場を通じた資金調達も困難である。証券業協会が公表している基準は米国のNASDAQとくらべ特に厳しくはないが、実際上の基準は、公表された基準よりもはるかに厳しい。ベンチャー・キャピタルでも、店頭市場でも、本音のルールは建前と異なっている。

証券業協会の「自主ルール」であるはずの店頭登録基準は、実は「大蔵省の指導」に基づいたものである。ここにも建前と本音の分離がある。リスクから「投資家を保護」という理由で、大蔵省がハードルを高くしているのだ。日本の実質基準が米国より厳しいのは、本音ベースでの店頭市場の役割が、日米で大きく異なっているためである。

日本では、店頭登録することは「安全」とのお墨付きを得たことであり、より安全と目され、より大きなステータスである上場のための第一ステップでしかない。企業自身が上場のための第一ステップと考えている。しかし、米国のNASDAQはそうではない。NASDAQは若い企業に資金を提供するだけでなく、ある程度育った企業を投資家に転売するという役割を担っている。むしろその役割の方が大きい。起業家はそ

うして得た資金で、別の新しい事業のチャンスに挑戦する資金を得るのである。

ハイリスク・ハイリターンという意味で、店頭市場はもっとも株式市場的な市場である。リスクは大きい、成長の可能性も大きいのだ。投資家にとっては、リスクの大きさは、チャンスの大きさでもある。しかし、リスクはネガティブなものと考え、日本では、店頭登録企業のリスクを最小にとどめようとする。中には倒産する企業があるだろうが、大きく成長する企業もある、というのが本来の店頭市場の考え方であろう。しかし、投資家はそうは考えない。店頭は上場に次ぐ安全を保証された企業であると考え、少なくとも大蔵省はそう考えている。リスクを負担するための株式市場で大きなリスクを排除する規制が行なわれること自体、株式市場の機能が十分に理解されていないことを示している。

建前と本音の二重構造は、状況の変化により弾力的な対応を可能にしようという日本流の生活の知恵であったのだが、この生活の知恵が、反対に日本経済活性化の妨げになりつつある。日本にも明文化された経済ルールはたくさんあるが、そのほとんどは表面上のルールにしか過ぎず、実質上のルールは別にある場合が多い。外から見ると「ルール無視」としか見えないが、建前と本音の二重構造を理解している日本人は、大きな抵抗を感じない。

固定的ルールで処理しない方が、よい結果を得られる場合があり、状況に応じて弾力的に処理できるのが望ましいという社会的コンセンサスがある。こうした二重構造の背景である。建前上のルールがどうであれ、必要ならルールの外で、本音で調整をはかるといふ暗黙の了解があり、「この社会的了解こそがルール」だからである。重要な問題で

あればあるほど、建前上のルールとは異なる処理がなされるのは、重要な問題ほど大きな利害の対立があり、本音ベースでの調整が必要になるからである。ルールに違反さえしなければ後は自由、という社会と異なり、日本は協調を重んじる社会風土が強いと言えそうである。

建前と本音の二重構造は、固定的、機械的処理をすることによるリスクとコストを回避する。しかし、弾力的であるという利便は、一面では不透明な処理が行われるというリスクを負うことを意味する。しかも、重要な問題ほどアウトオブルールになる。しかし、日本では不透明であることのリスクは、機械的処理のリスクにくらべればはるかに小さいと評価してきた。つまり、明確なルールを持つよりも、重大な利害の対立を協調的に解決できる利益の方が大きいと考えられてきたと言いうこともできる。

日本は同質的な社会であり、価値観の差も大きくないと言われる。価値観の差が小さければ、ルールのないことのリスクは相対的に小さくなる。人々のコンセンサスが得られやすく、いかなるコンセンサスが得られるかについて予想が容易だからである。

重要な問題は本音で調整されるとすれば、必然的に、建前上のルールに神経質になる必要はない。必要に応じて無視できるからである。日本の経済ルールの多くは、米国をお手本にしている。風土や文化が異なり、したがって現実の経済の仕組みも大きく異なるにも関わらず、米国のルールと同じルールを採用しているのは、それが建前上のルールにしか過ぎないからである。

この二重構造は、社会運営のリスクとコストを小さくしようという工夫であったのだが、グローバルイズされた今日の世界では、国際摩擦という

大きなリスクを形成する原因となった。日本社会内部では、二重構造が了解されていたとしても、これは仲間うちの「暗黙の了解」に過ぎないから、外からは見えない。暗黙の了解を持たない外国からは、建前と本音の分離は、単なる「ルール無視」「不公正」としか見えない。この国際摩擦という新しいコストの発生は、日本に従来の方式の見直しを迫ることになった。

日本国内においても、ルールの二重構造に対して批判が高まってきた。二重構造の中で、もっとも大きな権力を行使してきたのは官僚である。官僚はしばしば法的根拠のないまま、「行政指導」という実質上のルールを作ったり、重要な問題の処理を決定したりする。日本では「法律」さえもが単なる「建前上のルール」とみなされてきたからである。近年、国内において、行政指導への批判が高まってきたのは、官僚が望ましいと考えるル

ールや処理と、民間が望ましいと考えるそれとの間に「大きなずれ」が生じるようになったからである。

ある程度の統制が必要な戦後の復興期、先進国というお手本のあるキャッチアップの時代には、官僚というリーダーの下でひたすら前に進めば良かった。しかし、現代の日本経済は一部のエリート官僚が支配できる規模をはるかに超えている。日本の経済は規模の拡大に応じて複雑にもなっており、「神の見えざる手」、つまり「市場メカニズム」というルールに委ねるべき時期を迎えているのである。

六、リスク負担を促進するインフラを

時代に適応不全を起しているのは本音と建前の

二重構造だけではない。重大なのは、かつては有効に機能したかも知れない日本システムが、あらゆる局面で、現代の日本にマイナスの効果をもたらしているという問題である。つまり、リスクに後向きな日本のシステムが、リスクに前向きにならねばならない時代に、経済活性化を大きく阻害しているのである。

組織の力が日本システムの要のひとつだが、この個人ではなく組織を単位とするシステムも、リスクをとるには不向きである。リスクをとるという行為は基本的には個人の決断であり、組織になじまないからである。リスクをとるためには、タイミングを逃さないことが肝要だ。組織の判断を待っているのは決断が遅れチャンス逃す。

また、社会の了解と協調を前提に対応の柔軟性を重視する本音と建前の二重構造も、リスクをとるには不向きなシステムである。リスクをとるの

はあくまで自己責任である。他人に依存したリスク負担など基本的にありえない。ルールが事前に明確でなければ、自己責任で行動することはできない。ルールがあいまいな状態で、リスクをコントロールすることは困難だからである。リスクに前向きであるためには、無用なリスクは極力排除できるということが前提になる。しかし、日本では、本来のリスクに加えて、ルール不明のリスクを負担することになる。

また、同質的で協調を重視する社会では、他人と違うことがプラスに評価されない。従業員の待遇に大きな差をつけない日本型雇用は、チームワークは発揮しやすいが、リスクをとる個人プレーにインセンティブを与えない。与えられた目標に全員が一団となって進めば良かったキャッチアップの時代には、個人の能力よりも組織力やチームワークが重要であった。

不況の中で日本は、多くの社内失業という問題を抱えている。簡単には臆首しない日本のシステムは、リストラの遅れ、不況の継続という保険料を支払う相互保険システムである。この保険のために、かえって経済全体を活性化できず、パイを小さくしつつある。議論のポイントは、日本の経済水準が、この保険システムを必要とするほど低いか否かという点である。現在の日本は、働く体力を持っている限り、食べるに困るということはない。こうした事実を踏まえた上で、日本の経済システムを見直すべき時期ではないだろうか。

日本のシステムの根本問題は、リスク意識だ。もっとも必要な改革は「意識の変革」なのである。「経済構造改革」「規制緩和」など喧しく論じられているが、表面的な事象を問題にしているだけである。系列など集団主義の経済システムも、規制が多いのも、日本人の社会的価値観に起因してい

るからだ。

なぜ、規制が多いのかという疑問をまず持つべきではないだろうか。単に官僚の権力志向のせいだろうか。規制が多いのは、国民がそれを求めたからではあるまいか。中国への修学旅行の学生が不運な列車事故の犠牲になった事件の判決のニュースは示唆的だった。父兄が損害賠償の訴訟を起していたのだが、結果は父兄側の敗訴に終わった。印象的だったのは、父兄のコメントである。「海外への修学旅行は危険が大きいことから、なんらかの規制、ガイドラインを裁判所に示して欲しかったのだが」というものだ。規制緩和が流行のようになっている時期に、修学旅行にさえお上の判断を求め、しかも、なんの疑問符も付されずにそのままニュースとして流れていたことである。

「産業の空洞化」と「高齢化」が急速に進展する

日本の最大の経済課題は、「経済の活性化」である。キャッチアップの時代を終わった今、自己責任でリスクを負担するしか前に進む道はない。リスクをチャンスと捉える意識の変革が必要である。リスクをとって新しい事業に挑戦してこそ、将来の成長産業がその中から育って行く。

減点主義、前例主義と決別すべき時期である。減点主義のままではリスクはとれないし、新しいことに挑戦できない。モラルを言うのは、社会の大勢に連なることで保身を図ろう、リスクを回避しようとする姿勢であり、自己責任のリスク負担とはそもそも抵触する。日本社会が経済問題でモラルを言う限り、日本の構造改革はおぼつかない。株式市場が認知されるか否かが、日本経済再生のメルクマールとなろう。

しかし、日本経済は、百年河清を待てるような状況ではあるまい。一日も早く株式市場を活性化

することが望まれるのである。リスク負担を評価できるように社会の意識を改革することはもちろん容易ではない。だが、そうであればあるほど、株式市場の役割についての啓蒙に努力すべきだし、リスクを負担する意欲を刺激するような制度的インフラの整備を急がなくてはならない。投資家がリスクを負担しやすいような市場設計、リスク負担のインセンティブを与えるような制度改革が必要なのである。

(こんや ふみこ・当研究所主任研究員)