

日本株式市場活性化への課題： パッシブマネジャーの責任強化

2012年7月、英国株式市場の活性化を提言するケイ・レビューが発表された。企業の資本配賦の適切性を監視することが株式市場の重要な役割であるとの指摘は、日本にも当てはまる。日本でもパッシブマネジャーを含む投資家の責任強化を図り、株式市場の活性化につながる改革を行うべきである。

2012年7月、英国株式市場の活性化案に関する提言をまとめた、Kay Review (以下、レビューと略)が公表された¹⁾。英国BIS²⁾が経済学者であるJohn Kay氏に委託し、英国上場企業を長期的に成長させる上で、株式市場にどのような課題があるかを調査し、そのソリューションを提言させたものである。2012年11月にはその提言に対して、英国政府からのコメントも発表されている。

レビューにおける英国株式市場の分析には日本との類似性が見られ、参考になる点が多いように思う。その分析から日本の株式市場活性化につながるヒントを探ってみたい。

英国と日本の株式市場の類似点

レビューでは、英国株式市場の変化について興味深い分析を行っている。株式市場の主たる機能が資本調達ではなく、過去10年以上にわたり、資金調達額よりも、自社株買いや公開買い付け額の方が大きくなり、企業が投資資金を調達するための場としての機能が低下している。プライベート株式や銀行借入れなどによる、株式市場以外の資金調達の場が増えていることも理由の一つと考えられている。

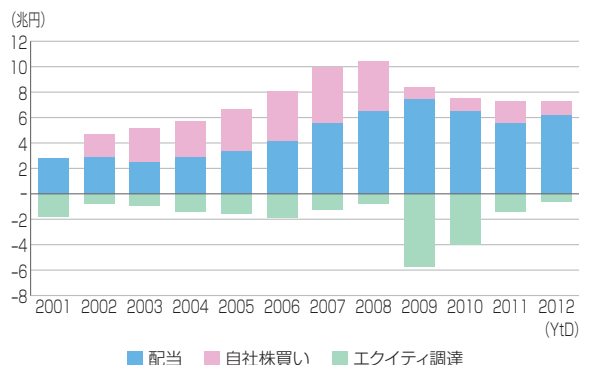
また英国の上場企業数は過去20年間あまり増えておらず、他の欧米先進国に比べ新陳代謝のスピードが遅い。さらに英国株式市場は短期投資家³⁾による売買は盛んだが、株式を保有し続けた場合のリターンをみると、過去5年、10年⁴⁾、ともに5%以下にとどまっており、投資家の期待に応える成績とはなっていない。

レビューでは、株式市場が資金調達の場としての機能を低下させていること、また上場株式自体のリターンが

十分でないという事実を基に、株式市場は上場企業が適切に資金および資源配賦を行っているかを監視する機能を強化しリターン向上に向けた努力をすべきという提言を行っている。企業自身がコーポレートガバナンスを強化するのはもちろんのこと、投資家からも企業経営者に対する監視を強めることが、株式市場のリターンを向上させるために必要ではないかと指摘している⁵⁾。

これらの指摘は、そっくりそのまま日本市場に当てはまることである。以下の図表は日本の株式市場における資金調達の状況である。英国と同じように、既に株式市場での資金調達額よりも、自社株買いや配当による支払の方が大きい年が続いている。日本でも資金調達の場としての株式市場の役割は相対的に小さくなっていると考えられる。上場企業数も低下傾向にあり上場企業の新陳代謝が進んでいない点、また投資リターンが振るわない点も英国と似ている。株式の売買の場として見ても、短期投資家の売買が半数以上を占める状況で、投資家が企業経営者に対して経営内容を監視するような構造とはほど遠い。日本企業自らがコーポレートガバナンスを充実

図表 日本の株式市場における資金調達額の推移



(注) 配当支払総額は配当利回り与时価総額から推定、エクイティ調達はマイナス表示。
(出所) 日経Astra、BofAメリルリンチ・グローバルリサーチからあすかコーポレートアドバイザーが作成

NOTE

- 1) 正式には、「The Kay Review of UK Equity Markets and Long-term Decision Making」という。
- 2) The Department for Business, Innovation and Skillsの略で、ビジネス・イノベーション・技能省とも訳すべき政府機関である。
- 3) High Frequency Trader、ヘッジファンドや1年間程度でポートフォリオをすべて入れ替えるような投資などを指す。
- 4) 2011年6月末までの期間で測定している。
- 5) 監視機能の強化によって、企業間の優劣劣敗が明確になり、企業の新陳代謝も進むと期待されている。
- 6) 英国でいうスチュワードシップとは、「企業が長期の持続可能なパフォーマンスを高めるよう、株主・取締役・他の利害関係者が、運営プロセスに影響を及ぼすこと」を指すと考えられている。
- 7) 最も重要な理由として、企業活動に焦点を当てた投資が報われるまでの期間に比べ、顧客のパフォーマンス評価期間が短く、その投資スタイルが定着しないことを上げている。
- 8) 運用会社だけでなく、自家運用している年金ファンド等のいわゆるアセットオーナーも含む。

させることも重要だが、それ以上に投資家側から企業経営者に対して、長期の企業価値を高めるような規律付けを行うことが重要なのではない。

日本の株式市場活性化への処方箋は何か

レビューでは、運用会社から投資先企業まで様々な利害関係者に対して、スチュワードシップ概念⁶⁾の拡張、投資家フォーラムの創設、会社の四半期開示義務の廃止など、17もの多岐にわたる提言がなされている。現時点では、その実現可能性と効果について賛否両論があるようだが、日本の株式市場の活性化でも重要と考えられるのは、株式市場の役割を上場企業の企業価値向上に置き、投資家責任を強化すべきとの提言であると考えられる。

投資家責任という考え方は、金融危機の直接原因である金融機関のガバナンス不全が金融機関だけの責任でなく、それを見逃した投資家にもあるとの指摘がなされた2009年から、特に英国で注目されている。株主として自らの行動の説明責任を果たすと共に、投資先企業の長期リターン改善に寄与することを目的として、積極的に議決権行使等を含む幅広い働きかけをすることを指す。

レビューでは、投資家を主として「企業の活動」に関心のある投資家と、「株式市場」に関心のある投資家に区分し、様々な理由⁷⁾から現在は後者の投資家が大部分を占めると指摘している。前者の企業活動に焦点を当てる投資スタイルは、企業の将来キャッシュフローを長期間にわたって予測し株式を保有し続けるもので、長期のキャッシュフロー生成に大きな影響を与えうる投資先企業の経営者の動向についての関心が高く、当然ながら投資家責任への意識も高い。

一方、後者の投資家の代表例は、短い期間で売買を繰り返す短期投資家やパッシブマネジャー⁸⁾である。これらの投資家は、投資家責任に対する意識が総じて低い。短期投資家は、短期で売買することでリターンを上げることを目指しており、リターンとあまり関係のない手間のかかる作業を嫌う。パッシブマネジャーは、目標となるベンチマーク通りのリターンを達成することが求められるだけで、投資先企業に対し、ビジネス戦略の決定を含めた経営事項について口を挟むインセンティブが低い。

日本でも英国と同じく、大量の株式を保有するパッシブマネジャーが単に株式を保有するだけの存在であったために、投資先企業の経営者に対する投資家側からの規律が動かず、企業価値向上に向けた圧力がかからなかったとも考えられる。企業価値向上の努力が株式市場の魅力度を高めリターンを上昇させることになれば、ひいては運用資産額の増加にもつながり、パッシブマネジャーにも利点が大いのではないかと考えられる。好き嫌いにかかわらず投資先企業を持ち続けざるを得ないパッシブマネジャーにとって、自ら行動する意義は小さくないと思われる。

例えば、投資先企業の中で時価総額が相対的に大きく、特に経営者の企業価値向上に向けた行動が劣っていると考えられるところを、いくつか選んで経営者に改善への働きかけをする、といったところからスタートすればどうであろう。あまり大上段に構えず、できることからスタートさせるアプローチが重要だろう。

Writer's Profile



堀江 貞之 Sadayuki Horie
 金融ITイノベーション研究部
 上席研究員
 専門は資産運用関連の先端動向調査・研究
 focus@nri.co.jp