

投資主体に見る株式市場の構造変化と今後の展望

熊谷五郎（みずほ証券）

近年の株式市場における変化で顕著なのは、外国人投資家・個人投資家のプレゼンスの拡大である。2003 年、2005 年の外国人投資家の日本株買越額はほぼ 10 兆円に達した。こうした旺盛な外国人投資家の買い越しが 2003 年、2005 年の株式市場の大幅な上昇につながった。その一方で、日本株は他の主要市場に比べ値動きが荒い、リスクが高いという声も聞かれる。本稿では、投資主体別に、日本株の所有構造、取引構造を中心に近年起こった変化、今後の展望について考察する。

所有構造における変化～持合株式の流動化

日本株の所有構造は過去 10 年間で大きく変貌した。それを促したのは不良債権問題であった。銀行はバブル崩壊後、株式クロス取引による株式含み益の益出しによって、不良債権処理の原資の多くを賄ってきた。しかし、その結果、株式保有簿価が上昇し、株価変動に伴う自己資本毀損リスクに銀行は耐えられなくなり、1990 年代後半以降、持合解消を急ぐことになった。また、保険会社も銀行同様の自己資本の危機ゆえに、事業会社もリストラ費用捻出のために、株式売却を迫られることになった。

持合解消の受け皿になったのが、外国人投資家、国内年金基金などである。この結果、安定株主と見られる銀行・保険会社・事業会社が保有する株式は、発行済み株式数の 50%～60%の水準から 35%弱へと低下した。一方、外国人投資家、国内年金（公的及び企業年金）、投資信託など機関投資家の持分は全体で 38%、特に外国人投資家は 26%にまで達している。

所有構造の変化が促す株主価値経営への意識の高まり

持合株式が流動化したために、敵対的 M&A が企業経営者にとって現実の脅威となりつつある。我が国では、敵対的 M&A の弊害を問題視する見方も根強い。当初はフィナンシャル・バイヤーによって仕掛けられるものが主であった敵対的 M&A であるが、不首尾に終わったものの製紙業界における TOB の試みなど、日本企業自身による業界再編の手段として認知されつつある。また敵対的 M&A の脅威が現実になる中で、企業経営者の株主価値への意識も高まり、また「会社は誰のものか」という議論が進んできた。むしろ我が国株式・資本市場の健全化の観点からは、ベネフィットの方が大きいと我々は考えている。

セカンダリー市場における取引主体の変化

外国人投資家は趨勢的に売買金額、株数を増やし 2000 年以降は安定的に売買シェア 40～50%を占め、日本株の最大の売買主体となっている。一方、国内年金については成熟化や代行返上などから、2000 年以降株式市場での売買シェアは低下傾向にある。

一方、国内年金に代わりここ数年シェアを大きく伸ばしたのが個人である。個人の売買シェアは、2006 年こそ若干低下したものの、外国人に次いで、40%弱の売買シェアを占めるに至っている。個人のシェア上昇はオンライン証券会社の登場により手数料低下が進んだこと、信用取引や発注方法など個人向けサービスが充実したことが大きな要因であろう。

こうした個人向け株式取引の価格破壊、サービスの向上は、デイトレーダーなどと呼ばれる、非常に短期で売買を繰り返す投機家の成長を促した。オンライン取引のうち一週間以内に売り買いをする投資家は人数の上では2割程度であるが、取引金額では8割以上を占めていると推定される。実際、オンライン証券の売買金額上位15銘柄のうち12~13銘柄前後、金額的には9割前後が売り・買い双方のリストに顔を出す。同じ投資家が同一銘柄を一週間以内で大量に売買しているためと見られる。

オンライン証券の口座数、預かり資産残高も増加基調が続いている。対面販売をリテール戦略の基本としてきた大手証券もオンライン取引サービス強化を図ろうとしている。今後も個人の株式投資資金流通チャンネルとして、オンライン取引の力強い成長が予想される。しかしながら、個人株主比率は全体として横ばいである。流通市場では存在感を上昇させた個人であるが、オンライン取引を通じて株式「取引」を活発にさせたものの、株式「投資」を積極化させている訳ではない。これまでのところ、株式投資に関する限りは、個人資金を「貯蓄から投資へ」誘導するという政策目標が実現しているとは言い難い。

リスク資金の受け皿、投資の成長

先頃ゼロ金利政策が解除されたものの、超低金利の影響で定期預金からの資金流出が続いている。従来最大の受け皿になってきたのは普通預金であったが、株式投資信託も1999年の銀行の窓口販売解禁以降、その残高は17兆円から70兆円へと急成長を遂げてきた。窓販解禁後、外国債を組み込んだ毎月分配型の投信が開発され、個人のリスク資金の受け皿になったからである。

このように国内株式でリスクを取るよりも為替リスクを取る形で個人のリスク資産増加が始まった。しかし、昨年10月以降国内投信による日本株買い越し傾向が続いている。日本の景気拡大、企業業績の拡大基調が続く中、今後国内株投信の成長が続くと予想している。また徐々にではあるが確定拠出年金の成長も投資信託による日本株投資増に寄与すると考えられる。

現在は、日本株の株価形成にあたって、殆ど外国人と個人が決定力を持つという状態が続いている。投資信託という国内機関投資家を育てていくためには、2008年3月までの時限措置として現在導入されている軽減税率の適用期間延長などの施策が望まれる。