

株式市場活用による日本の金融仲介機能再生について

神奈川大学 浅岡正雄

<報告要旨>

日本経済長期停滞の原因の一つとして、金融仲介システムの機能不全をあげることに、異論は少ないものと思われる。では、その解決はどのようにすれば可能なのであろうか。すでに解決策の提案はいろいろ出されてはいるが、当問題の改善の兆しはいっこうに見えてこない。政府頼みの改善策の関係は、既に多くの指摘がなされていることでもあり、当論文では問題点をサーベイ的に軽くふれるにとどめ、民間が自己努力で解決策を求め得る問題点に絞って検討した。

検討は、日米両国の金融仲介の対比から、日本に欠けているものは何か、日本の資金運用面で対象企業のROEが低い原因は何か、との追求が中心になった。結果として取り上げたものは、大衆の貯蓄や年金の運用向き投資信託ポートフォリオ、キャッシュフロー分析の有用性、大衆啓蒙に必要なもの、日本のリスクリターン・リスクプレミアムの基礎データ、等の点である。

紙幅の制約もあり、具体的作業の骨子のみを示すことになるが、次の通り、

米国の先行例を見習うとすると、大衆投資家資金の株式市場への誘引には、スターファンドマネジャーのアクティブ運用による高い運用成績をセールスポイントとしたフィデリティ社の「投資信託：マゼランファンド」が、一時期大きな貢献を行ったと言われる。ところがその後、401Kの実施等で投資家層の底辺が広がると、最も資金を集めるようになった投信は、バンガード社の「S & P 500 インデックスファンド」で、2000年にはその規模はマゼランを追い抜いたと言われる。これは、手数料が低く、市場平均リターン指向で長い目で見れば良好な運用成績を提供するという、分かりやすい商品コンセプトが、大衆投資家の信頼を集めたことになる。

また、米国の「S & P 500 株価指数」連動による投資については、1926年から1990年までの65年間で、平均年収益率12.1%、この間の国債平均年収益率4.9%、従って市場が期待するリスクプレミアムは7.2%という、説得的な基礎データも既に整備されている。

一方、私見ながら、日本には「S & P 500 株価指数」に匹敵するような、基準指数（ベンチマーク）としての利用を推奨できる株価指数が見当たらない。例えば、1990年代の米国会社の株主資本利益率（ROE）は平均年15%程度であるが、日本の会社の平均ROEは、90年代前半に低下を続け、同後半には0～1.0%に落ちたまま回復する気配がない。これではこれら会社の業績を全体的に反映する日経225指数や、トピックスに指数連動で投資を行っても、リスクのみ有って、リスクプレミアムに見合うリターンは得られないことになる。これが、ベンチマークとしてこれら指数の利用を推奨できない理由である。

このようなROEの長期低迷が横行してしまう理由として、日本の会社は株式の持ち合

いを実施するものが多く、これらは総じて株主を軽視、コーポレートガバナンスに問題があり、結果として収益力改善努力を怠るからと考えられる。

従って、日本では大衆投資家に対しては、日経225やトピックス連動ではなく、株主価値経営を行う優良な30～50社を選び、そのポートフォリオ株価指数に連動型で投資を薦める方が良いと考えられている。これはゴールドマンサックス証券のキャッシー松井氏の意見に賛同したものである。

この場合実務上は、a)事前情報だけで優良銘柄が的確に選択できるか、および、b)優良銘柄が変化したらこれに追隨する修正が出来るのか、という2つの問題点が気になる。今回の作業は、「財務分析には予測力がある、その活用により上記2点は相当程度克服可能である」という仮説を検定してみることにある。

実際の作業は叩き台のつもりで、優良銘柄選びは、日経新聞が例年8、9月に公表している、各年度の「日経優良企業ランキング」を利用した。これは優良会社の選抜をほとんど財務分析に依存した手法を採用している。原則として上位30銘柄を採用するが、指数の連続性も考慮して、銘柄入れ替えは厳密な順位による場合の半数程度に抑える「入れ替えの規則」を作成適用した。この場合、「財務分析の予測力を利用する」とした具体的内容とは、前年度の財務実績（決算）から、本年度のランキングが計算されるが、その優良銘柄のポートフォリオで、翌年度の「配当込み株価（時価総額）指数」を作成利用するということである。長期指数は、各年の連鎖指数により作成する。

試算結果：データの入手容易な1988～2001年の14年間についての、優良30銘柄指数連動の運用成績は、年平均収益率8.9%、そのリスクとしての標準偏差は、24.4%ポイントとの結果が得られた。米国における「S&P500」連動の場合より運用成績は良くないが、日本の国債利子率が2%未満であることからすれば、相応のリスクプレミアムが期待できる数字と言えよう。これなら、投資家の立場からは、アクティブ運用の評価基準（ベンチマーク）として、使って貰って良い数値ということが出来る。かくて、財務分析の予測力は高い確率で信頼できると言えるのではないか。倒産予測用に、アルトマンのZスコアモデルが知られているが、財務分析は株主価値経営の会社を選抜する手段として、従って予測を含んだ優良会社を選抜する手段として有用だと考える。ただし、その標準偏差は、私の予想・事前的感触より遙かに高かった。この指数の連動投資は、10年以上の長期で、出来ればドル平均法を使う累積投資で行うことが望ましい。これは、預金取扱金融機関の窓口販売用商品として、利用を推奨しても良いのではないか。

なお、指数作成法の一層の改善が今後の課題になると考えている。

< 討論者からのコメント >

慶應義塾大学 岡部光明

本論文では、たいへん数多くの大きなトピックに言及がなされている。このため、論文全体としての基本的な主張がどの点にあるのかが必ずしも明確とはいえないが、討論者なりにあえて整理すれば（1）銀行金融の限界、（2）日本企業のROEの低さ、（3）日本企

業のコーポレート・ガバナンスの問題、(3) 問題解決方法としての投資信託の充実の必要性、の4点がポイントであるように見える。

これらは、いずれも現在の日本経済と日本の金融システムに関する基本問題であり、これらの認識は、それぞれをみたときには妥当なものである。また今後のあるべき方向や、現在の投資信託において改善すべき点の指摘も妥当と思う。

ただし、上記の主張が論理的、説得的に展開されているかどうかという点からみれば、議論が不十分な点や不明確な点が少なくなく、立論に相当疑問が残る。具体的には、次の4点を指摘したい。

第1は、日本におけるROEの低さおよび最近における低下に関する理由の説明が十分でない点である。第2には、日本企業の「自浄作用の低さ」についての理解があまりに一面的にすぎることである。この問題は日本型経済システムを構成する各種サブシステム（長期雇用、年功昇進性、メインバンク制、長期継続取引など）の相互間の依存性ないし補完性を踏まえて詳細に議論する必要がある。第3には、論文タイトルの「株式市場活用」という意味がややあいまいな点である。「直接金融対間接金融」というガーレー＝ショウ流の分類によるよりも、金融取引を特徴づけるもう一つの要素である「公開型対相対型」という軸をも付加して考え、投資信託を「市場型間接金融」として位置づける、といったきめ細かな理解と記述が不可欠といえよう。第4は、論文における論点の凝集性が欠如していることである。例えば、最後の部分（CAPMを基礎とする証券投資の考え方）の統計分析は「大衆投資家に容易に理解できる形で回答を提示できるように努力した結果」との主張がなされているが、計数や概念について説明不足の感を禁じえない。この部分は、多くの機関投資家や証券アナリストにとってはよく知られているテーマであるだけに、本論文で行ったことの新規性を十分に書き込まなければ、十分説得性を持つものにはなりにくい。

< 討論者からのコメントに対する回答 >

本論文は、日本の個人金融資産は現状不当に低い利回りの資産運用を余儀なくさせられており、この問題を解決できれば、日本経済の現在の停滞脱出への対策、ひいては、キャッシー松井氏の言葉を借りれば、高齢化社会という日本を襲う津波への対策になり得るだろう、という着想から出発して、一つの実験を行ったものである。精密な議論をするよりは、打開策の方向を探るため、とにかく試験的シミュレーションを実施してみることの必要性が、現時点では特に高いと考えたものである。

というのは、報告要旨の で述べた米国の動向を後追いするように、日本でも2000年の年初には、米国の「マゼランファンド」に相当する「ノムラ日本株戦略ファンド」等の、いわゆる「旗艦ファンド(大型投信)」がITバブルを背景として多くの資金を集めた。しかし、これはバブルの終結と共に、悲惨な運用成績を残している。

また、2001年の年末頃からは、指数連動運用の投信やETF（株価指数連動型上場投信）が新聞紙上で話題となっている。また、フィナンシャルプランナーにはこれへの投

資を推奨する声もあるようである。これらは、米国の「S & P 500 インデックスファン
ド」にあやかるうという積もりなのかもしれない。しかし、報告要旨 で述べた理由によ
り、私見ではあるが、リスクリターンに関する基礎データも無しにこの様な運用が広がる
ことは危険無しとしないし、こうした傾向を傍観する気になれずに、解答手探りの実験結
果を報告している。また、無いよりはましなリスクリターンの基礎データを僅かながら提
供した積もりでもある。

この様なことで、討論者ご指摘の問題点、第1～第3はその通りとは思いますが、今回の作
業の狙いからは外れるので、ご意見として承っておくことに致したい。第4の点は、まさ
にこの報告の狙いがまだ達成されていないことのご指摘であり、今後の優先的な改善の課
題をご指摘いただいたものとして、お礼申し上げます。具体的には、リスクリターンデー
タのグラフ表示への工夫、これによる優良30銘柄指数とトピックス指数との対比を行お
うと考えています。

<フロアーからの質問とそれに対する回答>

1. 質問者：日本福祉大学 津森信也氏

質問：順序が逆ではないか。このROEの低い日本で、好業績の企業がいる、その株
価も高い、他の日本企業もこれらに見習うべき、では何をすべきか、(1)政策の
問題の是正(他律的要因)(2)自社の経営改善(自律的要因)、コーポレートガバナンス、
価値創造経営、etc.

問題は、日本企業の持ち合いに起因する甘い経営にあるという点はその通りですが、解
決策は個別企業の自助能力のみだと思ふ次第。

優良会社向け投信が高いパフォーマンスを示す。これは解決策ではなく、単なる当
然の事実。同時に問題提起。

回答：当試算のような優良銘柄株価指数が存在すれば、これに連動するシステム運用で、
低い手数料の投信の募集が可能になります。これら対象会社は、株主価値経営を実施して
いると考えられます。日産自動車は、ゴーン革命で様変わりに業績が向上しましたが、ゴ
ーン革命は以前から判っていたこと、当たり前のことを的確に実施したもの、必要な財務
の改善を平凡に実現したもの、株主価値経営の実施と言えるでしょう。現状(ゴールデン
リセッション)はこの様な会社が案外多いのに、皆眠っているという可能性がありそうで
す。日本でも、東京スタイルの経営にたいし、村上ファンドが、注文を付ける動きがあり
ます。株主価値経営がよいと判ると、ゴールドマンサックス証券のキャッシー松井氏は、
以下の好循環が働くと考えています。

コーポレート・ガバナンス、ディスクロージャーの改善 資本配分の効率化

株主価値の創出 / ROEの上昇 株価上昇 投資収益の上昇 年金資産の増加

コーポレート・ガバナンス、ディスクロージャーの改善

私もこの好循環の発生を期待して、指数試算の意義を考えています。リスクリターンの

基礎的な情報が周知されれば、情報の非対称性の改善、市場の効率化に役立ち、市場には「見えざる手」の力が働いて、望ましい選別が行われると考えております。今回の作業は、基礎情報改善の具体策を探すことをかなり重視しております。

2. 質問者：倉敷芸術科学大学 渡辺肇氏

質問：討論者の岡部先生が、報告者浅岡先生の提案する優良30企業への投資信託の組成・販売を、直接金融ではなく、市場の間接金融であり、浅岡先生が直接金融としたのは間違いであると指摘されたが、投資信託の投資家への販売が直接金融でないのは当然であり、浅岡先生がそれを直接金融と規定することはあり得ないのではないか。浅岡先生の意味したのは、投資信託の対象となった優良30銘柄の株価が上昇し、高株価での直接金融が有利となり、その他の企業もこれら優良30社の経営手法を取り入れ、それにより会社の経営が改善され、株価も上昇し、直接金融が有利に行えるようになり、間接金融より、直接金融への転換が容易になるという趣旨であったのではないか。

回答：私の説明が不十分であったところを、質問の形で補完していただいたように思います。有り難うございました。