

<論 説>

株式市場活用による 日本の金融仲介機能再生について

浅 岡 正 雄

目 次

はしがき

1. 金融仲介機能低下の原因

a) 現状

b) 機能低下の原因

2. 仲介機能再生の方向

a) 金融仲介機能の既往の理論的検討について

b) 日米システムの比較からの示唆

c) 再生の方向：リスクリターンの2次元的管理

3. 日本における実務面の問題点

a) 証券界の投信販売

b) 上場企業の収益率の低さ

c) 具体的制度の立ち遅れ

d) 公的金融の肥大性等

e) 実務面問題点の背景

4. 米国に見られる具体策の利点

a) リスクキャピタル投資の定着とその背景

b) キャッシュフロー分析の利点

c) 具体策・制度面の工夫

5. 日本における解決策への予備的な調査

a) キャッシー松井氏等の提案

b) 優良銘柄株価指数の試算と試算結果

c) 結果の含意検討と残された課題

結びに代えて

はしがき

日本経済の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挙げることについては、異論はまずは少ないものと思われる。では、その解決は、どのような方向で、どのような具体策で行われるのが良いのであろうか。

この点については、すでに制度面の不備について多くの指摘がなされてい

る。しかし、ここでは、政府頼りになりやすい制度改善の点は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ている。すなわち、この側面については、米国との対比から、起業への挑戦者が少ない、リスクキャピタルの供給が少ない、ベンチャー企業を育成するシステムや環境に不備がある、等の指摘が既に一般的に行われている。しかしながら、こうした考えに基づいた改善の動きは、数字上の変化として見たところでは、遅々として進んでいないように思われる。これは何故であろうか。大衆は貯蓄の運用利回りの低さに大きな不満を持つことは言うまでも無かろう。貯蓄超過の日本では、適切な金融仲介が行われれば、資金が不足することはない筈である。具体的に何が欠陥なのか。この点は現在注目されている不良債権問題の解決という後向きの対策だけでは、金融仲介機能の再生を図ることが出来ないことを示すように思われる。では、どうすればこの欠陥を改められるのか。この小論はこうした疑問への回答を模索した検討報告である。

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となった。結果として取り上げたものとしては、①リスク回避的な大衆を顧客として想定した投資信託用のポートフォリオとはどのようなものか、および、②キャッシュフロー分析による事業計画の検討・その審査のメリットの評価、また、③大衆の啓蒙には何が必要か、といった幾つかの点をなるべく具体的に示すことが中心となった。これらは専門家からみれば新味の無い指摘ということになりかねないものだが、それにも拘らず改善が遅々として進まない理由・打開策は何かと追求を続けた結果として、また、その回答も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と努力した結果として、多少は新味のある指摘を、具体化の内容やプレゼンテーションの工夫面において、幾つか行ったつもりである。

これを要すれば、米国のシステムは大衆投資家の動員に成功しているから、これには学ぶべき点が少なくないのだが、このシステムを日本に定着させるには、それらを原型のままではなく、日本の実情に合わせてそれなりの具体的工

夫を加味することが特に必要になる点を主張するものとなった。また、その具体的工夫については、今後改善を要する点を残すものとなったので、とりあえずは大筋の方向性を具体例を添えて説明するにとどめるものとなった。

すなわち、当小論では、財務分析の予測力を活用したシステム運用の投資信託用ポートフォリオの具体例をパフォーマンスのシミュレーション付きで提示し、その良好なパフォーマンス、および、これをもとに β 値の各試算値を算出し、また、日本の大衆投資家対応のマーケットラインの存在を示唆することにより、それらの有効性を主張した。これは、金融仲介機能改善への方向性模索において、一つの展望を開くものと思われる。すなわち、世間では一つ成功例があると、また、この点は希望の持てる着地点が明確になることでも同じ筈だが、その模倣の動きがパット広がることがしばしば起きている。そこで、このシミュレーションについても、同様の模倣効果が出ることを期待しているわけである。もっとも、本試算自体については、なお幾つかの細目修正が望ましいことが判っており、それらについては今後の課題として持ち越すこととしている。

なお、本稿の構成は、やや長い前半の1.~4.で問題点の所在を確認し、かつ、その絞り込みを行うことを目標としつつ、浅く広い感じのサーベイを行っている。後半の5.で解決の方向の目途をつけ、それに沿った1つのシミュレーションを実施した。またその中で、結果の検討と含意の整理とを行っている。最後の結びに代えてでは、市場経済の進展を展望しながら、今後の課題を述べている。

1. 金融仲介機能低下の原因

標題については、言い古されたことが殆どであるが、同機能再生の道筋が描きやすくなるので、以下、機能低下の原因について、極力簡単に概説する。

a) 現状……仲介機能不全、これが長期に継続

日本の金融は、間接金融優位の状況にあり、リスクのある直接金融のウエイ

トが小さく、リスクキャピタルが全体としては不足している。資金の平均運用利回りは最低の水準に落ち込み、改善上昇の兆しは一向に無い。預金者は低利子率に対し当然不満である。金融仲介の中心を担う銀行は、その資産中に大量の不良債権を抱え込み、ここ数年毎期相当額の償却に努力してきたものの、担保不動産の値下がり・資産の不良化がまだ止まらないこともあり、不良債権の整理は遅々として進捗していない。そうして、企業サイドからは、銀行の貸し渋りに対する不満の声が聞こえて来るのである*1)。全体として、金融市場が担うべき資金の適正配分の機能が、正常に機能していないことは明白である。

*1) 日本経済新聞 '01.9.5 : 病める金融 [2] 「ベンチャー育成担えず」

また、本来市場には、自動調節機能が備わっているものであるが、長期の経済停滞はその機能についても不良化を示すものであろう。

日本経済の長期不況の原因は、複合不況*2)と言われるように幾つもあり、金融仲介機能不全はその内の一つに過ぎないが、不況脱出には、仲介機能の再生が切実に望まれることは言うまでも無かろう。

*2) 宮崎義・「複合不況」中公新書、1992年。

なお、こうした全体的な動きを説明する背景として、日本の組織は、米国に較べ自浄作用が働きにくい傾向がみられる点も指摘しておきたい。この点は、後に具体例の有るところで説明を追加することになっている（後記2, c) 参照）。

b) 機能低下の原因……高度成長期の終焉（えん）、背景となった需資超過から供給超過への環境変化

日本の高度成長の説明を行う場合に、多くの要因の中に加え、特に日本の間接金融が寄与した点を挙げる識者もあるようである。金融社会主義と言うと、悪いことの説明に使われる用語であるが、高度成長期には事実上の資金割当が行われ、この割当（資金誘導）は官庁主導（例えば、産業合理化審議会）で行われ、官民の情報の共有が効率的な資源配分を実現したという説明になる。これは一面の真理を含んでいよう。

従って、高度成長の終焉、資金需要超過の環境がなくなれば、この資金割当

が機能しなくなることも理の当然となる。資金供給超過の環境で融資の過当競争が起こり、これが資産価格上昇のバブルを誘発し、次いでバブル崩壊後は銀行が大量の不良債権を抱え、金融仲介機能不全に陥ったとの説明が可能となる。

後講釈の嫌いはあるが、高度成長という国民の合意がなくなった段階、すなわち、「くたばれ GNP」の考え方や環境問題が発生した時期では、資金割当には合理性がなくなり、資源配分は市場の価格機能に委ねるべしというのが、経済理論の教えるところであろう。

2. 再生の方向：リスクリターンの2次元的管理

——環境変化とシステム改革の動き——

a) 金融仲介機能に関する既往の理論的検討について……間接金融仲介機関の情報生産機能を重視

金融仲介機能について、そもそもの本質論から考えるために、これにつき理論的に検討し、サーベイ論文の性格をも備えている早川氏の先行研究^{*3)}を引用させて頂こう。

*3) 早川英男「金融仲介の経済理論について」日本銀行金融研究所「金融研究」第7巻1号、1988年。

同論文の精緻な議論の展開からすると、酷い要約と叱られることを覚悟して結論だけを示すと、預金貸出による銀行の金融仲介機能とは次の通り、

- ①資金供給者と資金需要者間に存在する情報の非対照性を穴埋めする情報生産機能があること。
- ②情報生産には規模の利益があり、代理人による集中的生産の方が効率的であること。
- ③情報には公共財的性格があるので、代理人がその価値を実現するためには、その価値を含んだ間接証券の発行により行われること。
- ④代理人が複数になる場合に起こる借り手企業の秘密保持の問題は、メインバンク制により解決できること。

⑤以上による間接金融仲介機関の存在により、経済全体の資源配分の効率性が改善できること。

⑥これに対し、株式および債券市場自体には、情報の不完全性に基づく経営の非効率性を解決するメカニズムが備わっていないため、投資家は自ら借り手企業に関する信用情報を生産する必要性が生じる。そして、この場合は情報生産において規模の利益が得られない。

なお、投資信託が情報生産を行う可能性はあるものの、最近のインデックスファンドの登場などを見ると、その主要な存在理由は、取引コストの節約に求められる。

⑦以上の検討から、金融仲介業務において銀行は引続き重要性を失うことにはならないだろうと論じている。

以上のように理論上は考えられるのだが、現実には資金ルートのウエイトに変化の小さい日本と、かなり大きい変化を生じた米国とが対比され、しかも、資源配分・資金配分・産業構造の変化は、80年代後半以降について言えば、米国の方が優れているように見受けられる。これをどの様に考えたら良いのかを、以下実態に即して見ていこう。

b) 日米システムの比較からの示唆……変わらない日本、進化する米国

・日本のシステム……1960・70年代の日本経済は、環境にも恵まれ、また、日本的な和の経営・集団主義が、情報の共有、一致協力のガンバリズムを促進したこともあり、結果としては先進国へのキャッチアップ過程において高度成長という大きな成果を生むこととなった。

しかし、このキャッチアップがほぼ達成されると、1980・90年代においては、国際経済の運営における米国の負担が一国だけで背負うには過重となり、第2次大戦以降続いたIMF・GATT体制は修正を余儀なくされ、国際通貨体制は変動相場制へと移行した。すると、日本が、それまでの輸出設備投資主導型の高成長を維持しようとする、国際収支黒字がしばしば過大になり、これ

が日本経済に円高不況を招いて結局は低成長に逆戻りするという経過を招き、ひいては円高不況の繰り返しを生むという経済運営が長期化することとなった。要するに高度成長の継続を許さない条件・環境が生まれてきたことになる^{*4)}。

*4) リチャード・カッツ「腐りゆく日本というシステム」東洋経済新報社 1999 年は、日本にとっては、輸出・輸入依存度の同時的拡大により産業構造の転換を進め、低成長からの脱却を図ることが望ましいと主張している。貿易利益の実現を図れる正統的な意見と思われる。

これを金融面でみると、日本の国民は、貯蓄性向が高いので、高度成長から低成長への移行は、資金需要超過から、資金供給超過へと金融市場における環境の激変をもたらした。この場合に、金融業界は過去の成功体験から脱却できず、大づかみに言えば、この変化に適応できなかったので、バブルを拡大させ、その後に膨大な不良債権を抱えることになったのである。

この辺の対応は、以下に見る米国の対応^{*5)}とはかなり違っている。資金運用は、本来はリスク・リターンの 2 次元的なものとして考慮処理すべきことは当然の筈で、環境変化はリスク対応方法を変えるべしとの条件示唆であったのにも拘らず、日本の金融業界は変わらなかった。資金需要超過のもとで成功した、資金調達重視、リスクは担保・保証で対処、量的拡大をガンバリズム（目標管理・台乗せ運動・尻叩き）で実現しようとの経営手法を続けてきた。また、金融業は規制の強い産業であり、金融行政の対応が遅れ、対策も適正を欠いたこと^{*6)}が、問題を大きくしたことについて、既に各種の指摘があるところである。

*5) 後記 4, b) でキャッシュフロー分析活用等の利点を述べる。

*6) その一部については、後記 3, d), e) に述べている。

問題点や失敗が起こった場合に、これらを事後的に調査分析し、失敗を繰り返さない方法を基礎理論から考えるという、形式知^{*7)}に基づく対応は日本では採られなかった^{*8)}。日本の組織では、年功序列の人事が行われ、トップが人事権を持つために、トップに都合の悪い情報がトップには伝わりにくいとい

う欠点があり、過去の成功体験という暗黙知が強い影響力を持つ中で、日本の金融機関の経営は堂々めぐりを繰り返していたとの見方がなされている。すなわち、日本の金融業界には、知識創造企業と言えるものが見あたらないのである*9)。

*7) 形式知・暗黙知については、2, c) でも取り上げる。形式知=文字・数式等の形式言語で表すことが出来る知識、暗黙知=表現困難な個人的経験知、信念等。

*8) ちなみに、米国では1929年の大恐慌について、議会に調査機関ペコラ委員会が設置され原因究明が行われた。その成果である改善策として、グラス・スティーガル法施行等の措置が採られたのである。

*9) 大野克人「金融常識革命」金融財政事情研究会1997年、44頁。

資金供給超過の状態では、安全重視のみでは、少数の安定的企業、一部の担保力のある企業に資金供給が集中、一方的に偏るから、そこでは極端な金利低下がもたらされる。反面、財サービスの生産を高効率先に誘導する筈の金融仲介による資源配分機能は、この場合損なわれてしまう。リスク管理の金融技能を高め、高リスク高リターンの投資を、上手にリスクを管理しながら選別実行すべし、というのが、金融仲介機能健全化への道理と言うべきである。現に、米国という成功事例もある。預金・貸出中心の金融仲介では、預金者の保護や、銀行には決済機能があるから、安全重視に傾斜せざるを得ない。それ故、別途株式市場を活用するリスクキャピタル仲介のパイプ拡充の必要性が強まるのであり、こうした考えについては既に多くの支持があると思われるのだが、それにも拘らずこの実現が遅々として進まないのが日本の現状ということになる*10)。何が具体的な阻害要因なのか、打開策は何なのかを解明する必要がある。

*10) ナローバンキングを指向する「IYバンク」、リスクキャピタル仲介の円滑化を指向する東証マザーズ・ナスダックジャパン開設の動きはあったが、これがどの程度広がり、かつ、機能として十分かどうかはなお未知数と思われる。

・米国のシステム……米国の状況を歴史的に追ってみると組織の中に自浄作用が種々の形で働いている。預金の低リスク低リターンや株式の高リスク高リ

ターンとの対比では、中リスク中リターンとも言うべき国債が、かなり古い南北戦争以後の金融市場の中で、相当のウエイトを持っていた。それ故、米国では、古くからリスクリターンの2次元的感觉を育てる環境に恵まれていたと言えないことも無い。またこれに加え、株式のブームとその崩壊・1929年以後の大恐慌を経験し、恐慌原因を分析調査した前記（注記）のペコラ委員会報告もあって、F・ルーズベルト大統領により、銀行・証券の金融改革や、家計貯蓄の証券投資へのルート拡大を図る制度整備が行われた。

この様な下地が既に有ったとは言えるものの、それにしてもその後の米国金融の動きは、マネーフローの面でも、金融技術の面でも変化・進歩が著しく、一向に変化進歩のない日本の金融業の動向とは対照的である。その相対的差異の大きさは、次の図表-1の通り、著しい。

ところで、米国のリスク資金のウエイト増加の動きは、企業金融の理論（MM理論）や企業の財務管理論（キャッシュフロー・マネジメント）を背景に実務として進歩発展し、これが家計貯蓄から証券投資へのルート拡大をもたらす基礎条件を作り出し、他の制度整備や啓蒙活動とあいまって、変化・進歩をもたらしている。日本のビッグバンやその前の金融自由化の動きが、業界の利害調整や、既得権益の擁護に傾き、経済理論・金融理論や、形式知による発想・対応を軽視してきたことが、大きな日米格差をもたらしているように思われ

図表-1：個人金融資産構成の日米比較（1996年）

	日 本	米 国
株式	6.1%	21.0%
投資信託	2.6	8.9
その他有価証券	2.9	8.6
有価証券計	11.6	38.5
現金・通貨性預金	11.3	2.0
定期性預金等	52.0	11.1
保険・年金	25.1	30.3
その他	18.1
合 計	100.0	100.0

（注） 日本経済新聞：'98.11.21の掲載図から作成。

る。

なお、米国の進化について、ごくおお掴みの概要となるが、もう少し具体的歴史的に見ておこう*11)。

*11) 以下の説明は、米国 MBA の標準的教科書と言われる R.C. ヒギンズ「ファイナンシャル・マネジメント」ダイヤモンド社 1994 年（同原書第 3 版の邦訳）の記述に負うところが多い。

米国の企業経営は、かつては高収益をあげ高配当をしないと経営者が更迭されるので、目先の収益・配当の極大化を重視し、従って社外流出が多い近視眼的な経営とされていた。これに対して、日本はシェア重視により内部留保を多くしてこれを設備投資に振り向けるので、長期指向の優れた経営と言われていた。

しかしながら、MM 理論の影響とみられるが、70・80 年代の米国企業は借入れ依存での節税効果（タックスシェルター）を活用し、将来のキャッシュフロー改善を企図するようになる。つまり、株主価値経営が目標とされ、前記の近視眼的経営は是正される。また、企業経営を変革すれば、株価の急騰が見込まれるということから、敵対的企業乗っ取り屋（秃げ鷹）の TOB（Take Over Bid）が、80 年代後半には急増することになる。この時、乗っ取り屋を支えた金融の新技术が、ジャンクボンドであり、LBO（Leveraged Buy Out）であった。

そうして、企業の乗っ取りは 90 年代には下火になるが、これは企業の変革が下火になったことを意味せず、企業側が乗っ取りを回避するために経営改革に励んだことによる面が大きかったようである。つまりこれは一つには MBO*12) の増加をもたらした。また、LBO・MBO の企業業績に対する影響について、ヒギンズはまだ完成された研究とは言えないとしながらも、シカゴ大カプラン教授の 1980～86 年対象の調査から、サンプル企業は買収から 2 年後には、平均して営業利益を 36% も増加させたとする。そしてこうしたデータは、『企業支配権という「アメ」と重くのしかかってくる負債という「ムチ」とによって、経営者達の意識を企業業績の改善という 1 点に絞り込むことが出

来た』との考えを導いている*13)。90年代の米国経済の好調には、皮肉にも、企業乗っ取りの秃げ鷹も貢献したようである。

*12) MBO=マネジメント・バイ・アウト：LBOの手法で資金調達し、経営者が市場流通の株式を取得すること。株価上昇による買収の困難化や上場廃止によって、秃げ鷹からの乗っ取りを防止することが出来る。

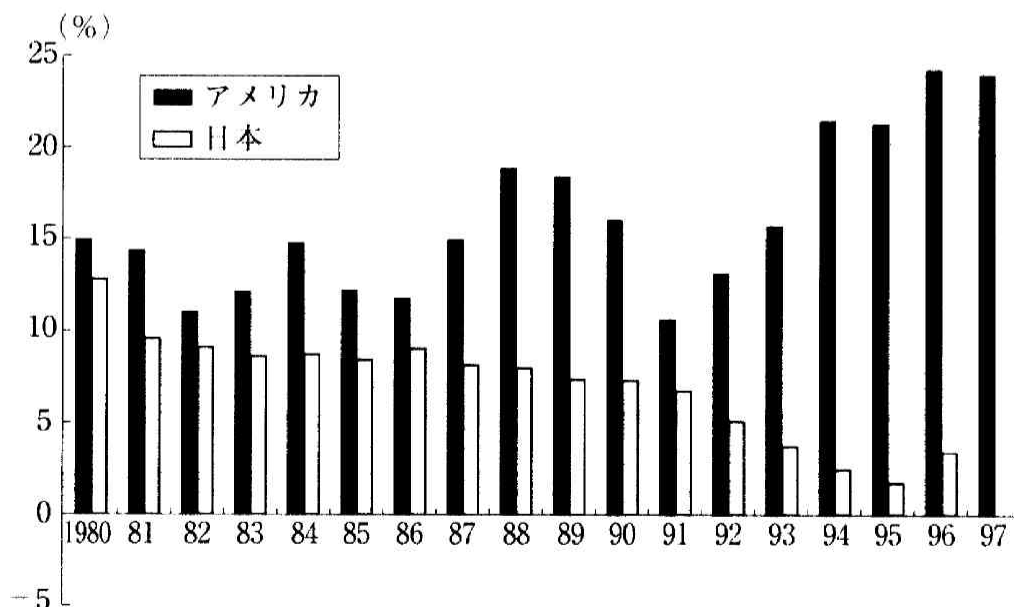
*13) ヒギンズ前掲書 237 頁。

こうしたこともあって、コーポレートガバナンス（企業支配権）の問題は、秃げ鷹によって一旦は株主に傾き、次に MBO 等によって会社経営者側への揺り戻しを経験したが、90年代が進むと、さらにカルパース（カリフォルニア州職員退職年金基金：物言う株主の典型）の活動*14)もあって、株主価値経営への要請は再び別の形で強まりつつある。

*14) カルパースは IBM, GM の CEO 交替を主導したと言われる、日本経済新聞：2001.5.21（夕）。

この様に見て来ると、日本では、ステークホルダー資本主義は、私的な利益の他に多数の関係人の利益も配慮するとして、耳ざわりの良い形を採りなが

図表-2 米企業のROEの比較



(注) 数値は金融セクターを除く、日本は各年度末、アメリカは各年末。

(出所) ゴールドマン・サックス投資調査部

ゴールドマン・サックス投信編「投資信託革命」

ら、90年代には、図表-2に見られるように、ROEの一方的低下を放置し、超低空飛行を継続、従って税金もろくに払っていない企業を多数発生させることになった。

一方、米国の株主価値経営では、ROEの低下は経営の失敗と見なされ、これを回復させようとする力が働くようになる。即ち、経営者は失敗の責任追求を恐れ、リターンが低い事業は縮小し、リターンの高い事業に資源を集中する。また、常にハイリスクハイリターンの新規事業を探求し、休むことなくリストラが続けられる。いわゆる選択と集中の実行であり、近年のエクセレントカンパニーの典型的行動が促進された。やや大げさな言い方にはなるが、資本主義の創造的破壊が継続される仕組みが出来ている。このような推移を事後的にみると、米国の経営は私的利益優先のようでも、結果として後にはそれでも多くの税金が支払われる様になり、また、進歩発展も実現しているとすれば、シェアホルダー資本主義の方が、ストックホルダー資本主義よりも、最終的には優れていると言えるように思われる。明らかに、米国のシステムには、再生機能、自浄作用が意識的にも自動的にも働くようになっている。このような動きには、「見えざる手」の導きがあったとの比喻を使っても良いのではなかろうか。

c) 再生の方向：リスクリターンの2次元的管理

以上の検討から判るとおり、米国では自浄作用や高リスク高リターンの金融仲介経路の成立が実現している。ではなぜ、日本ではこれらが成立しないのであろうか？

前記2, a) では、情報生産機能と、情報の非対照性から、金融仲介における銀行の優位性が説かれていることを見た。しかし、これは資金需要超過の環境で特に言えることで、資金供給超過の環境では、銀行の優位性は、情報収集の点でも融資金利決定において過当競争の影響を受ける点でも、はるかに弱体化するものと見られる。これに対し、株式市場でディスクロージャーが進みIRが尊重されていれば、情報の非対照性は軽減され、また、投資家の多くは

リスク回避的と考えられるので、リスクリターンの2次元的な作業で、資源配分は一方的に偏ることなく、リスクリターンの度合に応じ、自動調整作用を働かせつつ、投資機会の評価と資金配分が相対的には合理的に行われ得ると考えられる。つまり、資金の配分は、株式市場経由の場合は、資金供給超過の状態でも、比較的効率的に行われ得ると考えられる^{*15)}。つまりは、リスクとリターンのトレードオフの関係が、ファイナンスの基礎^{*16)}という考え方である。

*15) なお、資金需給の変化の他、設備があり技術的フィージビリティが中心問題となる製造業中心の融資審査から、とらえ所のない審査となるソフト産業融資へと、産業構造が変化したことも金融仲介のあり方を変化させたように思われる。

なお、ルーサン・クインドレン「ベンチャー・キャピタリスト」ネットイヤーパブリッシング 2000 年によれば、このとらえ所のない審査は、米国ではベンチャーキャピタルが技術評価や、ベンチャー企業主の面接で、行っているようである。

*16) ヒギンズ前掲書 163～4 頁。

金融機能再生の第1の答は、リスクキャピタルを扱う株式市場の充実ということになる。

第2に、システムの再生機能、自浄作用との関連で、文明論的な考察も必要である。即ち、日本人は暗黙知に傾斜しがちであり、西洋人は形式知を好むという見方が存在する。暗黙知の場合は、環境変化への対応は、天才の出現に期待する偶然性依存しか考えられないであろう。一方、形式知の場合は、基礎理論に戻って改善策を論理的に探求する方法がある。また、仮説検定、試行錯誤で解答を探っていくという方法もある。米国でのMM理論や財務管理論の展開は、まさに形式知活用の典型と見られよう^{*17)}。この面の改善を日本につい

*17) 日本における金融環境の変化を、上記では暗黙知的説明で、資金需要超過から資金供給超過への変化と説明した。これに対しヒギンズは、米国ではこの変化が、個別企業によりばらつきを伴いつつ起こったこともあって、形式知の典型と見られる手法、すなわち、サステナブル成長率の概念を用いた分析によっ

て、同様の結論を導き出している。

即ち、ヒギンズは、「サステナブル成長率分析で見えて来るのは、実際の成長がそれ（サステナブル成長率）を上回る場合、経営者の課題は資金調達であり、反対に実際の成長がそれを下回る場合には、資金運用・投資の問題となることである。」との命題を引き出している。

このような企業金融管理技術の進歩や、サステナブル成長率との相対的位置関係の変化が、米国の金融や企業統治に変化をもたらしたことは、上記2、b)で説明した。

なお、サステナブル成長率分析の記述（ヒギンズのフィナンシャルマネジメント第4版より）については、大野克人前掲書に依存した。

て考えるとすれば、基礎となる教育の問題へと、手を広げる必要が有るように思われる。

ところで、第3に、以上の他に、実務の面にも日米の差異をもたらす要因が存在し、この影響力も小さくないし、要因は具体的でその数も多い。そこで、以下3、4、項を使い、日本の実務面の問題点、米国の成功しているシステムの実務面での工夫について、日米を比較対照しながら検討を進めよう。

3. 日本における実務面の問題点

a) 証券界の投信販売……現状は投信の短期売買が主流

大衆投資家に株式投資を薦めるとするならば、極力長期・分散かつ積み立て型の投資を基本とすべきであろう。何故なら、大衆投資家特に日本の大衆投資家はリスク回避的であるし、それならばリスクに見合ったリスクプレミアム（米国では年率7.2%：後記4、c)参照）が無ければ、大衆投資家の動員はそもそも困難となろう。その上で、長期と分散とによりリスクを管理し、そのプレミアム実現へとつなげていく必要がある。

それにも拘らず、日本の証券投資信託委託会社は、第①に、長期分散積立型の種類に属する投資信託の販売実績が貧弱である。大衆向きの金融商品がそもそも少ないのである*¹⁸⁾。これでは選択の自由がなく、個人金融資産の運用リスクは自己責任が原則だと言われても、これでは受け入れ難い主張と言わなけ

ればならない。また、長期運用の投信が少ないせいか、これらの運用実績を比較したくても、例えば手軽に見られる新聞や、インターネットの実績比較では、最長期で3年の実績比較しか見られない。最近になって、モーニングスター社が、ようやく投信の5年実績比較を出すようになったと新聞報道されているが、私の近所の書店では、モーニングスター社の情報誌は入手できないのである。平成不況のように、不況が10年以上も続くとなると、不況への対応力のある企業を選び、不況に弱い企業は自動的に排除するようなポートフォリオが欲しいし、そのような投信を検出するためには、5年以上の運用実績比較が必要不可欠と言えるのではないだろうか。

*18) 日本経済新聞 '00.3.5 : 「401 K 時代なるほど投信」 : 日本国内株式一般型およびインデックス型投信の合計 = 295 本, うち運用歴 5 年以上・159 本, 159 本中償還までに 5 年以上あるもの・60 本 (うち継続投資可・8 本), 期間無期限・8 本 (うち継続投資可・3 本)。すなわち, 選択の候補は, $8+3=11$ 本しかない。これでは評価比較, 選択に制約が出るように思われる。

その上, 第②に, この問題点は, 証券会社の投信販売方法の欠点からも増幅されてしまう。証券会社の販売員は, 最近の投信の短期値上がり, それも多くは急上昇を示し, もしくは, 株の短期急上昇の実績を示して, これは上昇銘柄を組み入れる投信で, 値上がり期待が大きいと宣伝して, 投信を販売することが多い。リスクについては, 有ると言うだけで, リスクの程度・リターンとの兼ね合いを説明できる販売員はいないし, そもそも証券業界も, これを分かりやすく説明できる基礎データを公表していない。この点は, 米国の後記 4, c) の S&P 500 株価指数とこれに関する β 値の算出状況との違いが著しい。リスクリターンの 2 次元的關係は, 基礎データを基に判りやすくなるような特別の工夫をしなければ, 説明し理解を得ることが困難と思うが, 日本ではそれらしき動きは未だにお目にかからない。例えば, 長期実績の事例がたくさん存在して, 高リスク高リターンの例, 低リスク低リターンの例, 平均的なリスクプレミアムは, 数字では年何%と, 先ず具体例を幾つか提示して, これに対比して, 該当商品のリスクリターンはどの程度になると試算されるのかを説明すべ

きではないだろうか。あるいは、収益率のばらつきを釣鐘型の頻度分布図で示してくれれば、おおよそのリスクの感じくらいは掴んで貰えるのではないだろうか。現在はこうした工夫の無いままに、従って、長期保有でリスクをならすという常套手段も無縁のままで、投資家は投信を買わされているのである。

さらに悪いことに、第③に、証券会社の販売員には、顧客の短期売買を促すようなインセンティブが働いていることである。通常証券会社は、投信販売額の約3%の販売手数料^{*19)}によってその収益を得ている。これは日本の一般の金融商品の利回りからすれば、無視できない大きさである。最近では、販売手数料を減免するような投信も「ノーロード投信」の呼び名で少しずつは現れてはいるが、これが広がって行くには、かなりの時日がかかりそうである。

*19) 自由化により投信手数料には幅があるが、販売手数料では3%が多く、信託報酬(運用管理料)では、年毎に1.5%が平均的。途中解約について、0.3~0.1%の信託財産留保額が課されるものもある。日本経済新聞'00.10.1:『高手手数料=好成績』は幻想?」

なお、インデックス運用の投信では、通常、信託報酬が0.4~0.2%と低くなる。

うがち過ぎかも知れないが、証券会社の子会社が多い投資信託委託会社では、販売員が売りやすいように、当該投信の拡販の前後には運用成績が上がるように優秀なファンドマネージャーをその投信に張り付け、1年位すると、別の投信を売るために優秀な人員をそこに移し、既往の投信の運用の手抜きをしているのではないかと疑いたくなるような運用成績が見られるのである。私の乏しい経験では殆どのケースがそうであった。こうした状況を作って、顧客に投信の乗り換えを薦めれば、証券業者は手数料収入を安易に儲けられる。そしてこの点については、少なくともこうしたインセンティブの存在自体は、否定が出来ないのでは無かろうか。このようなことになれば、顧客にとっては乗り換えも有利とは言えず、長期保有も有利ではないということになり、証券会社だけが儲けることになる。日本において、個人の金融資産が1400兆円と巨額に上っているにも拘らず、株式投資信託が伸びない理由は、試みに買ってみた大衆投資家が、皆この欠点に引っかかり、リスクプレミアムを実現できず、逆

に、証券会社に手数料を稼がれ、リスクのみ負わされてきたからではないかと考えられる。

現に、日本の投資信託購入者の平均保有期間は、最近では1年弱、アメリカの平均の4分の1と言われている*20)。

*20) 日本経済新聞 '00.9.5:「踊り場の投信(下)」。なお、この記事には、在日米国商工会議所にも、日本投信の短期売買勧誘に批判があることを記載している。

なお、ついこの間と言える2000年2月には、野村証券は販売の主力商品として、投信「ノムラ日本株戦略ファンド」を売り出し、1兆円の資金を集めた。この時期、大和・日興両証券も、98年に設定した主力商品・「武蔵」「ジパング」の大々的な拡販を行い、'00年3月5日付の日本経済新聞は、この動きを米国の個人投資家の資産作りに貢献したフィデリティ社の旗艦ファンド「マゼラン(設定1963年)」と対比しながら、「メガファンド時代」の到来として大きく報道した*21)。しかしながら、その数カ月~1年後には、これらの大型投信はエース級或は中核のファンドマネージャーが運用を担当している筈でありながら、成績は約3割の大幅下落と再び大きく報道されることになる*22)。つまり従来からの問題点の改善が見られなかったのである。そうして、野村の例では、この投信は運用成績はマイナスでも、残高の1.9%(通常より高め)の信託報酬(運用手数料)を取るのです。この面では投信会社に確実な稼ぎを約束するものとなっている。

*21) 日本経済新聞 '00.3.5:「クールに選べ『旗艦ファンド』」。

*22) 日本経済新聞 '00.7.14:「日本株運用の大型ファンド IT 投信で明暗」、同紙 '01.2.3:「日本株大型投信が苦戦」。

b) 上場企業の収益率の低さ……ROEが長期間低下傾向

前掲図表-2に見られるように、日本のROEは、90年代に入って低落傾向を続け、今や3~0%という低水準にあり、長期不況のもとではその反転上昇も予想しにくい状況にある。このようなROEの低さでは、前記投信の諸手数

料を考慮すると、大衆投資家が上場会社株価指数連動型で運用を行っても、リスクプレミアムは到底得られそうにない。日本では本当に、大衆投資家はリスクプレミアムを得ることが出来ないのでしょうか。このような ROE の低下の原因として、ゴールドマンサックス証券のキャッシー松井氏は、ステークホルダー資本主義とシェアホルダー資本主義の違いを指摘している。この点は、ヒギンズ^{*23)}の考えにも通じるものがあり、シェアホルダー資本主義では、コーポレートガバナンスの力関係の変化によって、株主価値経営が推進され、ROE の低下が市場の自浄作用によって阻まれることになる。日本でも、近年一部先進的企業では、株主価値経営やコーポレートガバナンスを重視する動きが出てきているが、まだ多くの企業では、引続き日本株式会社の経営、和の経営、年功序列、のシステムが、根強く残っており、構造改革がなかなか進まないというのが実態であろう。年功序列で社長が決まってきた会社の経営では、社長に胡麻すりをした者が、次の社長に選ばれ、そんな社長では、就任時の抱負として語られることは、前社長の経営方針を引き継ぎ、全社一丸となって頑張ることがその経営方針だとされてしまう。これでは ROE の低下をもたらした原因は究明されず、また、排除されないままに、旧態依然の経営が続けられることになってしまう。つまりは、自浄作用が働かないのである。

*23) ヒギンズの場合は、株主価値経営と会社本位主義経営との比較となる。前掲書 234 頁。

c) 具体的制度の立ち遅れ……大衆投資家向けの投信は未だ胎動中

大衆投資家を株式市場に呼び込むための具体的諸方策についても、以下の通り、問題が少なくない。

イ) RR 分類……1999 年頃からと思うが、新聞の広告などで RR 1~5 という、5 段階のリスクリターン基準が啓蒙に使われ始めた^{*24)}。内容的には良くできたものとはいえないが、リスクリターンの 2 次元的な評価が必要であることを周知させるという点で、日本では初めての出色の試みと評価

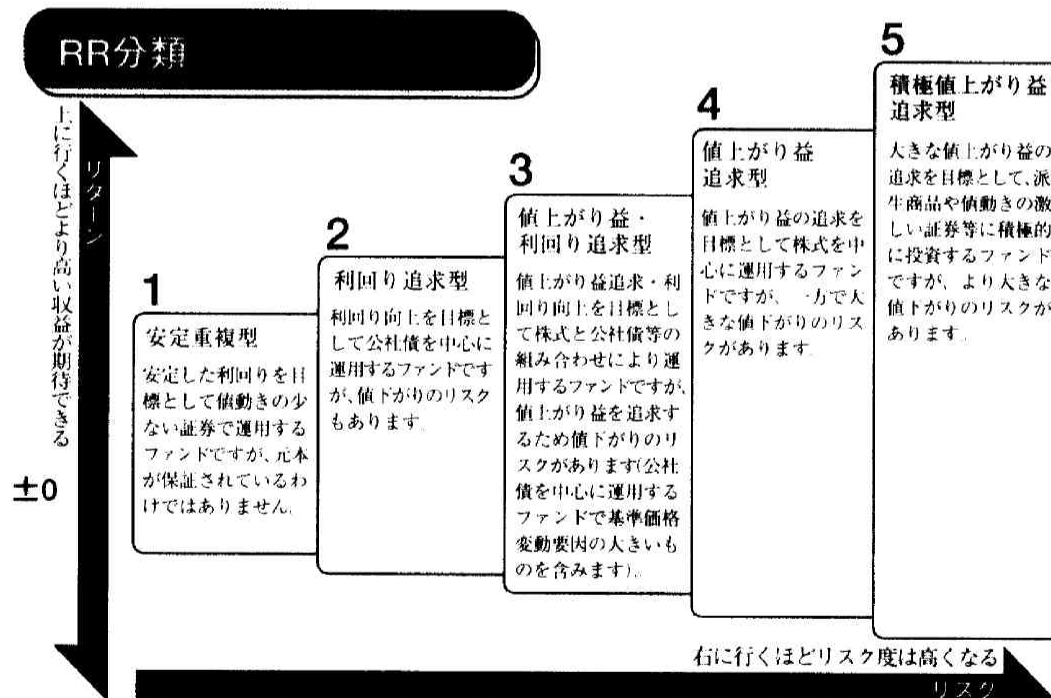
したい面もあった。しかし、この分類は2000年12月に廃止されたことが、2001年1月に報道された*25)。どの様な欠点を直す為なのか、これに変わるものは何なのか、公式の説明は何もないのである。RR基準のような共通の物差しがなければ、各社が出す各種の投信をどの様に比較したら良いのか、投資家にとり不便この上ないことになっている。また、何よりも2次元的评价が基本的に必要というPR自体が、事実上ここで途切れることになったことが、まことに残念という他はない*26)。

*24) 図表-3は日本経済新聞'00.6.22：広告特集記事より。

*25) 日本経済2001年1月21日：キーワードの周辺、「投信のリスク分類」

*26) なお、日本経済新聞'01.8.7：にQUICKが投信のリスク指標を8月13日から公表するとの小さい記事の報道があった。

図表-3



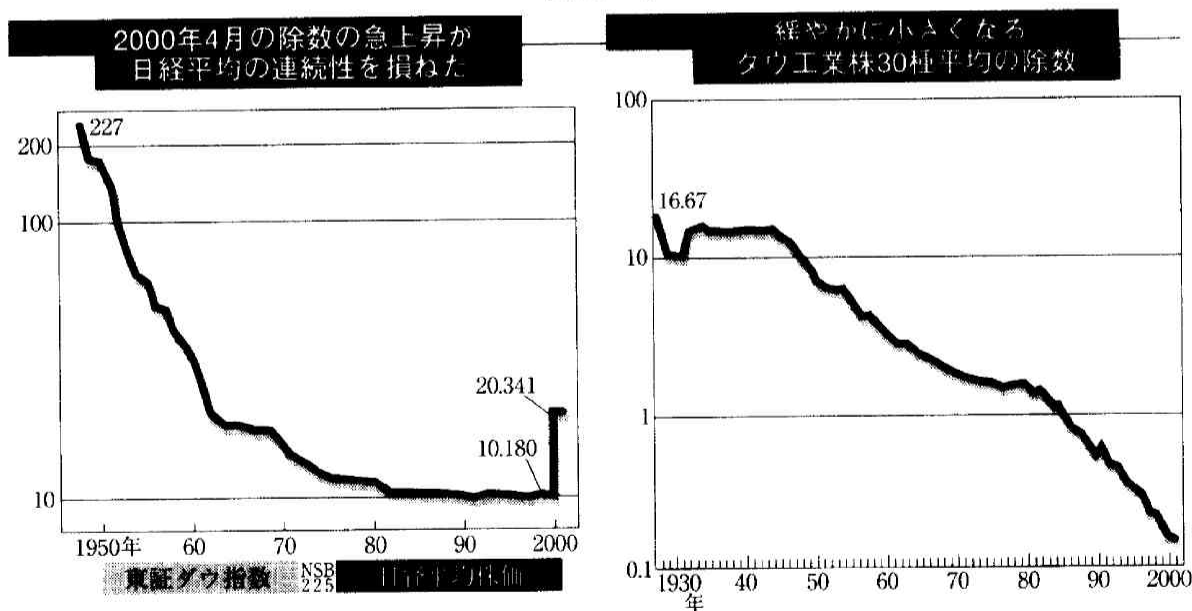
ロ) 日経 225 株価指数の銘柄入れ替え……テレビ報道や、雑誌*27)の報道によると、2000年4月実施の日経 225 株価指数の銘柄入れ替えが、指数に大きな断層をもたらしたことが問題となっている。日経平均として投資家

に最も古くから永く親しまれてきた株価指数である。基準となる物差しの
 ような存在であった。後でも詳述するが米国の例によると、大衆投資家に
 投信を普及させるには、投信のインデックス運用が極めて有力である。ま
 た、前記 a) ③〔証券会社による投信の短期売買勧誘〕の問題点を回避で
 きることからみても、これは直観的に有力な方法と言えそうである。そう
 であればこの場合、指数の連続性に断層をもたらないことが重要なはず
 であるが、これが起きてしまった。現在も、この指数に連動する運用をし
 ている投信も存在するが、この投信への投資家が受けた銘柄変更による損
 失に対して、指数作成者は無神経であってはならないと思われる。そうし
 て、今回の失敗が投信普及の障害として尾を引き、少なからぬ影響を持ち
 そうなことが懸念されるのである。

*27) 週刊東洋経済：'01.6.2：「日経平均に見る銘柄入れ替えの失敗」

なお、次の同誌掲載の外国の例との対比、図表-4も参照。

図表-4



ハ) リスク度外視の騰落率実績比較……これは上記 c) イ)〔RR 分類〕およ
 び a) ②〔リスク説明不備の投信販売〕に関連する問題である。上記の通
 り、日本には、投資がリスクリターンの2次元的管理を必要とする対象で

あることについての基礎知識が定着していない。それ故、金融商品、投資対象である投資信託の評価をリターン・騰落率のみの順位で行い勝ちになってしまう。これは、その欠点を熟知した人の場合ならば良いが、一般人相手にこの順位表示を行うことは、誤解を招く危険が極めて大きい。それにもかかわらず、新聞報道、インターネット情報等、簡単に入手できるものは、ほとんどがこのような表示形式をとっている。そうして当然のことながら、多くの人々が、この表示に惑わされ、投信への投資に失敗し、投信不信に陥るというのが、これまでの経緯だと言っても良いのではないか。

言わずもがなではあるが、多くの投信を騰落率の高い順に選べば、高リスク高リターン商品が上位に並ぶ。これは高リスク高リターン商品の平均騰落率が、中リスク中リターン商品の平均騰落率を下回っている場合でも、総商品数が何千と多ければ、少数の上位には（例えば10種程度なら）高リスク高リターンの商品が居並ぶ確率が高くなる。その代わり、こうした場合では騰落率の低い順でみれば、高リスク高リターン商品が、高い順の時以上に最低域の順位に多数が居並ぶ確率が高く、これによって高リスク高リターン商品の平均騰落率を下げ、バランスを取るのである。この傾向は、騰落率比較の期間が短い程顕著に現れることは言うまでもないだろう。

この問題点を避けるために、理論的には、シャープレシオ^{*28)}や情報レシオ^{*29)}を算出したり、また実務的には、リスク度合が同じ程度の投信間でのみ、騰落率順位を比較するという方法がとられる。しかしながらこれらも一長一短があり、決め手とはなっていない。

*28) シャープレシオの算式 = (リターン - 短期金利) / リスク

*29) 情報レシオの算式 = ベンチマークに対する超過リターン / トラッキングエラー

トラッキングエラー = ファンドがベンチマークに対してとる相対的なリスク

こうした状況下で、2次元的评价の必要性の周知徹底が無いままに、騰落率順位の评价が野放しに用いられ、結局は、投信の利用を長期投資から遠ざけ、投信の大衆への普及を阻害する、という結果をもたらしてきたと見られるのである。

二) その他……その他では、第3者評価機関の未成熟、大衆投資家の啓蒙活動の立ち遅れ、消費者保護立法の不十分さ、の3点を特に挙げたい。もっとも、その内容は、後記4,の米国の対照的な事例を見て頂く方が理解が得やすいと思われるので、ここでの一つ一つの説明は省略したい。

その代わりに、イ)～二)のまとめとして、これまでとはやや重複する面があるものの、また、やや時点が古いものの^{*30)}、視点を変えてみるという利点があるので、日本経済新聞の特集連載記事「なるほど投信」の最終回の内容を要約引用させて頂こう。これはまとめとして次の4項を挙げている。①投資家は自分の勉強が大切、現行投信法には、投資信託の理念と投資家保護の精神が骨抜きになっている。②業界再編が進んでいるが、これは投信運用の継続性・一貫性に懸念を抱かせる。③旧投信法では、自主規制機関(証券投資信託協会)に同業全社が加入していたが、改正法では規定緩和で銀行等が加入していない。④改正投信法が新たに導入した証券投資法人(会社型投信)には未だ設立が無く、設立と運営が簡単な契約型に押しやられている^{*31)}。

以上をまとめた、筆者投信オブザーバー上田明之氏は、「投資家のための投信は目下胎動中(=つまりはまだ存在しない。筆者注)」と述べている。厳しい評価ではあるが、全く同感である。

*30) 日本経済新聞 '00.3.26

*31) なお、日経300上場投信'95.5月設定を会社型投信の第1号とする説もある。しかし、いずれにしても会社型投信は日本では人気がいま一つと見られている。

なお、このまとめを特に引用させて頂いたのは、高い視点からの優れた

まとめであることは勿論ながら、特に、これが、日本システムの自浄作用の無さ、市場による相互牽制作用の利用不足を、具体的に指摘することになる点を重視したからである。

d) 公的金融の肥大等……情報開示遅延、実態不明のまま実害が表面化

公的金融のシェアが過大で、民業を圧迫し、また、効率性を保証する市場機能にも悪影響を及ぼしていることにはかなり理解が深まっていると思われるので、ここでは個々の説明は省略したい。ただ、公的部門については、重要な情報の開示公開が遅れており、事実の把握や正当な評価自体が行い難い状況にあることが先ず問題であることを、指摘しておかなければならない。今回のバブル及びその後の平成不況（失われた10年）の原因分析は、この情報隠しによって、未だに徹底して行われていない。病気の正確な診断、そのための検査が行われておらず、従って、政策が間違っている可能性がかなり高いのである。正確な検査診断無しに、病気を直そうとする愚かさ^{*32)}が、これまでの官僚と政府の不況対策の実態であり、これを放置、見過ごしたマスコミや、学界にもなにがしかの責任があると言わなければならないだろう。

*32) なお、この点は、拙稿「国際化、自由化の下における金融政策の運営について」神奈川大学商経論叢 '00, 1 月で既に指摘した。

そこで、ここでは、上記問題点を典型的に示すと思われる具体例を1つだけ挙げて置こう。それは、ここにきて生命保険会社が、ぞくぞくと破綻し^{*33)}、その原因が高すぎる予定利率にあることである。かつては、「ザセイホ」として、その強さが国際的に評判となった業界だけに、その原因発生の経緯が気になるところである。

*33) 日産生命、東邦生命、第百生命、大正生命、千代田生命、共栄生命、東京生命の各社が破綻している。

そして、この予定利率を経済合理性に合わせて引き下げることの出来ない原因は、1996年の保険業法の改正に起因する。すなわち、それ以前は総代会でこの問題への対処が可能であった。規制強化が、合理的経営を阻害したことに

なる。また、これはそもそも予定利率の過大な引き上げ競争に、おおもとの原因があった。そしてこれは、業法改正の遙か以前の1974年と、1985年とに利率引き上げが行われているが、その原因は、何れも公的部門の簡易保険が引き上げを先導している点^{*34)}にこそ留意が必要である。これについては、生保が身の程をわきまえず高い予定利率への追従引き上げを行ったことが悪いとの見方も無くはない。しかしながら、当時はまだ状況が変われば、総代会を開いて対処する方法があったのであるから、追従の経営戦略が必ずしも誤りとは断言できない。やはり問題は実状をわきまえず法改正を行った1996年の政府の軽率さ・経済運営についての無知にこそ、最大の責任があると言うべきであろう。とくに、先行引き上げを行った簡保が大きな含み損を抱え^{*35)}、この欠損も結局は国民の税金で補填されると見られることも併せ考え、生保だけを責める結果になったことに強い疑問を感じさせるものがあるからである。

*34) H経新聞'00.12.4: News 反射鏡「利上げ促した官民競争」。

*35) 週刊ダイヤモンド'01.1.20号:「日本生命の4倍の逆ざやを抱える簡保」。

要すれば、経済理論が示すように、公的部門はその活動を市場の失敗の是正の範囲に止めるべきであって、高度成長・金融社会主義が終了した現段階では、公的部門の過大な活動は、その弊害ばかりが目立つのである。

e) 実務面問題点の背景……自浄能力・経済学的思考の欠如

この項では、上記のような実務面の問題点をもたらした背景として以下の4点を指摘しておきたい。

イ) 環境変化・構造変化への認識不足……ビッグバンなどと言いながら、実行段階になると既得権を持つ者の間の利害調整が優先して、真っ当な施策が取られていないことが多い。

今回小泉内閣の成立によって、郵政民営化のように、ようやく構造改革らしい内容が表に出てきているが、これもまず先日付けの公社化が先だとされ、それを口実にその先の民営化の議論を封じようとする意図が見え隠

れる。民営化先送りの可能性も消えてはいない。政府・与党にも民営化反対への動きが根強く残り、それ程構造改革には、政治的な抵抗が強いのである。

ロ) 情報公開スケジュールは事実上の実態隠し……これは公的部門に特に多いのだが、急の実行は摩擦が大きいとして、準備期間を置き先日付の計画が決められることが少なくない。しかし、これが事実上、実態の公表を先送りする口実に使われていることが多いと懸念される。

情報公開法も、公的部門については、先日付の実施が決められ、それも小出しにして、全貌が最後まで判らないようになっている。民間からの請求に応ずる情報公開は成文の規定があるからやむを得ないとしても、国民の税金の使途や不良債権の実態は、政策実施に必要な情報であり、政策担当者には当然実態に関する情報が届けられなければならない。また、政府としてもこれらは法規定はともかく、政策の円滑な実施の必要性からは、国民への説明責任上、内容を開示していかなければ、正しい政策など出来ないと思われるのだが、どうもこの様にはなっていないのである。

ハ) 自浄作用の無い組織……野中郁次郎ほか「失敗の本質」*36)は、太平洋戦争敗戦の原因の一つに日本の軍隊組織・ヒエラルキー組織の欠点を指摘している。軍隊組織は、官僚組織の典型とされ、ここで指摘された欠点が、現在の日本の官僚組織にも顕著に見られる。またその他の一般の組織にも、年功序列色の強い日本では、この欠点を持つものが少なくない。これらは、人的ネットワークを重視し、日本的集団主義の下で、目標曖昧な両論併記がしばしば行われる。物事を客観的に見るという姿勢が欠如し、組織的学習棄却・創造的破壊をなし得ず、自己革新能力が無いという欠点を持つのである。

*36) 野中郁次郎ほか「失敗の本質—日本軍の組織論的研究—」ダイヤモンド社1984年。

二) 経済理論軽視の問題点……過去の日本について言えば、行政指導型の経済運営とか、金融社会主義と言われたように、経済理論を適用しにくい状態が存在していたことは否定できない。しかし、経済の国際化、ビッグバンの実施は、環境が経済理論の適用を適当とする状態・市場型の経済運営へと変化することを意味している。さらに、東大の林文夫教授は、2000年3月31日付の日本経済新聞「経済教室」で、経済学的思考力の錬磨の必要性を説くとともに、経済界ばかりでなく、教育学、公衆衛生学、ロースクール等でも、これが必要になり、現に米国では多方面で経済学博士の採用が増加していると述べている。上記1996年の保険法改正の失敗の原因には、経済理論軽視の問題点が強く影響していよう。経済の論理尊重の姿勢が有れば、このような失敗は回避できたのでは無からうか。

なお、誤解を避けるために付言すると、これは「暗黙知」と「形式知」を並列において、形式知の優位性を主張する意図では全くない。野中郁次郎・竹内宏高両氏は、その著書で知識創造のプロセスでは、暗黙知と形式知の相互作用が重要性を持つことを詳細に論証している*37)。また、ヒギンズも前掲書の中で、一方で数値による管理の重要性・その実用技法を説明するとともに、他方、数量分析は経営者の熟慮を代替するものではなく、経営には数字や理論とともに、人間的側面、洞察力、想像力が必要なことを述べている。

*37) 野中郁次郎・竹内宏高「知識創造企業」東洋経済新報社2000年

要するに、ここでの主張は、これまでの日本経済の指導者、中堅幹部に、経済・経営・財務の理論に関する軽視の傾向があったこと、および、その素養の未熟さ、という2つの問題点があることを指摘したものである。

4. 米国にみられる具体策の利点

次に、上記日本と対照的な米国の実務面具体策の実態についてみてみよう。

a) リスクキャピタル投資の定着とその背景……大衆投資家の市場への信頼の醸成

米国の金融仲介の強みは、株式市場を通じる資金仲介に既に確固とした厚みが形成されている点であろう。しかし、これは始めから存在した訳ではない。これはある程度の歴史を経、この中では試行錯誤と見られるものもあったが、それでも一步一步の前進が図られ、大衆投資家の市場への信頼が醸成された結果と見られる。

前述した2, b)「・米国のシステム」の項で述べた古い米国の高収益高配当の近視眼的企業経営も、その後は改善されて消えて行ったものの、当時においては投資家を株式市場へと誘引する上で、それが必要であったとも考えられよう。

また、公正な市場、SECの様な独立性を持つ市場ルールを徹底する機構も、大衆投資家の信頼を得るために、必要なことと思われる。一方日本では、大づかみに言えば、「銀行よさようなら、証券よこんにちは」のキャッチフレーズの使われた昭和30年(1955年)代の初期から、証券のウエイト増加を指向する金融行政・制度政策が採られていたと見られるが、これらは証券業者保護の性格が強過ぎたと評価できよう。その結果としては、証券会社が規模としては大きくなったものの、それらはバブル期に利回り保証の財テクを大口顧客に薦め、バブル破裂後には大口客にのみ損失補填を実行し、大衆投資家の証券不信を強め、かつ失望を広める結果をもたらしたのである。

米国の投資信託の普及についても、平坦な一本道で今日があった訳ではない。90年代の前半迄は、投信で最も人気があり多くの資金を集めていたのは、募集手数料・運用手数料は高いものの、高額報酬を取るスター・ファンドマネージャーの積極運用(アクティブ運用)・高い運用成績をセールスポイントとしていたフィデリティ社の「マゼランファンド」であったのだし、このマーケティングが投信や投信会社を大きく育てたとも言われている。しかしながら、401Kの実施で投資家の底辺が広がると共に、5年ほど前には「マゼランファンド」の3分の1の規模に過ぎなかったバンガード社の「S&P 500 イン

デックス・ファンド」(パッシブ運用)が、2000年には規模で「マゼラン」を追い抜いている*38)。S&P 500という優れた株価指数の存在がその前提ではあるが、極端に低い運用手数料と市場平均リターンを提供するとの明確な商品コンセプト、しかも長い目でみれば良好な運用成績といったことが、神業のような運用成績とは言えハイリスクハイリターンで不安の伴う商品「マゼランファンド」よりも、大衆投資家の信頼をより多く集めるに至ったものと言えよう。かくて、前記図表-1に見られるように、個人の金融資産の多くの部分が投信や株式で運用されるようになったのである。

*38) 日本経済新聞 '00.9.26 (夕): 十字路「『インデックスファンド』の時代」。

また、米国では賢い投資家作りのために、積極的に投資家教育啓蒙サービスが実践されている。同国には「投資家教育のための連盟 (AIE)」という組織があり、この団体の使命は、投資行為、投資対象、金融市場に関し、投資家の理解を深めることとされている。そうして、AIEのホームページでは、投資のリスクとは何か、いま世の中にはどのような投資対象があるか、投資の際どういう点に気を付けなければならないか、投資相談は何処で出来るか、苦情は何処に持っていったら良いか、等の様々な情報が簡単に入手できるそうである*39)。羨ましい限りであるが、これらは投資の大衆化には必要不可欠なことと考えるべきであろう。このように第3者機関が、投資家の立場にたって市場を監視すると共に、投資家教育もしてくれるとすれば、投資家は最終的には自己責任と言われても、かなり安心して投資の道に入り、これを深めて行くことが出来るものと思われる。

*39) 日本経済新聞 '98.12.9: 大機小機「業態を超えて賢い投資家作りを」。

法制についても、米国の大衆投資家保護の方が徹底している。米国では投信会社に専門能力と高い倫理性を求める信認義務を求め、さらに、慎重投資義務(リスクへの配慮)も併せて求め、重い責任を課している。一方、日本の投信法は、信認義務として利益相反の排除規定はあるが、これに加え慎重投資義務の明文化が望ましいとされている*40)。なお、上記のように、信認義務の遂行には、高い倫理性が求められるものである。その実効を有らしめるには、法律を

さらに整備すると共に、米国の SEC が投資家の守護神^{*41)}と見られているように、日本でも監視機能を強化する政府の役割が重要とされている^{*40)}。

*40) 日本経済新聞 '00.2.6：なるほど投信「問われる『忠実運用』」。

*41) 日本経済新聞 '00.3.12：なるほど投信「米国では厳しい規制」。

また、年金運用についても、米国のエリサ法^{*42)}は日本よりも行き届いており、受託する機関に、受託者としての忠実義務や、慎重運用を守る義務を課している。すなわち、受託者の資産運用担当者は、ベストを尽くしたという証明を残さなければならないとされている。これに対し日本版 401 K には、この種の規定は盛り込まれておらず、401 K 加入者に対し必要とされる投資の基礎知識の教育は、その第 1 次的な責任は企業型年金では事業主に、個人型では国民年金基金連合会にあるとされているものの、この教育はあくまで法律上の努力義務にとどまっているのである^{*43)}。

*42) エリサ法：従業員退職所得保障法（包括的な年金法）：ゴールドマンサックス投信編「投資信託革命」日本経済新聞社 1998, 56 頁。

*43) 日本経済新聞 '00.7.23：「日本版 401 K と付き合う」。(情報提供の規定)

さらに、アメリカの学校では、子供の頃から投資教育が行われている。こうした教育が下地に有れば、後は AIE 等を利用して、自分で自分に合う投資スタイルを作ることが合理的と言えそうである。

b) キャッシュフロー分析の利点……ハイリスク有望案件を見逃さない技法

日本では、キャッシュフロー（表）の呼び名は近年よく聞かれるようになってはいるが、その活用や効果については、まだ常識化しているとは言えない様に思われる。

米国ではこれらが常識化され、企業の経営計画の立案、将来プロジェクトの審査で、その威力を発揮しているようである。特に、この手法は、ハイリスクハイリターンの絶好の案件を見逃さない点を、その最大の長所としていると見られる^{*44)}。

*44) ヒギンズは前掲書の中で繰り返し述べている。

具体的には、①埋没コスト（サunkコスト）の扱い方と、②潜在的選択肢を含む計画の分析評価手法との、2つの例が分かりやすいから、大筋をこの例で述べておこう。

①の埋没コストとは、既に発生してしまい、現在の意思決定には関係の無いコストのことを言う。開発部門では、しばしば開発が予定より長引き、予定外の計画変更で、既往の支出が（例えばAプロジェクトで既に1000万円支出済み）事実上無駄になったという場合がある。現時点で今後を見通すと、更に100万円の追加費用が掛かり、計画の将来キャッシュフローの現在価値は400万円である。この時にキャッシュフロー分析から得られる答は、このプロジェクトを継続すべし、となるのである。

明らかに、Aプロジェクトは、当初の段階では始めるべきではなかったのであるが、これは結果論である。過去の各時点の判断が合理的に行われていたのであれば、そして、それが結果として間違ってしまったのであれば、これはやむを得ない。

過去の出費は終わっており、今後とは全く関係の無いものであるならば、過去の失敗をとがめ立てする感情論に流され、現時点での継続に反対すると、将来の絶好の機会を取り逃がすことになる。

もちろんこのような扱いが、今後の開発部門の計画立案や経費支出にモラルハザードを起こさないためには、別途の注意をする必要はあるのだろうが、これとそれとは別の話と考えることになる。

ところで、これと関連して、米国のベンチャーキャピタルでは、2つの投資案件でどちらかを選ばなければならない場合に、一方が初めて経験の起業家、他方が1度失敗を経験した起業家という場合、後者に投資することが多いと言われている。つまりベンチャーキャピタルは、失敗の経験者からはその失敗例を材料にして、より正確にこの起業家の長所・短所を具体的に知ることが出来る。豊富な情報生産が可能となろう。モラルハザードの有無を確かめるチャンスもあるだろう。失敗の経験は、次のステップの踏台になり得ることも見逃せない*⁴⁵⁾。

*45) なお、クインドレン前掲書も、失敗談から多くを学ぶとの立場で書かれている、11頁。

以上の点は、日本の間接金融機関のベンチャービジネスへの融資の場合とは対照的に違って来る。銀行は、融資に当たり担保を取り、個人保証も取る。それ故、案件が失敗すると、起業家は銀行にその財産を根こそぎ持って行かれてしまう。これでは敗者復活は殆どあり得ず、米国のベンチャーキャピタルの扱いとの違いが著しい。日本流では、有り得べき絶好の投資機会が失われてしまう。

次に、②の潜在的選択肢を含んだ計画のキャッシュフローの現在価値計算の手法も、ハイリスクハイリターンのある有望プロジェクトを取り逃がさないために有効とされている。長期、例えば5年の投資計画がある場合に、計画を2年と3年に分け、当初やや小規模にプロジェクトを実施し、2年経過後の段階で、計画の成否の可能性、成功の確率を見直して判断する手法である。

当初は5年後の確率50%と考えられていても、2年の実績を経験した段階では、計画の成功確率が高まる場合があるだろう。または、失敗の可能性が強まる場合もあるだろう。2年経ったところで、その成功率が例えば90%に上昇するような場合には、プロジェクトの規模を5倍に拡大して実行する。このように、枝別れのある将来計画を描き、それぞれの確率を加味してキャッシュフローの現在価値を計算してみる。すると、5年間を成功率50%の1本の計画として計算した場合と、上記の枝別れのある場合とを比較すると、同じコスト構造のプロジェクトで、1本の計画では実施すべきでないとする答が、枝別れの場合には実施すべしとなるケースが出て来るのである*46)。きめ細かく検討し、有望なプロジェクトを見過ごしてはもったいないとすることがキャッシュフロー分析では強調されている。

*46) ヒギンズ前掲書、ケーススタディーで説明、189頁。

この様にハイリスクハイリターンの案件を、前向きに取り上げるための実務的な手法が、アメリカでは定着しており、日本でもこのようなことを金融常識として定着させることが望ましいように思われる。

この他、日本のベンチャーキャピタルは、資金を供給するだけのものが多いが、アメリカのベンチャーキャピタルは起業家の不足する経営資源・例えば、職業的経営者、経理専門家、販売力等の面で、人的に補完する機能を持つとも言われており、これらがアメリカの金融仲介を成功させ、活気あるものとする要因として働いているように思われる。

なお、キャッシュフロー分析が、企業の乗っ取りと関係を持ちながら普及発展したことはすでに2, b) で述べたが、ベンチャーキャピタルの果実回収を可能にする企業インフラとして、ベンチャー市場への株式新規公開とともに、M&A市場を整備すべしとの見方もある。資金効率を重視するキャッシュフロー分析が実務として定着すると、日本でも米国のように大企業も参加してM&Aが盛んになり、ベンチャーキャピタルの果実回収を容易にするとともに、これが起業活動を促進するとの見方が出来るのである^{*47)}。

*47) 日本経済新聞 '01.10.4: 十字路「M&Aは第4の起業インフラ」。

c) 具体策・制度面の工夫……計数化等の分かりやすい表示の工夫

—S&P 500 株価指数

ヒギンズによれば、1926年から1990年に至る60余年の間に、S&P 500 株式インデックスを構成する500社に投資した場合の平均年収益率は12.1%であり、また、同期間における国債の平均年収益率は4.9%であった。このことから、リスクプレミアムは7.2%との数値が求められている。すなわち、 $12.1 - 4.9 = 7.2$ 。この場合、インフレプレミアムは、国債の年平均収益率・市場流通利回りの中に含まれていることは言うまでもない。

上記の数字は、株式投資の魅力・それを支える米国株式市場の信頼性を単純明快に、また、過不足なく実態を説明していると言えるのではないか。

—インデックス運用・ベンチマーク

積極運用・アクティブ運用に対し、システム運用・パッシブ運用・

インデックス運用等の手法、用語が存在する。最も単純で分かりやすいもの・典型的なものが、S&P 500 指数連動型の運用と言えよう。上記のように、S&P 500 指数の動き = 良好な投資収益率の実績が周知されているので、その連動運用に大衆投資家の信頼が集まるのは故無しとしないのである。

なお、特色ある運用でも特定の指数を基準指標（ベンチマーク）として、それと同等とか、それ以上の運用を目指すという表現で、数値的に金融商品のコンセプトを説明する方法は、誤解が少なく、優れた方法と評価できよう。

一方、アクティブ運用のファンドマネージャーの評価は、S&P 500 指数の動きを基準として、これをどの位上回るか、下回るかでその技量を比較する手法（情報レシオ算出）が定着している。

—β 値の算出

米国では、S&P 500 指数の β 値^{*48)}を、基準=1, として、産業別の株価、主要会社の株価のバラツキの度合を示す数値として、β 値の算出がデータブックの形式で出版されているようである^{*49)}。このような数値が出回っているとすると、リスクの程度を示すのには実に分かりやすい数値ということになりそうである。また、β 値は、相関関係も表しているから、個別銘柄のリスクを、基準のリスクで説明可能な部分と、個別銘柄に固有なリスクとに分けて考える際にも使えるデータである。

- *48) 算式： $\beta_j = \text{資産 } j \text{ のリスク} / \text{ポートフォリオ } m \text{ のリスク}$
 m は j が所属するポートフォリオ
 $\beta_j = \rho_{jm} \times \sigma_j / \sigma_m$, ρ = 相関係数, σ = 標準偏差。

- *49) ヒギンズ前掲書 196 頁に、産業別・会社別のベータ値の一覧表がある。

β 値については、ばらつき（標準偏差）の他、方向性（相関係数）も含まれていること等、このように単純化して良いのかどうか、疑問無

しとしないが、使い勝手が良いというので、これが常用されているのであれば、それはそれで、優れた実務的工夫と考えられる。

—投資信託の評価：大衆向きのモーニングスター5つ星評価

米国では、大衆向けにはモーニングスター社の5つ星評価が定着している。投資信託の評価には、リターン、リスク（変動）、シャープレシオ、情報レシオ、さらには、定性評価（運用哲学の安定性・リサーチ力等）などの難解な評価データを駆使する必要があるが、これら全てに目を通し、判断せよと言われても、一般投資家にはその善し悪し、あるいは、自分の投信が他の投信の中でどのくらいの相対的位置関係にあるかなどは、共にこれらは皆目見当が付かないというのが正直なところであろう。

大衆投資家をターゲットとする限り、なんと言っても分かりやすいことが大切なようである。モーニングスター社は、この難解な評価に付いて、ミシュランのレストラン食べ歩き案内に準じて、すなわち、老若男女を問わない趣味的感覚に近い5つ星評価方法を適用することによって、投資信託の大衆化に、多大の貢献があったように見受けられる。とにかく、1996年1月から10月間の調査で、投資信託に対する純資金流入額の99%が、5つ星・4つ星評価のファンドに集中し、3つ星以下への流入は1%に過ぎなかったとの調査結果だった由である*50)。そのくらいにこの評価は信頼されているということであろうし、また、評価通りに投資しても失敗が少なかったということでもあろう。

*50) ゴールドマンサックス投信編前掲書68頁。

もっとも、だからと言ってこの方法をそのまま日本に適用して良いとは思われない。その理由は、次項で詳細を述べるが、モーニングスター社の多種多様のデータを総合し順序付けを行う方法は、母集団の投信の上位10%が5つ星、22.5%が4つ星、以下35%3つ星、22.5%2つ星、10%1つ星という順位表示を行っている*51)。順位表示

は、客観的であり、また、データの選定とその総合の考え方も概ね妥当で、米国では良い方法と言えるようである。また、これは S&P 500 株価指数という優れたベンチマークを持ち、その対象会社の収益率（=ROE）が年平均 12.1% という状態を前提としているから良いということでもあろう。

*51) ゴールドマンサックス投信編前掲書 67 頁。

関連して敢えて言えば、日本の株式市場については、前記 3, b) で見たように、上場会社の株主資本収益率（=ROE）はここ 10 年以上低下傾向を続け、ここ数年は 3% 未満にとどまっている。これではリスクプレミアムを生み出す余地は有り得ない。さらに敢えて言えば、このような株主無視の経営を自浄作用の無いままに続ける投資不適格の会社が日本では多数を占めており、赤信号皆で渡れば恐くないと言わんばかりに、市場から排除されずに居座り続けている。このように、全体の平均値がずれているとするならば、5 つ星による分類を、10%, 22.5%, 35%, 22.5%, 10%, という区分で分けるだけで大衆投資家に使わせて良いかどうかについては、疑問無しとせず、これについては、むしろ誤解の恐れがあるとさえ懸念されるのである。

5. 日本における解決策への予備的な調査

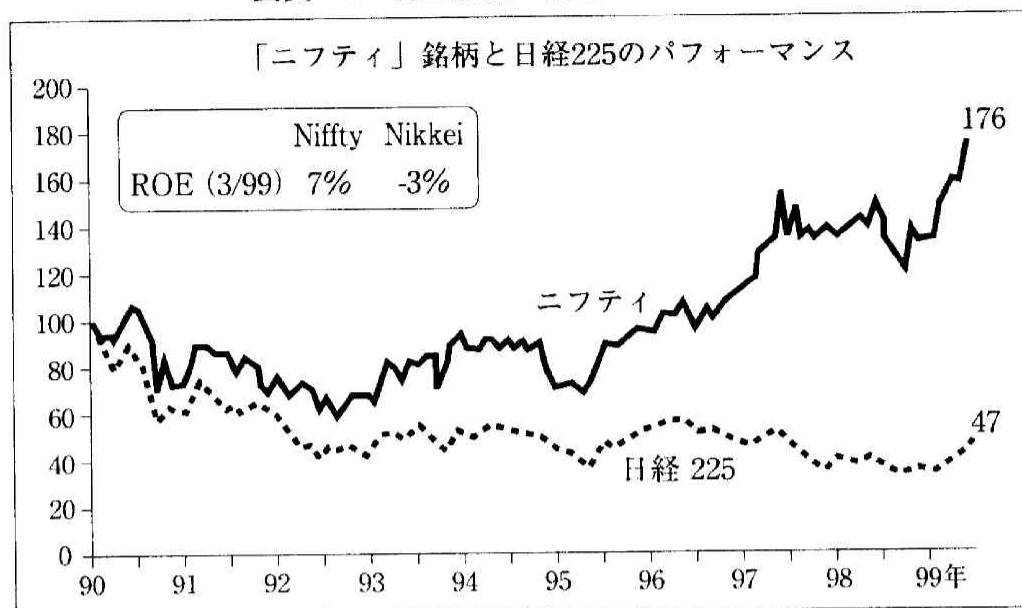
a) キャッシー松井氏等の提案……優良銘柄株価指数の算出

以上のような状況下にある日本について、ゴールドマンサックス証券のディレクター・キャッシー松井氏は以下のようにニフティ 30~50 という優良銘柄を選抜して投資することを提唱し、それが「高齢化という津波」をむかへる日本にとって有効な対処策になることを論証している*52)。

*52) 八城政基「MBA 講義」日経 BP 社 2000 年所載の、松井氏の講演内容からの引用、185~205 頁。

日本の株式市場の株式所有状況は、同氏の独特の分類法によれば、ステークホルダーとシェアホルダーにほぼ 2 分され、米国のほぼ 100% シェアホルダーという株主構成とは著しく異なっている。シェアホルダー資本主義の場合は、

図表-5 株主価値の創造者は報われる



出所) キャシー・松井 (ゴールドマン・サックス)

*53) 出所は八城政基前掲書, 204 頁。

コーポレートガバナンスと情報開示が改善に向かい、それが資本配分の効率化と ROE の上昇をもたらし、さらに、これが株価上昇・年金資産の増加等の形で、さらなるコーポレートガバナンス・情報開示の改善をもたらすという、有効な連鎖の循環が生じるとして、そのステークホルダー資本主義との違いが説明されている。それで同氏は、ナショナル住宅、信越化学、大正製薬、マブチモーター等、32 の優良会社を選び、それでニフティ 32 という株価指数を作り、その動きを日本の株式市場全体を代表する株価指数の動向と比較している(図表-5 参照)。90 年を 100 とする日経 225 が、99 年には 47 に下がるという全体的な動きの中で、ニフティ 32 は 176 に上がったとして、株式価値創造指向の経営が、企業を変えるパワーとして有効であることの主張を行っている。これは、裏を返せば、ステークホルダー資本主義の会社は、投資対象から除外した方が良く、もしくは、これらの会社は投資適格の対象ではないということであろう。

これは確かに合理的な主張である。また、同様の主張は、ブルーチップ市場創設のすすめというかたちで、井出正介青山学院大学教授からも提案されてい

る^{*54)}。両者は、優良銘柄のみを選抜し、それでポートフォリオを組み、そのポートフォリオ株価指数に沿って投資運用の実施を推奨する点が共通している。

*54) 日経新聞 '01.2.20 (夕)：十字路「ブルーチップ市場創設のすすめ」。ブルーチップの条件には、最近3～5年間の平均連結ROEが10%を上回ることとし、10%割れ企業は直ちに対象から除外することが提案されている。

そこで以下では、このような考え方の実現可能性について検討してみることにした。

b) 優良銘柄株価指数の試算と試算結果

松井氏、井出氏の提案は、考え方としては合理的、理想的と思われるが、第①に、実績として出ている優良銘柄が将来にわたって優良であり続けるだろうかという点、すなわち、不確実である将来の優良企業を事前に選抜する良い方法があり得るかどうかという点、また、第②に、業績の悪くなった銘柄を落としその穴埋めをどのような基準で行うのか、その場合に指数の連続性は保てるのかという点、以上2点が特に不安となろう。迷っていても仕方が無いので、以上2点の確認を主な狙いとして、とりあえずの試算を概要以下の要領で行うこととした。拙速のそしりを免れないものではあるが、とにかく試算の早期実施を優先させている。

(試算の要領)

(1) 銘柄の選別は、し意的にならないことの保証として、日本経済新聞が毎年1回公表している日経優良企業ランキングを利用し、原則としてその上位30社に選ばれた企業で、次年の投資ポートフォリオを組むことにした。ただし、この30社に新規上場間もない企業が選ばれている場合には、上場直後においてはその評価が定まらず、株価が乱高下する例がまま有るので、その攪乱を避けるために上場後1年は採用対象からは除外して、次点の企業を繰上げ採用することとした。

(2) このようにすると、ポートフォリオは毎年洗い替えが行われ、指数の連続

性に心配が生ずるが、採用銘柄の入れ替えをある程度制約する基準として、30位以内ということで入れ替えの候補のうち、半数以上のところで線

図表-6 30系列の総合指数

1989年12月=100

	1987	1988	1989	1990
3月		81.4	89.3	82.3
6月		86.9	95.5	89.8
9月		90.7	98.5	63.7
12月	66.4	96.0	100.0	70.0

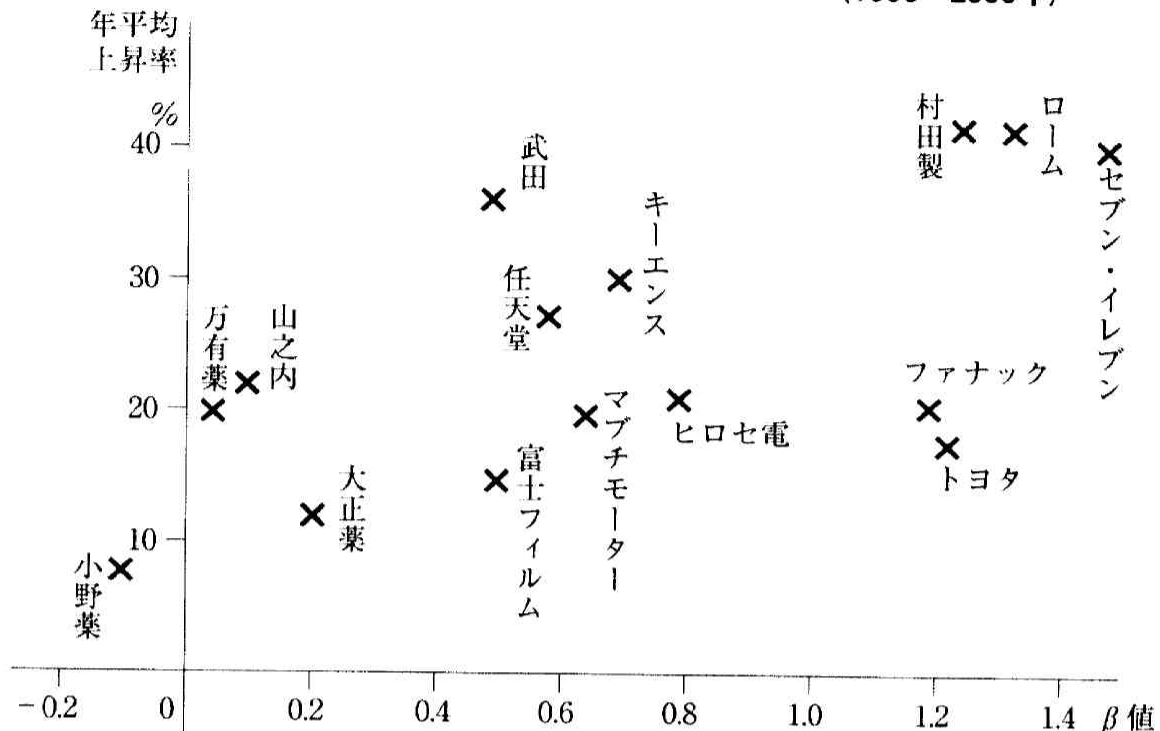
	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000
3月	77.6	61.5	72.8	85.5	81.4	106.4	131.7	150.7	163.7	290.9
6月	75.5	65.7	80.6	103.0	80.7	119.1	149.7	151.7	190.2	244.2
9月	73.8	61.6	86.3	95.9	95.0	119.1	161.2	139.3	194.8	238.3
12月	68.3	63.9	79.7	96.7	104.2	128.9	151.7	140.2	294.0	195.7

図表-7 総合指数と常時採用の7銘柄指数、 β 値

	1988～2000年			1996～2000年			
	平均 月上昇率	(同左年率)	標準偏差	平均 月上昇率	(同左年率)	標準偏差	β 値
総合指数	0.00914	(11.5%)	0.06693	0.01278	(16.5%)	0.06733	
大正製薬	0.00678	(8.4%)	0.06488	0.00953	(12.1%)	0.07185	0.20
富士フィルム	0.00631	(7.8%)	0.07707	0.01158	(14.8%)	0.08234	0.49
ファナック	0.00709	(8.8%)	0.09778	0.01526	(19.9%)	0.11349	1.20
トヨタ自動車	0.00981	(12.4%)	0.07975	0.01353	(17.5%)	0.09893	1.22
任天堂	0.01978	(26.4%)	0.13210	0.02054	(27.6%)	0.11146	0.60
セブン・イレブン	0.02044	(27.4%)	0.14687	0.02852	(40.1%)	0.20230	1.59
山之内製薬	0.00569	(7.0%)	0.07085	0.01709	(22.6%)	0.08115	0.10
15銘柄系列				0.01477	(19.2%)	0.06594	1

*55) β 値は、ヒギンズ前掲書200頁の計算法に準じ、5年間で実施。

基準とすべきポートフォリオがないので、30系列のうち常時採用の7銘柄に、1996～2000年間では常時採用となる8銘柄（万有薬・キーエンス・ヒロセ電・小野薬・武田・村田薬・マブチ・ローム）を加えた15銘柄系列を基準として、 β 値を計算。

図表-8 15銘柄5年間データが示唆するマーケットライン
(1996~2000年)

を引き、次年の1月から入れ替えることとした。また、入れ替えで新規採用の候補になりながら、翌年に持ち越された企業が、その次の年も30位以内に入った場合、すなわち、2回連続30位以内企業については、入れ替え制約基準よりもその採用を優先させることで、ポートフォリオの洗い替えを実施した。

- (3) ポートフォリオの指数化は、投資(30銘柄)の時価総額を指数化し、洗い替えによる指数の接続は、旧指数の12月末指数と新指数の前12月末指数とを同水準として接続した。これにより株式分割と無償増資による投資収益は自動的に指数に組み込まれる。また、有償増資、転換社債の転換は、投資収益には関係しないので、これらによる株数の増加は、12月末の指数接続時に吸収するかたちで、投資収益率の計算上は影響を除外した。配当は、再投資されるものとして指数を上積みし、投資収益率の計算を容易化した。収益率の変動を、米国のS&P 500指数やそのβ値の算出法にならい、月次の変動率で算出することとした。

- (4) 指数の計算期間は、データ入手難易度の関係で、1988～2000年の13年間で実施した。試算の省力化のため、データは東洋経済新報社の「株価総覧」を用い、同書で把握できない細目については無視して試算を行った。

(試算結果)

要項は前掲の図表-6、図表-7の通り。これらの図表は、総合指数の4半期末の計数と、試算期間中、優良30銘柄として常時採用対象となった、大正製薬、富士写真フィルム、ファナック、トヨタ自動車、任天堂、セブン-イレブン、山之内製薬、の7社の主要データを表示し、また、最近5年間のデータについて、この期間中銘柄変更の起こらなかった15系列を用いて、その β 値を試算している。また、 β 値と期待投資収益率の関係であるマーケットラインの存在を示唆する散布図を図表-8として記載した。 β 値計算の母集団を15銘柄に絞った点に当然批判があろうが、リスクプレミアムを反映する母集団ポートフォリオとして、適当なものが日本では見出せないことと、とにかく試算値を具体化して利用可能性を検討したかったからである。

c) 結果の含意検討と残された課題

(1) 検討

イ) リスクプレミアムを見込み得る指数上昇率……この30系列ポートフォリオは、事前情報のみに基づいて作った指数の将来についての連動運用(システム運用)では、どのくらいの運用成績が得られるかを、1試算によって検証したものである。

この試算についても、投資信託販売会社の広告にあるように、「これは今後とも同等の運用成績を保証するものではありません」との断り書きが必要であることは言うまでもない。しかしながら、それにも拘わらず、当試算は、システム運用でその内容を明示したものであるから、同等に近い運用になる確率は一般の広告にあるものよりも、はるかに高いと言えるのではなかろうか。

また、失われた 10 年を含む 13 年の期間で、平均年率 11.5% の上昇率は、S&P 500 株価指数の平均年率 12.1% の上昇率と比べても遜色のないものといえるのではないか。そうして同時に、長期運用を前提とすれば、リスクプレミアムを当てにしても良いポートフォリオと言えそうである。この点は、東証株価指数や、日経 225 株価指数に連動する運用では、リスクプレミアムが当てにし難い状況にあるのと、大きな違いと言えよう*56)。

*56) なお、計算期間が異なるので、目分量での比較となるが、当試算の上昇率とキャッシー松井氏のニフティ 32 のそれとを対比すると、概ね同程度になると見られる。

また、何故この様になるかという点については、キャッシー松井氏の説明が、正鵠を得たものであることを*57)、この試算は同時に裏付けているものと思われる。

*57) 八城政基前掲書 200～204 頁を参照。

つまり、日本の会社経営では、ステークホルダー資本主義と言われるように、株主軽視の経営が行われ、このために投資対象を絞らないと、指数連動の方法では良い投資運用成績が得られないのである。

ロ) 事前情報による予測に有効なメカニズム……今回の試算結果は、過去から現在に至る入手可能なデータだけで、将来の投資運用のポートフォリオを組む場合に、日経優良企業ランキングの企業選定手法を利用することが、かなり有効であることを示唆している。

このランキング作成の概要は、次の通り。①まず、業界情報に通じた記者約 50 名に、「優良企業」「非優良企業」のイメージを作らせ、それぞれの代表企業を 50 社ずつ選ぶ。②次に、日本経済新聞社の総合経済データベースに蓄積された財務データを用い、記者がアンケートに記入している優良・非優良の選択理由などを参考に、優良・非優良の違いを区別できる財務指標を探し、最も有効な 15 の財務指標を選ぶ。③これら指標を「因子分析」に掛け、関連性の高い因子を、第 1 位から第 4 位までの 4 つの因

子に集約して抽出する。④記者が選んだ優良・非優良のサンプル企業をもとに、「判別分析」の手法を用いて、優良・非優良企業を最も明確に区別するモデル式を求める。式は4つの評価項目（因子）にそれぞれウエイトをつけた1次関数で表現する。1999年度のランキングでは、4つの因子のウエイトは、「収益性」と「成長性」がそれぞれ31.2%、「規模」が23.7%、安全性が13.9%となっている。このウエイトは年により変動するし、数年すると選ばれた15の財務指標についても差し替えで変化することになる。⑤各社の総合評点はモデル式に4つの評点を代入して求める。⑥評価は全国の上場企業約1200社を対象とし、1999年度では、1998年度決算数字に基づいて行われている。なお、当試算ではその結果を2000年のポートフォリオに反映させている。

この方法は、記者の考え方（暗黙知）を反映することで、環境変化や、財務データでは現れにくい面を、多少とも弾力的に取り入れているように思われる。しかし、基本はあくまで財務データであり、いわば企業のスコアブックを追跡することにより、客観的・科学的に評価を行う方法（形式知）となっている。暗黙知と形式知を交流させ、巧みな知識創造を行ったものと認められる。

ハ) かなり多数の常連優良企業が、存在すること……過去についての財務データでは、過去の優良企業しか選べないのではないかと心配があらうが、優良企業は優良な財務データを残すし、優良企業が、突然不良企業に変わることは、あまり起こらないようである。つまり財務分析は、ある程度は企業業績の予測を可能にするものと言えそうである。

この試算では、①試算期間中（13年間）優良企業として選ばれ続けた企業が7企業もあった。②これに準ずるものとして、キーエンス（12期間）、京セラ・小野薬・マブチの3社（11期間）、武田・第一薬の2社（10期間）、以上6社も優良企業の常連といえよう。③さらに、上記の小野薬・マブチ・武田・第一薬は、優良30から落ちてもすぐ復活した例であるが、復活までにやや間をおいたものの、再度復活した企業として、ソ

ニー・本田技研の2社があり、財務データが悪くなれば、すぐその改善に取り組むという、経営能力の高さ・環境変化への対応力・自浄能力も、過去の財務データからその選抜を可能にしていることが注目されて良からう。

つまりは、このことが良好な運用対象の予測を可能にしたと見られるのである。

ニ) 株価指数の連続性……30系列のうち、年毎の入れ替えが起こる企業数を見ると、最も多くなった年は7社、最低は4社、12回の入れ替えの平均数は、5.2社となった。平均して8割が継続しているから、総合指数の連続性についても大きな問題はないと考えられる。

ホ) 個人金融資産動員の可能性……以上のように見てくると、これはシステム運用で、管理手数料は低くても良いものであり、長期運用を前提とすれば、募集手数料も、低くて良い筈である。かくして、リスクプレミアム実現の可能性が高いとすれば、1,400兆円と言われる個人金融資産にとっては、有望な運用方法と考えられよう。

ヘ) なお、当試算では、マーケットライン・ β 値については参考値程度と考えた。これは、 β 値=1のポートフォリオが、15銘柄と基準となる指数として扱うにはいかにも小さいこと。また、 β 値を5年で計算するとしたら、もう少し景況の違った局面でも試算し、局面の違いにマーケットラインがどのように反応するかを見ておく必要があると考えたからである。

(2) 今後の検討課題

今回の試算で、データの充実や啓蒙のあり方について、目指すべき方向が明らかになったと思われる。ただ、このポートフォリオに、なお改善すべき点もいくつか考えられる。すなわち、株主価値経営を実行している企業は、30社よりは遙かに多く、採用対象企業を増やすことが可能と思われるし、その方が多くの資金動員を図る上では望ましいことと言えよう。また、この方法では、高リスク高リターンの企業が選ばれやすい感触があるので、中リスク中リター

ンの安定企業がより多く選ばれる様になる方法を工夫すべきであろう。また、 β 値を算出するにしても、投資適格の対象企業を洩れなく代表できるような基準指数を想定し、作り上げることが望まれよう。

さらに、年毎の洗い替え、接続の対象企業を一斉に行って良いかどうか、多少前後にずらして実行する方が望ましいとも考えられる。まだまだ、運用成績が良くなるように工夫すべき余地は多そうである。これらは全て今後の課題として持ち越すこととしている。

結びに代えて

以上に見てきたように、日本の金融仲介市場には、基本となるべきリスク・リターンの2次元的な選択関係が不明確のまま、つまり、度を越えた不完全情報のまま、現在は存在しているようである。このような状況の中で、自己責任原則で大衆投資家の市場参加を促そうとしても、無理な話となることは当然であろう。特に、一般的にはリスクプレミアムがまともに得られないという日本の株式市場では、誤解を招くから実行しない方がまし、との極論さえ排除しにくいものとなろう。

今回の試算は、①日本にもリスクプレミアムが得られる投資方法があり得ること、②この場合、日本では、リスクプレミアムの得られないステークホルダー資本主義の会社を、いかに投資対象から除外するかが要点となること、③このような選別には、市場情報に通じた人たちの暗黙知と、会社の客観的評価記録とも言えるべき財務諸表の分析（形式知）との、相互作用による知識創造が有効と見られること、④この評価は、過去の数字に基づくものとはいえ、経営能力をも間接的には反映しているから、ある確率の下で将来の予測力を持ち得ること、⑤こうした知識創造を行うにはなによりも情報公開が重要であり、啓蒙、市場データの利用しやすさの向上が望まれること、以上5点を中心に主張を展開したものである。すでに述べたとおり、より精緻な試算を実行すること、信頼できる大衆投資家用の基準となる指数を作ること、さらに日本市場で成立するマーケットラインを明らかにしていくこと等が望ましいところであ

り、これらは今後の課題と言えよう。

ところで、近年の動きを見ると、民間企業では不況脱出への努力に真剣味が加わり、人員削減を含む合理化の動きが広がるとともに、ここに来て、従来とはひと味違った CEO を選ぶ動きが目立つようになっている。また、日本の株式で資産の一部を運用しているカルパースが、日本の会社 60 社の決算株主総会において、会社提案に反対票を投じ、日本でもコーポレートガバナンスに、緊張感が強まったとの報道がなされている。これらの動きも、「株式市場の活用による日本の金融仲介機能再生」に、明るい展望をもたらす促進材料と評価できよう。

(参考文献)

- 大野克人「金融常識革命」金融財政事情研究会，1997 年
ゴールドマンサックス投信編「投資信託革命」日本経済新聞社，1998 年
日本証券アナリスト協会編「証券アナリストのための企業分析」東洋経済新報社，1997 年
野中郁次郎・竹内宏高「知識創造企業」東洋経済新報社，2000 年
野中郁次郎他「失敗の本質」ダイヤモンド社，1984 年
宮崎義一「複合不況」中公新書，1992 年
八城政基「MBA 講義」日経 BP 社，2000 年
リチャード・カツ「腐りゆく日本というシステム」東洋経済新報社，1999 年
ロバート・C.ヒギンズ「ファイナンシャル・マネジメント」ダイヤモンド社，1994 年
ルーサン・クインドレン「ベンチャー・キャピタリスト」ネットイヤーパブリッシング，2000 年