

科学研究費助成事業 研究成果報告書

平成 28 年 6 月 24 日現在

機関番号：14301

研究種目：基盤研究(A) (一般)

研究期間：2011～2015

課題番号：23243051

研究課題名(和文) 日本、欧米、新興国証券市場での価格形成の要素：ローカル性とグローバル化、相関関係

研究課題名(英文) The factor of securities' price formation in Japan, Western countries and Emerging countries

研究代表者

川北 英隆 (Kawakita, Hidetaka)

京都大学・経営学研究科・教授

研究者番号：80349232

交付決定額(研究期間全体)：(直接経費) 19,000,000円

研究成果の概要(和文)：本研究は、リーマンショックが経済的な小国である中東欧への危機がどのように波及したのか、また大国である日本の株式市場にどのような影響を与えたのかに焦点を絞り、進められた。世界経済の変動が同時に起きることは確かであるが、一方で地域的な特徴があるとの問題意識が出发点である。

5年間の研究によって明らかになったことは次のとおりである。まず、中東欧については外資導入による効率化が一巡化した。外資は一部撤退し、自国通貨取引に回帰している。また、日本については企業間の業績格差が拡大すると同時に、それが上場株式の投資収益率に大きな差異をもたらしている。

研究成果の概要(英文)：This study shows how "Lehman Shock" influenced small countries, like Central European Countries, so to say, CEE crisis. And we also focused its effect of Japan's capital markets, in contrast Japan is big country. Our start point is that although world economic turmoil happened in the same time, each regional turmoil has unique characteristics.

Our 5 years study shows as follows, First improvement process of efficiency through foreign ownership was over. Some of the foreign ownership withdrew partially and returned to own currency's business. Second company's performance gap expanded in Japan. It makes large performance gap of investment for listed stocks.

研究分野：金融証券市場

キーワード：金融危機 欧州経済 株式市場

1. 研究開始当初の背景

2007年に表面化したサブプライムローン問題と、それを引き金として発生した2008年9月のリーマンショックは、世界の金融市場に多大な影響を与えた。これらの事件により、2年間以上にわたって金融市場が大混乱に陥り、経済活動にも多大な影響を与えた。

この事実を客観的に振り返ると、マクロ経済と金融市場が相互に作用していること、とくに本来マクロ経済に従属しているはずの金融市場があたかも主導するかのようになり、経済が好調な時にも不調な時にもマクロ経済に多大な影響を与えたこと、しかも金融市場とマクロ経済が自己増殖的に影響度を高めていたことが次第に明らかになった。この結果として、現実の経済活動が上にも下にも大きくオーバーシュートしてしまったとの認識が一般的に高まった。

また、金融市場だけに焦点を当てると、世界的な市場の均一化とその変動の同時性が高まっているとの認識がある。その一方で、混乱からの立ち直りのプロセスにおいては地域性(とくに日本の立ち直りが遅れてしまったという特殊性)が目立っていたのも確かである。

以上の認識に基づき、世界経済とグローバルな金融市場の動向を踏まえつつ、日本をはじめとする地域経済や金融市場そのものと、それら地域の相互の関連性を分析することが、将来の金融経済の動向を考察する上で、大きな効果をもたらすとの問題意識が生まれた。

2. 研究の目的

(1) 日米欧の先進国とアジアや東欧などの金融証券市場での証券をはじめとする価格の形成、金融政策を分析し、それらが世界的なマクロ経済活動量の変動から受けている影響を明らかにする。

(2) 金融証券市場と、それら市場における中央銀行や機関投資家などのプレーヤーの特徴と変化を把握、分析する。それとともに、マクロ経済活動量が金融商品や市場から受けている影響を明らかにする。

(3) 公的年金などのファンド投資におけるアセットクラスの決定方法(株式や債券に代表されるように、価格形成要因がある程度共通すると考えられる金融商品群を一括りにして投資対象とする手法)のあり方を検討し、その上で証券ポートフォリオ(複数のアセットクラスを組み合わせて保有する投資方法)の構築スタイルを分析することで、年金などのファンドにとっての望ましい投資のあり方を提示する。

3. 研究の方法

(1) 定量分析を効率的に行うために、従来から蓄積してきたデータの活用とともに、必要に応じて金融証券市場を中心とした外部データベース(Astra Manager、Factset、Bankscopeなど)の導入と整備を行い、それを活用する。

(2) 市場でのプレーヤーに関する定性的な情報の獲得とともに、本研究についての方向性の確度を高めることを目的として、国内外の研究機関や有識者とのネットワークの拡充を図る。このため、従来から維持してきた関係の強化はもちろん、新たな情報交換先の確保にも注力する。

(3) データベースを活用した定量分析(通常の数値分析以外に、VARモデルなどの時系列分析、ORの手法も含む効率性測定などのクロスセクション分析など)の推進、分析結果の研究ネットワークに対する公表、研究ネットワークを活用した情報収集並びに意見交換、以上を繰り返すことにより、研究成果の積み上げと深化を図る。

(4) 以上の(2)と(3)に関しては、研究を進める段階において、グローバルな経済活動と金融市場の分析を念頭に置きつつも、分析を深化させる対象地域を日本と東欧に絞り込んだ。これは、研究代表者と研究分担者の従前からの主要な研究対象地域であったことによる。

また、分析対象機関としては、日本の公的年金と東欧の中央銀行に重点を置いた。これは、日本の証券市場に公的年金が多大な影響を与えていることと、経済的な小国としての東欧においては中央銀行の果たす役割が非常に大きいことによる。

たとえばハンガリーなどでは年金制度をたびたび変更し、中央銀行が証券取引所に直接出資するなど、資本市場に対して直接的にも大きな役割を果たしつつある。さらには日本銀行と同じ日に量的緩和を始めるなど、比較分析の対象にもなりえる。

4. 研究成果

(1) 今回の研究によって、国内外の研究機関や有識者とのアカデミックかつ緊密なネットワークができた。たとえば、大学や研究機関の研究者、国内の公的年金のファンドマネジャー、ヘッジファンドの運営者、アクティブファンドのアナリスト、代替的投資対象としての保険証券化商品の関係者、イギリスのロイズ、中東欧、南東欧の中央銀行であるオーストリア中央銀行、ポーランド中央銀行、ハンガリー中央銀行、さらにポーランドアカデミー、ワルシャワ経済大学、リブリャナ大学である。

また東欧に関して、ワルシャワ証券取引所、

ブダペスト証券取引所、ベオグラード証券取引所といった証券取引所とのつながり、ポーランド財務省、ハンガリー外務省、世紀末研究所、OTP 銀行、スロベニア銀行協会といった官民のネットワーク、それをサポートする在日本の各国大使館、EU の駐日事務所とのネットワークが構築できた。このことは、今回の研究に役立ったのみならず、将来の東欧研究に対しても大きな財産として活用することができる。

(2) 東欧に関しては、それらが旧社会主義国であり、主な企業が国営であったために、民営化のあり方が資本市場と大きくかかわってきた。クーポンなどで民営化しても買占めなどでうまくいかなかった国は、資本市場の形成そのものにも失敗した。

その中でも銀行は航空会社、空港、鉄道会社などと並び、数少ない大型民営化案件であり、外資にとっても魅力的な案件であった。このため、東欧の大銀行の多くは外資系の傘下に入った。

唯一、国営銀行中心のスロベニアでは、同じく国営の企業への情実融資などで行き詰まったことが判明した。

他の国では、外資の導入が、ATM やインターネットの拡充、従業員教育の向上、資本市場での調達容易化といった効率化の原動力となるとともに、さらなる外貨取引などの推進をもたらしてきた。しかし、この流れの終焉が明確になってきている。

たとえば、クリミア問題が起き、東部が戦火にさらされたウクライナでは、地政学リスクの顕在化から外資は撤退傾向にある。ハンガリーでは銀行税を課し、中央銀行が自国銀行中心に資金を供給し、スイスフランを中心とする外貨融資をフォロント建て融資に転換することを促したために、外資はやはり撤退傾向にあることが判明した。またポーランドでは新政権が成立して以降、ハンガリーのオルバン政権の政策を真似て金融機関税を課し、スイスフラン建て融資をズロチ建て融資に転換することを促すなどの政策を打ち出している。これらは、外資系金融の大きな負担になりつつある。

自国の少子高齢化に悩む欧州の主要銀行は投資銀行業務に展開しようとしたが、この戦略はうまくいっていない。そこで、急速に変貌する東欧に収益機会を見出していたわけだが、現在ではそれも厳しくなったことを調査結果は示した。

(3) 日本企業の業績の回復が欧米との対比において遅れていることは、市場関係者の間では明らかだった。そこで、日本国内での大企業の業績を分析してみると(データは財務省の法人企業統計を使用、大企業の定義はこの法人企業統計における資本金 10 億円以上の企業)、売上高の成長力に乏しいこと(少し視点を変えると、日本の物価上昇力が低い

ことと、加えて実質ベースでの GDP すなわち国内総生産の成長力が低いこととほぼ同義)、売上高当たりの付加価値(GDP 統計の定義を真似て、人件費、営業利益、減価償却費の合計額を付加価値として定義)の割合を計算すると、とくに製造業において、経済活動が活発だったリーマンショック以前から低下傾向を示していることが判明した。

この事実は、日本国内のみで事業展開している上場企業の業績が総じて冴えないことを示唆している。

そこで、上場企業の決算データを用いて連結決算と単体決算における ROA (総資産利益率であり、この比率の計算において、分子の利益としては営業利益を使用)を比較してみた。そうすると、連結決算の方が明らかに高いとの結果が得られた。

この分析の対象企業は日本での上場企業であるから、単体決算は日本国内の企業の決算である。一方、連結決算には多くの海外子会社を含んでいる。このことから、連結決算と単体決算の差の多くは、海外子会社の利益率が国内の親会社単独の利益率よりも高いことに起因していると考えて間違いはない。

さらに、この国内と海外の業績の差異は、株価にも反映するはずである。

(4) 日本の GDP 成長率の低下が、上場企業間の業績格差を拡大させる方向に働いていることが判明した。上場企業の決算数値については 1985 年頃までデータベースで遡ることが可能である。その 30 年前以降から現在に至るまで、名目 GDP 成長率と、各事業年度における上場企業の ROA の変動係数(ROA の標準偏差/平均値)は相関係数-0.8 程度と、高い逆相関を続けている。

他方、今後の日本を考えれば、人口構成の高齢化・人口減少は、日本の経済成長率を潜在的に押し下げる要因である。このことから、今後とも、日本企業の業績格差が縮小する可能性が低いと考えられる。

ちなみに、アメリカの上場に対しても同様の分析を行った。そうすると、2000 年頃までは日本と同様の関係が見られた。しかし、それ以降は名目 GDP の成長率如何にかかわらず、企業間の業績格差は拡大を続けている。これは、アメリカ企業において急速に進むグローバル化と IT 化を反映したものだと考えられる。すなわち、これらの流れに対応できた企業とできないでいる企業に業績格差をもたらしている。

このアメリカの事実から得られる示唆がある。それは、今後の日本において企業活動のグローバル化と IT 化が急速に進むことはほぼ自明であることからすると、これらの状況が、日本の上場企業間の業績格差の拡大をもたらす新たな要因となりうる可能性が大きいことである。

いずれにせよ、将来において、日本企業の業績格差を縮小させるような要因を探し出

すことは困難である。

(5) ポートフォリオ理論においては、証券市場の投資対象の構成を完全に模倣するパッシブ運用(インデックス運用ともいわれる)がリターン(投資収益率)とリスク(投資収益率の変動性)の観点から評価して効率的である(すなわち望ましい)一方で、投資企業を選別して投資するアクティブ運用は調査などにコストが必要となるにもかかわらず、効率的な投資とはならないとされてきた。

では、実際はどうか。この点に関する日本での過去の議論は、どちらかといえばパッシブ運用持ち、すなわちポートフォリオ理論を支持するものだった。しかし、リーマンショック以降、ポートフォリオ理論というマーケット(証券市場)とは何なのか、それを再度検討し、定義し直そうという議論が、スマートベータに関する議論に代表されるように、世界的に盛んになっている。

本研究においても、低成長下において上場企業間の格差が拡大することと、多くの投資家がパッシブ運用でのベンチマーク(マーケット)として用いている東京証券取引所第一部上場企業の上場廃止基準が緩いことを出発点として、マーケットとは何か、どのようなポートフォリオの構築方法が望ましいのかを研究の対象とした。

この結果、東京証券取引所第一部の全上場企業を対象として計算される株価指数、すなわち TOPIX(東証株価指数)を模倣するパッシブ運用よりも、効率的な投資スタイルがありうると判明した。

現実においても、TOPIX を模倣して幅広い分散投資を行うのではなく、投資対象企業を厳選しつつも、パッシブ運用よりも明らかに高い投資リターンを得ている機関投資家が存在する。それらの投資家との意見交換を、本研究のプロセスにおいて活発に行うことができた。

5. 主な発表論文等

(研究代表者、研究分担者及び連携研究者には下線)

〔雑誌論文〕(計10件)

川北英隆、長期投資の観点から見た日本の株式市場、みずほ年金レポート、査読なし、No.98、2011、pp.6-17

川北英隆、平均的な日本株式は投資対象となりうるか、証券アナリストジャーナル、査読なし、第50巻第6号、2012、pp.43-52

川北英隆、投資家から見た日本の株価低迷、証券経済学会年報、査読あり、第47号、2012、pp.206-210

川北英隆、人口と経済成長、証券アナリストジャーナル、査読なし、第51巻第9号、2013、pp.55-59

川北英隆、配当か投資かそれとも現金保有か、企業会計、査読なし、Vol.66 No.7、2014、pp.18-24

川北英隆、今後の企業年金の運用：アセットクラス再考、企業年金、査読なし、2014年8月号、2014、pp.22-25

川北英隆、京都企業は世界を意識してきた、証券アナリストジャーナル、査読なし、第53巻第1号、2015、pp.19-29

高橋智彦、スロベニア金融の独自性、査読あり、拓殖大学論集-政治・経済・法律研究2013年3月、pp.83-101

高橋智彦、欧州の金融危機国の銀行の展開について-ウクライナのケース-、査読あり、拓殖大学論集-政治・経済・法律研究2015年3月、pp.1-20

高橋智彦、ハンガリーにおける『成長のための資金計画』(FGS)について、査読なし、京都大学「経済論叢」第189巻第4号、2016年3月、pp.57-68.

〔学会発表〕(計5件)

川北英隆、投資家から見た日本の株価低迷、証券経済学会、2011年11月、京都産業大学

川北英隆、アベノミクスが株式市場に与える影響-個性性とグローバル化の高まり-、証券経済学会、2014年11月、和歌山大学

川北英隆、Why Japan's TOPIX doesn't Represent the Market Trends?、2015年9月、コッチ大学(トルコ)

高橋智彦、東欧の金融・経済-EU・ユーロの最前線-、2013年7月、拓殖大学政治経済研究所公開講座(文京アカデミー後援)、拓殖大学

高橋智彦、危機下でのウクライナの金融機関、2014年2月、拓殖大学国際開発事業研究会、拓殖大学

〔図書〕(計4件)

川北英隆編著、桑木小恵子、渋谷陽一郎、高橋智彦、証券化 新たな使命とリスクの検証、金融財政事情研究会、2012、543

川北英隆編著、他、「市場」ではなく「企業」を買う株式投資、金融財政事情研究会、2013、246

川北英隆/奥野一成編著、他、京都企業が世界を変える 企業価値創造と株式投資、金融財政事情研究会、2015、304

川北英隆/奥野一成編著、他、京都大学で学ぶ企業経営と株式投資、金融財政事情研究会、2016、219

〔産業財産権〕

出願状況(計0件)

名称:

発明者:

権利者:

種類:

番号：
出願年月日：
国内外の別：

取得状況（計0件）

名称：
発明者：
権利者：
種類：
番号：
取得年月日：
国内外の別：

〔その他〕
ホームページ等

6. 研究組織

(1) 研究代表者

川北 英隆 (KAWAKITA, Hidetaka)
京都大学大学院・経営管理研究部・教授
研究者番号：80349232

(2) 研究分担者

高橋 智彦 (TAKAHASHI, Tomohiko)
拓殖大学・政経学部・教授
研究者番号：10573587

(3) 連携研究者

()

研究者番号：