

変化する個人と企業の関わりと 資本市場の活性化に向けて

ロゴス・アンド・パトス・アドバイザーサービス株式会社

代表取締役 小宮山 修



私は2008年に三菱UFJ証券(当時)を退職し、ロゴス・アンド・パトス・アドバイザーサービス株式会社ⁱを設立しました。「日本の資本市場にマーケットの視点で取り組み、少しでも日本の資本市場をよりよくし、投資家、企業を活性化したい」という思いからでした。

1. 自分と筑波との関わり

大学時代の4年間を過ごした筑波ⁱⁱ、卒業後、改めて入学した筑波大学院での人との関わり、学びが自分の行動に大きな影響を与えたと思っています。

自分は、大学敷地内の宿舎に入居し、周辺には居酒屋も数えるほどだった当時、1学年80人に過ぎない学部(第一学群社会学類)、クラブ活動(体育会アーチェリー部)、ほぼ毎日飲み会という合宿生活のような濃密な時間を過ごし、学問、人生観など色々な議論に明け暮れました。

また、入社15年目、東京大塚の筑波大学大学院に通いました。学びたい、錆ついた知識をリフレッシュしたいとの思いからでした。いわゆる学部時代は「教えてもらう」感覚から抜け出せなかったような気がしますが、大塚では「自ら問題設定して学ぶ」大切さを学びました。

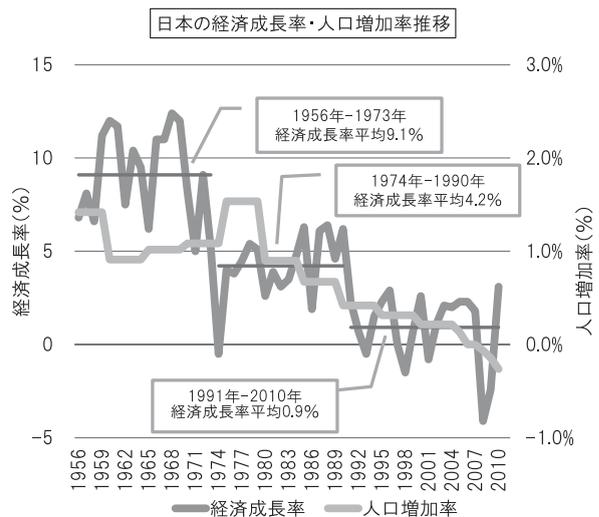
今回、自分が勤務していた証券会社でFPの先駆けと言える仕事をされていた先輩OBを筑波の地にお訪ねしたことが端緒となり、「CROSS T&T」誌と行きあわせて頂くこととなりました。

振り返ってみれば、節目で筑波と関わってきたとの思いです。

2. 日本の経済成長と個人の関わり

(1) 人口動態と経済成長

日本経済は、人口動態という観点からすると、人口増加率の低下、65歳未満人口の割合の減少につれて、経済成長率は鈍化してきたと言えますⁱⁱⁱ(図表1)。



(注)経済成長率は実質GDPの伸び率。
(出所)内閣府、社会保障・人口問題研究所公表データに基づき作成

国連の推計^{iv}によれば、世界の人口増加率(年率、2010年)は、先進国が0.4%、開発途上国が1.7%となっています。

一般に、経済成長の3大要因は、資本ストックの増大、労働力供給の増大、技術進歩があげられます。現在、労働力供給という人口動態という面が変化している日本経済にあって、個人と資本ストックとの関わりも変化していると考えます。

(2) 資金面でみた個人と企業の関係

日本経済は、資本ストックという点では、個人

の高い貯蓄率を源泉とする民間設備投資の拡大を背景に、大きく成長してきたと言えます。

1980年代以前、日本企業は資金調達において銀行貸出に大きく依存していました。個人が貯蓄率を高め、預金を原資に銀行貸出を通じ、企業が資金を調達するという流れは合理的でした。しかし、緊密な銀行・企業の関係は、情報独占を通じて、hold-up問題^vを生むという弊害が懸念される状況でもありました。

hold-up問題は、1980年代以降の金融自由化により、日本企業の資金調達行動が大きく変化し、社債発行が急増した要因の一つと考えられます。結果として、社債発行の増加は、個人投資家にとって投資機会が増え、社債を通じた企業への資金提供という流れの重要性が増した局面でもあったと言えます。

最近、日本企業の資金調達は、外部調達が減少し、内部調達が増加しています（図表2）。企業の現状の資金調達を鑑みると、個人投資家と企業との関係は、さらに変化に向かうことを示唆していると考えます。

日本企業の資金調達の推移

(単位:兆円)

年 度	2006	2007	2008	2009	2010
資金調達	6.3	5.4	3.8	4.4	4.4
外部調達	-1.4	-0.3	1.3	-0.7	-1.8
内部調達	7.7	5.7	2.5	5.1	6.2

(注)外部調達とは、借入、増資等。内部調達とは、内部留保、減価償却。
(出所)財務省「法人企業統計調査結果(2011.10)」より抜粋して作成。

(3) 株式の持合い構造

日本では、長年、上場企業の株式を企業や金融機関と相互に保有しあう、所謂、株式の持合い構造が形成されてきました。株式持ち合いは、上場会社の資産効率を低下させるだけでなく、あるべきガバナンスが十分に機能せず、経営陣のお手盛りになってしまい、適切な経営が行われない事態を惹起させるという懸念があります。2011年に発覚したオリンパスによる損失隠しの事件もガバナンスが十分に機能しなかった事例の一つと言えます。

しかし、有価証券報告書における「株式の保有状況」の開示義務化や、国際会計基準^{vi}などを背

景にして、今後、持合い構造は解消に向かうことが期待されています。

すなわち、これからの個人投資家は、ガバナンスを担う株主としての視点によるチェックの重要性が一層高まっていくと考えます。

3. 世界の中における日本

(1) 世界の経済成長

IMFによれば、先進国経済は、2009年の前年比マイナス3.4%から2010年には同3.0%に回復した一方、新興国経済は2009年の同2.7%から2010年は同7.3%と、先進国の回復状況に比べて高い成長を示しています。世界の名目GDPに占める新興国の割合も高まっており、新興国の経済成長は、ユーロのソブリンリスクといった不確定要因はあるものの、当面、主要先進国を上回るものと見込まれています^{vii}（図表3）。

(2) 日本企業の新興国への取組み

従来、日本企業の新興国への取組の多くは、生産コストの引き下げを企図したものだと言えます。しかし、最近、新興国における中間層を軸にした消費市場が急速に拡大していることを背景にして、日本企業の新興国への取組みは、生産コストの引き下げから、新興国の市場に着目したものへと変化していると言えます^{viii}。

日本企業の新興国での事業展開による直接的な利益は、親会社である日本企業に反映されると考えられますが、新興国の現地における雇用、取引など、より幅広い利益は日本企業への投資だけで十分に反映するのは難しく、現地国への投資が有効と言えます。

(3) 世界と日本の時価総額

戦後間もない1949年末の日経ダウ終値は109.91円、高度成長期の1960年末は1,356.71円、そして、1989年末は38915.87円となりました。日本株式は長期保有すれば収益を得られる時代でした（図表3）。

世界証券取引所連盟の集計^{ix}によれば、世界の取引所の時価総額は、最近20年間で約5.5倍に増



加しています。これに対して同期間の日本の時価総額は約1.2倍となっています。最近の日本株は、単に長期保有すれば収益があがるという対象でなく、また、少なくとも証券投資という観点でみた場合、国際的な分散投資の重要性が高くなっていると言えます。

4. 個人投資家の投資行動と環境

(1) 証券取引

従来、日本における証券取引は、証券会社の営業員による対面取引が中心でしたが、90年代後半から、インターネットを通じた非対面取引が台頭しました。インターネットを通じた証券の取引規模が高まった原動力は、市場の一部にみられた証券営業員による過剰な営業行為がインターネット取引の場合、仕組上ないこと、また、営業拠点などを必要としない分コスト削減が可能で、一般に対面取引に比べ、売買手数料が安くなっていることなどが大きく影響したと推定します。

しかし、株式相場が一旦低迷すると、対面取引のようなアドバイス機能が必ずしも十分とは言えないインターネット取引では詳細なアドバイスを期待することは難しいと言えます。当初は株式相場の状況にあまり関係なく伸ばしてきたインターネット取引の規模が、近年は、株価上昇局面では伸び、そうでない局面では低調に推移する傾向を示しているのは、相当程度にインターネット取引のシェアが高まったことに加え、こうした事情も背景にあると考えます。

(2) 金融機関の説明義務

証券投資を行おうとする投資家に対し、金融機関（証券会社）は、説明義務を負います。この説明義務は、金融機関と投資家との情報力の差（情報の非対称性）を根拠としています。コンプライアンス重視の流れから、説明義務は相当程度に徹底されているのではないかと想像します。

しかし、例えば、投資リスクの説明は、投資家にとって必ずしも十分に理解し易いものとは限らず、また、金融機関の営業員による断定的な判断、不十分な説明などによるトラブルも依然として存在しています^x。確かに、金融機関の側に問題があることが少なくないかとは思いますが、情報を金融機関任せにしてしまう投資家のリテラシーにも改善の余地があると感じています。

5. 今後の投資家像、企業への期待

個人投資家は日本企業に対する資金の出し手から、ガバナンスへの関与を通じて、より適切で効率的な経営が行われるようにチェックしていくという役割を担うことで、日本経済の成長に関わり、自ら投資した資金の収益確保を目指していく時代に入ったと考えます。

また、国際分散投資を視野に入れ、投資情報を金融機関任せにせず、自らの判断の下、投資戦略を決定していく投資家像が期待されるところで

す。企業においては、国際的な視点で市場との対話を進め、耳を傾けることの重要性が高まっていると考えます

6. 弊社サービス

弊社では、個人投資家が自ら判断されることの支援を目的とした中期の国際分散投資に関する投資助言サービスを提供させて頂いております。例えば、「リスクが高いがリターンは期待できる」という話を耳にします。この点についての実際の投資判断にあたっての個人投資家の理解は抽象的なイメージに過ぎないことが多いようです。弊社では、リスク、リターンを定量的に測定した結果を提供させて頂いております。この他、市場の話

題を交え、国際分散投資についてご参考になると
思われる情報の提供を行っています。

現在、ユーロのソブリンリスクなど不透明要因
の多い時期ですが、安い時に買い、高い時に売る
という観点からは、中長期の視点から国際分散投
資をじっくり検討できる時期ではないかと思っ
ております。

ご関心のある方は、メール又は郵便にて請求頂
ければ、ご案内資料を送付させていただきます。

また、法人向けには、資本市場の当該企業に対
する見方を定量的に測定し、現状確認を行った上
でのIR・経営コンサルティング、事業戦略提案等
を行わせて頂いております。

お気軽にお声かけ頂けたら幸いです。宜しくお
願いいたします。

[お問い合わせ先]

contactus@logos-and-pathos.co.jp

〒105-0004港区新橋6-22-1

アイディ新橋6階

ロゴス・アンド・パトス・

アドバイザーサービス株式会社

TEL 03-6435-6831

URL www.logos-and-pathos.co.jp

【参照】

- i ”論理思考と情熱”を基礎に、世の中に役に
立てるような存在でありたいとの思いを忘れ
ないために、社名に“ロゴス (LOGOS) =
論理思考”、“パトス (PATHOS) =情熱”と
いう2つの言葉を冠しました。
- ii 当時は茨城県新治郡桜村。
- iii 日本の経済成長率をY、人口増加率をX1、65
歳未満の人口の割合をX2として、1956年か
ら2010年までを対象に、直線回帰式を求めま
すと、次の式が得られます。 $Y = 4.853 \times X1 + 0.011 \times X2$ 、 $(R^2 = 0.733)$
- iv 国連(2011)、World Population Prospects
- v 情報の非対称性のもとの金融仲介に伴うエ
ージェンシー・コストを削減するために、リレ
ーションシップ・バンキングは有効な手段と考
えられ、長期継続的な関係は銀行に企業の内部

情報を収集させ、融資契約において弾力的な再
交渉を可能にします。hold-up問題とは、リレ
ーションナルバンキング貸出が銀行にとって情
報独占をもたらし、それが借手をして銀行借
入を無理強いさせたり、高い貸出金利を課す
ことになるというものです。

- vi 国際会計基準(IFRS)では、持ち合い株式など
についての時価変動を含めた「包括利益」の
導入が検討されています。
- vii IMF (2011.9) のWEO (世界経済見通し)
では、2012年の世界経済の成長率 (予測)
は約4%、先進国は約2%、新興市場及び途上
国のは約6%と予測。
- viii 国際経済交流財団のアンケート調査 (2011)
によると、我が国製造業に「直接投資の目
的」のうち重視しているかどうかを聞いた
ところ、約8割が「現地市場の開拓・獲得」
を重視していると回答しており、「現地にお
けるコスト低減」(約5割強)を大きく上回
りました。
- ix WFE(国際取引所連盟)年次統計報告
- x 2011年12月16日、金融庁は、米シティグル
ープの日本法人であるシティバンク銀行とシ
ティ証券に行政処分を行ったと発表しまし
た。シティ銀の個人金融部門で投資信託など
のリスク性商品の販売で、顧客へのリスク説
明が不足し、顧客保護の管理態勢、経営管理
態勢、システムリスク管理態勢などに問題が
あると判断しました。

[小宮山 修 (こみやま・おさむ)]

1983年3月筑波大学 (第一学群社会学類法律専攻) 卒業。
同年4月に国際証券 (現、三菱UFJモルガンスタンレー証券)
入社。入社時、引受部に配属。以降、ほぼ一貫して投資銀行
業務に従事。*主な業務履歴・国際証券主幹事第一号の株式
公開、同新規取引所上場を担当。

・名古屋証券取引所新二部 (現、セントレックス) の創設に
参画。・ベンチャーキャピタルで未上場株式投資業務を担
当。・企画提案型M&Aを推進。・インベストメントバンキ
ングアナリスト。*資格日本アナリスト協会検定会員。知的財
産権(職務発明)に関する論文で修士号(筑波大学大学院)。