

第1回 企業財務研究会（2011年3月10日）

演題「投資家から見た株式市場の課題～グローバル・長期的視点から～」

講師：大場昭義氏（東京海上アセットマネジメント投信（株）代表取締役社長）

講演要旨

1. 我々に豊かさをもたらした歴史的条件とは何であったのか？

歴史的に豊かさを生んできた地域・国に共通する特徴として、米国の投資家のBernstein氏は以下の4点を指摘している。

- | |
|--|
| <ol style="list-style-type: none">1. 私有財産制度の確立2. 科学的合理主義の尊重3. 発達した資本市場の存在4. 効率的なロジスティックス（物流・情報通信） |
|--|

⇒これらの条件を、現在の日本は本当に満たしているのだろうか？

資本市場の長期低迷は豊かさの持続性に警告を発している可能性を示唆していないか

2. グローバル・長期的視野から見た株式市場にまつわる事実

（1）冷戦後の世界の変化

- ・世界の富は膨張【世界のGDP合計】：〈1989年〉20.7兆ドル→〈2008年〉60.8兆ドル、2.9倍。日本は、2.9兆ドル→4.9兆ドル、1.7倍
- ・モノの移動が活発化【世界の輸出総額】：〈1990年〉3.4兆ドル→16.5兆ドル、4.9倍。日本は、2,877億ドル→8,250億ドル、2.9倍

（2）世界の株価動向（2010年度〈4月から12月まで〉の騰落率）

- ・先進24カ国のうち14カ国でプラス。日本は-8.2%で20位。
- ・先進国以外では28カ国がプラス。

P&Iによると株価の動向を反映して、2010年の年金基金リターンは、英米が13%から15%、欧州が3%から5%、日本はゼロ。

(3) 長期的に見た株式市場の動向 (1990/12-2010/12)

- ・ 1990/12 末→2010/12 末の株価上昇率
中国上海 21.94 倍、インドムンバイ 19.57 倍、NYダウ 4.40 倍、英 FT100・
2.75 倍、日経平均 0.43 倍
- ・ 2000/12 末→2010/12 末
中国上海 1.35 倍、インドムンバイ 5.16 倍、NYダウ 1.07 倍、英 FT100・
0.95 倍、日経平均 0.74 倍

このような株価動向について、日本では、年金関係者以外はあまり問題意識を持っておらず、国民に「年金などを通じて自らが投資家になっている」という意識が薄いことが大きな課題である。

(4) 世界の株価動向 (主要市場時価ウェイトの変化)

- ・ 1999 年 12 月末 ; 日本 13%、米国 47%、日米除く先進国 36%、その他 5%
- ・ 2010 年 12 月末 ; 日本 9%、米国 42%、日米除く先進国 35%、その他 14%

(5) 日本、米国、欧州、アジア市場の ROE の推移

- ・ 日本は 5~10%、他の諸国は 15~20%。好景気でも不況期でも、その格差は変わらない。長期的には、ROE と投資家のリターンは同じになるので、ROE は重要。

(6) 90 年代以降の主要国・地域の名目 GDP

- ・ 中国 36 倍、米国 3 倍、日本はほぼ横ばい

(7) 世界の時価総額上位 30 社の変遷 (1988 年末→2008 年末→2010 年末)

1988 年末に 23 社あった日本企業が、2010 年末には 1 社もなくなった。2010 年には BRICs 企業が増え、世界のリーディング企業が多極化している。

- ③米国企業は、20 年前も今も多数残っている。IBM、GE などの伝統企業が残る一方で、アップル、マイクロソフト、グーグルなどの新興企業も成長している。

多極化と新陳代謝が世界の特徴。日本は新陳代謝が弱い。

(8) 内外企業の時価総額比較

主要業種における内外企業の時価総額を比較すると、日本企業は非常に小さい。

- ・テクノロジー：キヤノンはアップルの 22%、
 - ・ヘルスケア：武田薬品はジョンソン・エンド・ジョンソンの 23%、
 - ・金融：三菱UFJフィナンシャルグループは中国建設銀行の 37%、
 - ・家庭用品：花王はP&Gの 8%、
 - ・小売：セブン&アイはウォルマートの 12%、
 - ・鉄鋼：新日鉄はアルセロール・ミタルの 39%、
- 世界でメジャーなのは自動車のみ。
- ・トヨタを 100 として、ダイムラーは 58%、フォードは 46%、

(9) プラスリターンをもたらした日本企業群

- ・1989 年末から 2010 年末まで、配当込みの株価上昇率をとると、計測対象の 1,046 社のうち、プラスリターンを記録した会社が 127 社あった。逆にいえば、価値創造した会社が 127 社で、ほとんどの会社は価値を破壊したとも言える。
- ・株式投資は企業に着目すべきものであって、市場や業種ではない。

3. 株式市場の事実から抽出される優秀企業の条件とは何か

(1) プラスリターンを株主にもたらした企業に共通する特徴

1. 商品に独自性があり、価格支配力がある企業
2. 成長地域、新興国に橋頭堡を構築している企業
3. 長期展望を持って経営を行いやすいオーナー系企業（株主と経営者が一致）

(2) 新原氏（経産省）の優秀企業研究には、『優秀企業』に共通の特徴として、以下の 6 点を指摘。

- 第 1 の条件 分からないことは分けること
- 第 2 の条件 自分の頭で、考えて考えて考え抜くこと
- 第 3 の条件 客観的に眺め、不合理な点を見つけられること
- 第 4 の条件 危機をもって企業のチャンスに転化すること
- 第 5 の条件 身の丈にあった成長を図り、事業リスクを直視すること
- 第 6 の条件 世のため、人のためという自発性の企業文化を埋め込んでいくこと



「理念なき行動は、凶器になり得る。行動なき理念は、価値を生まない。」
(本田宗一郎)

(3) 日本企業の優れた点と低収益構造

日本企業の優れた点

1. 高品質・多機能
2. 安全・安心
3. 先進的な環境技術



しかし、低収益では株主は・・・

低収益の要因として考えられるもの

1. 弱い価格支配力
2. 利益率よりもシェア重視
3. 儲け過ぎ批判（社会の価値観）
4. グループ内で全て事業化（タテ社会）
5. 終身雇用・年功序列・・・経営者の与件
6. 供給過多構造（参入企業過多）

(4) なぜ収益力改善が重要か？

1. グローバル競争時代における企業の持続性があるか
2. 株主の理解が得られるか



「規模と安定重視のパラダイム」から「成長と効率重視のパラダイム」へ

4. 一方の市場参加者である投資家のリスク回避的な動き

(1) 年金運用利回りの推移

- ・過去 20 年（1989－2009 年度）の年平均利回り +2.32%。過去 10 年では -0.39%。
- ・1999 年度までは毎年プラスを維持していたが、2000 年度以降 10 年間のうち 5 年はマイナスの運用利回り

(2) 企業年金全体の資産構成割合の推移

- ・企業年金の運用資産に占める内外株式の比率は、1990年代には運用規制の緩和で増加傾向をたどった。国内株式は、91年度の10.1%から99年度に36.5%まで上昇した。同じく外国株式は91年度の5.1%から2001年度に19.6%まで上昇した。ところが2000年代に入ると一転して減少傾向になっており、2009年度は国内株式が21.3%、外国株式が16.7%になっている。逆に国内債券などの安全資産が増えている。

(3) 日本の機関投資家・年金基金が、今後増やしたい・減らしたいと考える資産クラス

- ・Greenwich Associatesのアンケート調査によると、日本の機関投資家・年金基金が、今後減らしたいと考える資産クラスは、国内株式（アクティブ）が92%、国内株式（パッシブ）が76%と突出して高い。過去10年、リターンが生まれていないこと、極めてボラティルだったことが理由ではないか。
- ・逆に増やしたい資産としては、ヘッジ・ファンドや内外債券があげられている。
- ・すでに、リスク資産（株式）からのExitが始まっているのではないかと考えられる。

5. 有効と考えられる株式市場への働きかけ

(1) 長期投資家としての問題意識

- 日本株式による運用成績が長期間にわたって低迷
- 背景には投資リターンの源泉である企業業績（ROE）の低迷
- 株主が期待するリターン確保は国民全体の問題

○主に年金資金を運用する長期投資家として、企業価値向上に向けた働き掛け（エンゲージメント）をする必要がある。

↓

議決権行使

- ・議決権行使については、2000年代に活発に行われてきたが、必ずしもその効果が明らかではない。この辺で総括が必要かも知れない。

対話・提案（エンゲージメント）

日本株式投資調査プロセスの一環として、発行企業と建設的な意見交換を励行

◆日本の企業風土に合致した Win-Win 型の取り組み

(2) エンゲージメント戦略のアプローチのモデル

～会社と投資家の Win-Win 型・日本型の対話・提案を模索～

カネだけ出す＝エグジット容易＝ウォールストリートルール、議決権行使
エンゲージメント＝持分比率＝対話・提案

ヒト・クチも出す＝保有固定化＝バイアウト、ハンズオン

■エンゲージメント投資は、長期的・友好的な対話・提案を目指す（太陽型）
点で、アクティビスト（北風型）とは異なる。なお、当社ではこのエンゲージメントファンド（太陽型）の具体化に取り組んでいる。

まとめ：豊かさの誕生

1. 私有財産制度の確立
2. 科学的合理主義の尊重
3. 発達した資本市場の存在
4. 効率的なロジスティックス（物流・情報通信）

↓

投資家が報われない限り、資本市場の発展はない。
（ジョセフ・スティグリッツ：米経済学者 01年経済学賞）
『発達した資本市場』は国民の公共財。常に磨き上げていく努力を。

以上