

代田純著

『日本の株式市場と外国人投資家』

(東洋経済新報社, 2002年4月)

広 田 真 人

I. 始めに

近年、特にバブル崩壊後の日本の株式市場に対する、外国人投資家のストック・フロー両面に渡る影響力の大きさには眼を見張るものがある。この現象に対し、まず率直に何を感じ、何が明らかになることを期待するであろうか！

確かにバブル期までの日本の株価がファンダメンタルバリュー（FV）から見て割高であったことから、バブル崩壊＝割高感の相対的後退が、それまで売り越し基調であった外人投資家のスタンスを逆転させる背景となったことまでは理解出来る。しかし、割高感の後退即割安感とはならないであろうことから、①彼等は、日本株式市場のどこに魅力を見出して、買い越し基調に転じたのであろうか？

②バブル崩壊後の日本株式市場の全体としてのパフォーマンスが決して良くなかったことは明らかであるが、外人投資家にとっては日本株投資から良いパフォーマンスを成就出来たのであろうか？そもそも、特定の投資家集団のパフォーマンスを計測するための方法論とは如何なるものであろうか？

本書は、上記の期待に如何なる形で答えているのか、評者ならずとも「外人投資家」への研究書はまずこうした問題意識で読まれよう。とはいえ、こうした視点はあまりにも評者の目線に引き寄せ過ぎた見方である怖れ無しとしない。結論を先取りすると、実は本書はこうした“パフォーマンス”という視点をキーとしては書かれておらず、むしろその前段階というか日本株に投資している外人投資家の具体的姿とその背景及び一部取引・決済手法のトレースが中心となっている。このすれ違いが、本稿を注文の多いものにしてしまっているらしいが、考えてみるとこれも身勝手な注文であり、まずは定石通り本書の要約から始めることにしよう。

II. 本書の要約

(1) 第3章「アメリカの機関投資家と日本株の株価形成」

第1・2章で、著者の問題意識を説明した後、第3章から分析が始まる。まず、第3章では、アメリカの機関投資家の90年代以降の動向とそれが日本株価の推移に与えた影響が、幅広く議論されている。

まず、アメリカの機関投資家の動向をウォッチするには、年金基金とミューチャルファンド夫々について追跡せねばならない。年金基金についてみると、公的年金がウエイトが実は大きく、かつ、確定給付型が多く、資産運用形態も国内株が中心で外国株のウエイトは低いこと、従って、401K等の確定拠出型は私的年金に多く見られ、運用形態としてはミューチャルファンドが中心である。外国株投資の内容は不透明であるが、ミューチャルファンドの場合、海外資産のウエイトは3.8%(2000年)にすぎないこと、最後にインデックス運用比率が高く、例えば、カルパースは確定給付型の90%近くをインデックスで運用していることが指摘されている。

以上のような実態を持つ外人投資家の日本株への影響を観察するのが次の課題であるが著者によれば、90年代以降外人投資の寄与は、「現物」・「デリバティブ」いずれにおいても、また「売り」・「買い」いずれにおいても拡大の一途を辿っており、その原因として、①外為規制の撤廃、②日本株の出遅れ感、③大口手数料の低下、④非オークション市場の開設の4点を挙げ、外人投資の対象となった銘柄を見ると、①高ROE、②国際競争力のある業種、③MSCI銘柄といった特性があり、総括すると、外人投資の増加によって、日本の株式市場は、①株価の二極化、②インデックス運用の増加の帰結としてのボラティリティの増加という現象が生じているとしている。

(2) 第4章「アメリカの401(k)とミューチャル・ファンドの対日株式投資」・第5章「欧州系機関投資家の日本株投資」

この二つの章は、第4章が米国、第5章が英国を中心とする欧州という差異はあってもいず

れも、同様な構成となっている。つまり、最初の3/4で夫々の年金制度と投資信託の仕組みと現状についての解説を行なった後、後半の1/4で、夫々の対日投資の実状が紹介されるという構成である。

前半の制度解説部分については、著者が元々英国の財政政策の研究者であったこともあって、使われている資料だけを取ってみても、前者がPension & Investmentsを中心とした一般的なものであるのに対し、後者の分析には日本の読者には馴染みの少ない独自の資料が使われており、著者のバックグラウンドの違いがうかがわれる。その結果、内容的にも、米国の分析が、従来の先行研究からみて追加情報が乏しいのに対し、英国の分析の方が教えられることが多かった。例えば、英国の年金の資産構成が海外株を含めると株式に7割前後が投じられていることなど周知のこととはいえ、改めて示されると我が国との格差及び英国のそれほどまでのインフレ恐怖症・そして対応策の切り札とも期待されていたインデックスリンク債の無力さに愕然としてしまうのは評者だけではなからう。

とは言っても、米国の確定拠出型年金の運用形態に自社株運用が多いのは、このルートの場合不可欠な従業員への投資教育の不足に依るものであるとか、年金スポンサーやプロバイダーによる投資助言が禁止されていたことの影響が大きいといった指摘などは参考になった。

後半のパフォーマンス分析のセッションでは、まず米国の場合、アメリカ投資会社協会のデータとMSCIの日本株ウエイトと組み合わせから、2000年次で約1兆円の買い主体として日本市場に登場したことを導きだした後、

代表的個別ファンドに戻って、構成銘柄の顔ぶれ・純資産の動向・パフォーマンスを提示すると共にヘッジファンドの動向にも言及している。

英国についても、大きな流れとしてはマーチャントバンク系のアクティブ運用からバークレイズなどパッシブ運用へのシフトが見られるものの、アクティブ運用系では、国際優良株と高 ROE の成長企業が多く選ばれている点が指摘されている。

(3) 第6章「ロンドンの日本株取引と不良債権処理問題」

90年代に入り、85年に始まった SEAQ インターにおいて外国株売買の急拡大が見られたが、特に94-95年については日本株が最も高いシェアを記録した。また SEAQ インターにおける日本株売買の対本国比は、1996年に20%を超え、その後10%前後まで低下した後、2000年以降再び漸増15%当りまで回復が見られる。こうした現象の原因として、本国手数料との格差の他、銀行カストディアン業務の発展がある。

尚、SEAQ インターでの日本株売買主体としては、基本的には外国人であるが、手数料自由化後も、株式持合いの解消のための売買を日本国内で行なうことに支障を感じる国内法人の一部が SEAQ インターで執行する可能性はあり、同様な理由で外国人投資家の中には、国内投資家から名義替えされた投資家が含まれている可能性も少なくないという。

SEAQ インターでの日本株売買には4種の形態があるという。①マーケットメーカー(MM)以外の会員業者が投資家の売買に仕切り売買で応じるもの、②会員がブローカーとし

て仲介し MM と売買するもの、③MM 間市場、④会員か MM が仲介して日本に繋ぐものでいずれも「取引所取引」として、カウントされる。この内、④は日英でダブルカウントされ、そのウエイトは SEAQ インターの出来高の50~70%に上るとも言われているという。

また、本書では国内法人が特金信託契約を英系投資顧問と結び、スワップ契約によって英国機関投資家名義で SEAQ インターで売買するスキーム、更には国内で「外人」として売買するスキームも紹介されている。

(4) 第7章「株式相互持合いの解消と日本版 401(k)の始動」

この章では、タイトルに沿った我が国の現状がフォローされているだけで、株式相互持合いの解消の受け皿として、企業年金と並んで外人投資が期待されるという以外、本書のメインテーマである外人投資との関連はうかがえない。

(5) 第8章「外国人株主の増加と ROE 経営への移行」

我が国企業の経営の特質は“中期的観点からの経営”にあったが、それを可能にしたのは株式・土地価格の上昇トレンドがもたらした「含み益」であった。従ってその消滅と共に、この中期的視点経営も終焉を迎えつつあり、短期的経営効率重視の ROE 経営へと向かわざるを得ず、その具体的現われとして、「中途採用の増加」・「女子一般職の採用中止と派遣労働の増加」・「インターシップの普及」が指摘されている。

Ⅲ. 二つの視点を中心とする コメント

(1) 外人投資家は、バブル崩壊後の日本市場 に如何なる魅力を感じて、買ってきたの か？

外人投資家の外国株投資ニーズとしては、①国際分散投資戦略に基づき、機械的に国別時価総額ウェイトだけは買い付けるとして、銘柄選別コストはかけずにインデック運用を採用するケース、②途中までは①と同じでも、銘柄選択の段階では小型成長株志向によるケースが双璧の様に思われる。

後者については、高 ROE 銘柄、高 EPS 成長性銘柄選考が見られるという。ただ、提示された資料からは、例えば ROE が予想値であることは推定できても、取引執行時点と掲載 ROE とのラグの状況、かつ、その時点で（予）高 ROE という情報が何処までマーケットに織り込まれていたかを示す執行時点での PER の情報とかは明らかでない。ただ、直感的に言えば、公表ベースの企業財務データだけを頼りに投資を行ない、ベンチマークを上回るパフォーマンスを上げられるほど、日本の株式市場が“非効率的”とは思いたくないものである。

つまり、国際分散投資の視点からの投資を別にすれば、外人が買った日本銘柄は、ごく一部の優良株に限定され、しかも収益に陰りが見れば素早く売り抜けたというシナリオが考えられるものの、これを証拠立てる十分な材料が本書で提供されているとはいえず、最初の疑問は残ったままである。

因みに、日本株が崩壊した90年以降であって

も、その定義は様々ながら“ニフティ銘柄”からなるバスケットのパフォーマンスが、マーケット全体の軌跡とは大きく異なり、好調であったことはよく知られている。例えば、古くは毎日新聞社が創設した「J-30」はそうした軌跡を持ち、近くは GS 証券の K. 松井氏による「ニフティ30」のパフォーマンスは、図1が示すように、株価が半減した全体の姿とは大きく異なっている [K. 松井 & 鈴木広美「Japann Portfolio Strategy, 1997. 4. 2」]。

「ニフティ30」の選定方法は、大雑把に言えば、＜高予想 ROE かつ低予想 PER 銘柄＞という素人でも思いつきそうな初歩的・常識的なものである。前述したようにこうしたシンプルな選定方法でマーケットをビート出来るとは思いたくないものの、たまたま90年代はこの方式がフィットしたということなのであろう。その証拠に、直前の80年代はこうした方法で選ばれた「ニフティ30」もどきポートフォリオが散々であったことは、同じく K. 松井氏の図2から明らかであり、またも1999から2000年にかけても、マーケット相対比でみても大きく崩れたといわれている。

こうした状況は、90年代日本の二極化相場として知られているものであるが、加えて外人投資投資ならではの、円安トレンドを利用した為替からの収益を組み合わせれば、外人投資家によるニフティ銘柄への集中投資による一人勝ちの可能性も有り得ないではない。K. 松井氏の分析は、外人投資家のパフォーマンスを直接議論したものではないが、使用されている図表（図3、4）からその可能性を垣間見ることは出来るかもしれない。

図1 ニフティ30相対パフォーマンス (80年1月=1.0)

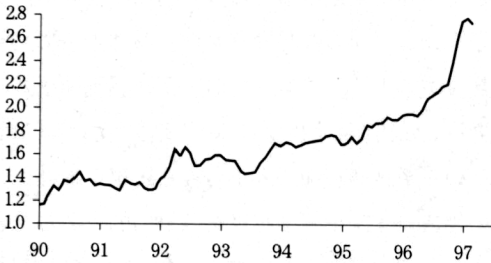
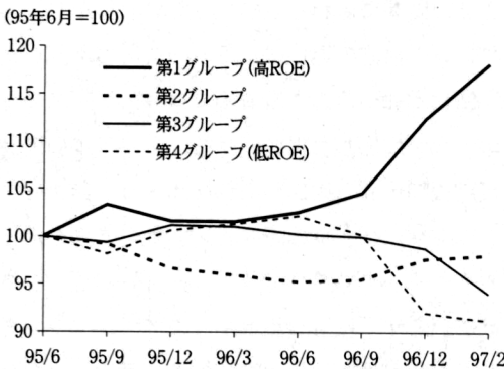
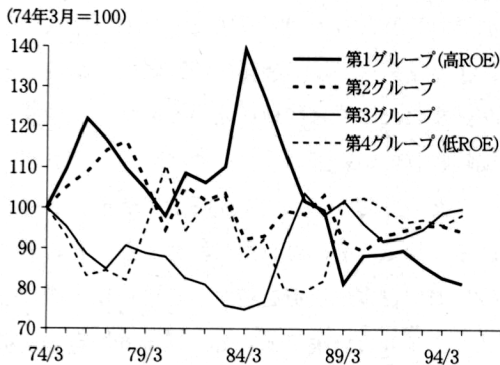


図2 株主資本利益率 (ROE) による四分位グループ別相対パフォーマンス (74年3月～95年3月)



(2) 外人投資家のパフォーマンスは結果的にどうであったのか?

この興味深い課題に対し、著者は独自のリサーチ・デザインに基づく計測によって答えるという方法ではなく、結果が発表されている幾つかの日本株ファンドの運用成績によって答えるという方法をとっている。こうした方法を取る以上、計測期間を独自に設定出来ないという

図3 ニフティ30のパフォーマンスと為替の相関性 (円/ドル)

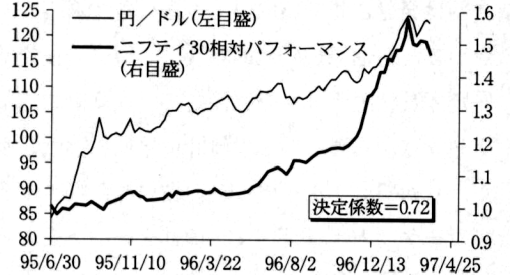
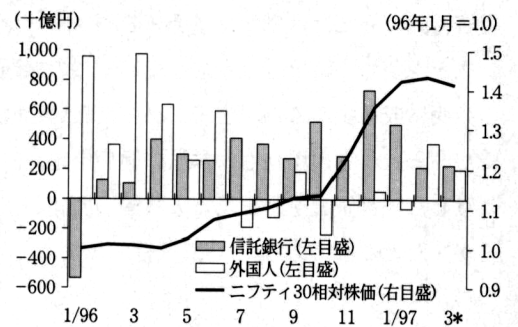


図4 信託銀行と外国人投資家の純買越し額とニフティ30の相対パフォーマンス



〔出所〕 K. 松井&鈴木広美『ニフティ相場は継続するの
か?』(Goldman Sachs Japan Portfolio Strategy, 1997. 4. 2)

限界があるものの、結果を見ると、年ベース収益率の年による落差が大きいものの、3～5年の累積収益率をみると、ベンチマークであるMSCI等のインデックスのパフォーマンスを上回る成績を上げているファンドが少なくないようである。

ただ、パフォーマンスが良い年は、純資産が増加しているものの、一転悪化した年には純資産の急減が報告されている。この二つの数値を組み合わせる時、外人はパフォーマンスの悪化する前に売り抜けることが出来たのであろうか?この最も興味ある対象についての情報は得られず、ここも、既存のデータに依存する分析の限界かもしれない。

ただ、ここで問題としている<投資セクター別パフォーマンスの状況をいかに計測するか>

は大変困難な問題であって、いまだに適切な方法論は発見されていないとみるべきであろう。かつて、新進気鋭のM助教授は、東証の投資部門別売買状況データを駆使して、大変魅力的なテーマながら難しいこの難問に果敢に挑戦したが、＜対象セクターのt週の買い越し額* t週のマーケットインデックスのリターン＞をもって「t週の対象セクターのパフォーマンスとみなす」という方法論上の誤りから、逆張り型の投資行動はそれだけで即マイナスのパフォーマンスと認定する結果となってしまう、この課題の究明に成功することが出来なかったという経緯がある。著者の場合も、学派の違いを超え、こうした先行研究を踏まえた方法論の展開が欲しかったところである。

(3) その他の論点

①ロンドンのSEAQインターを巡る議論は、日本の“金融空洞化”を指摘して、金融ビッグ・バンの先駆けとなったという意味で著者が言わば“世に出る”契機となった論点であることもあって、ここでの議論の重層性は本書の中でも群を抜いている。

即ち、＜SEAQインターを巡る日本株売買＞という論点で説明を求められている論点が何かといえば、i) 統計数値の過大性が生まれるプロセスのロジカルな説明、ii) 日本の手数料自由化と共に低減化に向かったSEAQインターでの取引ウエイトが2000年以降再び増加傾向に転じた理由の説明であろう。

この二つの論点について、i) については、マーケットメーカーが関与しない言わば場外取引がSEAQインターでの取引量に含まれてしまっている可能性、ロンドンで完結せず日本へ繋がれている取引が含まれている可能性、更に

当時の固定手数料を巡る歴史的に複雑な事情から、ロンドンの機関投資家からみて東京に直接発注するより、ロンドンの日系証券現地法人に発注した方が手数料が8割で済み、かつロンドンの日系証券現地法人からみると東京本社からの手数料4割キックバックは魅力的であったといった解説がなされており、今となっては関係者には周知のこととは言え、一般読者には興味深い情報であろう。ii) についても、持合い解消売りを支障なく進めるための方便としてSEAQインターで外国機関投資家名義であることが好まれたのではないかという興味深い指摘も提起されている。

ただ、本書が扱っているSEAQインターを巡る議論は、その優れた分析にもかかわらず、投資家が日本株投資を決意した後の執行領域のメカニズムの議論であって、日本株投資を決意させた動機に係わるものではない。しかし、これは分析目的の違いによるものであろう。

②日本株への外人投資のフロー・ベースのウエイトが増加した根拠として、i) 日本の外為規制緩和・ii) 大口手数料緩和・iii) 非オークションマーケットの誕生といった日本株を巡る外人からみた投資環境の好転(48-53頁)を挙げているが、投資環境はあくまでインフラであり、それだけでは外人投資増加の理由にはなり得ないのではないか？という疑念を払拭出来ない。

③インデックス運用に対し、それが「順張り運用であり、従って株価の変動性を高めた」との認識(62-63頁)が見られるが、インデックス運用とは、当初の設定時と追加設定時を除くと、執行コストの極小化を図る観点から、トラッキングエラーの修正の他は、売買を控えることがその本質であり、従って、「順張り運用

であり、従って株価の変動性を高めた」ということは、インデックス運用の本質からして有り得ない。従って、現物市場への参入があるとすれば、追加設定の時だけであり、その機会は確かに株価上昇時に多い可能性は高いものの、その頻度は少ないはずである。

④本書にも、機関化の進行と共に生じているインデックス化のトレンドへの言及が多く見られるが、その視点は専ら、投資家サイドからの視点のみであり、インデックス化がもたらす“効率的市場パラドクス”といわれる深刻な問題点、つまりインデックス化は個別経済主体にとっては、確かに優れて合理的投資態度であっても、マーケットにとっては「価格発見機能の弱体化」という、証券市場の存在理由にも係わる事態をもたらすという怖れに対する危機意識が全く感じられない。

⑤ファンド・オブ・ファンドをヘッジファンドのためのファンドとみなす(92頁)という誤解が見られる。

⑥「含み益に支えられた中期的経営」から「短期的視野の ROE 経営」へと、転換せざるをえない状況にあることが主張されているが、状況把握として特に異論はないものの、こういうロジックであると、外人株主の増加の入り込む余地を自ら縮小させているように見えてない。つまり、外人投資家の圧力などなくとも ROE 経営へは向かわざるをえないように見えるからである。

IV. まとめ

本書は、個々の論点については、例えば、日本株の SEAQ インターでの売買・決済状況についてなど本書以外で得られない貴重な情報をもたらしてくれた。そのことは充分認めた上で、評者が最初に問題提起した、90年代という日本株の全体的パフォーマンスが戦後突出して低調であった時代に、何故、外人投資家が参入しその取引シェアが目覚しく増加したのか？、また彼等は、巧みに泳ぎ回りマーケット全体が低迷する中、独自の高パフォーマンスを獲得出来たのであろうか？それとも、挫折したのであろうか？ こうした、最も我々が知りたい課題に何処まで答えてくれているかと言えば、必ずしも明らかではない。

しかし、それは元々本書が直接目指すものではなかったのであろう。そもそも、評者の設定した課題は余りに困難な課題であったかもしれない。少なくとも評者自身は答える術を知らない。いずれにせよ、本書が切り開いてくれた橋頭堡がそのための貴重な出発点をなすことは間違いない。確かに、＜外人投資家のパフォーマンス＞と言ってみても、“外人投資家一般”という存在があるわけでは無く、その意味では外人投資家の実態分析から始めることが堅実かもしれない。

(東京証券取引所総務部広報 GP 主任調査役)