

学 位 审 查 报 告 书

(紅)
考考論文
(冊五)

[illegible]

(論文内容の要旨)

本論文は、長期投資家の視点に立ち、投資対象としての証券市場の分析に関する体系を整理しながら、日本の証券市場における主要な投資家の行動を分析し、それが証券価格形成や企業経営に与える影響を探るものとなっている。

市場分析に当たっては、筆者の多くの研究論文（主要な5編を参考論文として添付）がベースとなっている。この一連の研究は、日本の株式市場を特徴付けてきた株式持ち合い構造の分析から出発し、本論文の執筆時点において非常に大きな影響力を発揮している年金ファンドの投資行動の分析や、市場の関心が高まっているSRI (Socially responsible investment) の分析にまで及んでいる。

本論文は全体を概観する第1章と、それを受けて展開される3つの部から構成される。

第1章は本書の全体像を概観する章として位置づけられており、中長期的な視点から眺めた場合、日本の証券市場が日本経済の影響を免れないこと、経済成長率と株式及び債券投資収益率の相関性が高いことが実証的に示されている。証券市場が経済活動と密接不可分であることが中長期的な観点から証券に投資する場合にポイントになること、言い換えれば証券投資によって得られるリターンの制約条件になることを確認したことになる。証券投資というミクロもしくはセミマクロ的な行動の制約条件として、経済活動というマクロ経済的な要因が存在することを第1章において最初に明示したことは、中長期的な投資が本論文の一貫した切り口であることを強調している。

第1章で示された概観を受けて、第1部（第2章～第8章）においては経済活動が、第2部（9章～第13章）においては証券市場及び証券投資と関連する市場が、第3部（第14章～第17章）においては企業が、それぞれ分析の対象とされる。

第1部は、企業が活動する場としての経済全体の分析に充てられる。経済活動全体が量的に拡大しなければ、そこに属する企業の活動は制約され、拡大しない。その企業に資金という資源を提供する投資家もメリットを享受できない。日本経済に則して言えば、平均的な日本企業は、日本経済や世界経済という枠組みを抜け出して活動することはできない。この観点から、第1部では、具体的に次のテーマが分析の対象となる。すなわち、日本経済及び世界経済とその成長率がアセットクラスの定義に与える影響（第2章）、証券投資の基本となる利子率の把握とその予測（第3章）、日本経済の動向と企業の内外での付加価値生産活動の関係について（第4章）、経済動向が企業業績に影響を与えるプロセス（第5章）、経済分析と企業業績の分析事例（第6章）、産業構造の変化に関する分析（第7章）、グローバルに経済活動を眺める視点（第8章）が主に扱われる。この中で、アセットクラスの定義に関する分析は、グローバルな市場が対象となる年金ファンドの運用において盛んに分析されつつある分野である。また、企業の付加価値生産性とその分配率の問題は、企業の人員削減、団塊の世代の退職等とも関連が深く、日本の個人消費の増大と企業設備投資の増大が両立するかどうかも深く関係している。

第2部の主たる対象は証券市場の分析である。投資家が株式や債券に投資する場合、直接的には内外の株式市場、債券市場、さらには外国為替市場を分析しなければならない。この観点から、外国為替レートと各国の経済活動の関係(第9章)、証券市場での価格指数(インデックス)の意味とそれを模したインデックス運用の是非(第10章)、株式市場の適正な価格水準に関する判断(第11章)、証券市場での主要なプレーヤーである投資家の投資スタイルと特徴(第12章)、証券市場での価格形成とその誤りの事例(第13章)に関する分析が示される。この第2部の分析では筆者の研究業績に基づいて記述された箇所が多い。株式保有構造と持ち合いの分析は筆者が1990年頃から先駆的に開始した分野である。そこから発展し、コーポレートガバナンスと年金ファンドの投資行動を扱った論文として、『アメリカ法』に掲載された「議決権行使のコスト」(参考論文1)が位置づけられる。ここでは、年金ファンドの株主総会における議決権行使が批判的に分析されている。次に、『フィナンシャル・レビュー』に掲載された「証券市場における機関投資家の役割―年金と証券投資信託の役割について―」(参考論文2)では、本来、長期的な視点から株式に投資すると期待されている年金ファンドが、実のところは株価変動に短期的に反応し、行動することが分析されている。さらに、『企業会計』に掲載された「サブプライム問題の本質」(参考論文4)では、過去のバブルを振り返りながら、企業や投資家に醸成される自己陶酔的な行動が論じられ、同時に金融技術とその利用に関する考察がなされ、今後の金融政策に関する提言と方向性に関する示唆を述べている。

第3部では、証券市場において証券を発行し、資金調達している企業が分析の対象となる。中長期的に証券に投資する場合、最後には投資対象である企業とその価値や価値の形成に関する分析が必要となる。この観点から、企業が生み出す利益水準・率及び成長性(第14章)、企業価値及び株式価値に関する分析事例(第15章)、企業価値に織り込まれていない情報の意味(第16章)、企業の社会的責任(CSR)の情報が証券投資に与える意味合いと株式投資収益率(第17章)の分析事例が示される。この第3部においては筆者の最近の研究業績が下地となっている。『ニッセイ基礎研究所報』に掲載された「村上ファンドの投資行動と役割」(参考論文3)では、M&Aもしくはそれと類似する投資行動の標的となる企業の特徴を抽出している。現在では村上ファンドの行動を評価しない風潮が強いが、論文では標的となった企業の経営にも問題があったことを導いている。また、『人を生かす企業が伸びる』に掲載された「株式投資収益率への影響」(参考論文5)は、企業の社会的責任(環境や女性就業者への配慮)を重視した経営が、長期的に見て、高い株式投資収益率をもたらすのかどうかの分析である。論文では、分析対象となった企業数は少ないものの、SRIが高い株式投資収益率をもたらす可能性を分析結果として得ている。

以上、本論文は投資家の視点に立ち、マクロ経済、証券市場、個別企業を幅広く扱いながらも、最近の研究業績を踏まえたものとなっている。

(論文審査の結果の要旨)

本論文は日本の証券市場とその特徴を幅広く分析しているのみならず、年金ファンドやM&A等の投資家の行動、企業経営と株式投資収益率の関係、サブプライムローン問題に象徴されるバブルの問題等を独自のデータと発想に基づいて分析し、先駆的な分析結果を導いている。この点において実務的な価値だけではなく、学術的な価値を有している。

投資家の投資行動に関する出発点は株式持ち合い構造の定量的な把握にあった。開示されているデータを用い、それらを付き合わせることで株式持ち合い構造の全体像をわが国で初めて把握したことは、市場関係者の関心と呼んただけではなく、株式持ち合いを前提とした株価形成やコーポレートガバナンスのあり方に関する議論を呼び起こした。

コーポレートガバナンスについては、本論文では10章において年金ファンドの議決権行使に着目した分析を行っている。同時に、ここでは1990年代後半に日本の年金ファンドが採用した投資スタンス、すなわち国内株式におけるインデックス運用と、それを補完する意図で株主総会における議決権行使の積極化させた政策について、その是非が議論されている。それによれば、議決権行使は投資対象企業の分析に基づくアクティブな投資スタイルであるにもかかわらず、それをパッシブな投資スタイルであるインデックス運用と組み合わせることは矛盾だと結論している。証券市場の主要な投資家に成長した年金ファンドが依然として未成熟な側面を有していることになる。論文の公表以前には、年金ファンドに拍手喝采を送る風潮が強かった中、意義のある内容である。また、この論文は、年金ファンドの実際の株式売買行動が妥当かどうかの分析に結びつく。

年金ファンドの株式売買行動に関して、12章では、年金ファンドをはじめとする主要な投資家の投資スタイルを取り扱っている。ここで用いられたデータは、証券取引所が公表している主要な投資家別・業種別ポートフォリオのデータに基づいており、それ以前に分析対象とすることができなかった年金ファンドとそのポートフォリオを定量的に分析できるようにした点において独自性がある。論文では、主要な投資家の業種別ポートフォリオと株価動向（市場株価に対する業種別株価の相対的な上昇率）との関係を分析しており、その結果、年金ファンドの投資行動が株価追従的（すなわち順ばりの）であることが明らかにされている。本来、年金自身は中長期的な視点に基づいて証券に投資することが期待されているから、その期待とそぐわないことになる。さらに、年金ファンドが株価追従的な投資行動を示すことは、その後の他の研究者による報告内容（コンサルタント活動の一環として集積された内部データもしくはアンケート調査を用いた分析結果）とも整合的であり、筆者の分析は先駆的である。

M&Aとそれに類似する投資行動を分析したのが、14章である。分析対象は村上ファンドの投資行動である。それによれば、村上ファンドが投資対象とした企業は、現金・現金同等物の保有比率が高く、他方で有利子負債比率が低いこと、株価純資産比率が極端に低いことが明らかにされている。この分析結果は、相前後して公表された他の研究者達の分析結果と同じである。同時に本論文では、村上ファンドが投資対

象とした企業は、市場平均と比べて、景気回復・拡大期における資産効率性（総資産利益率、純資産利益率）の向上に乏しいことも明らかになっている。村上ファンドに対する批判は多いものの、狙われる企業の経営体質にも問題があったことを明らかにした点において独自性がある。

最近、投資家が注目している投資スタイルに SRI がある。最後の 17 章では、この問題を扱っている。本論文は、2004 年度、05 年度の厚生労働省委託研究「仕事と生活の両立政策、女性の能力活用と企業経営」の報告書を加筆修正したものであり、アンケートが基本データとなっている。分析対象は、CSR（Corporate Social Responsibility）を重視する企業の株式投資収益率が、そうでない企業と比べて高いかどうかである。ここでの CSR とは、両立政策と女性の能力活用である。具体的には、アンケートに回答した企業のうちの上場企業 74 社を、両立政策及び女性の能力活用の両方に積極的に取り組んでいる企業とそうでない企業に分別し、5 年間と 10 年間の株式投資収益率に差異が見られるのかどうかを分析している。その結果、CSR を重視する企業の株式に投資した場合、そうでない企業の株式に対して有意に高い投資収益率が得られるとしている。従来から CSR と株式投資収益率に関する分析はいくつかあるものの、CSR に着目したファンド（SRI ファンド）を分析したものにはすぎない。SRI ファンドの場合、ファンドを組成するアセットマネジメント会社の判断が入っているため、CSR を重視している企業の株式が高い投資収益率をもたらすかどうかを直接評価することにはならない。この点、筆者の分析は CSR の重視企業を直接分析しており、分析方法として優れている。かつ、その投資収益率が高いとの結果を得たことは、CSR と証券投資との相互関係の分析に大いに寄与するものである。

以上のように、本論文は独自性が高く、内容的にも価値の高い結果が得られている。とはいえ、年金ファンドの投資行動の分析のデータが年データであり、統計的な分析方法に工夫の余地があること、SRI の分析に関してもアンケート調査が上場企業に限定したものでなかったことから企業数が少数であったために投資収益率と CSR の関係を分析する上で他の要因のコントロールが十分に行えていないこと等、分析を工夫する余地が残されている。また、サブプライムローン問題以降の金融証券市場の分析は、まだ出発点の段階から抜け出しておらず、今後の研究を待つべきである。

しかしながら、本論文の功績はこれらの工夫の不足を補って余りある。また、新たに得られたデータを加えて、補足的分析によっても当初の分析結果と大差ない結果が得られている。よって、本論文は博士（経済学）の学位論文として価値あるものと認められる。なお、平成 20 年 12 月 18 日、論文内容とそれに関する試問を行った結果、合格と認めた。