

Institute for Advanced Research, Nagoya University



名古屋大学高等研究院

金融システム研究プロジェクト・ニュースレター

(発行責任者：大学院経済学研究科教授 家森信善)

E-mail:yamori@soec.nagoya-u.ac.jp

[新聞寄稿論文の紹介]

「新規参入の少ない東海地域」



高等研究院のプロジェクトの一環として、『中部経済新聞』に連載している「東海金融の明日を考える」の第21回の原稿が、2005年1月10日に掲載されました。

今回は、東海地域の創業の問題について論じました。東海地域は、経済規模や経済活動の水準の割りに創業が低迷していると言われていま

低い創業率

東海地域では、伝統ある企業が立派な業績を上げ続けていることが、地域経済の安定につながっている。しかし、時代が急激に変化していく中で、東海地域の経済が柔軟性を失わないためには、新しい企業が次々と育っていくことも非常に重要である。この点では、東海地域の実績は満足のできるものとはなっていない。

創業率(=新設企業/既存企業)を計算してみると、全国平均が2.41%(2001年)であるのに対して、愛知県3.11%、三重県2.84%、岐阜県2.75%で東海3県とも全国平均を一見、上回っている(表1)。しかし、全国の計数は会社設立の少ない過疎県の影響を受けており、愛知県でも創業率の順位は(47都道府県中)19位に過ぎない。

少ない外資の進出

また、経済産業省の「2002年外資系企業動向

調査」によると、対日直接投資の都道府県別シェアで、愛知県 1.1%、岐阜県 0.3%、三重県 0.2%にとどまっている。一方、東京が 69.2%、神奈川 10.4%、大阪 7.1%で、東京はもちろん、神奈川や大阪と比べても東海地域への直接投資が少ない。

少ない若い上場会社

上場会社を本社の立地で区分してみると、2003 年で 275 社（ジャスダックを含む）が東海 3 県に本社を持っており、全上場会社に占める比率は 7.6%である。愛知県単独では 6.2%にとどまり、大阪府の半分以下である。また、新興企業の多いジャスダックに限定すると、東海 3 県のシェアは 6.7%に低下してしまい、新興企業が相対的に少ないことを裏付けている。

さらに、上場会社の設立時期を調べてみると、1990 年以降の比較的新しい上場企業が愛知県の場合、極端に少ないことがわかる（表 2）。

金融機関へのインプリケーション

こうした創業率が低いことは、金融ビジネスのシェアを拡大するには、他の金融機関の顧客を奪わなければならないことを意味する。名古屋金利の一つの説明要因として、金融機関間での激しい競争が指摘されているが、新規企業が少ないことは既存の企業をつなぎ止めるために、価格競争が起こりやすくなると考えられる。

また、データが蓄積されている企業については、審査がそれほど難しくないために、金融機関の間での競争が価格競争にならざるを得ない面もある。

地域に根ざしたベンチャーキャピタルの活躍を

ただし、元本保証の預金で集めた資金を使う銀行や信用金庫ではリスクをとるのには限界が

ある。そこで、地元の資金をリスクマネーの形で地元企業に投資するスキームとして、地元で立脚したベンチャーキャピタルや地域限定型の投資信託に期待する必要がある。

残念ながら、財団法人ベンチャーエンタープライズセンター「平成 15 年度ベンチャーキャピタル等投資動向調査」によれば、ベンチャーキャピタルの中部地区への投資は、全体の 6%以下（金額ベースで 7%）にとどまっている。

過去を見ても、2000 年調査では中部・北陸のシェアは 2%（金額ベース）、2001 年 5%、2002 年 5.2%となっており、経済規模に比べて、ベンチャーキャピタルによる資金提供は低調に推移してきた。

もちろん、そもそも投資対象になるベンチャー企業が少ないこともあろうが、ベンチャー企業の金融面からの掘り起こしの努力も一層必要であろう。

創業促進の環境整備を

東海地域には、世界有数の大企業で働く高度な技術を持つ技術者が多数暮らしている。中には、大組織の中で自分の実力が試せずに、創業の機会をねらっている人もいよう。つまり、東海地域には、潜在的なベンチャー企業の種は非常に豊富に存在している。それだけに、創業環境の整備によって、一気に状況が変わる可能性も少なくない。

もちろん、企業の創業や外資の誘致などは単に金融だけの問題ではない。地域行政や商工会議所などの公的支援組織の役割も不可欠であろう。たとえば、中部経済産業局が旗振り役になって進めている、外資の誘致を目指すグレーター・ナゴヤ・イニシアティブにも期待したいと考えている。

表 1 創業率(2001 年)

順位		創業率(%)
	全国	2.41
1	沖縄	5.62
2	福岡	4.73
3	奈良	4.36
4	東京	3.84
5	大阪	3.67
6	滋賀	3.64
7	熊本	3.49
8	神奈川	3.47
9	兵庫	3.47
10	千葉	3.47
19	愛知	3.11

24	三重	2.84
30	岐阜	2.75

(注) 会社の創業率 = 当年の会社設立登記数 ÷ 前年会社数。福岡県統計課資料を利用。

表 2 上場会社の設立時期

	1985-89 年	1990 年以降
全国	116 社	255 社
東京	74	170
愛知	8	8
大阪	10	26

(注) 『会社四季報』を使い、筆者計算。

【金融専門誌への寄稿】

「ベア市場で強い商品ファンド」

『日刊 デリバティブ・ジャパン』(2005 年 1 月 28 日)に「商品ファンドの将来像を考える」の第 6 回目の連載記事として、「ベア市場で強い商品ファンド」というタイトルの論文を寄稿しました。以下でその全文を紹介します。

商品ファンドなどの代替投資を組み入れる目的は、ポートフォリオのリスクを減らすことにある。ただし、そのリスク削減効果は経済や金融の状況に依存していることが知られている。残念ながら、わが国では商品ファンドの歴史が浅く、様々な投資スタイルのうち、どのスタイルをどういった状況下で選択すべきかについて、検討することは難しい。その点で、アメリカの経験から学ぶことは多い。

コロンビア大学のエドワーズ教授は、商品ファンドとヘッジファンドの様々な投資スタイルについて、株式市場の状況別に投資パフォーマンスを比較している。具体的には、1990 年 1 月から 1998 年 8 月までのデータを使って、1665

のヘッジファンドと 2345 の商品ファンドのパフォーマンスを分析している。ここでは、商品ファンドの部分を紹介することにするが、商品ファンドの投資スタイルは、公募ファンド、私募プール、通貨 CTA、農産物 CTA、金融 CTA、株式 CTA、エネルギー CTA、分散投資 CTA の 8 つに区分されている。CTA は、投資家が CTA (商品投資顧問業者)に資金を直接委託する投資形態で、大口投資家のみが利用できる。

さて、ブル市場(株価が上昇する時期)では、シャープレシオ(実現リターンから安全資産の金利を引いたものをリターンの標準偏差で割った値: リスクを調整したリターンの指標)で見ると、最も良いのが、当然ながら株式 CTA である。公募ファンドは下から 2 番目で、一番悪いのはエネルギー CTA である。商品ファンド全体でのシャープレシオは 0.54 で、ヘッジファンドや株式に比べて相当劣ることになる。

他方、ベア市場(株価が下落する時期)では、商品ファンドの中で最も良い成績を上げている

のは金融 CTA (金融先物・オプションへの投資を行う) であり、株式 CTA は最も悪い成績である。公募ファンドはこちらでも 6 位にとどまっている。商品ファンド全体でのシャープレシオは 1.31 で、ヘッジファンドや株式を大きく上回っている。つまり、ベア市場ではヘッジファンドよりも商品ファンドの方が高いパフォーマンスを記録しているのである。

なお、同論文では、シャープレシオ以外の指標による比較も行っている。具体的には、非常に悪い成績(ここでは年率 10%以下)になる確率を最小化する投資を最適と考える Roy 基準や、確率 5%で起こる悪いリターンの水準をな

るべく高くするという Kataoka 基準である。これらは、悪いことができるだけ起こらないようにポートフォリオを組むという意味で、安全第一ルールである。これらの基準でもっとも良い評価を得たのは金融 CTA であり、公募ファンドは低い評価しか受けなかった。これはシャープレシオの評価とほぼ同じである。

商品ファンドそのものはとくにベア市場で魅力的な投資成績を上げており、ポートフォリオのリスク引き下げに寄与する。しかし、一般投資家向けの公募ファンドになると必ずしも満足できる成績をあげていないことにも注意が必要である。

商品ファンドの投資スタイルと株式市況の影響

商品ファンドの投資スタイル	ブル市場		ベア市場	
	年率リターン	シャープレシオ	年率リターン	シャープレシオ
商品ファンドの全体	11.77	0.54	17.18	1.31
金融 CTA	14.89	1.18	17.26	1.45
株式 CTA	16.97	1.97	-2.27	-1.17
農産物 CTA	19.19	1.32	9.44	0.42
分散投資 CTA	11.30	0.62	18.90	1.34
通貨 CTA	8.28	0.32	19.64	1.40
エネルギー CTA	-3.16	-0.65	11.66	0.55
私募プール	8.90	0.42	12.14	0.75
公募ファンド	6.12	0.13	9.64	0.51
ヘッジファンドの全体	22.06	2.90	-7.62	-2.11
S & P500	43.49	2.90	-45.80	-3.81

(注) 各スタイルのファンドの均一ウエイトポートフォリオのリターンである。

出所) Edwards and Caglayan, "Hedge Fund and Commodity Fund Investment Styles in Bull and Bear Markets," *Journal of Portfolio Management* 27, 2001.

<その他の1月の活動>

(1) 経済誌への寄稿

『プレジデント』(2005年1月17日号)の「世の中の読み方」という欄に、「ペイオフ前夜。地域金融機関を上手に使うための本」というテーマで寄稿しました。

(2) 住宅金融公庫の有識者交流会議

住宅金融公庫名古屋支店が、1月に「地域有識者交流会議」を開催しました。私も会議に参加し、住宅金融公庫のあり方などについて意見を述べました。