

国際分散投資の理論と現実

岸本 光永

1. はじめに

国際分散投資についての議論や現実の投資がここ4～5年間で、わが国において盛り上がってきた。広く国際分散投資をとらえるならば、製造業を中心とした海外直接投資と海外証券、海外不動産の金融投資の2つに議論は集約されるであろう。製造業の海外直接投資はごく一部の企業を除いて、日本の大部分の企業は、(1) 為替変動、(2) 国内の製造コストの上昇、(3) 輸出相手国の輸入規制等の壁にぶつかり、やむにやまれず、市場の確保、利益の確保といったサバイバルゲームで海外直接投資が行なわれる場合が多い。そのため、海外直接投資に踏み切るまでに、相当時間をかけて検討が加えられているが、それでも、リスクを読めず成功できないケースも多い。

一方、わが国の生保、損保、信託銀行といった機関投資家は、資金の運用利益を目的としているため、海外直接投資に対する意思決定システムは製造業のそれとは全く異なる。

ここでは、日本の広義の金融機関における国際分散投資の現状と問題点を述べてみることにする。

2. 対外直接投資と資産運用

1986年以降、円 \$ レートが200円の水準を越えた時点より、対米中心とした直接投資が急激に増加してきた。製造業は当然としても、金融、保険、不動産の伸びがいちじるしくなっている。また投資地域として北米での伸びが他の地域に比べて大きくなっている。一方、欧州も増加しているが、その中で金融・保険業の伸びがきわだって目立っている。

特に、1990年に入り東欧の改革が明確になってくると米国に行っていた投資も東欧に近い西独へシフトしている。金融・保険業の直接投資は、一部米国の金融機関への資本参加または金融機関の買収があったが、そのほとんどは、債券を中心とした証券投資と最近では不動産投資がほとんどである。統計上の分類が実態と異なるために、現実には不動産への投資はもっと大きいものと考えられる。

金融・保険業が米国の不動産に投資する方法として、
① 現地法人への出資を行ない、現地法人の資本で投資する

② 現地法人へ融資の形態をとり現地法人が投資することのいずれかの形態をとっている。そのために、実際は不動産投資であるのにもかかわらず、大蔵省への申請ベースでは、資本輸出または融資の分類に入っている。

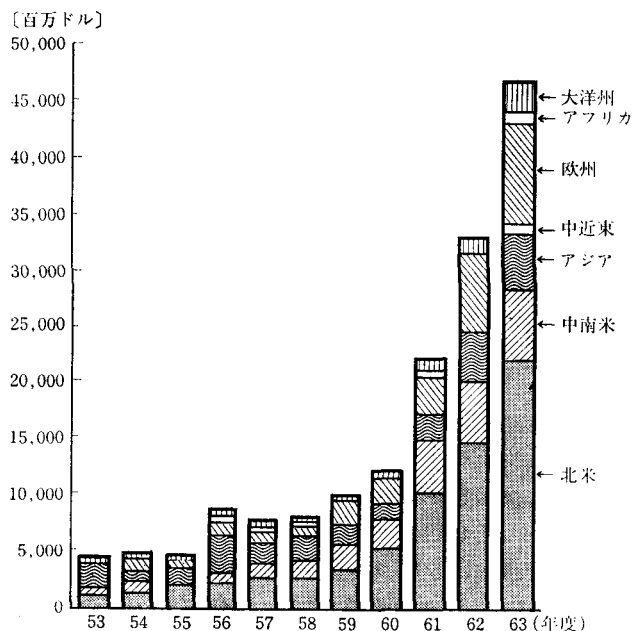


図1 対外直接投資への地域別動向

(備考) 大蔵省「対外直接投資届出実績」により作成。

きしもと こうえい (株)日本金融システム研究所

〒101 千代田区東神田2-4-5 堀場ビル

1990年7月号

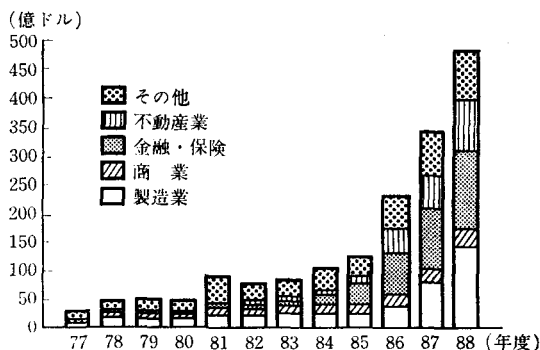


図2 わが国の海外直接投資業種別推移
(資料) 大蔵省「許可・届出統計」(89年度)

どちらにしても、金融・保険業の海外直接投資は証券、融資、不動産のいずれかの投資であり、その大部分は近年、欧州が拡大したとはいえ、その重点は米国であった事実は明らかである。この中で、T-BONDを中心とした日本の機関投資家の投資は、現在すでに市場を左右するシェアを持っていることは、あまりにも有名である。また、間接的な海外投資として東京証券取引場に上場されている外国株への投資もある。すでに上場銘柄数も1990年1月末現在で120銘柄となっており、1989年の1年間の売買高は4億8,000万株、売買代金は2兆8,000億円にも達している。この量は、東京証券取引所の一部上場銘柄の1日の取引量に匹敵している。このように、すでに日本の金融・保険業の国際分散投資は着実に進展している。しかし、国際分散投資についていえば、なかなか理論的には進んでいないのが現状である。

米国の国際分散投資についての考え方の中には為替のウェイトはきわめて少ない。しかし日本の国際分散投資は為替が最大の関心事である。また米国の国際分散投資はカントリーリスクのウェイトが高いが、日本の投資家の投資は米国を中心に、欧米先進国がほとんどであり、ほとんどカントリーリスクの考え方は入っていないようである。国際分散投資を行なう時のポートフォリオ策定の考え方の順序についても大きく日本と米国との差が見られる。米国の投資家の場合、ポートフォリオを考えるプライオリティとして国際分散投資を当然として考えるが、日本の投資家は必ずしも米国と同様に国際分散投資のロジックをとらないのが普通である。日本の金融・保険業のロジックとして表1の2通りがあるが、一般的にはケースBの方が多い。これは、日本の金融・保険業がタテ割組織が強大で、まず、国際分散投資とはなりにく

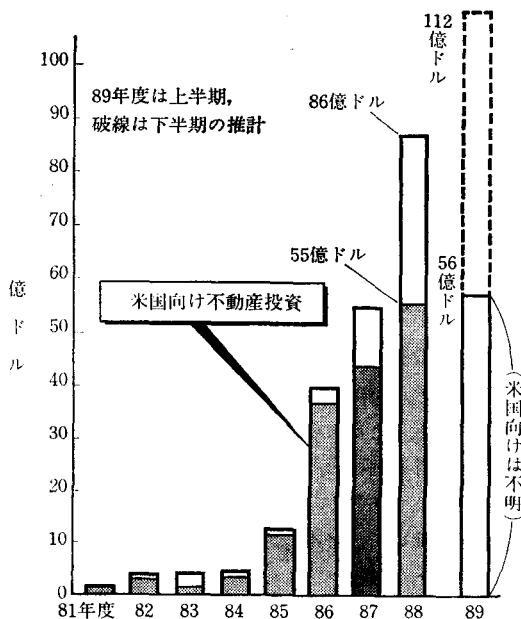


図3 対外不動産投資の推移
出典：朝日新聞

表1

| ケース A | | ケース B | |
|-------|--------|-------|--------|
| 上位 | 国際分散投資 | 上位 | 商品分散投資 |
| 下位 | 商品分散投資 | 下位 | 国際分散投資 |

いことが理由の1つではないだろうか。しかし、どちらを先にするのが良いのかは、なかなか答を出せないことも事実であろう。一般に日本の金融・保険業の投資として、まず、よく読める、日本国内の投資を優先させることが、心情的にも安心感があることも事実であろう。現在の多くの金融・保険業の海外投資は日本での投資先の減少から、余資のもって行き先として、やむをえず海外に投資してきたとよくいわれていることも、もう1つの事実であろう。

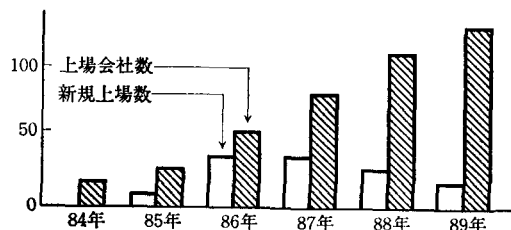


図4 東証外国部の上場会社数および新規上場数の推移 出典：東京証券取引所資料

3. 国際分散投資の問題点

国際分散投資が単にリスク分散だけを目的とするなら、国内の投資分散すなわち、株、債券、貴金属等の商品分散投資や先物、オプション手法を利用した投資方法がある。

不動産は長期投資として考えるならば、国内の方がリスクはよほど少ないことは明白であろう。現在、日本でいわれている国際分散投資はどちらかというと、ハイリターンを目的としたものが多い。そのために、種々の問題が含まれて、環境条件の急激な変化があった時は一度に問題が露出する。その例として、急激な円高に推移したとき生損保を中心とした米国債による大幅な為替差損は有名である。同じようなことが、中小金融機関が横並びで購入した、カナダ債、オーストラリア債でも発生している。今後は、今までのように金融・保険業も大幅な余裕資金の生まれる環境ではなくなりつつあるので、余裕資金のハケロとしての海外投資を行なわなければといった状況ではなくなりつつある。そのために、より理論的な国際分散投資が必要となっている。しかし、現在の状況を見ると、日本の金融・保険業の国際分散投資における問題があまりにも大きいその中で、目立つ問題点を挙げてみよう。

(1) グローバルな視点に欠ける組織

日本の金融・保険業は元来、日本国内を中心にビジネスを行ってきた関係で、マネージメントを国内・海外と分けて考える傾向がある。組織も国内・海外と分離し、人事的にも国内派、国際派と2分している。国際分散投資として、アセットアロケーションを策定し、マネージメントをしていくうえで、国内、海外も同じ基準でリスク、リターンを見てゆくことが必要である。

しかし、グローバルな見地から一元的に見ることができる組織は非常に少ない。対応できる人材もまだ育っていないのも事実であるが、国際分散投資を進めるのであれば、今後、組織、人材での対応が重要となるであろう。

(2) 情報入手およびパフォーマンス評価での問題

投資を行なう場合、投資先の情報がない場合は投資を行なわないのが普通であろう。株、債券等の市場性の金融商品に投資する場合は特に相手先の市場情報は不可欠であろう。しかし、現実には、日本国内と同様な質の情報を得ることはほとんど困難である。米国のような先進国の場合でも、市場情報をすべて、日本国内で得ること

はできない。最近増加しているアジア株では、市場価格を日々得ることはできない。このような状況を前提として投資を行なうことが必要である。そのため日本国内とは別の投資方法、哲学を持たなければ、種々の問題が発生するであろう。情報と同じに、きちんとしたパフォーマンス評価システムを持つことも必要である Plan-Do-See のサイクルを常に頭においた投資態度の確立が求められている。

(3) リスクに対する考え方に対する問題

海外不動産に投資を行なう場合、日本の不動産投資と最も異なる点は「不動産は価格が下がる リスクが大きい」という点であろう。日本で不動産といえば、一時的に値下がりがあっても、長期的には必ず値上がりしている。しかし、米国の場合は環境の変化、金利動向、景気変動により、大幅な値下がりがありうる、種々のリスクを木目が細かいマネージメントが必要であるが、マネージメントするうえで投資対象の調査分析を十分に行なうことが必要となっている。日本のファンドマネージャーはリターンに対しては非常に敏感であるが、リスクに対しては甘い傾向がある。日本という経済の安定した国での発想によるものであろうが、国際分散投資を行なう場合、為替リスクだけでなく最も基本的なカントリーリスクや市場リスクにも十分な配慮が必要である。そのためにも、国際分散投資に対するマネージメント体制の再検討が必要であろう。

4. 国際分散投資とマネージメント

一般の投資家の外国証券の購入に見られるような小規模な国際分散投資は別にして、金融・保険業の大規模な国際分散投資についてはどのようなマネージメントを行なうのであろうか。前述したように、これらの機関投資家は種々の問題点をかかえながら、国際分散投資をすすめている。国際分散投資は、基本的には、リターンとリスクのバランス投資であるが、国内の投資環境とは非常に異質であることも確かである。特に、リスクに対する対応方法が大きく異なる。

機関投資家としては、すでに種々の形態で国際分散を行なっているが、国際分散に対応したマネージメントは確立したとはいいいくいのが現状であろう。

まず、国際分散投資として、総資産をどのような配分で分散投資を行なうのであろうか。また、その分散投資はどのような部署の誰が意思決定するのであろうか。投資をしてからのフォローはどのような組織で、どのよう

な意思決定を行なうのであろうか。

今までの機関投資家の国際分散投資のスタイルを検討してみると、最初の米国債の購入時は慎重に対処したが、その後の投資は、どちらかというとな非常にラフな意思決定のスタイルであると思える。

その結果は、ドレクセル・バーナム・ランバードのジャンクボンドで火傷をした生命保険会社の例は、未だ記憶に新しい。日本の金融機関は一般的にタテ割で機能してきたので、投資のアロケーションの決定が難しい。投資を推進する部門は、どうしてもリターンを強調し、リスクを甘く見る傾向がある。または、外債、外株の購入をすすめる証券会社等も同様である。

このような情報を基礎に、適切な意思決定は非常に難しい。また、各機関投資家とも、国際分散投資にともなう為替リスクの管理は、各々の案件ごとに行なっていることは少なく、大部分はまとめて管理しており、案件ごとの為替リスクの管理も甘くなる傾向を持っている。

このような環境条件の中で、国際分散投資の意思決定方法、意思決定にいたるまでの調査分析方法、運用時のパフォーマンス評価方法、リスクとリターンの管理方法等の基本的なマネジメントについて、どのような組織と方法が必要であらうか。

国際分散投資を行なっている日本の金融・保険業は必ず海外に、現地法人、または事務所を持っている。その現地法人や事務所の機能はどうなっているのであろうか。国際分散投資を推進するうえで、日本の本社と海外現地法人または事務所の責任と権限は明確となっているのであろうか。これらを問いつめてゆくと、非常にあいまいなところが多いのも事実である。

リスクを管理する手法として、ALMがあるが、一般には、海外現法等の資産は全く考慮されないのが普通である。

結論から言うと、国際分散投資をより進めるならば、

日本の本社機能をより強力にし、ワールドワイドでリスクとリターンが常に把握できる体制が必要である。市場商品は現地でなければ、必要情報の入手と分析は難しいが、その情報を基礎としたトータルの意思決定を行なう機能を日本の金融・保険の企業は日本に置くことが重要である。

日本の本社のワールドワイドの意思決定を支援する道具として、情報を日本の本社へ集中して集めるメカニズムすなわち、国際ネットワークとデータベースが不可欠となっている。

最近では、専用の通信回線料も非常に下がっており、日本と海外現地との双方向でのデータベースの利用も可能となっている。そのためのインフラであるコンピュータシステムとしてタンデムに代表されるフォルトトレラントコンピュータや、小規模の場合はVAN、パソコン通信、きわめて大きな規模になると、パケット交換機を介在して、IBM等の大型コンピュータ同志を直接つなぐことも行なわれている。まずは技術的な問題はどのような方法でも解決できる時代であるが、マネージメントの基本的な問題の解決は、トップみずから意図を持って解決に当たらなければ無理であろう。

5. 国際分散投資の方向性

日本の金融・保険業の国際分散投資における最大のリスクは投資の集中化かも知れない。ある国の特定の金融商品のリターンが良いとの情報が広まると、横並び意識で1カ所に集中する傾向にある。全体から見ると適切な国際分散投資にならなくなる。今後の国際分散投資を考える場合、投資家個々は、独自の投資哲学や投資シナリオを持って国際分散投資を行なうことがますます重要となってきている。まず、受け売りの国際分散投資の理論より試行錯誤の上に築き上げてゆく独自の理論の方が重要であろう。

× × × × ×