

# Japanese Investor

ジャパニーズ インベスター

第22号 1998 Autumn  
Vol. 9/No.3

企業と投資家をダイレクトに結ぶ  
日本初のIRマガジン

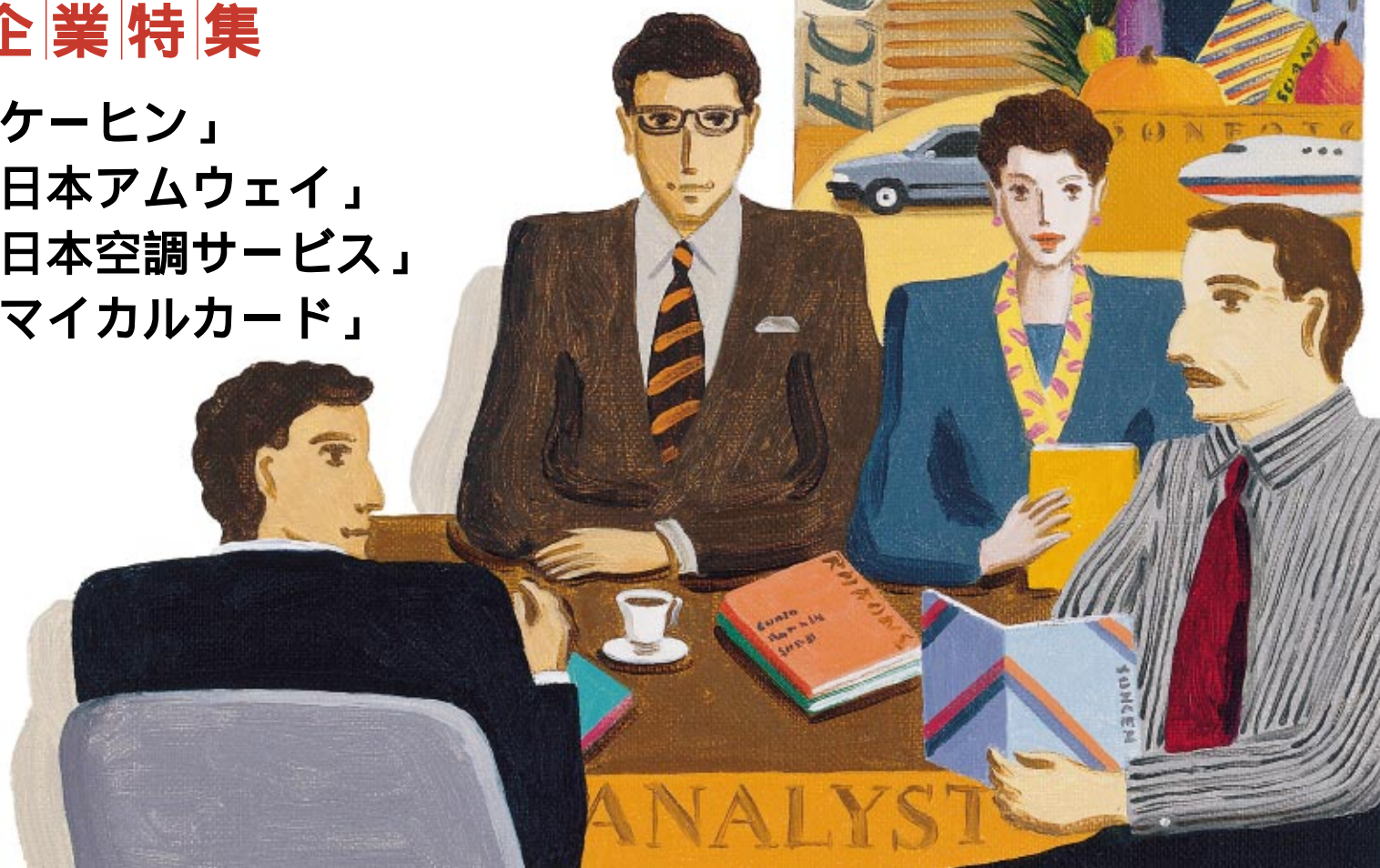
**特集1** 特別企画 座談会  
人気アナリストが語る株式市場のゆくえ

**特集2** 格付け大研究

**REPORT** 検証ラップロ座

## 企業特集

「ケーヒン」  
「日本アムウェイ」  
「日本空調サービス」  
「マイカルカード」





尾瀬の秋

Photographed by T.Ochi

AD INDEX(五十音順)

アズウェル	表4
荏原	33
OBARA	36
関東電子	36
キューサイ	34
協立電機	37
ケーヒン	20
サロモン&テラーメイド	34
新興通信建設	37
住友不動産販売	37
千趣会	33
大日本コンサルタント	33
ダイワボウ情報システム	33
宝印刷	38
タクミナ	32
デジタル	34
東京カソード研究所	34
東京ゼネラル	表3
トッパン・フォームズ	37
ニチリョク	38
日経サテライトニュース	30
日経テレプレス	39
ニッシン	32
日本アムウェイ	24
日本空調サービス	26
ノエビア	31
ノーリツ鋼機	35
ピープル	35
ヒガシマル	38
日立電子エンジニアリング	38
日立ソフトウェアエンジニアリング	31
堀場製作所	32
マイカルカード	28
ミルボン	32
ヤフー	表2
リゾートトラスト	35

本誌は、投資判断の参考となる情報提供を目的としておりますが、投資にあたっては、ご自身の判断でなさるようお願いいたします。

特集1 特別企画 座談会

4

人気アナリストが語る株式市場のゆくえ

笹島勝人 日興リサーチセンターエクイティ・リサーチ部主任研究員  
 諸江幸祐 ゴールドマン・サックス証券ヴァイス・プレジデント  
 山本高稔 モルガン・スタンレー証券マネージングディレクター  
 越智大藏 ジャパニーズ インベスター編集長

特集2 格付け大研究

10

「格付け」が「死刑宣告」になった話 / 「格付け」の本当の役割 / 格付けが良いと株価も高い!? / 「格付け」を投資に生かす法、ほか

企業特集

19

《ザ・ダイジェスト》

「ケーヒン」次世代モータリゼーションの扉を開く、総合システムメーカー ..... 20  
 「日本アムウェイ」株主還元で高い評価を受けるダイレクト・セリングのトップ企業 ... 24  
 「日本空調サービス」空調設備サービスのパイオニアとして、メンテナンスに注力 ... 26

《トップ・インタビュー》

「マイカルカード」多目的ICカードの実用化で「情報企業」へ脱皮する ..... 28

《リトル・ライブラリー》IRツール紹介

31

日立ソフトウェアエンジニアリング ノエビア ニッシン  
 ミルボン タクミナ 堀場製作所 大日本コンサルタント  
 ダイワボウ情報システム 荏原 千趣会  
 サロモン&テラーメイド 東京カソード研究所 デジタル  
 キューサイ ノーリツ鋼機 ピープル リゾートトラスト

《ニュー・フェイス》新規公開・上場企業紹介

36

OBARA 関東電子 協立電機 新興通信建設 住友不動産販売  
 トッパン・フォームズ ニチリョク ヒガシマル  
 日立電子エンジニアリング 宝印刷

特別寄稿

株主の議決権行使 - 個人投資家の側面から

46

住友信託銀行 証券代行部 調査役 橋本英男

REPORT

検証 ラップ口座

48

福岡大学 商学部 教授 水野博志

連載企画

連載 投資信託のカルテ	15
プロフェッサー井手の投資講座	40
NEWS FLASH	42
経済・産業ウォッチング WATCHING	43
情報・通信 / 流通 / 店頭 / 産業全般 / 経済指標に強くなる	
JICLUB	52



# 人気アナリストが語る 株式市場のゆくえ

株式市場の先行きが見えない。  
一方、低迷を続ける市場の中で、企業間の優勝劣敗が次第に明らかになりつつある。そのゆくえを凝視すれば、21世紀に向け期待成長度の高い企業が見つかるかもしれない。  
第一線で活躍する人気アナリスト3名にお集まりいただき、本誌編集長の司会で話し合っていた。

笹島 勝人 日興リサーチセンター エクイティ・リサーチ部 主任研究員  
諸江 幸祐 ゴールドマン・サックス証券会社 東京支店調査部 ヴァイス・プレジデント  
山本 高穂 モルガン・スタンレー証券会社 東京支店株式調査部 マネージング ディレクター  
越智 大蔵 ジャパニーズ インベスター 編集長

(氏名は原則として50音順)

業態・企業別の  
優劣が鮮明に  
出てきている。

諸江

**越智** 本日は小売り・流通、金融、エレクトロニクスという各セクターを代表する第一線の人気アナリストの方々にお集まりいただきました。いずれも、今後の日本経済をしょって立つ分野です。まず、各部門の現状についてお伺いしたいと思います。

小売りの諸江さん、いかがでしょうか。個人消費はGDP(国内総生産)の約60%を占める最大のセクターですが……。

**諸江** 小売りは悪い、悪いといわれていますが、セクター全体から見た場合、そのパフォーマンスは、ほぼ市場並みといえます。1997年度で見ると、コンビニエンスストアが約50%市場平均を上回った一方で、総合スーパーで良かったのはイトーヨーカドーだけ。百貨店も丸井、伊勢丹を除けば総じて悪いという状況でした。

業態別、企業別の優劣が鮮明に出てきているわけです。

**越智** コンビニ、スーパー、百貨店の順で、セクター全体が悪いわけではないということですね。

**諸江** あえて順序をつければそうなるでしょうね。ただ、セクター全体が比較的安定していた'95-'96年頃からすると、トレンド的には下げ幅が膨らんで

いるのは事実です。昨年来、消費税の引き上げ、金融システム不安、そして今回の世界同時株安と、どんどん下がってきています。私はこれを「三段下げ」と呼んでいるのですが、この傾向が続くと、由々しき事態だと思っています。

**金融株は本当に持つべき銘柄を選ぶ。**

笹島

**越智** 金融セクターはいかがでしょう。笹島さん、お願いします。

**笹島** 拓銀、山一、そして長銀と、不良債権問題が噴出して、金融セクターは、諸江さんの言われる由々しき事態にすでに直面しています。かつて専



## 山本 高稔

(やまもと たかし)

モルガン・スタンレー証券会社  
東京支店株式調査部  
マネージング ディレクター

**略歴** / 1952年(昭和27年)生まれ。75年神戸商科大学商経学部卒業後、野村総合研究所に入社。企業調査部、大阪支所、ニューヨーク事務所などを経て、89年モルガン・スタンレー証券に移り、95年より調査部長を兼務、現在に至る。エレクトロニクス・セクターの担当歴は20年を超え、今年の日経金融新聞アナリストランキングでは総合1位にランク。わが国を代表する証券アナリストである。

**エレクトロニクス市場を展望する** / 1999年に向けてのエレクトロニクス・セクターは、引き続き苦戦を強いられそうである。その要因としては、これまで世界市場をリードしてきた米国需要の slowdown、為替市場での急速な円安から円高への修正、デフレ化、企業間の競争激化による低価格化の継続、過剰設備・過剰人員への対応、事業構造の再構築ニーズの増大、などが挙げられる。したがって、企業収益は98年度下期にはさらなる下方修正リスクを抱え、また回復の時期も予想しにくくなってきた。しかしながら、デジタル化、ネットワーク化、ソフト化をキーワードとした21世紀に向けての業界展望は、決して悲観すべきものではない。ただし、パラダイムは大きく変化しており、また、かつての回復の方程式も通用しない。それだけに、今回の不況の乗り切り方は次の成長を決める重要なポイントとなろう。そのカギを握るのが、経営者の経営能力、リーダーシップであり、これにより企業間の格差はさらに拡大しよう。

処理のときなどは、政府が処理策について閣議決定をすると株価はすぐに戻ったんですね。ところが、現在はそういう動きがまったくみられません。銀行株がどんな材料にも反応しなくなっています。東京三菱とか住友など優良行といわれる銀行も値崩れして、いわゆる「質への逃避」もできなくなっています。金融セクターの中では、もはや優勝劣敗ということ自体がなくなりつつあるわけです。

**越智** まさに信用不安がマクロ的に広がってしまった状況なんですね。

**笹島** その結果として、東証一部の時価総額に占める金融セクターのウエイトがどんどん下がっています。'90年代前半においては、常時3割を超えてい

たものが、今や2割を切るまでに落ち込みました。これは80年代前半の水準です。その当時、銀行株は魅力がなく、投資対象ではありませんでした。セクターの時価総額が大きいと投資家は持たざるを得ないわけですが、ここ1、2年でその呪縛から解放された。金融株は本当に持つべき銘柄とそうでないものをはっきり選別する必要が高まっています。そういう意味では、非常にクリティカルな局面に入ってきているのではないかと思われれます。

**勝ち組と負け組をしっかりと見極める。**

山本

**越智** 小売り、金融と非常に厳しい市場環境のようですが、山本さん、エレクトロニクス分野は、国際優良銘柄などもあつて比較的堅調に推移してきたようですが……

**山本** エレクトロニクス全般でみると、確かに'96-'97年の過去2年間は、効率的でいい相場だったと思います。つまり、企業収益、企業価値が株価に反映されたからです。ファンダメンタルな投資尺度で選んだ銘柄を保有していれば、非常に良いパフォーマンスを得ることができました。例えば、ソニーやローム、あるいはTDKやキヤノンなど。円高から円安への転換と欧米の景気上昇が好材料となり、さらに移動体通信などグローバルな成長分野があつたことも追い風になりました。

**越智** しかし、今年に入ってTOPIXとの対比でみると、エレクトロニクスはいいパフォーマンスとは言えませんがね。

**山本** ええ。第一四半期(1~3月)で%換算3ポイント負けて、第二四半期(4~6月)で同じく1ポイント勝つて、という展開ですから苦戦を強いられています。

ただ、セクター自身が転換期を迎えたのかというところではなくて、マクロ経済的な要因が大きいと思われる。日本の金融システム不安や景気後退に對して、マーケットが厳しい見方を強めているということです。そして、各セクターの中でどこが一番オーバーワ



# 笹島 勝人 (さきしま かつひと)

日興リサーチセンター  
エクイティ・リサーチ部  
主任研究員



**略歴** / 1961年(昭和36年)生まれ。86年北海道大学環境科学研究科修士課程終了後、日興証券に入社。同年5月日興リサーチセンターに出向し、87年9月よりアナリストとして金融業界を担当。97年6月から1年間、スタンフォード大学アジアパシフィックリサーチセンター客員研究員として渡米、現在に至る。今年の日経金融新聞アナリストランキングで、銀行部門8位にランクされる気鋭のアナリスト。日本経済新聞ほか、経済誌からの原稿依頼も多い。

**金融市場を展望する** / 銀行をはじめ、金融業界が最悪の状況にあることは、今さら言うまでもないし、株価もまさに底割れ、目を覆いたくなるような惨状である。国会審議を通じて銀行の破たん処理や破たん前の資本注入など、セーフティネットができたものの、その効果がいまだ疑問視されているからだ。

とかく悲観的になりがちな銀行だが、少なくとも金融システムの安定化策は出たわけである。銀行株が回復するシナリオと転機は、細かなファクターが積み重なり、後で振り返ってきっかけがわかるような、いわば景気判断と同じイメージを想定している。

今後、弱い銀行が処理され、オーバーワーキング(銀行過剰)状態が解消された後に、マーケットシェアやプレゼンスが高まりそうな三和銀行、東京三菱銀行、住友銀行など体力的に優位な銀行の株価の適正水準を、真剣に考える時期が近づいている。金融危機の收拾は今後、数カ月以内が正念場であり、小さな変化を見逃してはいけぬ。

イトトなのかをみると、エレクトロニクスだったというわけです。  
**越智** いわゆる「日本売り」の流れとして捉えるべきだということですね。  
**山本** 実際、海外の機関投資家からすれば、日本株の比率を下げると思えば、先に挙げた国際優良銘柄などが益出しの絶好のターゲットになります。だから、悪材料的なものが出てきたときに、エレクトロニクス銘柄が敏感に反応する展開となっているわけです。  
**越智** セクターのファンダメンタルはそれほど悪くない？  
**山本** いや、ファンダメンタル的にも厳しくはなっています。為替変動リスクへの対策として工場の海外移転を進めた結果、アジアの通貨危機など

の影響もあって円安のメリットを以前ほど享受できなくなっています。また、世界的なデフレ現象の中で、製品価格の下落傾向が続いており、牽引車だった米国の景気先行きにも陰りが見え始めました。  
こうした状況の中で、業績の大幅な下方修正を余儀なくされる企業が出始めてきており、総合電機大手の中からも、びつくりするような下方修正が出るかもしれません。その可能性を折り込んで、マーケットは大底に向けて動きだしている気配がなくもありません。しかし、これまでの経験からいって、ファンダメンタルズに株価が連動することはほとんどなく、必ずラグがあり、企業間の格差が株価に出ます。

したがって、同じ減益でもその幅が最も少ない企業はどこか、といった視点でマーケットを捉えるべきでしょう。言い換えれば、先ほど話に出た優勝劣敗がセクターの中で明らかになるわけです。勝ち組と負け組とをしっかりと見極めなければならぬということです。

## リスクを取れる 経営者の決断 が重要

諸江

**越智** 諸江さん、小売りでは優勝劣敗が鮮明になっているというお話しでしたが、それを見る際のポイントとは何でしょうか。

**諸江** 最大のポイントは、経営者でし

ようね。小売りの場合は、旗振り役が現状をどう認識し、どう動くかによつてすべてが決まってしまうところがあります。一端、出店(投資)してしまうと、うまくいかないからといって軌道修正することは容易ではありません。

**越智** どんな経営者が望ましいとお考えですか。

**諸江** この消費不況の中にあつて、売上げを伸ばしているところを分析すると、経営者の重要性が見えてきます。まず、外資系の小売業で、GAPやナイフアニーの既存店が二桁の伸びを示しています。日本企業では良品計画ですね。既存店が10%近く伸びている。

こうした企業に共通しているのは、フォーカスマーチャンダイジングを取り入れていることです。つまり、扱う商品を絞り込み、絞り込むことでどんな商品売っている店なのかを顧客に対して明確に打ち出しているわけです。  
**越智** でも、商品を絞り込むというのは勇気がいりますよね。

**諸江** 一つ間違えば大ハズレになってしまうからですね。そのリスクを回避するのが返品のできる問屋システムであり、日本の小売りは極端に言えば場所貸しの形態が主流で、商品の依存性が非常に強い体質を持っています。しかし、自ら扱う商品を他人任せにしているのは、今後ますます多様化する顧客ニーズにこたえることはできません。買い取るなら買い取る、あるいは自社企画の商品を開発する、そういうリス

クを取れるか否かがマーチャングのポイントであり、まさに経営者の決断であるわけです。

「ニューマネーを引く張るのは経営者の説明能力。」  
笹島

**越智** 金融ビッグバンの最中、金融セクターの経営者もかつてない重い決断を迫られているようですが……。

**笹島** 実は、今年6月まで1年間渡米してまして、90年代始め瀕死の状態にあったアメリカの金融機関がどのように再生したかを調べてきたわけですが、その過程で、経営者の問題は非常に大きいと痛感しました。経営者が悪いと

どんな問題があるかというところ、まず現状認識ができない、次にリストラができない、そして再編ができないということだと思えます。

今、日本の銀行は、信用力と資金力を回復させるために、外資系との提携や金融機関同士の合併などを進め、まさに再編の真っ最中です。その絡みでいうと、例えば資本1の銀行同士が合併して2になるだけでは資金力をつけたことにはなりません。いかにニューマネーを引く張ってこられるかがポイントであり、その成否は経営者のアカウンタビリティ（説明責任）が重要なカギを握っています。経営者は投資家に対して情報を公開し、自らの経営戦略を訴えねばならないからです。

日本の銀行トップの中でアカウンタビリティという点から最も評価されているのは、住友銀行頭取の西川さんでしょう。先日、住友の株価が東京三菱を上回りましたが、質への逃避がなくなる一方で、経営者の資質がある程度反映される状況になりつつあるのではないのでしょうか。

**越智** 米国の銀行はIR関係の資料が非常に充実していますよね。

**笹島** 詳細な分析が載っている分厚い資料には驚きました。また、IRの担当者が自分の銀行トップの考え方を熟知しているのも印象的でした。例えば、Aに関してうちのトップはネガティブだが、Bについてはポジティブだということも明確に答えるわけです。

「トータルなコスト競争力が勝敗の分岐点になる。」  
山本

**越智** エレクトロニクス分野では、いかがでしょうか。

**山本** 諸江さん、笹島さん同様、一番に挙げたいのは経営者ですね。経営者の危機意識なり、現状認識というものが、社内にどれだけ徹底されているかが最大のポイントだと思います。次に、顧客に一番近いところでものを考えて、商品開発をタイムリーにできているかどうか。たとえマーケットが悪くても、あるいは成熟していても、いい商品を出せばシェアは上がるし、利益は出るわけです。そして三つ目がコスト。従来の生産コストだけではなくて、サプライチェーンの概念を各社が取り入れてきていますから、在庫や流通を含めたトータルなコスト競争力を高められているか。以上が、勝敗を分ける分岐点でしょうか。

**越智** 何か具体例があれば、お願いします。

**山本** まず、富士通ですか。富士通は'91年から'93年にかけて、半導体で大赤字を出したときに総合電機・通信の大手として最初に危機感を持ち、いち早く対策を講じた企業です。ダウンサイジングやネットワークキングの方向へと進んでいる時代のトレンドを捉えて、顧客を大企業から個人へとフォーカス



諸江 幸祐 (もろえ ゆきひこ)  
ゴールドマン・サックス証券会社  
東京支店調査部  
ヴァイス・プレジデント

**略歴** / 1955年(昭和30年)生まれ。79年慶応義塾大学経済学部卒業後、ジャスコ(株)に入社。85年南カリフォルニア大学でMBA(経営学修士)取得後、野村證券を経て、88年ゴールドマン・サックス証券会社に転じ、小売業アナリストとして活動、現在に至る。日経金融新聞アナリストランキングでは小売分野で97年2位、98年1位にランク。例年高い評価を得ている、日本小売業の調査・分析の第一人者である。

**小売市場を展望する** / もうすでに1年以上も厳しい経済環境が続いている中であまり暗い予想はしたくないのだが、1999年の小売市場はこれまでも増して厳しくなるのではないか。この原稿を書いている時点でも、政府は個人消費の高揚策をあれこれと練っている最中だが、減税額の上積みや住宅ローン減税など拡充を図っても、小売市場の縮小に歯止めがかけられるかどうか甚だ心もとない。景気要因が大きいアパレル・衣料品の市場では、唯一元気だったヤング市場まで勢いを無くし始めている。本当に負のスパイラルが始まってしまえば、「まだ底は見えていない」という実感が広がり、消費行動はさらに抑制される可能性が高い。こうした環境では消費者それぞれの所得・ライフスタイルの水準に見合ったバリューを提供できる企業に、市場シェアが集中する可能性が高い。相対的に見れば、過去2年間の不況に対して逆行して強かった企業がますます強くなるという傾向が見られよう。



# 越智 大藏 (おち たいぞう)

## ジャパニーズインベスター 編集長



**略歴** / 1946年愛媛県に生まれる。京都大学経済学部卒。米コーネル大学大学院EDP修了。ソニー、ソニーアメリカ、ペーリンガー・マンハイム山之内などに勤務。ニューヨークではソニーのIR担当として、全米の投資家に向けて活躍した。NIRI(全米IR協会)会員。

**座談会を終えて** / 3人とも、経営者を見ることが投資判断には重要と話された。従来、日本企業の経営者の顔が見えないと言われてきた。戦後最悪の不況、いわば先に明かりの見えないトンネルの中で、暗闇のわずかな光を感じ取って進むのは、やはり経営者だと。投資家も材料とかテーマで株を買うのではなく、経営者を買う。当り前のことのようにだが、何か新鮮な響があった。

していきました。個人相手の商品となると当然パソコンですね。また、その関連商品としてはDRAMやフラッシュメモリという手離れのいい商品になります。その方向転換のための経営戦略の見直しと組織の再編に5年も前に着手したわけです。この時の経営者の判断は非常に評価できると思います。優れた経営者がいるという点ではソニーもそう。あと、部品メーカーのローム、マブチモーター、TDK、村田製作所、アルプス電気など、特色を持った製品で世界シェアを取っている会社は、やはりいいパフォーマンスを上げています。

**越智** 市場環境は非常に厳しいと言わざるを得ませんが、これから先、個人

投資家は株式市場に対してどのようにアプローチすればよいのでしょうか。

**山本** まず、マーケットのグローバル化を念頭に置く必要があると思います。規制緩和の流れが進むと、外国人投資家も日本を買っ、日本を売るという従来のスタンスから個別銘柄を売買する方向へと移行せざるを得なくなるでしょう。グローバルスタンダードのもともはや日本特殊論は通用しなくなるわけです。

一方、日本企業にとっては、コーポレートガバナンスや株主重視というところを改めて見直さなければ、市場に依存したかたちでの株価形成なり、資金調達もできにくくなります。何を基準として自分たちは経営をしているの

か、株主に対してきちんとしたメッセージを発信しなければなりません。その共通認識が今、市場に生まれつつあると思います。

**越智** 笹島さんがおっしゃったアカウンタビリティの重要性と共通しますね。それによって経営の透明度を高めていくわけですね。

**山本** 不明瞭なところに投資資金は集まってきたからですね。その典型が銀行ですが、エレクトロニクスにおいてもNECや日立がこのところ急速に売られています。なぜかという、投資家から見た場合、その経営の方向性がまったく見えてこないからなんです。PCFR(キャッシュフロー倍率)やPBR(株価純資産倍率)など、どの投資指標を見ても両社ともに90年代の最低水準。だから、どう見ても株価は割安なんですけれども……。

**越智** いくら割安でも、機関投資家が二の足を踏む銘柄に飛びつくわけにはいきませんよね、個人投資家としては。しかし、先ほどからお話のあった経営者の資質にせよ、経営の方向性にせよ、それを読み解くのは一般個人には荷が重すぎるような気がします。

**山本** 確かに、どちらかという機関投資家に近い議論だったかもしれないですね。ただ、個人投資家の方々も情報入手のルートづくりにはより一層励む必要があると思います。最近、企業が投資家向けに発信する情報が増えていますから、資料請求やインターネット

を通して取ることが出来ます。また、証券会社の個人向け営業のやり方も変わってきます。信頼の置けるFP(ファイナンシャルプランナー)を活用するのも一つの方法でしょう。

そういえば、諸江さんとは以前、似たようなテーマで話し合ったことがあったよね。

身近なところから  
具体的な  
情報をつかむ。

諸江

**諸江** ええ。私も今、それを思い出していました。個人投資家をテーマにした座談会でした。そのときは、マクロレベルの情報では、機関投資家に勝てつこないのだから、個人投資家の皆さんは、身のまわりにセンサーを張って、身近なところで生じる時代の変化を捉える感性を磨いてください。と。確かそういう話になったと記憶していますが、これは今でも変わらないと思います。いや、今だからこそそのアプローチが必要だといえるかもしれない。というのは、現在のような停滞したマーケットに対して、景気循環だとか、そういうマクロ的なりサーチをしなくてもあまり意味がないからです。

もっとミクロ的なアプローチ、例えば週末に郊外の複合施設に出かけて、お店がいっぱい集まった場所をウォッチしてみる。すると買い物が行く店をだいたい決めていることがわかって

くる。面倒だから決めた店でしか買わないんです。これをデスティネーションストアというのですが、そういう店を経営する企業の株を買えば値上がりする可能性が高いわけです。個人投資家は、そういう身近なところでしか具体的な情報はつかみようがないのではないかと思います。

## 情報のギャップを埋める 新しいビジネスが 登場する。

笹島

**越智** 情報は足で稼げ、ということですね。笹島さんはどうお考えですか。

**笹島** 情報に関する個人投資家と機関投資家のギャップは、拡大こそすれ絶対に縮まることはないと思います。ただ、これからはそのギャップを埋めるビジネスが出てくるでしょう。例えば外資系の金



企業の優勝劣敗のカギを握るのは、経営者の現状認識と危機感だと声をそろえた3名の人気証券アナリスト。左から笹島、山本、諸江の各氏。

融機関が得意とするプライベートバンキング、あるいは山本さんがおっしゃったFPとか。好むと好まざるにかかわらず、そういうビジネスを利用せざるを得なくなるのではないのでしょうか。

あくまでも自分の目で見たいという方は、金融セクターでいえば、人気の高い商品を出している金融機関、それは銀行に限らず、証券でも損保でもいいわけですが、そこに素直に投資することですね。明確な経営戦略を持ち、ちゃんとリストラして、不良債権をいち早く処理したところでないかとブームを呼ぶような金融商品は開発できません。アメリカでは、シティーグループが金融商品の開発力を背景に、ナイキやコカコーラと同じようなブランド力を持つてきています。そうした状況が今後、日本でも出てくるのではないかと期待しています。

## 株だけが 株式投資ではない。

山本

**越智** 最後に、個人投資家へのメッセージをお願いします。

**山本** まず申し上げたいのは、株だけが株式投資ではないということです。投資信託にせよ、各種金融商品にせよ、実に多種多様な商品が出てきています。それぞれにパフォーマンスも違えば、運用会社も違います。中には大変いいパフォーマンスが出るものがあるかも

しれません。一度それを調べてみてはいかがでしょうか。

次に、自分の資産運用のポリシーを真剣に考えてください、ということですね。アメリカでは、個人投資家にポートフォリオの概念が浸透していますから、彼らは10年、20年先を見据えた投資をやっているわけです。もちろん、いきなりそこまでいくのは無理でしょうから、投資を自分の生活設計の中に位置づけてみてください。FPなど専門家に相談してみるのもいいでしょう。すると、自ずと方向性が見えてくるはずですよ。日本経済が大きな転換点を迎えているときだからこそ、そういうアプローチが必要だと思います。

## 長期的な 資産形成を考える。

諸江

**諸江** 株式投資というと、日本の場合頻繁に売買しているイメージがありますが、株式というのは、本来はエクイティ、つまり持ち分であり、再投資するための資産なんです。だから、アメリカの投資家は、目先のキャピタルゲインを得るために売るようなことはせず、むしろ累的に買い足す傾向が強い。期待利益率の高い良会社を選んで、どんどん資産を大きくしていくというスタンスです。

同様の視点で日本のマーケットを見ると、今は本当にいい会社を見つけや

すいときだと思えます。私は予選トーナメントと呼んでいるのですが、優勝劣敗をじっくりと見極めて、決勝リーグへ進出する銘柄を選別する時期なんです。その意味で、大きくやられた銘柄を買って、戻し値を狙うような投資はやめておいたほうがいい。子孫につなげるくらいの長期的な資産形成を考えるべきだと思います。

**笹島** 前のお二人とほとんど同意見ですが、つけ加えるとすれば、株式投資の良きアドバイザーを見つけてくださいということですね。先ほど、プライベートバンキングに触れましたが、良きプライベートバンカーというのは、説明能力が非常に高い。金融商品に対する豊富な知識をもとに、そのリスクとリターンをわかりやすく説明してくれるわけです。

また、欧米のプライベートバンキングは、税金に関するノウハウが確立していますから、投資している国の税制をうまく利用して、トータルリターンがいくらになる、というビジネスを展開しています。今後は、日本の金融機関もFPなどが個人投資家に、資産運用アドバイザーとしてのサービスを提供することになるでしょうが、リスクとリターンの説明能力に加え、税制の知識を持ったアドバイザーを見つめることができれば、非常に心強い存在になるはずです。

**越智** 貴重なお話しを有難うございました。



# 格付け大研究

A3

「社の“格付け”を変更」

Api

このところ目にしない日がないほど盛んに登場する言葉である。

実は、昨年秋の三洋証券、北海道拓殖銀行、山一証券と続いた大型倒産劇も、

この言葉が引き金になったといわれる。

投資に関心をもつ個人投資家は、

「格付け」にどこまで関心を払うべきか。

いま話題の「格付け」を取り上げてみた。

BBB+

Aaa

「格付け」が  
死刑宣告になった話

1997年11月21日（金）、格付け会社ムーディーズ・インベスターズ・サービス（以下ムーディーズ）は、それまで「投資適格」ぎりぎりのBaa3としていた山一証券の格付け（レーティング）を3段階下のBa3に切り下げると発表した。ムーディーズの動きはそれだけに留まらず、数時間後、さらに4段階の格下げの可能性を示唆。最終的に「債務不履行に陥っているか、あるいは元利支払いを困難にする要素が認められる」に当たるCaa1の格付けとした。同日、もう一つの国際的な格付け会社、スタンダード&プアーズ（以下S&P）も長期価格付けを一気にBに引き下げた。

当時、山一証券の経営陣は、簿外債務をひた隠し、某外資系大手証券との提携による局面打開に懸命の努力を続けていた。だが、相次ぐ格付け引き下げが、山一に図らずも最後通牒を突きつけるかたちとなった。

皮肉だったのは、11月17日に経営破綻をした北海道拓殖銀行の幹事証券が山一証券であり、山一自身も拓銀に懸命の資金支援を続けていたことだろう。拓銀の信用力低下も実はムーディーズの格付け見直しがきっかけであった。格付けが企業の息の根を止めた例と

潰れないはずの大手銀行や4大証券の一角が、格付けの引き下げによっていとも簡単に潰れてしまう。これは何を意味するのだろうか。

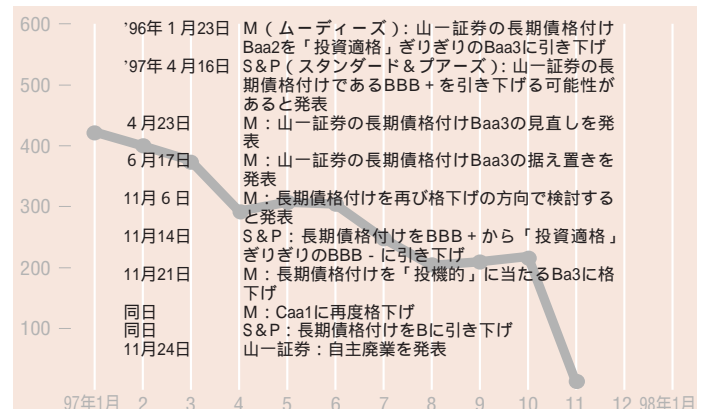
ズバリ、わが国の銀行を頂点とする株式の持ち合いが、バブルの破綻やビッグバンの荒波を受け、崩れつつあるからだといえよう。

「格付け」は、  
企業リスクの鏡

憶に新しい。

としては、1996年11月末に出された日本公社債研究所（IBRI）のヤオハンジャパン格付け引き下げの例も記憶に新しい。

図1：山一証券と格付け会社2社の動き



かつて、すべてのリスクはメインバンクを中心とした銀行が握り、経営が傾きかけた企業でも、企業が発行した普通社債などの債券を銀行が買い取り、銀行からの役員派遣などを条件にデフォルト（債務不履行）の発生を未然に防いできた。だが、その銀行自身が不良債権まみれになり、護送船団方式と呼ばれる規制を取り払われる中で、自らを守ることに汲々としている。

このことは、見方を変えれば、わが

## コラム 格付け記号と呼称

お馴染みの格付け記号だが、格付け会社によって微妙に異なる。最も代表的な長期債の格付けは、ムーディーズがAaa、Aa、A、Baa、Ba、B、Caa、Ca、Cの9種類。一方、S&PはAAA、AA、A、BBB、BB、B、CCC、CC、C、Dの10種類。呼称も、ムーディーズがBaa、ピタブルエールと呼ぶのに対し、S&PはBBBを「トリプルB」と呼ぶ。調べてみたら、S&Pの記号は、ムーディーズの創業者であるジョン・ムーディー氏が、経営不振に陥った際にS&Pに売却したものだといふ。

図2：主な業別格付け上位企業と株価（'98年9月末日）

	M	S&P	株価(円)
<b>銀行</b>			
静岡銀行	Aa3	AA-	1250
群馬銀行	A1	A	910
東京三菱銀行	A1	A	875
三和銀行	A1	A-	715
七十七銀行	A1	-	1111
住友銀行	A2	A-	950
日本興業銀行	A3	A-	500
第一勧銀	A3	BBB+	571
<b>証券会社</b>			
野村証券	A1	A+	980
日興証券	Baa1	BBB+	293
大和証券	-	BBB-	320
<b>自動車</b>			
トヨタ自動車	Aa1	AAA	3050
本田技研工業	A2	A	4150
日産自動車	Baa3	BBB-	380
<b>エレクトロニクス</b>			
松下電器産業	Aa2	AA	1855
日立製作所	Aa3	AA	600
ソニー	Aa3	A+	9490
東芝	A2	A-	491
<b>不動産</b>			
三菱地所	A1	A-	893
三井不動産	A3	-	699
<b>建設</b>			
西松建設	A3	-	607
大林組	Baa2	BBBpi	485
鹿島	Baa3	Bpi	330
清水建設	Baa3	BBpi	359
<b>繊維</b>			
旭化成	A3	Api	416
東レ	Baa1	-	555
日清紡	Baa1	-	450
<b>鉄鋼</b>			
新日鐵	Baa1	BBBpi	196
川崎製鉄	Baa2	BBpi	160
日新製鋼	Baa2	-	145
NKK	Baa3	BBpi	68
神戸製鋼	Baa3	BBpi	88
住友金属	Baa3	BBpi	128
<b>商社</b>			
三菱商事	A1	A+	660
三井物産	A1	短期A-1のみ	562
住友商事	A2	短期A-2のみ	545

Mはムーディーズの略、S&Pはスタンダード&プアーズの略 一部を除き長期債の格付けを記載

国にもようやく自己責任の原則が適用され始めたことを意味しよう。投資家は投資に不適格な「危ない会社」を自らの努力で見分ける力が求められつつあるのだ。

先の山一証券の例を待つまでもなく、格付け会社の格付け情報は、こつした「危ない会社」を予知するリトマス試験紙の役割を果たしている。

## 「格付け」の本当の役割

「危ない企業」が分かるなら、これから伸びる企業も探し出せないか。本誌の読者なら誰もが考えることだろう。格付けと株価がどこかでリンクするとしたら、格付け情報を追いかけるのが、最も手っ取り早いからだ。

だが、結論からいえば「格付けと株価は必ずしもリンクしない」が正解だ。格付けの目的は、企業をランクづけしたり、「危ない企業」を探し出すことに

## コラム 格付けの種類

一般に格付けという場合は、本号でも取り上げたように「長期債格付け」を指す。それはもともとの格付けが、鉄道会社の社債など償還期限の長い債券を対象に誕生したからだ。だが今日では、長期・短期さまざまな債券が生まれ、普通株式を除くほとんどの証券が格付けの対象となっている。ユニークなところでは、国や政府の信用力を格付けしたのもや、銀行財務格付け、保険金支払い能力格付けといったものもある。

あるわけではない。

実は、一般企業、銀行などの金融機関、国や地方自治体などの公共機関が発行する債券の安全度をだれにでも分かるようにし、債券市場の透明性の拡大と市場の活性化をめざして生まれたものである。

例えば、一般企業であれば、普通社債、転換社債、ワラント債を発行して投資家から資金を調達する。国なら国債、地方自治体なら地方債、公団や公庫などの政府関係機関なら政府保証債

もこの債券にあたる。

個人投資家である本誌読者ならご理解いただけたと思うが、債券の購入にあたって投資家が最も大きな関心を抱くのは、購入した債券の元本がどこまで安全であるかという点だろう。東証一部上場企業だから絶対に元本保証される、と誰もいえないからである。

代表的な格付け会社であるムーディーズやS&Pは、いずれも1900年代の初頭の米国で誕生し、米国で発行された債券の3分の1がデフォルトしたといわれる大恐慌（1929〜33年）で、ムーディーズなどが高い格付けを与えた債券のほとんどが安全だったことから、大きな信頼を勝ち取ったといわれる。

## 格付けが良いと株価も高い!?

格付けとは、企業などが発行した債

## コラム 格付けの国際的な活用法

国際的な格付け会社を使うメリットは、日本企業と海外の同業他社の評価を客観的に比較できる点にある。例えば、銀行、証券、自動車、エレクトロニクスなど国際比較が可能な分野では、5年前と比べて企業の格付けがどのように推移していったかを調べることで、企業の信用力の推移が一目で判断できる。銀行に預金する場合や保険に入る場合などは、イメージでなくすばり体力で加入先を判断するのも一つの選択眼だろう。



券の信用度、元本や利子の支払い能力を評価する指標に過ぎない。だが、山一証券やヤオハンジャパンの例を見ると、株価とどこかでつながりがあるのではと勘ぐりたくなるのも人情だろう。読者に予断をいだかせぬために、業種別に代表的な格付け(ムーディーズとS&Pによる)上位企業を抜き出し、98年9月末の株価と単純比較を試みた。結果は前頁図2のとおりである。

さて結論からいえば、格付けと株価はある種の関連性を予感させるものも必ずしも一致するとはいえない。こうした現象は、「株価と格付けは企業を異なる角度から評価した指標」

## コラム 就職人気企業ランキングと格付け

お子さんを持つ家庭なら、就職の際の企業安定度を格付けで見ることができよう。以下は、98年4月の人気企業ランキングと格付けだが、やはり人気企業は格付けもそれなりに高いといえよう。

ソニー(Aa3) JTB( ) NT  
Tドコモ( ) 全日本空輸(Baa3)  
JR東日本(Aa2) 東京海上火災保険  
(Aa1) 保険財務格付け、トヨタ自動車  
(Aa1) 本田技研工業(A2) 電通  
( ) NEC(A3)

人気企業ランキングは、リクルートリサーチ調査資料から、格付けデータはムーディーズの98年9月末の格付けを採用。

と割り切れば当然ではある。

企業の存続を前提として成長性(正確には一株当たりの利益成長)に注目し現在価値を決める株価に比べ、債券の信用度を指標化したものにすぎない格付けは、徹底してリスクを洗い出し、分かりやすい記号に置き換えたものといえるからだ。

分かりやすい例を一つだけあげよう。かねてからエイズ薬品の研究を続けていたA薬品が、ついに画期的な治療薬を開発したとする。恐らく、このニュースが新聞やテレビなどのマスコミを賑わすと同時にA薬品の株価ははね上がるに違いない。

だが、格付け機関の評価はどうだろうか。新薬が開発されたといっても、一般にそれが世に出るまでには10年もの歳月がかかるといわれる。その間、臨床試験で予期せぬ副作用が見つかったり、それをクリアした後も、工場設備への投資など新たな負担が待っていると見るのが格付け会社のアナリストなのだ。

こう見れば、格付けと株価が必ずしも連動しないものであるということが多少は分かっていたいただけるものと思う。

## 「格付け」を投資に生かす法

格付け会社が出す、長期債への評価である「投資適格」「投機的」の判断を

図3：格付け等級による平均累積デフォルト率(過去10年間)

	ムーディーズ		S&P	
投資適格	Aaa	0.82%	AAA	1.06%
	Aa	1.07%	AA	1.00%
	A	1.65%	A	1.76%
	Baa	4.53%	BBB	3.71%
投機的	Ba	20.88%	BB	15.07%
	B	43.85%	B	25.55%
	Caa~C	63.13%	CCC~D	42.72%

われわれ個人投資家が生かす方法はな

いだろうか。それには債券への投資が最もふさわしいことはいうまでもない。

格付け会社が出すさまざまな「格付け記号」は、「投資適格」「投機的」の判断を示すものであると同時に、リスクの大小を細分化したものである。したがって、なにがなんでも安全に資金を運用したいということであれば、Aaa(AAA)と評価された債券を買えば、利回りこそ低いが元本割れの可能性は低いといえよう。

しかし、そこは投資の妙、多少のリスクなら覚悟できるといふことであれ

ば、リスクと裏腹の関係にあるプレミアムを加味したリターンを両天秤に架け、債券の投資先を決めるということもあつてよい。

ちなみに、ムーディーズもS&Pも格付けの等級によるデフォルト(債務不履行)率というものをオープンにしているの、図3に提示してみたい。

この図をどう判断するかは、投資家の資質・資金量・資金そのものの性格によって異なると思う。だが、あえて単純にいえば、「投機的」とされるBa(BB)でも79・12%から84・93%が残り、その下のB(B)でも56・15%から74・45%がデフォルトしなかつたという事実だろう。

どこまでリスクを許容できるかが、リターンを追求する際のポイントとなる。

## コラム 日本の格付け会社

80年代半ばに入って日本でも三つの格付け会社が生じた。日本公社債研究所(IBRI)、日本インベスターズサービス(NIS)、日本格付け研究所(JCR)の3社である。いずれも、新聞社、銀行、証券、生保、損保などを母体としたもので、マーケットのニーズから生まれた米国と異なり、国内の社債市場の育成を目的に生まれたものの。現在は、日本公社債研究所(IBRI)と日本インベスターズサービス(NIS)が合併して日本格付け投資情報センター(R&I)となり、日本格付け研究所(JCR)、独立系の三國事務所の3社となっている。

# 格付けの2大カンパニー ムーディーズとスタンダード&プアーズに 10の質問を投げてみました。

格付けの世界標準といえば、「この2社、ムーディーズとスタンダード&プアーズが代表格です。数ある格付け会社の中でどうしてこの2社だけに注目が集まるのか。その疑問に迫ってみました。」  
(文中のMはムーディーズジャパンの略、S&Pはスタンダード&プアーズの略です)

**Q1** 格付け会社の社会的な役割をどのようにお考えですか。

**A1** **M** 市場の効率性に寄与し投資機会の拡大をもたらすものと考えています。つまり、格付けによって発行体と投資家の間に信用リスクに対する合理的なプライシング(値付け)がなされるのです。

**S&P** 客観的な立場からの債務履行能力に関するコメントは、投資家には判断材料として、また発行体にはディスクロージャーに貢献しているものと考えます。

**Q2** 米国では、格付けのない債券は投資家が購入しないと聞きましたが……。

**A2** **M** 一部の機関投資家では、内規によって格付けのない債券に投資してはならないという取り決めがあります。比較的情報量の少ない個人投資家には、格付け会社を含めた外部の情報を活用することは、投資判断を行ううえで有用と思われるます。

**S&P** たとえ著名な会社の債券であっても格付けのない債券にはまず投資しないでしょ。格付け情報は、投資

家のポートフォリオづくりに欠かせないものだからです。

**Q3** あなたの会社の格付けの特徴はどのような点にあるとお考えですか。

**A3** **M** 私どものポジションは、「独立性」と中立性にあると考えています。他の格付け会社の格付け記号と比べて、「辛い」とか「甘い」という比較は、意味のないものだと思います。

**S&P** 一つは投資家にも発行体にも公平でありたいということ。二つ目は「できること、できないこと」の範囲を明確にすること。未公開情報を扱う「依頼格付け」と公開情報だけで行う「Pi格付け」の記号を変え、精度の差をオープンにしています。  
(Pi:パブリックインフォメーションの略、つまり公開情報のこと)

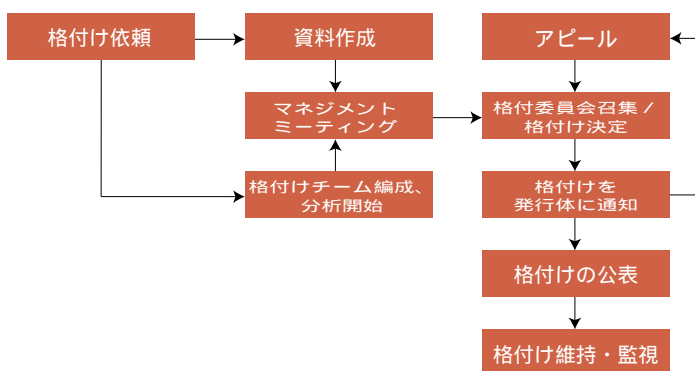
**Q4** あなたの会社では、格付けにあたって通常どのような手順を踏まれていますか。

**A4** **M** 企業が属する国の分析・評価、産業・業界の状況分析、

企業の過去の財務分析、その後の業界の動向と企業経営の方向性を探り、リスクを分析、他の要素の加味の手順で行われ、最終的に格付け委員会で格付けが決定されます。ムーディーズでは、信用リスクのレベルを正しく評価するため国や業種が異なる企業との比較も厳重に行います。

**S&P** 左図のとおりです。ただし、「依頼格付け」と「Pi格付け」では、最初の「格付け依頼」があったかどうかだけが異なります。

S & Pの格付け手順



**Q5** 格付けには、「依頼格付け」と「勝手格付け」があります。二つの精度に通常、どのような差があるとお考えですか。

**A5** **M** 私どもの場合、いわゆる勝手格付けの場合も企業との面談を含め、手続き上まったく同様に格付けを行います。したがって、格付けのクオリティに差はないと確信しています。

**S&P** 私どもが扱った日本企業300社のうち、約120〜130社がいわゆる勝手格付けといわれる「Pi格



「勝手格付け」は格付け会社によって違う

ムーディーズ		S & P	
依頼格付け	勝手格付け	依頼格付け	勝手格付け
Aaa	Aaa	AAA	AAAPi
Aa1	Aa1	AA+	AAPi
Aa2	Aa2	AA	
Aa3	Aa3	AA-	
A1	A1	A+	APi
A2	A2	A	
A3	A3	A-	
Baa1	Baa1	BBB+	BBBPi
Baa2	Baa2	BBB	
Baa3	Baa3	BBB-	
Ba1	Ba1	BB+	BBPi
Ba2	Ba2	BB	
Ba3	Ba3	BB+	

付け」です。頼まれもしないのになぜ「Pii格付け」を行うのか。それは市場への情報提供の必要性という観点から行うものです。

二つの格付けの違いは、一つは情報の精度にあります。「依頼格付け」の場合、未公開の情報も手に入りますので、精度はかなり高いと思って間違いありません。もう一つはタイムリーな情報が出せるかどうか。「依頼格付け」の場合は、日々チェックしていますので、タイムリーなコメントが出せます。

**Q6** 個人投資家の中には、トリプルAの評価を受けた企業が投資に最適な企業だと思っている向きもあるようです……。

**A6** M 格付け記号は安全性を見るものであり、それを投資判断として活用するには、リスクとリターンとの係を十分に考慮する必要があります。

ただし、銘柄数の限られる一般の個人投資家には、万一のデフォルトの影響はあまりにも大きいでしょう。

**S & P** 私どもの格付けは「投資適格」と「投機的」の二つに分けられています。一部では、「投機的」の格付けに対して「投資不適格」と誤解されている向きもありますが、デフォルト（債務不履行）の可能性が高くなるというものであり、xということではありません。どの格付けの債券に投資するかは、あくまでも個々の投資家のリスクの取り方次第だと思います。

**Q7** 債券の発行にあたって複数の格付けをとることもあたり前のようになってきました。複数会社の格付けをとるといった点について、どのように理解されていますか。

**A7** M 複数格付けのメリットは、投資家と発行体の双方にあります。

投資家側から見れば、投資判断を行うための情報が多い方が好ましいでしょうし、発行体からすれば発行コストの増加はあるものの、格付けにより債券の流通が拡大するというメリットがあります。

**S & P** 米国では、二つ以上の格付け機関から格付けを受けることがなかなかならなくなっています。どちらかが信用できないということではなく、格付け機関によってポリシーも異なるため、コメントは大いに参考になると思います。

**Q8** 格付けで貴社が「投機的」と判断した日本企業はこの数年のデフォルト（債務不履行）率は出せるでしょうか。

**A8** M 北海道拓殖銀行や山一証券のような企業の破綻はありましたが、一般債権者への債務不履行は起きておりません。

**S & P** 約束の期日に、約束の金額が返済されないことをデフォルトとして定義しています。ただし、私どもの公表資料には日本企業だけという項目はありません。

**Q9** 企業の長期債の格付けと、ソブリン、つまり国の格付けは基本的にどこが異なるのですか。（ソブリン：独立国の意味）

**A9** M 国の格付けには二つあります。一つは国が発行する国債の格

付けであり、もう一つはカントリーリスクと称される国そのものに対するリスクの判断です。このシーリングは、その国に居住する発行体すべての外貨建て債務格付けの上限となります。

**S & P** 企業の格付けでは定性的な情報と定量的な情報の双方を駆使しますが、国家や政府を評価するソブリンでは、定性的なものはありませんので、マクロな視点から中長期の安定性を見ることに努めています。

**Q10** 一部では、ムーディーズやS & Pは日本進出を狙う外資系金融機関の先兵役にすぎないと批判があります。それについてどのような感想をお持ちですか。

**A10** M 80年代の中頃、私どもは米国の銀行業界から日本の銀行への格付けが甘すぎるといわれました。いまはその逆のことをいわれているわけです。私どもの立場は、病んでいる会社があれば、それを正しく格付け判断に織り込むこと。危ないのに危ないといわないとしたら、格付けをゆがめることとなります。

**S & P** 私どもは常に公平で客観的な格付けを心がけてきました。山一証券に対する報道などから、いまのような質問が出るものと思われませんが、私どもの活動は、あくまでもディスクロージャーに寄与し、市場の透明性を高めるためのものとして理解ください。

# 投資信託のカルテ

## 投信市場のトレンドに迫る

(株)アイフィス 正木伸彦

「なぜ投資信託か？」  
を見直す

日本版金融ビッグバンが進む中、「投資信託」という金融商品が大きく注目されてきた。電車の中吊り広告をみても、投資信託の文字を必ず見つけることができるほどである。しかし、その記事の見出しといえば、たいていの場合は「投資信託はこんなに儲かる」とか「50%以上の利回り商品はこれだ」等々。低金利や国内の株式の低迷などでフラストレーションの溜まった個人投資家の「できれば儲けたい」という気持ちの火に油を注ぐものが多かった。

投資信託にかかわらず、投資という行為自体、不確実性の高いものであり、ある程度のリターンを得ることができない（もしくはリターンの上がっている）商品であれば、間違いなく市場の不確実性の部分に何らかの賭けを行なっている（リスクをとっている）。おもしろいに見える高いリターンの裏には、必ずリスクが潜んでいることを認識できていた投資家はきわめて少なかったのではないだろうか。

今回は改めて、投資というものの必要性と、リスクとの上手なつき合い方を考えていきたい。

必ず顕在化するリスク

投資とは儲かるもの。

バブルの時期において日本の投資家は下がることを知らない日本株式に酔いしれていた。しかし、バブルの崩壊以降、逆に株式の下方リスクのみを長年にわたり味あわされることになった。まさに受難の時代を過ごしていたといえよう。手元に投資資金はあるものの、銀行預金の金利は低すぎるし、かといって国内の株式は迷走を続けていた。

一方、ふとアメリカ、ヨーロッパとその他の先進各国の株式市場を見回すと、きわめて順調に推移している。為替も円安ドル高のトレンドは止まることを知らない。こういった環境を考えれば、誰がどう考えても、外国証券への投資が魅力的である。外国株式への投資は一端始まると、燎原の火のごとく一気にブームへと進んだ。外国債券投資に始まり、外国株式および外国債券に投資する投資信託に多くの資金が流入したのである。

外国市場はその後も順調さを維持し、為替相場も外国投資に関しては追い風が吹いていた。しかし、とうとう今年8月後半、世界同時的な株安、特にエマージング市場における株式・債券の下落、ドル安方向への為替相場の反転というかたちで、市場のリスクは顕在化した。外国市場への投資を行っていた投資家は、ほとんど全員が肝を冷やしたことであろう。表1のよつに、外国市場をターゲットにしたファンドは例外なくダメージを被っている。

表1 外国株に投資したファンドの騰落率

(単位：%)

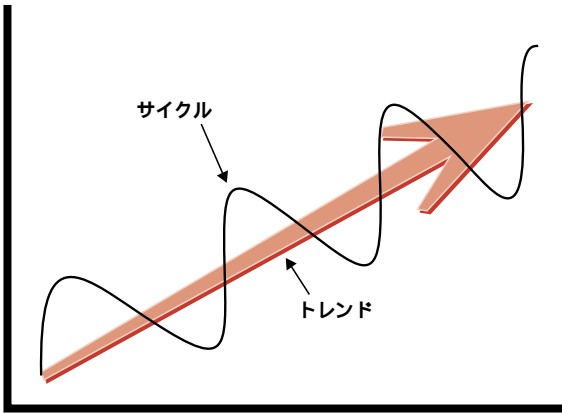
分類	1カ月	3カ月	6カ月	1年	3年
グローバル型	9.9	6.2	1.2	6.7	33.3
欧州投資型	14.8	12.2	2.1	10.7	61.0
北米投資型	10.9	5.3	1.0	12.9	71.0
エマージング・中南米投資型	30.6	31.3	35.5	41.6	15.0
エマージング・グローバル型	27.8	30.0	34.8	46.5	42.1
アジアオセアニア(単独市場)型	9.6	23.8	37.9	54.6	33.5
アジアオセアニア(市場分散)型	9.1	19.3	31.7	48.2	46.9
債券投資・外債型	3.0	1.8	3.7	6.8	24.0

実際、弊社にも一般投資家から「外国株や債券に投資しているファンドを即刻売却すべきかどうか」という問い合わせが相次いだ。その話をよくよく聞いてみると、問い合わせた投資家は大きく2種類に分けることができた。一つは「とにかく儲かるといわれたから」という動機だけで外国投資に向かった短期志向の投資家（投機家）。もう一つは、「とにかく分散投資をしておきたかった」という長期志向の投資家である。

後者に関しては、話は比較的簡単である。短期的には証券市場のブレは存在し、長期投資によりそのリスクは十



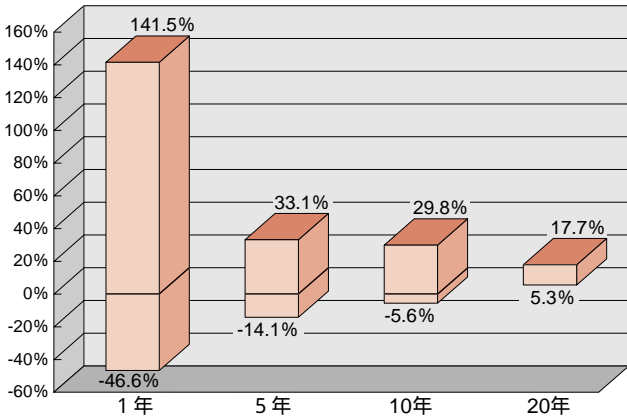
図1 株式市場成長のイメージ



分に低減できること。分散投資の必要性を考慮すれば、決して外国投資型のファンドに投資を行なっていたこと自体、間違った行為ではなかったこと。そのように説明すれば基礎知識が備わっているだけに、十分に納得いただけよう。

しかし問題は、前者の短期志向の人々である。単に「儲かるから」という動機づけだけでの証券投資は、まさにバブルの時期に日本株で行なわれていたこと何ら変わらない。どうしても「損をさせられた」という感情が大ききようだ。そのような方々のために改めて長期投資の有効性に言及してみたい。現在外国に投資していること自体は間違った行為では決しないので、ここでもう一度、証券投資のリスクを認識するとともに、自分の投資に関する姿勢を見直してみてもどうか。

図2 長期投資の有効性



長期投資を再考する

投資という行為を行なうに当たって、いかにうまく儲けるかということのみならず人は考える。賢く行動することができれば、市場が安い時に買い、その後上昇したところで売り抜ける。その手法に関する書籍は書店で数多く見つけることができる。しかし果たして、そのような投機的な方法で成功し、長期にわたり利益を出し続けている投資家はプロを含め何人いるのであろうか。

株式市場は経済が成長する限り、長期的な視点では必ずや上昇する。だが、そのような大きなトレンドに絡みつくように株式市場はサイクルを形成して

動いている(図1参照)。20年、30年という大きなトレンド、その中に3年、5年というサイクル、さらにはそのサイクルの中にもまた小さなサイクルが無数に存在している。仮に、ここに万能の投資家がいたとして、そのサイクルすべての安値で買い、高値で売るといったことができた場合、その人は巨万の富を築くことができるに違いない。しかし、専門家の世界においてもそのような万能の人間は存在しない。ましてや一般投資家おや、である。われわれがどこまで小さなサイクルを相手に長期的な収益を上げられようか。

賢い一般投資家は、自分の技量を心得ている。投資を職業としない投資家が、いったいどれだけの時間と体力を投資に費やせるのかを考え、できる範囲で最も効率的な行動を取っている。その一歩として、小さなサイクルに惑わされて無駄な労力を消費することよりも、大きなトレンドに目を向けるべきであろう。そして、大きなトレンドに投資すること、つまり、より長期の姿勢で投資を行なうことは、リスクの大きな資産への投資を一般投資家にも可能にしてくれる。図2は、日経平均株価に1年、5年、10年、20年の期間で投資を行った場合の、投資収益率を表したものである。1年間という比較的短期で投資を行った場合は成功した場合は、141.5%とすばらしい成績を収めている反面、失敗した場合は、マイナス46.6%という非常に不幸な

結果に終わっている。小さなサイクルを狙った投資は、タイミング次第で投資結果にここまで大きな差を残すのである。

一方、投資期間を延ばしていくに従って、最高収益と最低収益は平均収益に徐々に収斂していく。20年の投資期間ともなれば、この不透明とされる日経平均に投資した場合でも、最低収益すらマイナスにはならない。この場合当然のことながら最高収益も平均収益を大きく上回ることなく、言ってみれば当たりもハズレもないところであろう。しかし、この大きなトレンドに賭け、経済成長を株式市場が効率的に反映した成果を享受することが、長期資産形成(インフレに勝ち実質的な資産価値を向上させること)の王道なのではないだろうか。

世界的な株価の下落を経験し、リスクについて改めて体験させられた今、「投資」と「投機」について、そして一般投資家のとるべき行動について改めて考え直してみてもいかがだろうか。

### ㈱アイフィス (IFIS)

1996年1月に設立された日本初の投信評価会社。約1,600本にのぼるオープン型投資ファンドの5段階評価や、評価ソフトの販売、投信関連の講演や執筆活動も行う。新進気鋭の独立系金融ベンチャーとして注目を集めている。

分類別主要ファンドの概要 (1998年8月末現在)

(単位: %、百万円)

	ファンド名	運用	アイフイス分類	手数料	特 色	騰 落 率						当月資産
						1カ月	3カ月	6カ月	1年	2年	3年	
日本株投資	朝日株式オープン	朝日	日本株一般	3.00%	国内の優良企業の株式を投資対象に積極運用を行う。	11.2	4.7	1.7	2.7	0.6	3.8	4528
	平成・ジャパン・ファンド	JF	日本株一般	2%	割安株に重点的に投資を行う。	8.7	1.7	3.1	5	12.4	0.5	4317
	コスモストックオープン	コスモ	日本株一般	~1.5%	株式を主要投資対象とし、成長を目指し積極運用を行う。	4.9	0.1	0.3	5.6	20.6	14.2	2016
	株主還元成長株	太平洋	日本株一般	2.00%	企業業績・財務体質が優れた株主利益還元銘柄に投資。	6.7	5.7	6.4	5.9	0.9	4.5	1541
	ビッグ2001	大和	日本株一般	~3.0%	21世紀の構造改革で成長が期待される銘柄に投資。	8.6	3.8	2	6.1			2568
	ジャパン・オープン	フィデリティ	日本株一般	~3.0%	成長株投資と割安株投資をミックス。	8.8	2.9	0.3	6.3	2.6		40345
	MS・ジャパン・グロース	Mスタンレー	日本株一般	~2.0%	成長性、収益性を勘案して選定した日本株式中心に投資。	6.5	0.2	2.3	6.3			5352
	(タイプ別S)成長型F	太平洋	日本株一般	2.00%	タイプ別セレクトの株式マザーファンドおよび我が国の株式に投資。	6.6	4.1	0.9	6.7	12.3	7.9	1244
	グローバルイズムオープン	野村	日本株一般	2.00%	グローバル展開力のある国際的優良株に投資。	10.2	7.6	5.3	7.1			6939
	スーパー・クオリティ・オープン	パートナーズ	日本株一般	2.00%	企業の収益性等から、クオリティの高い銘柄を選別。	8.6	5.1	3.3	8.3	3.3	1.1	2061
	さくら日本株オープン	さくら	日本株一般	2.00%	我が国の株式中心に投資する。	8.6	3.6	0.3	8.7	4.6	2.1	3363
	新成長・株主還元株	太陽	日本株一般	~2.0%	21世紀に発展が期待でき株主還元が見込める企業を投資対象。	6.8	2.6	0.3	8.8	2.9	2.3	2796
	(レインボー)株主還元成	野村	日本株一般	2.00%	株主還元が期待でき、ROE・PER等が割安な銘柄を選別投資。	7.5	3.4	2.4	9.1	4.5	0.9	27262
	ベスト・ビック・オープン	パートナーズ	日本株一般	3.00%	株価の割安な銘柄を選定し、その組入れ比率を高位に維持。	7	4.4	4.5	9.1	13.6		1476
日本株ネオグロースオープン	東海	日本株一般	~3.0%	大競争時代を勝ち残る企業をテーマに銘柄を厳選。	7.5	5.4	3.6	9.6	3		4718	
世界株投資	大和ワールドオープン	大和	世界株	3.00%	国際資産配分モデルでアセットアロケーションを行う。	8.5	2.2	12.8	40.1			3938
	グローバル アクティブ	富士	世界株	~3.0%	世界の企業の中で戦略的に優位にある企業を優先。	15.1	15	6.8	34.5	43.4		15108
	グローバルバランス	太陽	世界株	2.00%	日本を含む世界の株・債券に投資。株式組入れ比率は40%まで。	0.7	7.8	16.3	32.1			4313
	海外ハイグロースオープン	朝日	世界株	2.00%	世界先進国の成長分野の株式を中心に投資。	9.6	3.5	15.5	26.1	56	77.1	1137
	グローバルアグレッシブ	Mスタンレー	世界株	~3.5%	世界各国の株式および債券を主要投資対象。	3.2	3.2	9.2	25.5			4556
	グローバルエクイティT	NCG	世界株	0.00%	世界の株に投資。銘柄選択は企業訪問調査を基本に行う。	13	6.4	5.6	24.7			2641
	グローバル・バリュー・オープン	野村	世界株	~3.0%	世界各国の株式の中から割安銘柄を厳選。	11.5	6.4	6.6	21.5			78499
	ベアリングクロスボーダー	ベアリング	世界株	3.00%	新興国を含む世界40カ国の株式から成長割安株を発掘。	12.8	6.3	6.2	20.7	43.7		5112
	インターナショナルオープン	シュローダー	世界株	~2.0%	日本を除く世界の株式から優良成長企業を厳選投資。	11.7	5.8	4.9	20.6			3576
	ワールドアクティブB	グレンフェル	世界株	~3.5%	日本を含めた世界主要22カ国に分散投資。	11.9	6.3	5	17.9			1464
	GTグローバル世界株式	インベスコ	世界株	3.00%	世界各国の株式の中から収益、成長、安定性等で銘柄厳選。	14.2	7.3	2.9	16.7			4547
	GTグローバルインベストメント	インベスコ	世界株	3.00%	MSCIをベンチマークとし、先進国・新興国の株式・債券に投資。	9.3	4.2	3.8	15	36		276970
	グローバルグロースオープン	野村	世界株	~3.5%	世界各国の株式の中から独自の調査で成長銘柄を発掘。	15.3	5.6	6.4	14.5	42.3		10988
	ワールドエクイティオープン	日興	世界株	3.00%	世界各国の株式に割安性、成長性の観点から厳選投資。	13.6	8.1	2.1	10.7			10381
ハーモニーオープン	大和	世界株	3.00%	日本を含む世界の株式および公社債に分散投資。	10.4	7.2	1.1	10.4	19.3	38.7	1847	
地域限定株投資	(ワルドカントリー)独インデB	野村	欧州株	2.00%	ドイツの株価指数の動きを捉える。為替ヘッジなし。	15.4	7.5	17.3	43.9	74.4	94.1	1212
	フィデリティヨーロッパB	フィデリティ	欧州株	~3.0%	欧州の成長性の高い中小型株に重点投資。為替ヘッジなし。	16.2	16	10.5	34.5	81.4		23554
	マーキュリー・ヨーロッパB	メリル・マーキュ	欧州株	~3.0%	欧州の大型優良株を中心に投資。為替ヘッジなし。	13.4	9.2	10.8	34.5			12010
	ガートモアヨーロッパオープン	NCG	欧州株	~3.5%	独自の調査に基づき欧州の優良株を選別。為替ヘッジなし。	13.2	7.4	6.7	30.5			22179
	ロンドン株式ファンドB	メリル・マーキュ	欧州株	~2.0%	英国の株式を主要投資対象に分散投資を行う。為替ヘッジなし。	10.1	6.5	2.3	28.6	75.6		1353
	(ワルドカントリー)米店頭B	野村	北米株	2.00%	アメリカ店頭株を主要投資対象とする。為替ヘッジなし。	12.8	4.7	14.3	33.5	101	122.9	1552
	インデックスF USA	日興	北米株	~2.0%	S&P500種株価指数連動の投資成果を目指す。	11.3	5.1	7	28.4	74.1	109	1710
	(グローバルP)米国株F1	野村	北米株	~2.0%	ダウ工業株平均株価を参考に優良銘柄に投資。為替ヘッジなし。	11.5	8.3	2.8	18.3	54.5	86.1	1519
	(オーロラ)米国小型F	野村	北米株	2.00%	米国の小型株中心に投資。為替ヘッジは適宜対応。	14.1	0.8	9.7	15.2	38.6	43.4	1022
	海外グロースファンド	国際	北米株	2.00%	海外の優良成長株に積極投資。為替ヘッジは適宜対応。	10.6	8	2.1	7.3	39.9	62.8	3096
	アジア製造業ファンド	ベアリング	アジア株	3.00%	日本を除くアジア諸国の製造業の株式に投資。為替は適宜対応。	12.7	16	21.8	32.2	22.2		1191
	富士アジアオープン	富士	アジア株	2.00%	アジア諸国(日本除く)の株に投資。為替ヘッジを行う。	5.5	13.1	23.5	37.4			3162
	(オーロラ)極東オセアニア	野村	アジア株	2.00%	極東およびオセアニアの株式に投資。為替ヘッジは適宜対応。	7.2	15.1	25	39	46.3	45.1	6853
	アジア2001オープン	インベスコ	アジア株	2.00%	中長期的に経済成長が期待できるアジアに投資。為替ヘッジあり。	6.4	13.9	20.9	40.7	42.6	33.1	2996
MSアジアオセアニアインデックス	Mスタンレー	アジア株	~2.0%	アジア・オセアニア各国の株式に投資。為替ヘッジなし。	12.4	17.5	27.4	41			1691	

	ファンド名	運用	アイフィス分類	手数料	特 色	騰 落 率						当月資産
						1カ月	3カ月	6カ月	1年	2年	3年	
テ マ 型 投 資 フ ン ド	USインターネットオープンB	大和	ハイテク株	3.00%	アメリカのインターネット関連の企業に投資。為替ヘッジなし。	14.9	1.1	9.7	19.2	48.9		2857
	USインターネットオープンA	大和	ハイテク株	3.00%	アメリカのインターネット関連の企業に投資。為替ヘッジあり。	13.6	1.3	0.3	1.3	13		1910
	マルチメディア オープン	太陽	ハイテク株	2.00%	日本のマルチメディア関連の企業に投資。	10.3	7.2	3	11.8	1.1	4	3267
	(マイ・セレクト)マルチメディア	日興	ハイテク株	2.00%	次世代の情報・通信機器・ソフト・サービス関連企業に投資。	12.9	9.1	5.8	14.1	6.7	4	2485
	(MSCI)テレコミュニケーション	Mスタンレー	ハイテク株	~2.0%	世界の通信産業株価指数への運動を目指す。為替ヘッジなし。	8.1	4	17.3				17521
	ヘルスサイエンスファンド	インベスコ	ヘルスケア株	2.00%	米国を中心にヘルスサイエンス株式に投資。為替ヘッジあり。	4.3	1.5	8	26.3	41.4	63.2	3504
	新健康産業21	日興	ヘルスケア株	3.00%	日本のヘルスケア産業から成長分野の株式に厳選投資。	4.5	0.2	2.8	6.9			1274
	(レインボー)ヘルスケア	野村	ヘルスケア株	2.00%	医療用機器関連の株式に投資。	3.8	0.5	2.3	6.9	6.4	2.1	3139
	グローバル資源株オープン	国際	資源株	3.00%	世界の鉱物、エネルギー、穀物関連株に投資。為替ヘッジなし。	16.7	23.1	14.9	18.9			1300
	マーキュリー世界鉱山株B	メリル・マーキ	資源株	3.00%	世界の鉱物企業の株式に投資。為替ヘッジなし。	23.1	29.3	22.9	39.8	37.8		2408
	JF世界資源株 A	JF	資源株	3.00%	世界の資源関連企業の株式に投資。為替ヘッジなし。	23.4	32.2	28.9	40.9			2026
	マーキュリー・ゴールドメタルB	メリル・マーキ	資源株	3.00%	世界の金鉱および他鉱業株式に投資。為替ヘッジなし。	25.8	34.1	24.5	41.3	60	53.3	18570
	インベスコ・ゴールドファンド	インベスコ	資源株	3.00%	世界の金鉱企業の株式に投資。為替ヘッジなし。	25.9	36.8	32.4	49.5	64.6		3595
	グローバル・レジャー・オープン	インベスコ	サービス株	3.00%	世界のレジャー産業の中から国際競争力の高い銘柄を厳選。	13.7	9.1	0.9	9.9	24.6		141
(MSCI)ブロードキャスト	Mスタンレー	サービス株	~2.0%	世界の報道産業株価指数への運動を目指す。為替ヘッジなし。	11.8	0.5	10.8				1300	
外 国 債 券 型 投 資 フ ン ド	GTグローバル国際債券	インベスコ	外国債券	2.00%	世界主要国の信用力の高い債券に投資。為替ヘッジは適宜対応。	1	4.9	16.2	28.1			12460
	米国優先証券オープン	野村	外国債券	1.00%	米国ハイブリッド優先証券に投資。為替ヘッジなし。	1.9	2.7	14.1	27.9			8409
	アセットバック証券 B	野村	外国債券	1.00%	米国アセットバック証券(モーゲージ等)に投資。為替ヘッジなし。	0.4	4.1	14.4	26.2			9026
	GTグローバル世界債券	インベスコ	外国債券	2.00%	世界主要国の信用力の高い債券に投資。為替ヘッジは適宜対応。	1.3	4.6	14.5	25.6			10008
	米国債券P A ヘッジ無	日興	外国債券	~2.0%	米国の公社債投資。為替ヘッジなし。	1	5.3	15.5	25.1	37.9	45.2	6341
	ボンド&カレンシー「外貨」	メリル・マーキ	外国債券	1.00%	世界各國の公社債、為替でアクティブに運用。為替ヘッジなし。	1.2	4.3	13.9	25			44908
	(グローバルP)米国債券1	野村	外国債券	2.00%	世界各國の信用度の高い公社債に投資。為替ヘッジは適宜対応。	0.5	4.1	14	24.6	41.4	54.4	1297
	ハイイールド・ボンドB	インベスコ	外国債券	~2.0%	米国ハイイールド債に投資。為替ヘッジなし。	4.5	0.1	10	21.9			1763
	USインカムオープン B	富士	外国債券	~2.0%	米国の各種公社債に効果的に組み合わせ投資。為替ヘッジなし。	6.4	2.3	7.2	20.5			24905
	インカムセレクト・ファンド	インベスコ	外国債券	~2.0%	米国の高信用の公社債に投資。為替ヘッジは適宜対応。	2.1	0.2	8.6	19.7			31882
	ハイ・イールドボンドB	野村	外国債券	~1.0%	米国のハイイールド債に投資。為替ヘッジなし。	7.9	3.4	5.9	19	47.9	67	136772
	北米債券ミックスオープン	大和	外国債券	~2.0%	北米の公社債に投資。為替ヘッジなし。	0.9	1.9	10.3	18.4	31.8	49.3	2380
	ハイイールドボンドA	フィデリティ	外国債券	1.00%	米国のハイイールド債に投資。為替ヘッジなし。	9.5	4.9	4.2	15.8			41523
	MSグローバルボンド	Mスタンレー	外国債券	~2.0%	主要国の格付けの高い公社債に投資。為替ヘッジは適宜対応。	1.7	3.7	8	13			2244
スーパー/グローバルボンド	日興	外国債券	~1.25%	内外の好利回りの公社債に投資。為替ヘッジは適宜対応。	1.6	3.3	5.6	9.4	14.7	13.2	5442	

## 投信ビギナーの心得

投資信託という言葉を目にして、実際に投信商品の購入を検討し始めると、みな一つの大きな壁にあたる。あまりに多くの種類が存在するからである。ここで一度、投資信託のタイプをおおざっぱに整理・解説してみたい。

投資信託には、大きく分けて追加型(オープン型)と単位型(スポット型)が存在する。オープン型は株式のようにいつでもその時の時価で売買が行なえるのに対し、スポット型は運用がスタートする以前の一定期間(募集期間と呼ばれる)にしか買い付けができない。また、オープン型はファンドの運用期間が10年とか無期限であるのに対し、スポット型は1年から4年程度と比較的短期間で運用を終了してしまう。すでに実際に運用が行われているファンドの運用成績を実際に調べたうえで投資するファンドを検討できる点、およびファンドの運用期間の終了をあまり気にせず投資が可能である点において、長期の資産形成のためにはオープン型の方が好ましい。実際、欧米においても主流はこのオープン型ファンドである。

さらに、オープン型を選択したとしても、投資対象に応じていくつかのファンドのカテゴリーに分類される。ちなみに、投資信託の業界

団体である証券投資信託協会においては、投資対象に応じて29種類の分類を行なっている。ファンドはその投資対象を表すようなネーミングをしているものが数多く見受けられる(ジャパン・オープンとかワールド債券オープンとか)。しかし、中にはファンド名からは到底その投資対象をうかがい知ることが出来ないファンドもある。そのような商品の場合は、ファンドの受益証券説明書の表紙やリーフレットに、投資信託協会の29分類のうちどの分類に該当するかが記載されているので参考にしたい。この分類をみればそのファンドがおおむね何に投資するのかを知ることができる。ただし、投資信託協会の分類だけでは、実際の投資対象、運用方針等の微妙かつ重要な部分が見えない場合も有るので、少なくとも、受益証券説明書の中の「ファンドの特色」の部分だけでも目を通すことをお勧めしたい。

以上のプロセスで、

オープン型かスポット型か  
投資対象は株式か債券か両方か  
投資地域はどこなのか  
は最低限の確認項目となる。



## 企業IR 広告特集

企業から個人投資家に向けて情報提供を行うIR広告のページです。個人投資家に対して積極的に情報提供をしようと考えている企業を、< ジャパニーズ インベスター > 編集部の記者が客観的な視点で取材して執筆する《ザ・ダイジェスト》、企業のトップが個人投資家に自社をアピールする《トップ・インタビュー》で、企業の業務・商品内容から歴史、経営哲学、将来ビジョンなど、様々な角度から見た「企業の姿」をぐっと圧縮してご紹介します。

### 《ザ・ダイジェスト》

ケーヒン .....	20
日本アムウェイ .....	24
日本空調サービス .....	26

### 《トップ・インタビュー》

マイカルカード .....	28
---------------	----

#### 財務データについて

- ・業績と予想は企業から提供された数字を掲載しています。
- ・企業の業種・業態に合わせて財務データの掲載項目を選んでいきます。
- ・総資本利益率、株主資本利益率、株主資本配当率は各資本の期首・期末単純平均値で算出、それ意外のデータは期末の数字で算出しています。
- ・掲載されている期間中に株式分割が行われていても、過去のデータは遡及修正していません。株式分割が行われた場合には、欄外にその実施時期と率を表示していますので、ご判断ください。
- ・財務データ中のアルファベット(略称)の意味は以下の通りです。
  - ROE：株主資本利益率(株主資本に対する当期利益の比率)
  - EPS：一株当たり当期利益(発行済み株式一株当たりの当期利益)
  - PER：株価収益率(株価が一株当たり利益の何倍か)
  - PBR：株価純資産倍率(株価が一株当たり株主資本の何倍か)\* 本誌では、期末株価でPER、PBRを算出しています。

#### 株価の推移について

直近まで3年間の月足を表示しています。公開・上場後3年たっていない企業の場合は、公開・上場時からの表示になっています。\*印は株式分割が行われたことを表しています。

掲載企業のより詳しい資料をご希望の方は、P.42添付のアンケート葉書でお申し込みください。企業から直接資料をお送りいたします。

《ザ・ダイジェスト》《トップ・インタビュー》の記事は、企業からの情報です。投資判断の参考としてご活用ください。なお、投資にあたってはご自身の判断でなさるようお願いいたします。



カーレースの最高峰F1は、ケーヒン部品が活躍するフィールドの一つ。

本田系部品メーカーが合併  
F1制覇の一翼を  
担った技術力

自動車は、1台につき約2〜3万点の部品で組み立てられ、うち約7割を部品メーカーが生産、納入していると言われている。自動車産業の裾野は広い。わが国の場合、自動車メーカーを頂点に、サプライヤーと呼ばれる部品メーカーの系列構造がつくられ、コスト面での国際競争力の源泉ともなってきた。

だが、その系列構造にも限界がみえてきている。世界の自動車メーカーが、新車開発期間の短縮化と大幅な原価低減につながるシステム化およびモジュール化（複合部品化）を推し進めているためだ。これまで複数の部品メーカーにバラバラに発注していた部品の開発と生産を、技術レベルの高いメーカ

## THE DIGEST

# 株式会社ケーヒン

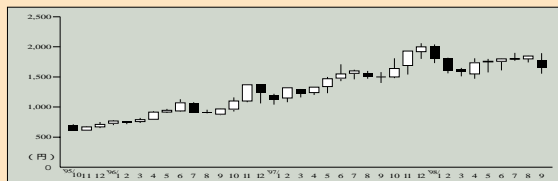
次世代モータリゼーションの扉を開く、  
総合システムメーカー

### 財務データ

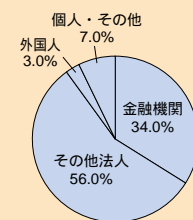
	97.3		98.3	
	単体	連結	単体	連結
売上高(百万円)	56,883	61,155	143,800	182,072
営業利益(百万円)	2,148	3,299	7,515	12,362
経常利益(百万円)	2,412	3,288	10,126	13,999
当期利益(百万円)	1,577	1,997	6,226	7,722
総資本(百万円)	40,477	43,432	86,132	106,802
株主資本比率(%)	50.4	49.8	58.6	48.9
総資本利益率(%)	3.9	4.6	7.2	7.2
ROE(%)	8.0	9.6	12.3	14.8
売上高営業利益率(%)	3.8	5.4	5.2	6.8
売上高経常利益率(%)	4.2	5.4	7.0	7.7
売上高当期利益率(%)	2.8	3.3	4.3	4.2
発行済み株式数(千株)	33,214		61,654	
EPS(円)	47.49	60.15	100.99	125.26
一株当たり配当(年間/円)	9.50		14.00	
配当性向(%)	20.0		13.9	
株主資本配当率(%)	1.5		1.7	
PER(倍)	25.9	20.4	15.6	12.6
PBR(倍)	2.0	1.9	2.1	2.0

\*97年3月期の数値は、合併以前であるため存続会社である(株)京浜精機製作所の実績を記載しています。

### 株価の推移



### 所有者別株式分布状況



公開年月 1964年12月  
株式市場 東証一部  
証券コード 7251  
投資単位 1,000株  
発行済み株式数 61,654千株  
株主数 2,490名  
(1998年3月末現在)

に集約し始めたのである。このため、欧米では自動車部品メーカー間の合併やM&Aが盛んに行なわれ、部品メーカーのシステムサプライヤー化が進行している。

ケーヒンは、こうした流れを受けて本田技研工業系の自動車部品メーカー3社が合併し、昨年4月に誕生した。燃料供給系部品のフューエルインジェクション機器、キャブレター（気化器）の世界的メーカーである京浜精機製作所を中心に、エンジン吸気系部品やカーエアコンを手掛けるハドシス、電子制御ユニット（ECU）に強い電子技研が手を結び、互いの強みを持ち寄ることで、単品メーカーから総合システムメーカーへの脱皮をめざす。資産規模こそ違え、3社とも利益水準はそれほどない優良企業同士。業界で「攻めの合併」と注目を集めたゆえんである。

合併によって、ケーヒンは本田技研系部品メーカーのトップに躍り出た。かつて立て続けにF1レースを制覇し

### 京浜精機製作所

- ・気化器
- ・インジェクター、レギュレーター、フューエルバルブ
- ・バイパスバルブ
- ・EA機器・補器類・産業用バルブ

### 燃料噴射システム 空調システム その他

### ハドシス

- ・スロットルボディ、センサー類
- ・インマニASSY、EGRバルブ
- ・エアコンコンプレッサー
- ・エアコンASSY

### 電子技研

- ・燃料噴射電子制御ユニット
- ・エアコン電子制御ユニット
- ・その他電子制御ユニット
- ・計測機器、システムソフト

た本田技研の技術力の一翼を担い、現在モレース参戦中の4チームに部品を供給しているだけに、その技術レベルは折り紙つき。新会社となつて、自動車の心臓部であるエンジンの性能を左右する燃料噴射(インジェクション)システムを確立し、新たに空調システムも追加された。

カーエレクトロニクス化が世界規模で進む中、完成車メーカーには、ガソリン車が排出する窒素酸化物の低減、地球温暖化防止のための燃費改善が求められている。ケーヒンは顧客と連携して、環境に配慮した自動車エンジン部品の開発に取り組み、その成果が低公害車LEV(ロー・エミッション・ビークル)やCNG(天然ガス)車の開発、販売につながっている。本田技研にとって、ケーヒンはなくてはならない存在なのである。



ケーヒンの核となるシステム開発の拠点が、栃木、角田(宮城)、川崎の各開発センター。シャシーダイナモでは実車レベルで性能解析を行う。



## 二輪車部品で足場を確保 競合他社を尻目に 際立つ業績

新会社となつて、初めての決算となつた98年3月期の業績は、単独・連結ともケーヒンが期初に発表していた計画値を上回る増収増益となつた。主要要因としては、本田技研の四輪車国内生産台数の増加と、大型二輪の輸出増により、主力の空調システム、燃料噴射システム、キャブレターが好調だったことが挙げられる。

ケーヒンの売上げの60%以上を占める本田技研からの四輪車部品の受注向が重要であることは言うまでもない。だが、ここで見落とせないのは二輪車部品である。二輪車部品の売上げ構成比は相対的に低下しているものの、ケーヒンは二輪車向けキャブレターの生産量で世界一、国内シェアの60%以上を握るトップメーカーなのだ。供給先は本田技研のほか、ヤマハ発動機、スズキ、川崎重工といった国内二輪車メーカー、さらに米国のハーレーなど海外のメーカーにも広がっている。

98年3月期におけるケーヒンの連結EPS(1株当たり当期利益)は125.3円。合併による自己株式売却益という一過性の要因を除いた実質ペーシ(同107.1円)でみて、業界最大手のデンソー(同79.9円)を上回る収益性を示す。合併1年目のこの際立った業績は、好調な四輪車部品と世界トップクラスの二輪車実績を足

場に、安定収入源を確保するケーヒンならではの強みの証しといえるだろう。

## 着実な海外展開と グループ経営で 国際企業をめざす

今期に入つて、消費不況の煽りを受けて国内四輪車の生産台数が頭打ちの状態を続けている。本田技研も例外ではなく、世界生産台数では、日系の大手自動車メーカーの中で唯一、増加が予想されているものの、国内での減少は避けられない見通しだ。それに伴いケーヒンも、99年3月期はその影響を免れず、収益面では前期比で微減ないしは横這いとする見方が強い。

もちろん、懸念材料ばかりではない。ケーヒンは、今年9月末現在で海外7カ国に計11社の子会社、関連会社を保有。タイ、フィリピンでの子会社化、インド(空調システム)や中国(キャブレター)での合併会社設立など、昨年来、着実な海外展開を行ってきた。それらが実を結びだせば、日本国内の市場環境に左右されない、グループ間の相互補完体制が確立するのである。

また、連結会社中最大規模である米国の子会社インディアナプレシジョンテクノロジ(IPP)社は、本田技研の現地生産台数拡大に対応して、フル稼働状態が続いており、燃料噴射システムなどの増産効果で連結ベースの収益拡大に貢献しよう。

一方、経済危機に見舞われたタイの子会社では、キャブレターの日本への



フル操業が続く米国の連結子会社IPP社では、収益の拡大が見込まれている。

輸出を拡大することで工場の稼働率を維持、収益の悪化を最小限に抑えている。ケーヒンの海外戦略の特徴は、グループ全体を一つとして捉え、タイ子会社の例にみるように、各拠点の稼働率や為替変動などを見極めつつ、合理的かつ最適な生産分担を常に意識した方向づけをすること。当面は、本田技研の海外拠点に合わせたかたちの海外展開を堅持する予定だが、将来的には欧州市場への進出も視野にいれている。ケーヒンのフレキシブルかつ堅実な海外戦略を評価する証券アナリストは少なくない。

## 総合システムメーカー としてさらなる飛躍

冒頭でも触れたように、今や自動車産業全体が世界レベルで再編期に入っ



# ケーヒンの主な製品

環境問題や安全対策など、自動車業界は様々な課題を抱えている。特に排ガスは、21世紀に向けて厳しく規制される見込みである。ケーヒンは、加速度的に進行する車の電子制御化の流れに対応し、次世代を担う環境にやさしい製品づくりを進めている。

## ● 燃料噴射システム



インジェクションシステム

コンピュータ(ECU)により、燃料と空気をコントロールして最適な条件でエンジンに送る電子制御式燃料噴射装置。排気ガスのクリーン化や燃費・運動性の向上に優れた機能を持つ。四輪車のほか、二輪車や船舶のエンジンにも活用されている。

## ● スロットルボディ

## ● EACV (エレクトリック エア-コントロール) パルプ

## ● EGR (エキゾースト ガス リサイクル) パルプ

## ● スプールバルブ

## ● インジェクター

## ● 水温センサー

## ● AT (オートマチック トランスミッション) ソレノイドバルブ (ロックアップ用)

## ● 空調システム



コンプレッサー

コンピュータとの連携によって、車内環境の快適性を追求するアメニティシステム。高い効率と信頼性、低騒音を特徴とし、コンプレッサーほか数点のコンポーネントでシステムを構成する。

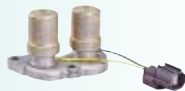
## ● キャブレター (気化器)



VP型大型二輪車用キャブレター

エンジンの運転状況や使用状況に合わせて、ガソリンと空気の比率を的確に調整・制御した混合気をつくる機器。二輪・四輪車はもとより、農業用、産業用機器や船舶ほか幅広い分野のエンジンに使用されている。

## ● EA 機器



ATシフトコントロールソレノイドバルブ主に四輪車に装着されている。

電気信号に応じて作動する制御機器類。各種センサーはじめ、AT車のギアシフトを制御するコントロールバルブやエンジン回転制御用のコントロールバルブがあり、

## ● スロットル開度センサー

## ● フリケンシーソレノイドバルブ

## ● フューエルパイプ

## ● プレッシャーレギュレーター

## ● 吸気温センサー

## ● インテークマニホールド

## ● 補器



ウォーターポンプ

電気を直接使わない制御機器類の総称で、エンジン自体およびエンジン供給系に使用されるポンプ類のほか、有害排気ガス低減部品やエンジン始動性向上部品などがあり、二輪・四輪車、汎用製品に用いられている。

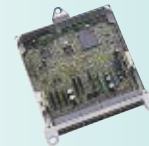
## ● 産業用バルブ



KL型モーターバルブ

自動バルブとも呼ばれ、遠隔操作が行える電磁弁やモーター弁、制御弁は、原子力発電用から身近なところではトイレ用まで、幅広い分野で活用されている。

## ● 電子制御ユニット (ECU)

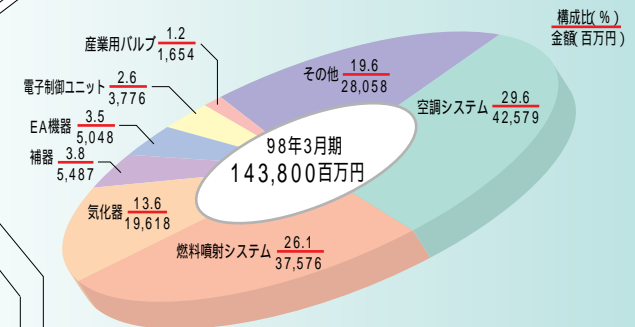


燃料噴射用電子制御ユニット

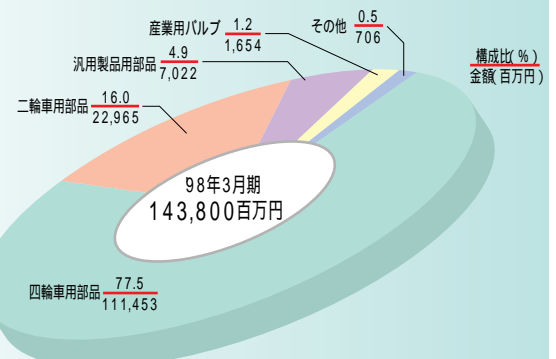
燃料噴射システム、空調システムをはじめ、SRSエアバック、パワーステアリングなどを電子制御するコントロールユニット。ソフトや回路設計から基板・ケースまで一貫体制で製作され、車のハイテク化を支えている。

## ● フューエルポンプ

## セクター別売上構成比



## 用途別売上構成比



ている。国内自動車メーカーの海外展開による部品の現地調達化や海外メーカーによる部品のアウトソーシング化、そして部品のシステム化、モジュール化等々……。系列を超え、国境を越えた、大競争時代が到来するのだ。

合併2年目を迎えたケーヒンは、総合システムメーカーとしての競争力の強化、単独ベースでの継続的成長、海外展開を中心としたグループ力の強化という目標を掲げて、時代の荒波を乗り切るうとしていいる。合併3社の技術力を統合して、より高度な技術力開発力を育て、効率的な生産・管理体制のもとで、四輪車を中心に従来の実績を堅持・拡張しつつ、フレキシブルな海外展開を図ろうとしているのである。

総合システムメーカーとしてのレイアウトが整えば、それぞれの技術力を有機的に関連させ、シナジー効果を生むことができる。「二本の矢」となったケーヒンが新たな目標に向け今動き出した。本田

技術だけでなく、世界の自動車メーカーに高付加価値のシステム部品を供給し、次世代モータリゼーションの扉を開くシステムサプライヤーへと脱皮するために。

### 株式会社ケーヒン

〒160-0022

東京都新宿区新宿4-3-17 HK新宿ビル

管理本部総務部 TEL 03-3341-7624

FAX 03-3341-8590

<http://www.keihin-corp.co.jp/>

## ● 証券アナリストに聞く 電子制御化の流れの中で、 コアとなる技術の開発がポイント

本田系3社の合併をどのように捉えていますか。

塩原 現在、自動車業界は将来の環境規制や安全対策を見据えた対応を迫られています。排ガス規制、高度情報交通システム（ITS）などに対処するには、自動車部品の電子制御化の問題を避けて通れません。その意味で、ケーヒンは合併によってエレクトロニック・コントロール・ユニットという電子制御技術を取り込むことができた。これが将来的に見た場合の最大の利点といえるでしょう。

合併やM&Aが、世界的な潮流のようですね。

塩原 世界的に排ガス規制が強化され、資源問題が重視されるにつれ、車は今後さらにダウンサイジング（小型化）に向かうと考えられます。しかし、完成車メーカーからすれば、それは1台当たりの平均出荷単価が下がり、新技術対応によるコスト上昇を吸収できず、利益率は低下せざるを得ないことを意味しています。当然、部品の調達価格も抑えざるを得なくなります。一方、部品メーカーからすれば、顧客の厳しい価格引き下げ要求に応えながら適正な利益を確保するためにはモジュール化、システム化した付加価値の高い製品を供給するほかありません。それには、合併やM&Aでコア技術を強化・拡充する必要があるわけです。95年以降のこうした流れからすると、垂直的統合によって競争力を確保しようとするケーヒンの基本戦略は、十分ではないものの間違ってはいないと思います。

十分でないという意味は。

塩原 ディファクトスタンダード（事実上の業界標準）を取るまでには至っていないということです。例えば、ケーヒンの製品がないと車が造れないというような状況です。環境規制をクリアするうえで、燃料噴射シ

### 塩原 邦彦（しおはら・くにひこ）

INGベアリング証券会社 東京支店  
調査部 シニアアナリスト

1965年生まれ。九州大学経済学部卒。  
'89年野村総合研究所に入社し、'96年より自動車・部品部門を担当。'97年INGベアリング証券会社に移り、現在に至る。日経金融新聞（本年3月8日付）第10回人気アナリストランキングでは、同部門で第6位にランク。



テムは重要な部品です。燃費の優れたホンダ車のエンジンの心臓部をケーヒンが造っているわけですから、デファクトスタンダードのコアとなる技術の開発能力は十分備えていると推察できます。実際にケーヒンは、二輪車向けの市場において、キャブレターでデファクトスタンダードを確立しているわけですから、その実績をもとに、マネジメントを含めていかに四輪車に広げていくか、それが今後の最も重要なポイントとなるでしょう。

海外展開についてはいかがでしょうか。

塩原 ケーヒンの場合は、ホンダが北米市場に投入した「V6エンジン」の現地生産化に伴い、合併によって連結子会社となったIPT社がフル操業の状態、収益が急拡大しています。収益面で北米のウエイトが高まったことは、合併の効果の一つといえます。京浜精機時代を含めると、かなり早い段階からホンダと二人三脚で海外に進出し、その事業は二輪車から立ち上げて四輪車につなげていくという理想的な展開をとっています。二輪車での経験を四輪車事業の立ち上げ時におけるリスクマネジメントに活かせるのは、他社にないケーヒンの強みといえるでしょう。

通貨危機を契機に、アジア市場は低迷していますが、21世紀初頭には成長力を回復するはずですが、そのときに備えて、タイほかで子会社化を着々と進めるケーヒンの戦略は評価できます。こうした展開ができるのは、強固かつ安定した財務体質の裏付けがあってこそです。得意のエンジンまわりを中心に物的、人的資源を集中していけば、ケーヒンの競争力は着実に強化され、メガ・コンペティション（大競争時代）の中で、十分成長を確保することができると考えられます。



横浜アリーナで開催された第18回ナショナル・コンベンション。レコグニションでは、表彰されたディストリビューターでステージ全体が熱気いっぱい。

理念は、「自由」「平等」「安全」。ダイレクト・セリングで国内トップを走る

アムウェイビジネス成功の秘密は、事業を始めた人のだれもが「平等」のチャンスの下、ディストリビューターとして「自由」な参加と活動が保証され、「安全」をモットーにした製品を直接顧客に販売して収益を得られるという明快さにある。新しいディストリビューターを育てるスポンサー活動にリーダーシップ・ボーナスが与えられることも魅力となっている。

79年の営業開始以来、日本アムウェイはこうした基本理念に支えられ大きな飛躍を遂げてきた。そして、'91年4月には店頭公開、'94年6月にはニューヨーク証券取引所上場を果たした。その実力は、通信販売や訪問販売からなるダイレクト・セリングの分野でNo.1(97年度法人申告ランキング)の

## THE DIGEST

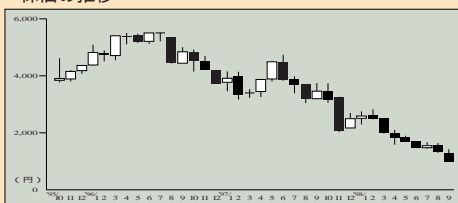
# 日本アムウェイ株式会社

株主還元で高い評価を受ける  
ダイレクト・セリングのトップ企業

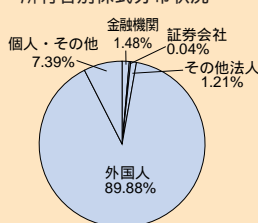
財務データ

	'95.8	'96.8	'97.8	'98.8
売上高(百万円)	177,991	212,195	203,361	192,457
営業利益(百万円)	43,696	54,178	41,620	26,726
経常利益(百万円)	44,213	51,433	42,364	27,207
当期利益(百万円)	22,424	25,130	26,638	12,778
総資本(百万円)	118,621	112,642	110,229	
株主資本比率(%)	63.8	53.6	57.5	
総資本当期利益率(%)	19.1	21.7	23.9	
ROE(%)	28.9	37.0	43.1	
売上高営業利益率(%)	24.5	25.5	20.5	
売上高経常利益率(%)	24.8	24.2	20.8	
売上高当期利益率(%)	12.6	11.8	13.1	
発行済み株式数(千株)	149,625	146,821	144,266	
EPS(円)	149.87	168.09	181.71	
一株当たり配当(年間/円)	190.00	125.00	100.00	
配当性向(%)	126.8	73.9	54.6	
株主資本配当率(%)	37.6	30.8	23.0	
PER(倍)	23.6	26.5	17.5	
PBR(倍)	7.0	10.8	7.2	
株価(決算期末)(円)	3,540	4,450	3,180	1,320
1株当たり純資産額(円)	505.79	410.99	439.19	422.69

株価の推移



所有者別株式分布状況



公開年月 1991年4月  
株式市場 店頭登録  
ニューヨーク証券取引所(1994年6月)  
証券コード 9821  
投資単位 100株  
発行済み株式数 144,025千株  
株主数 14,884名  
(1998年8月末現在)

地位を占めていることでもわかる。ちなみに売上高ベースでは、この10年間で612億円('87年8月期)から2,033億円('97年8月期)へと3倍を上回る成長を遂げている。

だが、さすがのアムウェイも日本を襲う消費の低迷と円安による仕入値高騰の中で、'98年8月期業績は、売上高1,925億円と前年を5.4%下回った。当期利益は長野冬季オリンピックへのスポンサーや一部マスコミによる不利な報道を払拭するための活動に伴う費用の増大等もあって、128億円と前年を52.0%下回った。まさに「踊り場」を迎えているといえよう。

揺るぎない成長に向けて事業の再構築を目指す



「ウェルカムセミナー」における研修風景。20~23歳の若手ディストリビューターを対象に全国8つのオフィスで土日を中心に毎週のように開かれている。



進・発展に努めてきた。また、消費者の問い合わせの窓口となってきた国民生活センターとの意見交換にも友好的かつ前向きで臨み、消費者保護という共通の目的のもと積極的な対応を進めてきた。

具体的な施策としては、社会的な経験の浅い年齢層のディストリビューターに対して、その意欲を健全なビジネスの発展につなげていくため、今年5月からは24歳未満のディストリビューターで登録6カ月以内にスポンサー活動をしたいという方たちを対象に「ウエルカムセミナー」を開催し、ビジネスの基本ルールやマナーの徹底を図っている。

一方、'97年12月からは消費者の相談や疑問に答える「アムウェイ相談ホットライン」を開設、いかなる疑問にもていねいに答えてきた。良好な人間関係をもたした信頼のうえに成り立つビジネスだけに、小さな疑問にも誠実に応えていくという姿勢である。

また、東京流通センターで行ってきた出荷業務を八王子流通センターに統合し、物流コストの改善を図った。



アムウェイの化粧品「アーティスティック」の新製品「エサント・カテンキングリーン健康緑茶」。

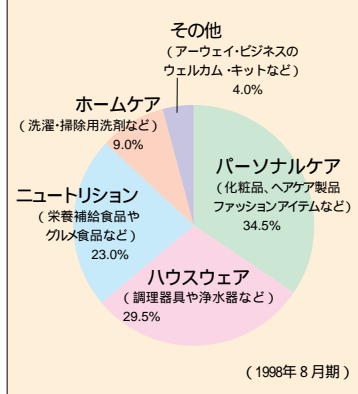


## 成熟したマーケットにも浸透。高品質の新製品を次々と投入

アムウェイの売上は、安定した売れ筋製品と、常に新しい消費を開拓する新製品によって支えられている。

最近発売された魅力の製品をいくつか紹介しよう。まず、「エサント・カテンキングリーン健康緑茶」。消臭作用や抗菌作用で注目されるカテキンの量が煎茶の約2倍も含まれる。三井農林と共同で製品化を図り、緑茶の市場で一定シェアを確保したいと狙っている。組織力を生かした販売成功例も紹介しよう。アムウェイの化粧品「アーティスティック」の愛用者である女性ディストリビューターを対象に'96年2月からメンバーズクラブを発足、約40万人（'98年3月現在）のメンバー登録を達成した。「アーティスティック」が含まれるパーソナルケア部門の売上は'96年8月期で前年同期比23・7%増、'97年8月期でも前年と同額を確保し、売上構成比でもハウスウェアを上回る力強

製品カテゴリー別売上高の構成比



さを示した。やる気を刺激する新しいインセンティブ・プログラムの導入と、販売対象を絞り込んだマーケティングの継続。アムウェイ製品は、売れるべくして売れている、といえよう。

## 大きな社会的役割を自覚し、地域と社会に貢献

大舞台を照らすスポットライト。こだまする歓声。アムウェイは、毎年一回、全国のディストリビューターを対象にその年度の成績優秀者たちを表彰する。

この華やかな会場の一角に、9年前から「環境基金キャンペーンコーナール」が設けられ、にぎわいを見せている。主催はアムウェイ・ネチャーセンター。公募した助成先に贈る基金を集めるため、毎年、工夫を凝らしたキャンペーングッズを販売してきた。

これまでに八重山サンゴ礁復元（沖縄）や白神・山の森、海の森、ニッ森づくり（秋田）など国内外36プロジェクトに5億円近い助成を行っている。企業市民としての活動を重視するアムウェイならではの取り組みといえよう。日本アムウェイと地域社会の関係は、長野冬季オリンピックピクやパラリンピックへの援助にとどまらず、タイの小中学校への中古パソコンの寄贈など幅広い活動として定着しつつある。

また、社会への貢献とともに、会社そのものの所有者である株主への利益

還元を最重要政策と位置づけている。アムウェイは、業績が落ち込みを見せた'98年8月期も中間配当50円を含む年額100円の配当を継続する見通しである。一株当たり100円の配当額は、日本企業では抜きん出た数字である。期末株価で算出すると利回りが7・5%にもなる計算である。一時期のような急成長は一段落したものの、この株主還元姿勢が維持される限り、日本アムウェイは日本市場における人気銘柄であり続けるだろう。



日本アムウェイは、'90年よりアムウェイ・ネチャーセンターを通して、自然保護・保全・環境復元への助成を続けている。写真は、'98年の助成対象から「小笠原の植生復元とクロアシアホウドリの営巣地保護（東京都）」、長野冬季オリンピックのマスコットでお馴染みの「スノーレッツの森（長野県）」、「白神・山の森、海の森、ニッ森づくり（秋田県）」。

日本アムウェイ株式会社  
〒153-8686 IR部  
東京都目黒区下目黒1-8-1 アルコタワー  
TEL 03-5434-8484(代表)  
FAX 03-5434-4923

<http://www.amway.co.jp/>

設備のストックを生かす  
メンテナンスで活路

夏場、オフィス街の空調設備はどこもフル稼働となる。そんな折、もしも設備が故障し、修理にも相当の時間がかかるとしたらどうなるだろう。さしづめビルのオーナーなら、店子からきつい文句を言われるだろうし、それが工場や研究施設ともなれば、業務への被害も甚大なものとなる。

「当初は夏場に修理が集中し、人の手当もたいへんでした。そこで、”予防保全”という新しい概念を取り入れたのです」(大橋一夫代表取締役社長)

1964年に空調設備の専門会社として設立された日本空調サービスは、空調機器メーカーやビルオーナーから寄せられる”故障やトラブルに対する



空調設備のライフサイクルに合わせて5つのサービスが。

1 計画・設計  
(設計)

2 施工  
(新築工事)

3 保守・管理  
(メンテナンス、運転管理)  
販売

4 施工  
(リニューアル工事)

5 診断  
(設備診断・環境診断・改善提案)

## THE DIGEST

# 日本空調サービス株式会社

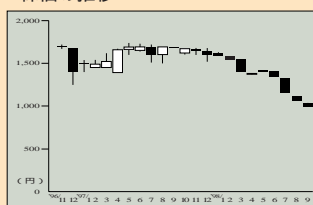
空調設備サービスのパイオニアとして  
メンテナンスに注力

財務データ

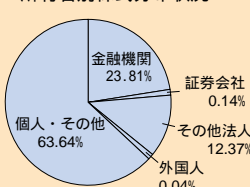
	'96.3	'97.3	'98.3	'99.3予想
売上高(百万円)	12,464	13,311	14,839	14,000
営業利益(百万円)	814	948	552	620
経常利益(百万円)	816	969	631	660
当期利益(百万円)	374	429	291	330
総資本(百万円)	10,814	12,309	12,057	
株主資本比率(%)	29.8	34.1	36.2	
総資本利益率(%)	3.4	3.5	2.4	
ROE(%)	13.8	11.6	6.7	
売上高営業利益率(%)	6.5	7.1	3.7	
売上高経常利益率(%)	6.5	7.3	4.3	
売上高当期利益率(%)	3.0	3.2	2.0	
発行済み株式数(千株)	457*	4,973	4,973	
EPS(円)	952.61	91.28	58.68	
一株当たり配当(年間/円)	170.00	20.00	17.00	
配当性向(%)	20.8	23.1	29.0	
株主資本配当率(%)	2.4	2.4	1.9	
PER(倍)		16.7	23.9	
PBR(倍)		1.8	1.6	

\*'96年8月8日付をもって1株の券面額500円の株式1株を1株の券面額50円の株式10株に分割しております。  
(注) '99年3月予想数字は期初のもです。

株価の推移



所有者別株式分布状況



公開年月 1996年11月  
株式市場 店頭登録  
証券コード 4658  
投資単位 1,000株  
発行済み株式数 4,973千株  
株主数 349名  
(1998年3月末現在)

信頼を高める  
高度な環境創造の技術力

戦後、わが国では、スクラップ&ビルドで次々と新しい施設が生まれてきた。だが、成熟社会のいま、これまでのように、つくるだけに全力投入する社会の有り様は大きな曲がり角にある。「蓄積された膨大な設備をいかに上手に活用するか。私どもの出番はこれからです」(大橋社長)

日本空調サービスの業容を売上から見ると、空調の新築工事やリニューアル工事は全体の4割に過ぎない。メンテナンス業務や運転管理業務がそれを大きく上回る6割近くを占めている。「競争が激しいため、設備工事から



代表取締役社長 大橋一夫氏



適正な利益を得ることが難しくなっています。私どもとしては、採算性を度外視して設備工事を取るといったのではなく、それが保守・管理契約に結びつくものを優先しています」(大橋社長)

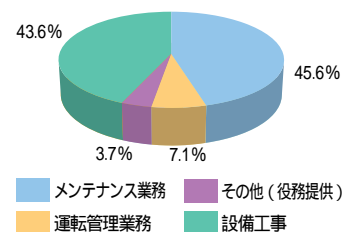
メンテナンスなど役務提供サービスの比重はさらに増す勢いだ。

こうした状況の中、いま日本空調サービスが社をあげて注力する設備がある。高い技術力が求められる高機能施設、つまり大型病院や研究施設、コンベンション施設、イベントホール等である。たとえば大型病院の場合、空調環境が直接人命に影響することから、温度・湿度にシビアであるだけでなく、無菌状態が求められる手術室、放射線対策が必要なレントゲン室など、精度の高い特殊空間が求められる。高機能施設の保守・管理契約も大規模なものでは、1カ所で10人以上の社員が24時間体制のローテーションを組む場合もある。



### 種類別売上実績

第35期  
(平成9年4月1日から平成10年3月31日まで)



日本空調サービスでは、こうした貴重なノウハウを蓄積し、現在、2カ所の契約先施設でISO9002の取得を目指しているほか、本店2階の研究室を対象にISO14001の取得に取り組んでいる。

## サービスの品質を決める 人と技能を重視

人間が快適だと思つ空間をつくるには、「空調」だけでなく電気や給排水等を含めた総合的な空間のコントロールが不可欠といえよう。

日本空調サービスでは、メンテナンス業務に欠くことのできない冷凍機械責任者やボイラー技士などの技能資格に加えて、電気主任技術者、管工事施工管理技士など、全社で計1,990件の技能資格を有する。

この数は、同社の社員の約8割近くを占める技術系の社員数(389名)で割ると一人当たり5.1件にもなる。「私どもの業務ではサービスを提供する人材の能力が、サービスの品質を

決定する大きな要因となります。それだけに、技術者の育成は極めて大切な経営課題なのです」(大橋社長)

同社では資格取得の難易度に合わせ報酬金を出すほか、昇進の条件の一部にもなっている。社員一人ひとりのやる気にも抜かりのない対応といえよう。

こうした努力の蓄積によって、施主や産業のニーズをがっちりつかみ、最適なサービス提供が可能となる。



総システム機器サポートする。診断・測定技術が確かな環境分析・診断技術が確立されている。営業最優先で対応している。

## 役務提供事業を拡大。 原価の削減で利益も追求へ

設備メンテナンス業界にも新規参入が増えつつある。

「勝ち抜くには、人件費などのコストをセーブして、適正な利益を確保することが必要です」(大橋社長)

同社では、顧客の要望を満たしつつも、立地条件に支障がない限りは、効

率的な保守・管理を可能とする遠隔管理にも取り組む意向である。また今後は、ビルや施設の総合管理サービスを視野に入れたファシリテイ・マネジメントに注力し、ビルオーナーに代わってビル全体を経営的視点から企画・管理・運営する一括受注の体制づくりを進めている。

バブル後、これまでの新築ラッシュに代わって既設ビルの改修需要が膨らみ、それとともにビルメンテナンス需要も増加の傾向にある。建設省によれば、ビルストック面積を基礎にビルメンテナンスの市場規模を予測すると、2000年には3兆7,200億円、2010年には4兆2,000億円を見込む。

こうした動きに合わせて、日本空調サービスも現在のメンテナンスを中心とした役務提供事業を毎年10%程度伸ばしていきたいと考えている。

「飛躍を手にするには、関東地区における営業力の強化などまだまだ投資も必要。この春も、昨春の22名に続いて38名の新社員を迎えました」(大橋社長)

マーケットの獲得に意欲を燃やす大橋社長だけに、当面は現在の配当重視の方針を継続していくものの、株主還元に向けた政策も徐々に充実させていきたいと語る。

日本空調サービス株式会社  
〒465-0042  
名古屋市長東区照が丘239番2  
社長室 TEL 052-773-2513  
FAX 052-771-9790



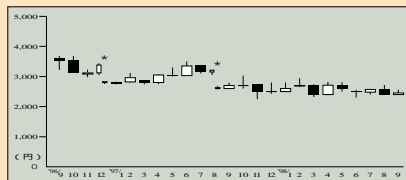
# マイカルカード株式会社

多目的ICカードの実用化で  
「情報企業」へ脱皮する

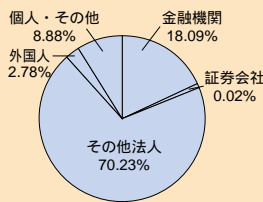
財務データ

	96.2	97.2	98.2	99.2予想
営業収益(百万円)	14,651	18,404	21,056	23,000
営業利益(百万円)	1,474	2,700	4,014	5,200
経常利益(百万円)	1,459	2,553	3,851	5,000
当期利益(百万円)	752	1,175	1,927	2,550
総資本(百万円)	75,600	92,791	105,538	
株主資本比率(%)	5.2	9.2	12.4	
総資本経常利益率(%)	2.1	3.0	3.9	
ROE(%)	20.9	18.9	17.9	
売上高営業利益率(%)	10.1	14.7	19.1	
売上高経常利益率(%)	10.0	13.9	18.3	
売上高当期利益率(%)	5.1	6.4	9.2	
発行済み株式数(千株)	1,295	16,741	21,289	
EPS(円)	58.1	70.2	90.5	
一株当たり配当(円)	10.00	15.00	22.50	
配当性向(%)	17.2	19.7	23.0	
株主資本配当率(%)	3.3	2.7	3.4	
PER(倍)		33.9	26.2	
PBR(倍)		5.8	4.4	

株価の推移



所有者別株式分布状況



上場年月 1998年7月  
株式市場 東証二部、大証二部  
証券コード 8519  
投資単位 100株  
発行済み株式数 21,289千株  
株主数 4,266名  
(1998年8月末現在)

の強みは何でしょうか。  
小畑 当社は「サティ」、「ピブレ」ほかの各種商業施設、あるいは会員制スポーツ施設「エグザス」、「ワーナーマイカル」などでおなじみのマイカルグループの強みは、消費不況の逆風の中にあつて、短期の業績はいかがですか。  
小畑 去る8月の中間期決算においては、おかげさまで前期の好調さを維持することができました。'98年度通期においても加盟店数の増加や高水準の融資残高を背景に、経常最高益の更新のほか目標以上の業績を上げられると考えています。

好業績を持続するマイカルカードの強みは、消費不況の逆風の中にあつて、短期の業績はいかがですか。  
小畑 去る8月の中間期決算においては、おかげさまで前期の好調さを維持することができました。'98年度通期においても加盟店数の増加や高水準の融資残高を背景に、経常最高益の更新のほか目標以上の業績を上げられると考えています。

流通系ならではの  
緻密なネットワークが  
強み

マイカル(旧ニチイ)グループのクレジット会社として、1982年に発足したマイカルカードは、今年7月28日に東証・大証二部上場を果たした。流通系の特色を活かした顧客志向の発想で、「マイカルカード」の発行に加え、小口の幹旋・融資にも事業を広げ、マスターカードとの提携、流通系同業他社に先駆けた無人サービス機の導入など、きめ細かな施策で業績を伸ばしてきた。電子マネーの実験が日本各地で行われる中、多目的IC(集積回路)カードの実用化にも先陣をきって取り組んでいる。来たるべきキャッシュレス社会を見据えた同社の経営戦略を、小畑茂樹会長にうかがった。

来年、多目的ICカード  
業界初の実用化

多目的ICカードの実用化に積極

グループ280社の一員です。グループが運営する各種施設内にクレジットカウンターを設置し、お客様に最も身近な所でその消費動向や日々のショッピングについての膨大なデータに接してきました。マイカルカードの優れた利便性、機能性のバックにはこうした流通サービス業ならではの全国規模の緻密なネットワークがあるわけです。  
現在のカード発行枚数は約542万枚。今後、各種施設を通してお客様に生活文化を創造、提案するマイカルグループをバックボーンに、そのスケールメリットを活かして発行枚数をどんどん増やしていきたいですね。



上場の認証式で、記念のレプリカを受け取る小畑茂樹会長(右) '98年7月28日、東京証券取引所にて。

的に取り組んでおいですが、その狙いは。

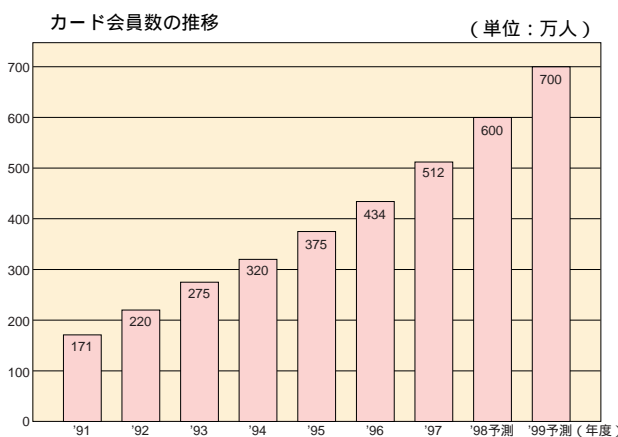
小畑 規制緩和という大きな時代の流れの中で、われわれの業界も業態間の垣根を越えた企業競争が激化しており、生き残りを賭けてさらなる変革を迫られています。キャッシュレス社会に対応する電子マネーと財布の役割を果たすICカード実用化への動きはその代表例といえるでしょう。今、東京ほか全国各地で様々な企業がジョイントして実用化に向けた実験が行われており、近い将来クレジットカードがICカード化されることは間違いありません。したがって、当社もいち早くそのノウハウを確立しておかなければならないわけです。

実用化に向けたスケジュールをお聞かせください。

小畑 来年1月からマイカルグループの各店舗にICカード専用の端末機を配置するなどインフラ整備を進め、テストを繰り返したうえで、6月には実用化の目処を立てる予定です。当社が発行する4種類のカードのうち、まずマイカルマスターカードのシルバーカードとゴールドカードを無料でICカ



マイカルカードの特徴は、その優れた利便性と機能性にある。マスターカードや郵便局と提携し、現在、ゴールドカード、シルバーカードなど計4種類のカードが発行されている。



多目的ということですが、将来的に実際どのような機能が期待できるのでしょうか。

小畑 消費者や加盟店がICカードにどんな機能を望んでいるのか、そこから発想しないと実用化にはつながらません。その点、当社と提携関係にあるマスターカードインターナショナル社の傘下、英国モンデックス社が開発し

### クレジット会社から情報企業へ

ードに切り替え、両カードの新規発行分もすべてICカードにします。最終的には500万枚以上が、多目的ICカードへと移行することになります。

た多目的ICカードの基本ソフト(OS)「MULTOS」は、多様な方式に対応可能で、機能を追加することもできるため、ポイントカードや個人情報管理、認証サービス、電子商取引ほかさまざまな用途に使える汎用性を持っています。例えば、消費者にとっては、自分のニーズに合ったプログラムが1枚のカードの中に納まれば、それがライフスタイル・カードとなり、複数のカードを持ち歩く必要がなくなります。加盟店側からすれば、顧客情報のデータベースを自前で構築することなく、カードに蓄積された購買データをもとに顧客別のアプローチができるようになるわけです。

ユーザーのニーズを満たすという意味では、まさに願ったり叶ったりですね。

小畑 ほかに、競馬やサッカーなどの情報をICチップに入れて、それぞれのファンをカードを使って組織化できるかもしれません。また、医療機関と提携すれば、患者の治療や投薬のデータベースとしても活用できるでしょう。個人や企業・団体が望む機能をコンサルティングして、アプリケーションの開発まで手掛ければ、当社の事業の大きな柱になるはずですよ。この青写真が現実のものとなった時、当社は支払い手段を提供するだけのクレジット会社から「情報企業」へと脱皮することができそうです。多目的ICカードは、それだけの可能性を実際に秘めた商品なのです。

### 上場記念配当を実施 貫く株主重視の姿勢

最後に、今後の株主還元策についてお願います。

小畑 おかげさまで、東証と大証の二部に上場することができました。これは一つのステップに過ぎませんが、上場記念配当金5円を今回の中間配当で実施し、普通配当金12円50銭と合わせて17円50銭といたしました。当社は店頭公開時から株主重視の姿勢を貫き、株式分割もすでに2度行なっています。今後も変わることなく積極的に還元策を講じていきたいと考えています。当社は若く、夢のある企業です。どうか、長期的方針でおつき合いいただければ幸いです。

マイカルカード株式会社

〒541-8552

大阪市中央区道修町1-3-1

広報室

TEL 06-227-1745

FAX 06-201-0341

<http://www.mycal-card.co.jp/>



マイカルカード本社 (大阪市中央区)

# リトル・ライブラリー

投資家向けに発行している  
資料を読んでみませんか。

株主でないとなかなか手に入らない事業報告書や株主通信、希望者にのみ配布されているインベスターズガイドや会社案内などを、本誌読者の中で、ご希望の方にご送付いたします。よくわかっていると思っていた企業の新しい面を知ったり、これまで投資対象に考えていなかった企業を知るいいチャンスです。今回ご紹介するのは全部で17社。あなたはどの企業に興味を持ちましたか？

資料送付をご希望される方は、本誌アンケート葉書（P.42についています）の中の《リトル・ライブラリー》お申し込み欄にご記入の上、投函してください。何社でも結構です。お申し込み締め切りは、1999年1月11日（消印有効）です。

資料は各社より直接ご送付させていただきます。

希望者が多くて資料が足りなくなった場合、またご送付するまでに新しい号が出た場合、ご送付する資料がここに掲載したものと異なる場合がございます。ご了承ください。

各社の証券コード番号は、問い合わせ先の企業名の前に、株式公開市場は電話番号の右に付記されています。

## NOEVIR ノエビア



『ビューティーカタログ』



第28期中間事業報告書  
(1997.9.21 ~ 1998.3.20)

当社は1978年の設立以来、「自然を科学する」というポリシーのもとに「森と海の化粧品」の研究開発に取り組んでまいりました。現在、大手総合化粧品メーカーとして高い評価をいただいております。

配当政策としては、1995年9月期より一株当たり18円の普通配当を維持しており、業績の向上にあわせてさらに増配していきたいと考えています。

また、株主優待品として年2回、3種のセットの中からお好みのものをお選びいただき、合計約40,000円相当の自社製品をお送りしています。

資料をご希望の方には、最新の事業報告書とビューティーカタログ(商品総合カタログ)をお送りいたします。

4916 株式会社ノエビア 総務部 I R グループ

〒104-8208 東京都中央区銀座7-6-15 ノエビア銀座ビル  
TEL 03-5568-0337 店頭登録

## DIGITAL & GLOBAL

## 日立ソフト



会社案内



第28期事業報告書  
(1997.4 ~ 1998.3)

当社は、官公庁、銀行、証券、生損保などの大規模コンピュータシステムの構築で多くの実績を誇る日本の情報産業のリーディングカンパニーです。国内外の有力企業との提携による事業拡大のほか、地図情報やバイオ関連の独創的なシステムで積極的な国際展開を図っています。

今後は、行政・金融・流通・教育などあらゆる分野で「デジタル」化の進展が予想されます。当社は、世界規模で拡大する21世紀の情報分野を切り拓いていくことをめざして一層の業容拡大に努めてまいります。

資料をご希望の方には、会社案内、第28期事業報告書をお送りいたします。

ホームページアドレス <http://www.hitachi-sk.co.jp/>

9694 日立ソフトウェアエンジニアリング株式会社 社長室

〒231-0015 横浜市中区尾上町6-81  
TEL 045-681-3176 東証一部




**株式会社ミルボン**


会社案内

第39期中間事業報告書  
(1997.12.21 ~ 1998.6.20)

当社は、美容室向けヘア化粧品(シャンプーや染毛剤等)の国内ではトップグループの総合化粧品メーカーです。

今期は、5年連続の増収増益を達成する予定ですが、独自の製品開発システムと営業戦略がこの業績を支えています。

今年度から、「感動のサービス」を中心テーマに5カ年中期計画をスタート。お客様である美容室の「増客・増収」のため、質の高い提案営業をめざし、共に伸びていきたいと考えています。

また、株主の皆様への基本的な利益還元としては、配当性向30%を目標に配当引当を重視した配当政策を実施。当社ヒット製品の株主優待もご好評をいただいております。

当社では個人投資家・株主の皆様への理解を深めていただきたく、事業報告書を改訂いたしました。

ホームページアドレス <http://www.milbon.co.jp/>

4919 株式会社ミルボン 管理部

〒534-0021 大阪市都島区都島本通1-7-19  
TEL 06-928-2331 店頭登録

**トータルファイナンス  
ニッシン**


アニュアル・レポート1998

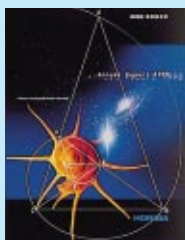
当社は、1960(昭和35)年の設立以来、「人間尊重の精神」と「心と心のふれあい」を経営理念として地域社会に根ざした企業づくりを心がけてまいりました。

当社は、業界でも数少ない消費者向け融資と事業者向け融資の双方を事業化するトータル・ファイナンス企業です。お客様のあらゆる資金需要にお応えできるように様々な商品を取り揃えております。より多くの方々に質の高いサービスを提供するために全国に向けてのネットワークの構築をめざしてきました。そして、1997年9月、念願であった大阪証券取引所市場第二部に上場を果たしました。

1998年度も積極的な営業活動を展開し、「お客様第一主義」に徹したきめ細かいサービスを提供するとともに、「本物のノンバンク」の実現をめざします。

8571 株式会社ニッシン 総合企画部企画課

〒790-8584 愛媛県松山市千舟町5-7-6  
TEL 089-933-7767 大証二部

**HORIBA**


アニュアルレポート1998


堀場製作所は、自動車排ガス・大気汚染・煙道排ガス・水質等の分析計を提供して環境問題に貢献しています。また、元素分析・金属分析分野においても基礎研究や品質管理を通じて様々な産業界で活躍しています。

現在では、半導体や医用分野でも生産性向上や検査の効率化のため製品を開発・販売しており、今後も「超短納期企業」をめざして、産業界の発展のため分析と計測の幅広い分野で地球環境保全と医療技術に取り組み、社会への貢献に努めてまいります。

ご希望の方に、当社アニュアルレポートなどをお送りいたします。

6856 株式会社堀場製作所 広報室

〒601-8510 京都市南区吉祥院宮の東町2  
TEL 075-313-8121 東証・大証一部、京証


**株式会社タクミナ**


会社案内



『JOINT』

ニーズがヒント：流体コントロール技術で「お役立ち」をモットーに、小型定量ポンプのトップ企業として、飲料水・プールの滅菌を中心とした“水の安全・インフラ整備”、水処理や環境保全等の“環境・エネルギー”や鉄鋼・繊維の表面処理薬品の循環等“化学・ニューマテリアル”、研磨液の循環・精密機器の洗浄等“半導体・エレクトロニクス”、そして乳製品の加熱殺菌等“食品・医薬・バイオ”と幅広い分野で活躍しております。

現在、国内はもとより、韓国・東南アジアを主力にアメリカ、ドイツなど海外企業との販売代理店を通じ、世界各地へ販売を拡大しております。

資料請求をいただいた方には、会社案内および当社ユーザー・ディーラー向けに発行の『JOINT』等をお送りいたします。

ホームページアドレス <http://www.tacmina.co.jp/>

6322 株式会社タクミナ 総務部

〒542-0081 大阪市中央区南船場2-4-8  
TEL 06-271-3972 大証二部

## DIS ダイワボウ情報システム株式会社



会社案内

第16期事業報告書  
(1997.4 - 1998.3)

当社は、日本経済新聞1998年度優良企業ランキングで全国上場企業2,190社中「成長力」項目で第1位の評価を受けました。

日本最大手のパソコン関連の総合ディストリビューターとして、あらゆるメーカーのパソコンおよび関連商品を扱い、シェア20%をめざしています。

子会社10社で関連業務を行い、お客様のコンピュータ関連のあらゆるニーズにお応えしています。

株式投資単位は500株となっております。

ご希望の方に会社案内、事業報告書をお送りいたします。

ホームページアドレス <http://www.pc-daiwabo.co.jp>

9912 ダイワボウ情報システム株式会社 人事・総務部 総務課

〒541-0053 大阪市中央区本町3-2-5 NSビル  
TEL 06-281-1162 東証・大証二部

## NE 大日本コンサルタント株式会社 NIPPON ENGINEERING CONSULTANTS CO.,LTD.

第36期事業報告書  
(1997.7 - 1998.6)

大日本コンサルタントは、インフラ整備に関する調査、計画、設計からメンテナンスまで、トータルに提案する建設コンサルタントです。現在、公共事業については品質の向上やコストの削減がこれまで以上に求められております。また、インフラ整備に対するニーズは、地球環境負荷の低減、高齢化社会に向けた生活空間の創造など多様化しており、その実現には建設コンサルタントの存在が一層重要となっております。

当社は、橋梁の技術・建設の発展に貢献した作品に贈られる「土木学会田中賞」を昨年に引き続き、本年も名古屋港に位置する名港三大橋（名港トリトン）で受賞いたしました。

資料請求をいただいた方には、当社の会社案内、事業報告書をお送りいたします。

ホームページアドレス <http://www.ne-con.co.jp>

9797 大日本コンサルタント株式会社 企画本部企画室

〒170-0003 東京都豊島区駒込3-23-1  
TEL 03-5394-7611 (代表) 東証二部

## 株式会社千趣会

第53期事業報告書  
(1997.4 - 1998.3)

当社は、職域で働く女性や家庭の主婦を主な対象に、全国で約820万人の会員を持つ、大手通信販売会社です。企業の基盤となる頒布会事業は、自社開発のオリジナル商品を毎月定期的にお届けしており、他社にない効率的な販売システムです。主力のカタログ事業では、総合カタログとスペシャルカタログ(専門カタログ)で、ファッション衣料や生活雑貨を展開し、幅広い女性の支持を得ています。

当社のインターネットのホームページを刷新しました。独自に商品開発したアウトドア用品のショッピングや、カタログ『ベルメゾン』の紹介と販売、カタログ請求などが可能です。

アドレス <http://www.senshukai.co.jp>

資料請求をいただいた方には、最新の事業報告書などをお送りいたします。

8165 株式会社千趣会 株式課

〒530-0035 大阪市北区同心1-4-31  
TEL 06-881-3101 (直通) 東証・大証一部

## EBARA 荏原

『PRESS & MAGAZINE  
RELEASE 13号(1997.10 - 1998.3)』 (1997.4 - 1998.3)

第133期事業報告書

環境調和型総合エンジニアリング企業をめざす荏原では、「水と空気と環境」に関わる機器・装置・システム等、幅広い技術とサービスを提供。1998年3月期の売上高は4,381億円。従業員数5,303名。ポンプや送風機など機械事業分野では世界のトップクラスにあり、海外の生産拠点を整備し、ネットワークを活用した現地生産を推進中。エンジニアリング事業分野では、資源・エネルギーの有効利用と環境のベストミックスを実現すべく、特にゼロエミッションの事業化に注力。精密・電子事業分野では、半導体製造プロセス向け各種真空ポンプやCMP装置で、ユーザーの高い評価を受けている。また、情報・通信・制御部門を統合し、ネットワークの整備やそれらを基にした新たな事業の創造をめざしている。

資料希望者には、『PRESS & MAGAZINE RELEASE』最新号、第134期中間報告書をお送りいたします。

インターネット上にホームページを開設しています。<http://www.ebara.co.jp>

6361 株式会社荏原製作所 広報室

〒144-8510 東京都大田区羽田旭町11-1  
TEL 03-3743-6161 東証・大証一部、新証、札証

## TCL 株式会社 東京カソード研究所



インベスターズガイド1998 第45期事業報告書  
(1997.4～1998.3)

1950年創立以来、国内唯一のカソード専門メーカーとしてテレビやパソコン画面の品質を左右するブラウン管用カソードを生産する一方、半導体用検査治具のプロブカードから液晶パネルやプラズマディスプレイ用の検査装置まで、エレクトロニクス産業の中でも拡大と成長性の高い分野で独自の技術を活かし、「シェアナンバーワン企業ではなく、オンリーワン企業」をめざし、堅実に事業展開を推進しています。

ご希望の方に、会社案内、インベスターズガイド、第45期事業報告書をお送りいたします。

6868 株式会社東京カソード研究所 総務部

〒173-0004 東京都板橋区板橋1-49-1  
TEL 03-3962-3513 (代表) 店頭登録

## サロモン & テーラーメイド株式会社



インベスターズガイド1998

当社は、スキー用品の世界的トップメーカー、仏サロモン社の日本法人として1980年に設立されました。以来、サロモンブランドのスキー・スノーボード用品、フットウェアの輸入販売、マヴィックブランドの自転車部品の輸入販売ならびにテーラーメイドブランドのゴルフ用品の製造販売を事業の柱とし、サロモングループにおける相互サポート体制、優れたマーケティング・製品開発力によって数々のヒット商品を発表してまいりました。

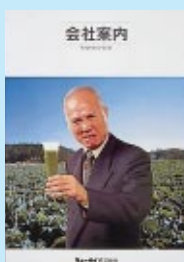
1997年12月、サロモングループが独アディダスグループに加わり、アディダス・サロモングループが誕生しました。当社は、アディダス・サロモングループの一員として、今後とも積極的な事業展開を図ってまいります。

ホームページアドレス <http://www.salomon-tm.com>

7470 サロモン&テーラーメイド株式会社 経営企画課

〒101-0064 東京都千代田区猿樂町2-1-14 A&Xビル  
TEL 03-5281-7150 店頭登録

## キューサイ株式会社



会社案内

当社は「キューサイ青汁」の製造販売を開始して16年目を迎えます。現在、愛飲世帯は全国に35万世帯に及びます。今期、青汁の原料でありますケール(キャベツの原種)をより健康に育成させるための、より詳しい土壌研究とより良い栽培技術の確立を第一目的として、中央研究所を開設しました。これからますます皆様へ「健康」を提供してまいります。

1998年2月期は、売上高165億円、経常利益37億円、当期利益18億円と過去最高となりました。

'98年8月末現在の株主様より、中間配当を実施させていただきます。また、2月期末現在の株主様へ株主優待も実施しております。

資料ご希望の方には、会社案内、事業報告書、IR資料をお送りいたします。

ホームページアドレス <http://www.aojiru.co.jp/>

2596 キューサイ株式会社 管理本部IR室

〒810-8606 福岡市中央区草香江1-7-16  
TEL 092-724-0179 (直通) 店頭登録

## Digital HMI Human Machine Interface



会社案内



第26期事業報告書  
(1997.4～1998.3)

当社は、プログラマブル操作表示器およびパネルコンピュータのトップメーカーです。

コンピュータの進化により、ますます複雑化し、人を疎外しかねなくなったハイテクノロジーの時代にあって、デジタルがめざしてきたものは、機械と機械、機械と人のコミュニケーションをよりよくするためのHMI機器の開発です。

主にFA分野での省力化、合理化、情報化において幅広い業界でご利用いただき、FA以外の分野でもデジタルの技術が使われるようになりました。

今後とも、全国のお客様に満足していただけるような新製品の開発ならびにサービス体制の強化に取り組んでまいります。

ご希望の方に会社案内、事業報告書をお送りいたします。

6884 株式会社デジタル IR室

〒559-0031 大阪市住之江区南港東8-2-52  
TEL 06-613-3106 店頭登録





## 株式会社 ピープル



会社案内

第26期事業報告書  
(1997.3 - 1998.2)

**事業内容:** フィットネスクラブの『エグザス』、スイミング/体育スクールの『ピープル』、新業態の複合型健康施設『フライツァイト』の運営等

**業績:** 今期売上高計画450億円(前期比113.0%)  
4期連続最高益更新中(今年度計画含む)

**リーディングカンパニー:** フィットネス業界売上高第1位  
業界内唯一の株式公開企業

**株主優待:** エグザス等の施設利用や各種割引等に使用できるチケット3枚

株式売買単位: 100株

ホームページアドレス: <http://www.xax-net.com>

4643 株式会社ピープル 管理総括部 財務企画課

〒107-0052 東京都港区赤坂8-5-30 マイカルグループビル3F  
TEL 03-3475-4477 店頭登録



## ノーリツ鋼機株式会社



企業白書(資料編)

弊社は、カラー写真を30分で仕上げることができる高速自動写真処理システムを開発し、現在では世界シェア50%を誇る写真処理機器のトップメーカーです。

弊社製品は、APSやデジタルイメージングに対応し、“アナログとデジタルの高度融合”というミノラボの新時代に向け、多機能・高能カシステムを開発。デジタル分野においてもバリエーションが豊富で、なかでも「QSS-23HRCRT」は、解像度500DPIで銀塩ペーパー用のデジタルプリンターにおいて最高水準レベルの高画質を実現しました。

ご希望の方には、会社案内など最新の資料をお送りいたします。インターネット上にホームページを開設しています。

アドレス <http://www.noritsu.co.jp>

7744 ノーリツ鋼機株式会社 総務部総務課

〒640-8550 和歌山市梅原579-1  
TEL 0734-54-0307 東証・大証一部

## 企業のIRツールとは?

一般的な企業のIRツールをご紹介します。

**有価証券報告書** 上場企業が証券取引法に基づいて決算期ごとに大蔵大臣に提出する報告書(店頭登録企業の場合は日本証券業協会の規程による)。公表される財務資料としては、最も充実している。

**アニュアル・レポート(英文年次報告書)** 外国企業のIR出版物の中で代表的なもの。外国人投資家向けに発行している日本企業も多い。日本語のアニュアル・レポートを作成する企業もある。

**決算短信** 取引所の要請で、上場企業が期末後2カ月以内に取引所に提出しなくてはならない決算資料(店頭登録企業の場合は日本証券業協会に提出)。決算発表の際に、記者や証券アナリストにも配布される。

**営業報告書** 株主総会の2週間前に総会招集通知と一緒に送付される決算報告書で、決算期ごとに株主に配布するよう商法で規定された書類の一つ。

**事業報告書** 企業が、決算内容(株主総会の決議結果)と企業情報を提供するため、総会後に株主に送付している資料。法的義務はない。中間決算後と本決算後の年2回発行している企業が多い。

**株主通信** 業務内容や業績を株主にわかりやすく伝え、コミュニケーションを図るための冊子で、作成する企業が増えている。

**インベスターズ・ガイド** 財務諸表や投資指標を長期的に掲載した機関投資家向けのデータブック。ファクトブックとも呼ばれる。英語版、日本語版、あるいは双方を年1回発行する企業が多い。

## resorttrust

CD-ROM  
『INVESTORS' GUIDE 1997』ビデオ  
『リゾートへの限りない挑戦』

弊社は1973年の創業以来、会員制リゾートクラブ業界のリーディングカンパニーとして成長を続け、確固たる信頼と地位を築き上げてきました。主力商品「エクシブ」は最高級ホテルの一室を14人のオーナーで共有し、年間26泊を完全利用保証する当社独自のタイムシェアシステムで、これまで鳥羽をはじめ9カ所に開業、来春には10番目の「エクシブ蓼科」が開業します。

昨年9月株式店頭公開、1998年3月期決算では売上高471億円、経常利益35億円といずれも過去最高記録を達成しました。

1998年2月20日付で1:1.5の株式分割を実施、さらに本年8月3日付で株式の売買単位を1,000株から500株に引き下げました。

ご希望の方には、会社紹介のビデオまたはCD-ROMをお送りいたします。ホームページアドレス <http://www.resorttrust.co.jp/>

4681 リゾートトラスト株式会社 広報部

〒460-8490 名古屋市中区東桜2-18-31  
TEL 052-933-6000(代表) 店頭登録

# NEW FACE

最近新規株式公開ならびに  
新規上場を果たされた企業を  
ご紹介するコーナーです。

活力のあるフレッシュな企業について、  
これまで知らなかった情報を得たり、  
投資対象としてご検討いただく場として、  
ぜひご活用ください。

会社案内、事業報告書ほか資料をご希望の方は、本誌アンケート葉書(巻末)中の《ニューフェイス》お申し込み欄にご記入の上、投函してください。  
資料は各企業から直接ご送付させていただきます。

\*このコーナーは宝印刷株式会社の提供により、同社に上場・登録申請時の申請書類作成を  
発注された企業の中から、原則として50音順でご紹介させていただいております。



代表取締役社長 春名邦芳

6877 OBARA株式会社 総務部IRグループ  
〒252-1104 神奈川県綾瀬市大上4-2-37  
TEL 0467-70-9388  
1998年6月10日店頭登録

## OBARA株式会社

OBARA株式会社は、自動車産業とともに成長してきた抵抗溶接機器の総合メーカーです。現在、国内で圧倒的なシェアを誇るだけでなく、世界のOBARAとしても、各国で高い評価をいただいています。

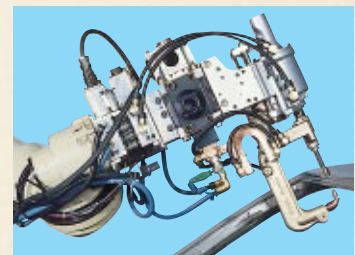
前年度決算(単体)では売上高9,269百万円、経常利益659百万円。また、海外子会社と関係会社を含めた連結ベースでも売上高、利益ともに好調に推移しています。

グローバルな舞台上で活躍するリーディング

グカンパニーとして、今後も世界規模での事業展開を推進していきます。

ホームページアドレス

<http://www.obara.co.jp/>



## le 関東電子株式会社

当社は1962(昭和37)年に設立された、パソコン本体および周辺機器、電子部品を取り扱う専門商社です。

当社の特徴は、特定のメーカーに依存せず、幅広い品揃えを誇る「マルチベンダーであること」

全国26カ所の拠点をもちつことにより「充実した顧客サポート体制がある



こと」 周辺機器の三大メーカーの一つであるロジテック(株)を傘下にもつことにより「製販一体となった取り組みが可能であること」です。

今後ともこの強みを活かし、卸ビジネス、量販ビジネスはもとよりソリューションビジネスまで、双方への取り組みにも一層の強化を図り、ユーザーニーズに応えていきます。

ホームページアドレス

<http://www.kanto.ele.com/>



代表取締役社長 吉田卓司

7584 関東電子株式会社 人事総務部  
〒101-8615 東京都千代田区外神田2-15-2  
TEL 03-3257-6201  
1998年6月1日東証二部上場



代表取締役社長 西 雅寛

6874 協立電機株式会社 IR室  
〒422-8686 静岡市中田本町61-1  
TEL 054-288-8899  
1998年6月4日店頭登録

エレクトロニクスの未来を考える技術の...

## KD 協立電機

当社は、FA（ファクトリー・オートメーション）とIT（インフォメーション・テクノロジー）の融合分野の技術開発型システムインテグレータです。

当社は情報処理技術とリわけオープンネットワーク技術とFAシステム技術の中核に置き、急速な半導体技術の進歩とインターネット・イントラネットに代表されるネットワーク技術の展開と共に業容を拡大しています。

従来からのエレクトロニクスや半導体産業といった客層に加えて精密機器やロボット制御、品質管理の自動化（CAT）や今後大きな社会的問題となる電磁波障害システムまで安定的高成長を実現。

1998年6月期は売上高142.2億円（前期比7%増）、経常利益4.64億円（同6.4%増）、当期利益2.72億円（同14.4%増）、年間配当10円と5期連続で増収増益を達成。現在、最高益を更新しています。

ホームページアドレス  
<http://www.kdwan.co.jp>



## 新興通信建設株式会社

当社は今年で創立50年を迎え、1998（平成10）年株式公開第1号として2月3日に店頭登録いたしました。設立以来、日本電信電話株における電気通信設備工事を中心に設計・施工から品質管理まで一貫したサービスを提供してきました。これを機に、社会的に広く認められる会社として、経営管理体制の充実をもとより、営業力の強化を図り、今まで培ってきた技術力をフルに発揮して会社の信用力・知名度を向上させ「総合情報ネットワーク企業」をめざします。

業界を取り巻く環境は、マルチメディア時代に向けた技術革新、市場ニーズの高度化・多様化が急速に進む中、情報通信産業の基盤を支える建設工事会社の果たす役割は非常に大きく、当社では環境の変化に対応できる若手技術者の確保と、関連する古河電気工業株、富士通株とのマルチベンダによる設計・施工の利点を活かし、積極的な営業活動を進めています。

今後、業容の拡大によって受注増を図り、より一層の社業発展に努めてまいります。

ホームページアドレス  
<http://www.shinko-net.co.jp>



代表取締役社長 池澤英夫

1756 新興通信建設株式会社 企画室  
〒108-0014 東京都港区芝五丁目-12-13  
TEL 03-3798-4417  
1998年2月3日店頭登録



代表取締役社長 岩井重人

8870 住友不動産販売株式会社 企画室  
〒163-0819 東京都新宿区西新宿2-4-1  
TEL 03-3346-1027  
1998年6月19日東証一部上場

## 住友不動産販売株式会社

当社は、1975（昭和50）年に住友不動産株式会社が開発・分譲する新築住宅等の販売を担当する同社の100%子会社として設立しました。79年に仲介業務に本格的に参入し、82年より採用した「住友の仲介・Step（ステップ）」のネーミングとともに、地域密着型のきめ細かい営業と直営店舗による店舗展開を積極的に行ってまいりました。当社の仲介店舗は全店を直営ネットワークで展開しており、98年10月1日現在の店舗数は174店舗となっています。

当社は、不動産流通業者として、仲介業務と受託販売業務というフィービジネスを

主力業務として業績の拡大に努めてまいりました。特に仲介業務では、直営店方式による店舗展開や優良な売り物件の収集を重視した営業方針が功を奏し、ここ数年単一企業としての仲介収益では業界トップの地位を堅持しています。

今後も、不動産流通業を本業として歩みつつ、仲介業務では全国200店舗体制に向けて直営店舗網の拡充を引き続き推し進めるなど他社との差別化を進め、不動産流通業界におけるさらなる優位性の確保・シェアアップをめざしてまいります。

ホームページアドレス  
<http://www.stepon.co.jp>



## トッパン・フォームズ株式会社

当社は、設立以来お客様志向の製品開発およびソリューション提案を続け、ビジネスフォーム市場において30%のシェアを占めるトップ企業となっています。

アウトソーシング化・パーソナル化といった市場ニーズを先取りした お客様からデータをお預かりし、編集・加工を行い印字・発送までを一貫して受託する DPS（データプリントサービス）事業は、総売上の14%を占めるまでに成長しました。さらに機器、サプライ、用役、メンテナンス

等グループ企業を含め、お客様の戦略的パートナーとして事務の合理化、事業の革新をサポートする“総合情報管理サービス”の領域に業容を拡大しています。

今後の展開としては、これまで培ってきたノウハウを生かし、パーソナル化、電子化、サイバー化に対応した技術開発、事業開発を進め電子フォーム、ドキュメント・マネージメント、ICカード等の新分野への事業展開を図っていきます。

ホームページアドレス  
<http://www.toppan-f.co.jp/>



代表取締役社長 福田泰弘

7862 トッパン・フォームズ株式会社 広報部  
〒101-8303 東京都千代田区神田駿河台1-6  
お茶の水スクエアB館  
TEL 03-3259-2498  
1998年3月6日東証一部上場





代表取締役 寺村 久義

7578 株式会社ニチリョク 社長室  
〒167-0023 東京都杉並区上井草1-33-5  
TEL 03-3395-3001  
1998年2月20日店頭登録



当社は、1980（昭和55）年より霊園開発ならびに墓地・墓石販売業に参入以来、「業界の革命児」という呼び名を与えてきました。これは、これまでの業界の常識にとらわれない斬新な発想と、常に顧客の立場に立つて商品やサービスを提供していく企業理念によるものです。

その企業理念の具現化の一つが低価格政策です。これは、合理的かつ効率的な工事施工体制および営業販売体制によって大幅なコストダウンを実現させ、「良いものをより安く」という顧客ビジネスを徹底する

ことにより、業界トップの座を狙える位置にまで成長することができました。

今後、本格的な高齢化社会、また核家族化時代を迎え、メモリアルサービス需要はますます増大することが予想されます。この不況下にも3年、5年先を見据え、積極的な霊園開発を寺院との協力により推し進めるほか、墓石の販売施工、メンテナンスまで顧客ニーズに基づき一貫した事業をさらに進展させ、業界ナンバーワンをめざし、これからも大いに躍進してまいります。

ホームページアドレス  
<http://www.nichiryoku.co.jp/>



ヒガシマルは、1947年の創業当時からの事業である麺類製造に加えて、'72年に鹿児島県水産試験場との共同開発のもと、日本初のクルマエビ用配合飼料の実用化に成功いたしました。

以来、四半世紀を超えて「水産資源をより豊かにし、伝統の味覚を現代に活かす」という両軸による発展を続けてきております。

「研究開発型企業」を自負するヒガシマルの優れた技術が、一方では食卓でお馴染

みの「ストレート麺つゆ」開発の先駆者として、他方では配合飼料による養殖業の革新者として高い評価をいただいております。

ヒガシマルは今後も最先端の技術を追求し、常にナンバーワンの商品づくりをめざす姿勢でまいります。



代表取締役社長 東 吉太郎

2058 株式会社ヒガシマル  
〒899-2594 鹿児島県日置郡伊集院町猪鹿倉20  
TEL 099-273-3859  
1998年3月20日福証上場



取締役社長 萱島興三

6873 日立電子エンジニアリング株式会社  
〒150-0011 東京都渋谷区東3-16-3  
TEL 03-5467-1133  
1998年3月18日東証二部上場

## HITACHI

### 日立電子エンジニアリング株式会社

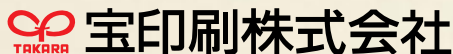
私たち日立電子エンジニアリングは、ハードディスク、液晶パネル、半導体の先端技術分野をカバーするハイテクノロジー企業です。

私たちは、高い成長が見込まれる分野で高度な技術力を要する事業を営んでおります。例えば21世紀に向け、情報家電のトップランナーと目されるパソコン。私たちの技術はパソコンの液晶ディスプレイ、ハードディスク、そして半導体デバイスの中に息づいています。パソコンのみならず、こ

れらの分野は拡大する情報インフラのハードウェアにおけるキーサイエンスとして、市場拡大が確実視されています。

さらに、人類の未来に関わるビジネスとも言えるバイオテクノロジー分野にも進出しています。2カ所ある生産工場ではいずれもISO9001と14001の認証を取得しており、品質管理、環境管理体制とも国際基準をクリアしたことで、今後ともますます世界を舞台にしたビジネスを進展させていきます。

ホームページアドレス  
<http://www.hitachi-deco.co.jp>



宝印刷は、1952年の創業以来独自のノウハウを培い、お客様からご信頼いただきてまいりました。株式公開・ファイナンス・決算・株主総会・IR等に関する書類についてコンサルティングから印刷までトータルにお応えしております。また、ビデオやCD-ROM、インターネットホームページといったマルチメディアを活用したディスクロージャーサービスのご提案にも積極的に取り組んでおります。激変する時代にあっ

ても常にバイオニアの精神を貫いて…。それが宝印刷の信条です。

宝印刷は、本年4月8日に東京証券取引所市場第二部に上場いたしました。

ご希望の方には、「1998年度CD-ROM版インベスターズガイド」第61期事業報告書（いずれも最新版）等をお送りいたします。

ホームページアドレス  
<http://www.takara-print.co.jp/>



代表取締役社長 野村 隆

7921 宝印刷株式会社  
〒171-0033 東京都豊島区高田3-28-8  
TEL03-3971-3101  
1998年4月8日東証二部上場

# 「時価発行移行後の株価形成の論理-2」

マネジメント・デベロプメント・インク代表

井手正介

**ROEの長期低落傾向と  
PERの長期上昇傾向**

今回は、時価発行増資普及後のわが国の株価は、普通株というよりはむしろコール・オプション的な変動パターンを示してきたことを紹介しました。このような株価形成はバブルの崩壊とともに行き詰まり、株価水準は1989年をピークに大幅に下落しました。90年代の株価の低迷は、長い目で見ればメインバンク「大株主とするコール・オプション的な株価形成から、企業のファンダメンタルズにもとづいた本来の株価形成に脱皮するための、調整局面といえるかもしれません。

しかし注目されるのは、株価水準を株価収益率（PER）で見るとバブル崩壊後も高水準が続き、最近の水準はバブルのピーク時をも上回る、歴史的な高水準にあるという事実です。つまり、PERで見るとわが国の株価水準の大幅な修正は、まだ起こっていないことです。確かに株価そのものはピークの半分以下に下落しましたが、企業のファンダメンタルズはそれ以上に悪化してしまつたのです。

これを示したのが、表1です。この表は'81年以降の日米大企業のROEとPERの推移を示しています。わが国大企業の平均ROEは、'80年代初めには10%を少し上回っていました。今の

3倍くらいの高い水準ですが、それでもアメリカ企業の平均と比べると、かなり見劣りがしていました。しかし、わが国企業のROEはその後ほぼ一貫して低下傾向をたどり、最近では3%と長期金利並みの低水準になっています。

一方、企業の収益力の市場における評価であるPERを見ると、逆に'81年の21倍の水準から一貫して右上がり傾向を続けてきました。バブル崩壊直後の'90-'92年には一時40倍前後に下がりましたが、その後ふたたび上昇し、最近では80倍と歴史的な高水準にあります。いまだに右上がり傾向は続いているわけです。

わが国の株式市場は日本企業の非常に低収益経営を、世界一高く評価して

表1 日米大企業のROEとPERの推移

	日本		アメリカ	
	ROE (%)	PER (倍)	ROE (%)	PER (倍)
1981	11.7	21	14.4	9
1982	9.4	26	11.1	8
1983	8.9	35	12.1	11
1984	8.3	38	14.6	9
1985	9.0	35	12.1	11
1986	8.3	47	11.6	14
1987	6.0	58	15.1	16
1988	6.7	58	19.1	11
1989	7.9	71	18.5	12
1990	8.1	40	16.2	12
1991	7.7	38	10.8	15
1992	6.0	37	13.4	16
1993	3.7	65	16.0	16
1994	2.8	80	21.8	15
1995	2.9	87	21.6	14
1996	3.8	79	* 22.0	17

注：ROE：日本はNRI350社平均、アメリカはS&Pインダストリアルズ平均

PER：日本は東証一部平均、アメリカはS&P500平均

\*アメリカの1996年のROEは推定値

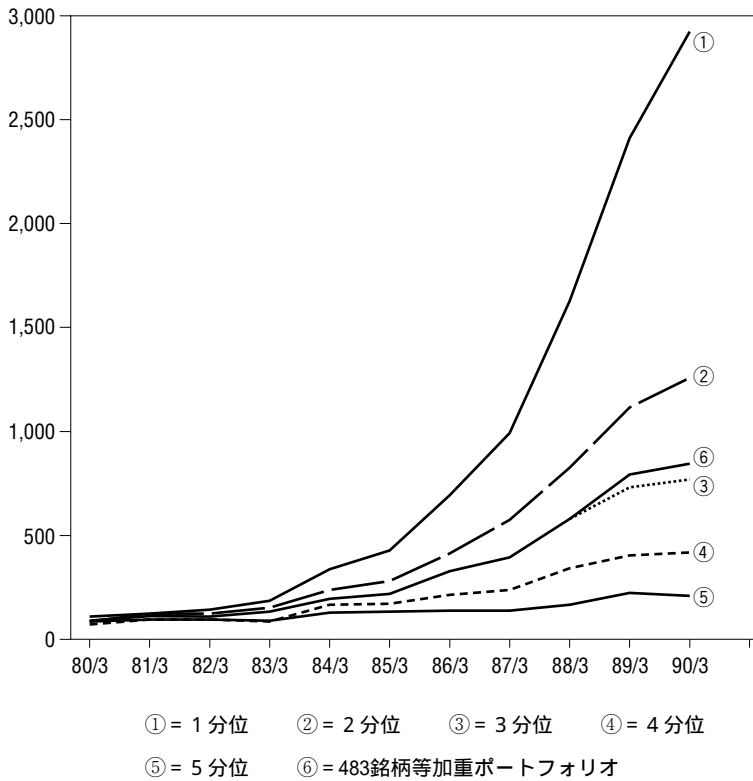
いることとなります。この姿は、表1のアメリカの状態と比較すれば、一層異常に見えてくるでしょう。

アメリカの大企業のROEは、'80年代初め以降一貫して上昇を続け、最近では20%を上回る高水準にあります。

いで・まさすけ / 1942年生まれ。一橋大学商学部卒業後、65年野村證券入社。野村総合研究所に出向。81年より野村マネジメント・スクールに出向し、第一線ビジネスマンの経営教育に携わる。91年6月から野村総合研究所ならびに野村マネジメント・スクールの研究理事を務めた後、97年10月より現職。アメリカ公認証券アナリスト(CFA)。日経ビジネスゼミナールシリーズ『企業財務入門』（高橋文郎氏と共著 / 日本経済新聞社）、『資産運用ビッグバン』（大場昭義氏と共著 / 東洋経済新報社）ほか著書も多い。

表2 経常利益に基づく投資シミュレーション

各分位の累積投資価値  
(1980年3月=100)



(出所)「証券アナリスト・ジャーナル」1991年5月号

「経常利益総額」に基づく  
美人投票ゲーム

欧米のスタンダードな株価理論のもとでは、他の条件が変わらなければ、ROEの低下は直ちに株価(収益率)

このようなファンダメンタルズの向上を反映して、アメリカの株価も上昇を続けてきたわけですが、それでもPERで見ると'96-'97年でも20倍以下と、きわめて健全な水準にとどまっていたのです。

の下落になって現れます。というのも、株価評価の最重要要因である期待成長率は、 $ROE \times (1 - \text{配当性向})$ で示され、配当性向が一定ならばROEの低下はすなわち期待成長率の低下と受け取られるからです。

わが国で企業のROEが長期低下傾向を続ける中で、株価収益率が右上がりを続けてきたからには、わが国の株式市場における「美人投票」では、もっと他の要因が重視されてきたからだと考えざるを得ません。表2に示される実証分析はこれを調べたものです。この調査は、代表的な3月決算会社4

83社を対象に、'81-'90年に関して毎年の株式投資の総リターン(配当利回り+値上がり益、値下がり損の合計)の大小と、同じ期間の企業のいろいろなファンダメンタル指標との間の関連性を調べたものです。この結果、わが国における株式投資のパフォーマンスともっとも相関が高かったのは、毎年の経常利益総額の増加率であったことがわかりました。アメリカに関する同様な分析で最も高い相関を示すのが1株当たり税引き利益であったのに対して、わが国では経常利益総額であったことが特徴的です。

経常利益が最も説明力を持つのは、わが国では一般的に経常利益がその期の経営実態を最もよく反映すると思われる、1株当たり利益ではなく利益総額が最も説明力を持つのは、メインバンクを初めとするリレーションシップ株主の主な関心事が、持分1株当たりの成長というよりは、取引先企業の事業規模全体の成長にあったとすれば、むしろ当然かもしれません。事業規模の成長性を優良企業の第一の条件と考えるてきたわが国の株式市場においては、経常利益総額の伸び率が大きい企業の株価がもっとも高く評価されたのは、それなりに整合性があったと考えられます。

次に、この実証分析は、仮に企業が1年後に報告する経常利益総額が事前

に完全に予測できたとして、増益率の高い銘柄順に5つの順位ポートフォリオを毎年構築し、1年ごとの投資パフォーマンスを比較してみました。その結果は、毎年の投資パフォーマンスは極めて忠実に経常利益総額の増益率の大きさを反映していることがわかったのです。そして、各順位ポートフォリオの10年間の累積投資価値を比べたところ、増益率の最も高い銘柄群に投資しつづけたポートフォリオの累積価値は、市場平均の3・4倍で、最も低成長銘柄群のポートフォリオの実に15倍になったのです。

これより明らかのように、わが国の株価は少なくとも相対的には、ある意味ではきわめて忠実に企業の短期の利益成長の差を反映して、形成されてきたと考えられるのです。問題はそれがあくまでも銘柄間の相対評価を行う「美人投票」ゲームにとどまり、絶対的な株価水準がはたして企業のファンダメンタルズに照らして、適正であるかどうかを問う投資判断は、きわめて稀薄だったことです。

なお、同様な実証分析を70年代の初めから'94年までの期間に広げて、東証一部全銘柄を対象に行ったところ、バブル崩壊後もごく最近まではいざんとして経常利益総額の増益率の大きさに基づいた株価評価が続いていることがわかりました。



### 1998

#### 7月

**第5回『名証IRエキスポ』開催** / 名古屋証券取引所が主催するIRエキスポが、9～10日に名古屋国際会議場(名古屋市中熱田区)で開催された。

名証単独上場企業のIR活動の場として定着してきたが、今年は68社が出展、1日目は個人投資家を対象に各企業ブースでは担当者が個別に会社説明や製品紹介をしたり、公開プレゼンテーションや株式ミニ講演会などが行われた。2日目は証券アナリストを対象に個別面談や公開説明会などが行われた。

また、IR活動普及のための参考出展として、今年も ジャパニーズインベスター などIR関係各社も参加した。来場者数は1日目が900人、2日目が630人だった。



#### 8月

**金融監督庁が日本インベスターズ証券に免許を交付** / 金融監督庁は14日、日本初の投信を専門に販売する証券会社『日本インベスターズ証券』に証券業免許を交付した。

日本インベスターズ証券は、ジャーディン フレミング投信・投資顧問が安田生命保険、富士銀行、丸紅など国内11社と共同で出資し、4月20日に設立された。

同証券は、既存の証券会社とは異なり、基本的に営業マンを社内に抱えず、顧客に資産運用をアドバイスするファイナンシャルプランナー(FP)と契約する。高度な知識を持ったFPをいわば保険代理店のように活用し、顧客への投資アドバイスなどコンサルティングを交えた投信の販売を行う。FPの報酬は顧客の預かり資産残高に応じて決める。商品は系列に関係なく国内、海外の優良ファンドを選び、パソコンを用いて長期的な資産形成を顧客に提案す

る。また、出資会社の既存の営業網を活用し、将来は商品ファンドや不動産ファンドなど幅広い商品構成をめざしていく。

#### 9月

**東証が株主還元の良い企業を表彰** / 東京証券取引所は14日、株主還元や株主数の増加などに積極的に取り組んでいる企業として21社を表彰すると発表した。今年で7回目。

連続5年以上の増配実施(株式分割による実質増配を含む)が評価されたのは、日本電気システム建設、ファミリーマート、アイワ、富士写真フィルム、コメリ、富士電機冷機、加藤産業、東北ミサワホーム、日本コムシス、武田薬品工業、オリンピック、カナモト、メイテック、TKC、イエローハットの15社。

また、株式投資単位の引き下げを実施して株主数を大幅に増やしたことが評価されたのは、ノーリツ鋼機、明和地所、富士通ビジネスシステム、インパクト21、京セラ、島忠の6社。

**勸角証券がユーロ建て投信を運用** / 勸角証券は、フレミング・インベストメント・マネジメントが設定、運用するECU建て投信「フレミング・ユーロ・ボンド・ファンド」の募集を18日から始めた。'99年1月には、これをユーロ建てに切り替え、

欧州各国のユーロ建て債券を中心に投資し、高格付け債の比率を高めることで、安定した利回りの確保をめざす。販売手数料は2.5%。

勸角証券は、欧州統一通貨である「ユーロ」に着目し、欧州の株式や債券を中心に運用する投信の販売を強化する。これまでドル建てが中心だった外貨建て投信の商品構成にユーロ建て投信を追加することで、個人投資家にリスク分散投資を勧める方針で、今後もユーロ建ての投信を増やしていく予定。

**アナリストが選ぶディスクロージャー優良企業発表** / 日本証券アナリスト協会は、『リサーチアナリストによるディスクロージャー優良企業』の選定結果を21日に発表した。企業の情報開示の向上が目的で、今回で4回目。東証一部上場株式の時価総額を基準とした10業種116社を対象に、それぞれの業界担当の証券アナリスト293名の評価に基づき、優良企業の選定が行われた。

各業種のトップに選ばれたのは、鹿島(建設)、旭化成工業(化学)、第一製薬(医薬品)、川崎製鉄(鉄鋼)、コマツ(機械)、富士通(電気・精密機器)、本田技研工業(自動車)、三菱商事(商社)、ユニー(小売)、静岡銀行(銀行)の10社。経営トップのIRへの積極的な取り組み、説明会やインタビュー等企業の自主的な情報開示活動、連結決算資料の充実などが評価された。

## 米国投信評価会社の最大手

### モーニングスターが日本市場に進出

米国投信評価情報サービス最大手のモーニングスター(本社・シカゴ)とソフトバンクの合弁会社として設立された「モーニングスタージャパン」では、今秋、投信評価情報誌『月刊ファンドインベスター』を創刊する。

モーニングスターは、米国で最初に星を使ってファンド評価した会社として知られている。「投資家のための評価」を戦略に掲げ、リスク、リターン、コスト(販売手数料)を加味した独自の計算方法で、ファンドの運用実績の評価を1～5つの星の数で示す。分析結果の読みやすさを重視した情報提供が投資家に広く受け入れられ、米国の投信市場に最も影響を与えた会社でもある。

同社の日本法人が発行する月刊誌では、国内追加型投資信託のファンド評価についてリターン、リスクを総合的に判断し、モーニングスターレーティングやファンドの属性を分類したスタイルボックスなど独自の指標で分かりやすく表示している。



『ファンドインベスター』  
英語版。日本語版は10月下旬に発行予定。  
お問い合わせ：  
モーニングスター(株)  
TEL 03-5642-8496

## 第8回 景気指標(6)

## 販売統計

大和総研  
経済調査部 次長  
岡野 進

各種の販売統計は景気の動向を占ううえで大変参考になります。景気の調整は企業の調整によって起こりますが、その時に民間部門で需要面の下支えになり、スパイラルを反転させるのは個人消費と輸出入の動きです。現在の不況過程で所得減少とともに個人消費の低迷が生じるのはいたしかたありませんが、それでも設備投資や在庫の調整に比べれば安定しています。これが崩れるか否かは景気の動向に大変重要だと思います。個人消費の中でも耐久消費財の購入は景気に敏感ですし、小売り売上もサービスに比較して景気に敏感な傾向があります。そこで販売統計がよい指標となるのです。

販売統計は各業種別に業界団体が発表しているものが多いのですが、例えば百貨店販売額は毎月百貨店協会が発表しています。このほか、チェーンストア協会はスーパー売上高を毎月発表していますし、通産省では大型小売店の販売額を発表しており、これは小売り販売額の総括的な指標になっています。また自動車工業会は自動車の新規登録台数を毎月発表しています。消費動向をみるという点ではこの中の乗用車販売をみるのが適切でしょう。乗用車は耐久消費財の王者ですから、これは耐久消費財全体を占う意味でも参考になります。

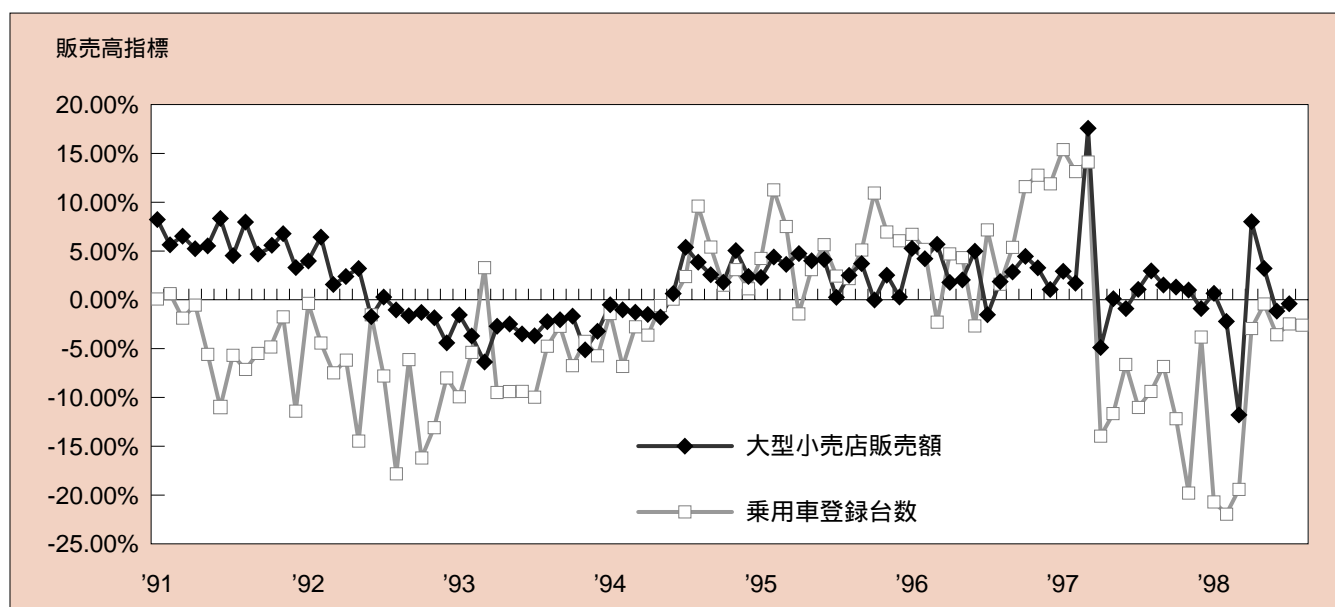
これらの統計の利点はその速報性と信頼性にあります。毎月発表されるという点で速報性があり、現場の生の集計データであるという点で信頼性があります。個人消費の動向を考えるうえで大変参考になるのですが、注意しなけれ

ばならない点も多々あります。

第一に、これらの販売統計は季節性が非常に強いことです。発表されているのは原数値ですから、季節変動が直接あらわれます。小売店販売額はボーナスの影響のである7月と12月は大きく、特に12月は1年の12-13%程度を占めます。乗用車の登録台数では3月が大きく、1年の14%程度となります。これに対し2月、8月は小さくなることが多いといえます。

そのため、前年同月比をみるのが一般的な小売データの見方ですが、この場合にも特殊要因に注意しなければなりません。例えば、昨年の初めは小売販売額も乗用車登録台数も大きく伸びました。しかし、これは消費税駆込み前の増加ですから、特殊な要因であることは明らかです。前年同月比をとると今年の初めはこの特殊要因で増えたところが分母になるため実体より低く見えます。また、昨年4月以降は駆込み需要の反動減がありました。ですから今年の4-6月の前年同月比はその事情を割り引いてみなければいけません。

昨年暮れの金融危機的な状況の中での急激な消費マインドの低下も景気を構成する要素ではありますが、それを分母にした今年末の小売の増加率が多少高くなっても、それをもって消費景気の反転とは言い難いでしょう。特に12月の動きは一昨年もあわせて比較考量する必要があります。また、減税効果が継続的なものとなっているかどうか、小売統計からは目が離せません。





## 流通

## 平成11年度所得税減税の効果

ゴールドマン・サックス証券会社  
東京支店 ヴァイス・プレジデント

諸江 幸祐

個人消費の不振が際立つ中、政府は平成11年度の景気刺激策として所得税減税を決めた。規模は4兆円で今年度と同じだが、今回は、定額型ではなく、最高税率の引き下げを含め定率型の減税になりそうだ。高額所得者優遇と批判も多い最高税率の引き下げだが、パブル崩壊不況に苦しむ'94~'95年の定率減税(高額所得者ほど税控除が大きい)で消費刺激効果はある程度実証されている。

「1億、総うつ状態」ともいえる現在の消費者心理を高揚させ、財布の紐を緩めさせることは容易ではない。米国人は少しでも自信が出ると借金してでも消費するといわれるが、日本人は所得が伸び始めてもまず貯蓄に向ける人種である。減税分の大半が貯蓄に回ってしまうようでは、まったく景気の助けにはならない。

今年度の減税額4兆円は、所得水準に関係なく世帯人員構成に合わせて支給された。一家4人の平均的な世帯で13万7,000円という数値は、1日に換算すれば370円。全部使っても夕食のおかずが一品増える程度である。生活費の補填にはなっても、何か大きなモノを買おうという誘因にはならず、おそらくは貯蓄に回った部分も多いはずである。総額1,200兆円といわれる日本人の貯蓄も、平均的な勤労者世帯では300万円程度でしかない。

これと比べれば、来年度の減税額4兆円のうち約1兆円は、負債控除後の純貯蓄額が1,000万円を超える高所得世帯の所得を押し上げる。今まで周りの人々を慮って家の改築や新車の購入を遅らせてきた人にすれば、減税額を超え貯蓄を取り崩して消費に踏み切る可能性が高くなる。また、所得税減税と併せて住宅ローン減税も検討されており、耐久財などへの波及効果に期待がかかる。

確かに、全世帯の5%程度でしかないこうした高額貯蓄者を刺激して意味があるかという議論もあろう。しかし、消費刺激が急務の今、「使えない人に使わせる努力」よりも「使えるのに使わない人にたくさん使わせる」ほうが、明らかに即効性が期待できるのではないだろうか。

年間所得階層と貯蓄残高の関係 平成8年度勤労者世帯

年間収入階層	世帯構成比 (%)	平均年間所得 (万円)	貯蓄残高(注) (万円)	負債総額 (万円)	純貯蓄残高 (万円)
300万円以下	4.5	226	428	74	354
300~500万円	17.1	413	447	147	300
500~700万円	27.2	596	588	421	167
700~900万円	21.1	749	943	521	422
900~1250万円	19.9	1,047	1,198	687	511
1250~1500万円	5.7	1,367	1,374	805	568
1500万円以上	4.6	1,842	2,055	1,054	1,001
合計・平均	100.0	781	865	484	381

(注) 貯蓄のうち、積み立て保険料は除いている。(資料) 貯蓄動向調査報告、総務庁統計局

## 情報・通信

## インターネットの支配者は通信屋か放送屋か？

メリルリンチ証券会社

東京支店 調査部 ファースト・バイス・プレジデント

太田 清久

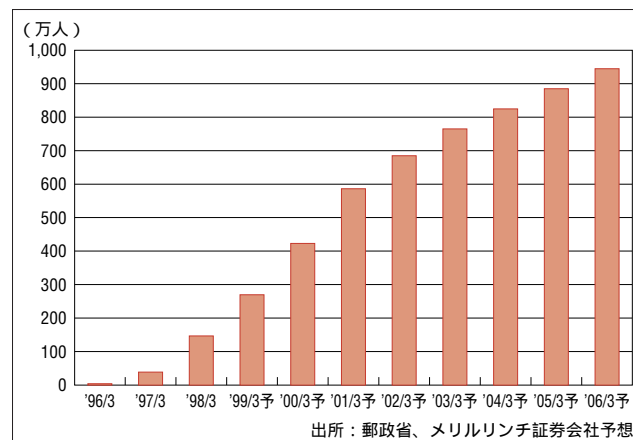
今年3月で、推定1,250万人を超えた日本のインターネットユーザーは、その後も毎月50万人を超えるペースで拡大している模様だ。従来の加入者増は、企業ユーザーのイントラネットの一環としてであったのに対し、今年に入ってから一般ユーザーの比率が上昇している。

景気低迷下、6月まで前年割れが続いた国内PC販売もウィンドウズ'98の登場にあわせ、7月第4週から前年比20%増ペースと回復している。足元のPC購買者の多くはインターネット接続を一つの用途として認識しており、PC購入=インターネット接続となっている。

毎月の一般ユーザーのPC購入は20万台レベル。注目される動きに、サービスプロバイダーとして通信キャリアを選ぶケースが増加していること。通信キャリアのインターネット契約者は現在50万人。月次ペースでの加入者は年初の2万人ペースから、現在5~6万人のペースへと上昇しており、今後も拡大の見通しだ。これは、独立系サービスプロバイダーが急増する加入者への対応でキャパシティがパンクするケースが続出しているのに対して、通信キャリアは「常につながる」という点で消費者の満足度を高めているためである。積極的な加入者促進により、'99年中にも通信キャリア系サービスプロバイダーの加入者シェアが50%を超えることも予想される。インターネットも通信屋が独占するのか？

潜在的なライバルは、TV局。放送のデジタル化に対応したSTB(セットトップボックス)は、限りなくPCに近い能力を持ち、インターネット接続はお手の物。放送局が自らサービスプロバイダーとして、ユーザーを囲い込みに入ると市場は楽になる。そう言えば、インターネットのアクセス頻度でTV局は常にトップクラスだし、最近フジテレビは自社のファンクラブも作っているし……。

家庭用ISDN加入者の見通し







産業全般

店頭

# 業績が厳しい時だから 基本メジャーで企業選別を

東洋経済新報社 第二編集局 データバンク三部 部長 田谷 和明

内需低迷やアジア経済混乱などの影響を受けて、企業業績の見通しに厳しさが増している。

9月中旬決算の発表シーズンが近づくにつれて、業績の減額修正、赤字転落の報道が増えてくることになる。業績の悪化は全産業に広がっており、製造業、非製造業を問わず厳しい。

日立の9月中旬決算の赤字転落は、製造業の業績の悪さを象徴する代表例であり、1999年3月期通期では1,000億円の経常赤字転落が予想される。製造業のうち、加工産業よりも厳しい状況に喘いでいるのが素材産業。新日鉄をはじめ、高炉5社が大幅減額修正を発表したことは、その実態を如実に物語っている。

消費不振の影響に直撃された大手スーパーは、軒並み減収にみまわれ、粗利の改善と価格競争に生き残りをかけている。

10月以降の下半期に収益回復を見込めるほど状況はあまくないが、仮に下期回復を期待しても、'99年3月期通期の全産業ベースでの経常利益は2桁減少の公算が大きい(東洋経済予想では11%の経常減益)。特に、減産幅が大きい素材産業では30%前後の減益が予想される。

さて、こうした全体不振の状況にあっても、個別でみれば健闘している企業はやはりあるもの。こういう時こそ、基本的なメジャーにあわせて企業選別をすることを強調しておきたいのだが、その一つが、すっかりマーケットに定着したROE(株主資本利益率)である。ここでは、『会社四季報』'98年4集のデータをもとに、上場会社を対象に最新のROEを高い順にランキングしてみた。その結果は別表にみるとおりだが、集計によると、ROE10%以上の企業は65社ある。簡易方式だが予想ROEも併せて算出した。トップのホシデンは、特別利益の計上で高ROEとなっており、こうした特殊要因をよく見極める必要があるものの、65位までの顔ぶれをみると、それなりの実力企業がランクインしている。

ROEランキング

(単位=%)

順位	社名	決算期	ROE	配当性向	予想ROE	順位	社名	決算期	ROE	配当性向	予想ROE
1	ホシデン	98.3	38.2	0.0	25.1	11	サークルK	98.3	14.9	12.5	15.7
2	アドテスト	98.3	19.9	9.1	11.3	12	ラウンドワ	98.3	14.7	26.7	20.6
3	ワタミフド	98.3	19.5	14.9	31.4	13	ミツミ電機	98.3	14.3	25.6	9.1
4	中国積和不	98.1	17.6	21.9	17.7	14	上村工業	98.3	14.2	11.6	16.2
5	ジョイフル	97.12	17.0	32.8	17.0	15	日 米	98.3	13.9	15.4	15.5
6	キャッツ	97.8	16.9	30.4	17.9	16	サニックス	98.3	13.7	24.8	16.8
7	日信工業	98.3	16.7	8.8	16.3	17	本田技研	98.3	13.5	13.7	13.2
8	本州化学	98.3	16.5	13.5	16.7	18	日本テレビ	98.3	13.5	7.4	11.9
9	タクマ	98.3	15.5	15.7	9.5	19	ダントー	97.12	13.4	15.2	6.6
10	東邦チタ	98.3	15.0	12.3	9.1	20	MKCスタ	98.3	13.4	16.7	13.7

(注) ROE=当期利益÷期末株主資本で算出。株主資本比率25%未満、経常利益<当期利益、変則決算会社は除く。配当性向=1株配当金÷1株利益。東洋経済調べ。

# いよいよ始まる 店頭市場の大改革

日興リサーチセンター エクイティリサーチ部小型株チーム・チームヘッド 長田 和久

低迷を続ける店頭市場を再生しようと、大改革案が本年7月15日、日本証券業協会(日証協)より発表された。改革の骨子は、店頭市場の多段階分割による構造改革、マーケットメーカー制度の導入による流通市場の改善、ベンチャー企業向け登録基準の本格導入、新インデックスの開発、四半期決算導入などディスクロージャー制度の充実をめざすもので、日証協の意気込みが伝わってくる。

今回の改革案は、特に流動性の問題に大きくメスを入れていることが特徴。流動性を参考にした市場の分割論、マーケットメーカー制度の導入などである。9月21日現在の店頭市場の取引状況を見ると、1日平均の売買高は約400万株、売買代金は約50億円弱の水準で、'96年のそれは売買高が976万株、売買代金は238億円であり、いかに売買が細まっているかがわかる。

こうしてみると、今回の改革案は、現状に危機感をもった日証協が本気で改革に取り組んできたと見ることができ、前向きに評価したい。また、マーケットメイクの本格的導入、四半期決算制度の導入検討など、東証にない制度を積極的に取り入れ、差別化を図ろうとしていることも評価できる。そして、最大の評価点は、ベンチャー企業の株式公開を推進しようと選択性登録基準を設けようとしていることである。21世紀のあるべき店頭市場の役割(新産業、成長企業の育成)に布石を打つものである。

現在、発行市場、流通市場のワーキンググループを設置して検討が進められており、12月に予定されている改正証券取法施行を踏まえ、年内にも対応可能なものから逐次実施されよう。そして、本格的な改革の実施は来たる1999年にかけて行われ、2000年には、まったく新しい店頭市場が誕生する予定である。その時には、市場にはベンチャー企業があふれ、個人投資家の活躍する場が用意されよう。

店頭市場改革の検討スケジュール

(平成10年12月以前)	(平成11年1月以降)
1. 流通市場における改善 ・マーケットメーカー制度導入のための具体策の検討 ・日本店頭証券株の位置づけの見直し 2. 登録制度における改善 ・登録基準等の見直し ・登録審査内容の見直し ・店頭登録審査の取扱いの見直し ・株式公開前規制の見直し ・申請手続き等の簡素化 3. 適時開示の充実および開示環境の整備 ・電子媒体を通じたディスクロージャーシステムの稼働 4. その他 ・店頭関係諸規則の体系的整備 ・法律改正等に関する要望	1. 流通市場における改善 ・マーケットメイクの段階的実施 ・本格的マーケットメイク実施に向けた検討 2. 登録制度における改善 ・登録審査内容の見直し ・申請手続き等の簡素化 3. 適時開示の充実および開示環境の整備 ・決算短信の充実および四半期報告制度導入に向けた検討 4. その他 ・株式店頭市場の銘柄区分の見直し ・登録取消基準の見直し ・法律改正等に関する要望 ・気配公表銘柄制度等の整備・拡充

日証協プレス発表資料

# 株主の議決権行使

## 個人投資家の側面から

住友信託銀行 証券代行部 調査役  
橋本 英男

1998年3月末現在の全国証券取引所協議会の株式分布状況調査によると、個人投資家の持株数が前年度に比べ8・3%増加したことにより、その持株比率は24・6%と、昭和60年度以来の高い水準になった。これは、金融機関(40・2%)に次ぐ持株比率であり、前年度2位の事業法人を逆転したことになる。

金融システム不安の最中ではあるが、2000年の金融ビッグバンを間近にして、個人の資産運用の多様化が進む中で、また法人相互の株式持合いが減少していく中で、今後も個人投資家(投資信託等を経由するものを含む)の持株比率は上昇していくことが予想される。

個人投資家の場合は、一人当りの保有株式が少ないことから、株式の市場価格の推移によって利益を得ることに重点が置かれている(ウォール・ストリート・ルールに従う)ものと思われる。

ところで商法には、株主としての権利として、利益配当請求権など直接経済的利益となるもののほかに、株主総会における議決権、株主提案権、株主総会の決議取消を訴える権利、そして最近会社をめぐる不祥事に関連して報道されている株主代表訴訟を提起する権利など、主として株式会社取締役の権限をチエックすることを可能にするためのものが設けられている。

ここでは、これらのうち最も基本となると思われる株主総会における議決権行使について個人投資家の側面から

検討してみたい。

### 日本における株主総会と議決権行使の実状

株主総会は、株主を構成員とする合議制の機関であり、そこで決議できる事項は商法または定款に定められたものに限られているが、実際の経営にあたる取締役を選任し、あるいは解任する権限があり、また、株主総会での決議の下に取締役が会社の経営にあたる、という点でまさに株式会社の最高機関であるといえる。

株主総会では、利益処分など普通決議事項については、一般的には出席した株主(書面あるいは委任状による出席を含む)の保有する株式総数(=議決権)の過半数の賛成により決議され、取締役・監査役の選任は、普通決議事項とされているものの重要な事項であるため、発行済株式総数の3分の1以上の出席を必要とし、その議決権の過半数の賛成により決議される。

定款の変更、会社の合併、営業の全部または重要な一部の譲渡、資本の減少そして会社の解散など会社運営の根幹に係る事項、あるいは株主以外の者に対して特に有利な発行価額で行う新株発行など株主平等の原則に反する可能性のある事項については、発行済株式総数の過半数を持つ株主が出席(書面あるいは委任状による出席を含む)して、その議決権の3分の2以上に当たる多数の賛成により決議される。法律的な根拠は簡単にまとめれば以

上のとおりだが、実際の株主総会の状況はどうだろうか。

日本においては、従来、大多数の会社において、相互に株式を保有しあう株式持合いが行われ、しかもその比率は一般的に高かった。株主総会の決議についても、相互に会社提案に賛成する、あるいは白紙委任することで、その高い持株比率が反映されるため、会社提案が否決されることはまずあり得なかった。

株主提案権の行使も、最近の6月開催の上場会社の定時株主総会の例(商事法務研究会調べ)でも95年10社、96年11社、97年13社、98年15社と徐々に増加はしているものの、活発というには遠い状況にある。

しかしながら、経済のグローバル化・ゼイションの中で、海外の機関投資家が国際分散投資の見地から、日本のマーケットを重要な投資対象とし、また従来の含み利益依存経営からの脱却を迫られた金融機関を中心とする株式持合いを解消しようとする、あるいは解消を余儀なくされる状況になってきている。

従来、金融機関や他の企業が保有していた株式は、いずれは従来以上に国内の個人投資家(投資信託等を含む)、年金基金を中心とする国内機関投資家そして海外機関投資家に保有されることになるであろう。

他方、最近毎年のように商法改正が行われ、それに伴う定款変更も定例化しつつあるが、前述のとおり、これは株主総会において定足数を必要とする



特別決議事項なのである。そのため、すでに海外機関投資家の持株比率の高い会社では、海外向けの議決権行使勧誘（賛成を求めると商法に定める利益供与に抵触するおそれがあるため、あくまでも「行使の勧誘 賛否は問わない」）を行ったり、個人投資家の持株比率の高い会社では、招集通知を発送した後に、改めて議決権行使を促すはがきを出したりする例も現れ始めている。

## 株主が積極的にモノ言う 米国の株主総会の背景

米国においては、個人投資家（公益団体その他を含む）の持株比率は、47・2%（金額ベース、1996年12月末現在 出所：Flow of Funds Accounts of the United States Federal Reserve 1997 「インベストメント」1997・8大阪証券取引所）と日本に比して一層高く、さらにミューチュアルファンドもその資金の出し手の多くの部分が個人であることからすると、個人の株主総会における議決権行使は、会社あるいは会社と対立する提案を行うおとする株主にとって無視できないものとなっている。

企業買収などの際に株主総会の議決権行使についての委任状をめぐって賛成、反対の両派が獲得合戦を展開し、株主はより株価上昇に至ると思われる側に委任する、ということが以前から行われていた。

また、年金基金の運用成績向上のため、議決権行使をしなければならぬ

とする86年のERISA法（従業員退職所得保障法）に関する行政解釈から、従来は議決権行使に消極的だった年金基金やミューチュアルファンド（投資信託）が、積極的に経営に対してモノ申すようになってきている。その影響力は非常に強く、過去にはIBMやGMの、最近ではEDSやサンビーム等（9月7日付 日本経済新聞）の会長更迭の大きな要因となった。

米国では、株主総会の決議結果は、事前の委任状回収により確定する。株主総会の招集通知は日本では株主総会開催日の2週間前までに発送されるが、米国では30日程度前に発送されることが多く、会社もしくは自己の提案への賛成を求めて、委任状勧誘を行うことが認められているため、専門業者に委嘱してこれを行う例も多い。

会社の経営方針について、その会社自体による情報開示はもとより、大手機関投資家等も意見をマスコミやインターネットを通じて公開していることから、個人投資家も単にウォール・ストリート・ルールに従うだけでなく、株主総会で議決権を行使し、自らの意思を表明する環境が十分整っているといえる。

## 個人投資家にとって なぜ議決権行使が重要か

昨年来の消費税率アップや金融システム不安に起因する日本経済の低迷、アジア、ロシアそして中南米に不況が拡大し、米国や欧州でも不安感を増し

つつある未曾有の状況下ではあるが、日本においては金融ビッグバンの下、株式市場における個人投資家の比重は投資信託による間接的なものを含め、一層高まるものと思われ、会社にとっても特に株主総会をめぐって無視できない存在となっていくであろう。そのような存在となったとき、現在でも進化しつつある会社による情報開示、あるいは株主総会の運営面での充実も、これまでも増して図られることになる。

民主主義社会の基礎は、社会を構成する一人ひとりの権利義務の誠実な享受と履行にある。

最近、「コーポレート・ガバナンス」

（企業統治）について活発な議論がなされているが、コーポレート・ガバナンスとは、「統治の権利を有する株主の代理人として選ばれた取締役からなる取締役会が、委任された権限に基づき、経営方針、戦略について意思決定し、執行にあたる企業経営者の経営効率向上と株主に對する説明責任の履行を監視監督する行為であると定義することができ

表 所有者別株式数

	(単位：単位、%)		
年 度	1995	1996	1997
会 社 数 (社)	2,277	2,339	2,387
合 計	457,439,342 (100.0)	477,143,399 (100.0)	494,613,212 (100.0)
①政府・地方公共団体	2,868,321 (0.6)	2,558,075 (0.5)	2,581,586 (0.5)
②金 融 機 関	189,493,868 (41.4)	196,843,115 (41.3)	198,636,218 (40.2)
a 長銀・都銀・地銀	70,543,821 (15.4)	71,935,923 (15.1)	71,966,533 (14.6)
b 信 託 銀 行	46,223,245 (10.1)	51,309,093 (10.8)	54,700,893 (11.1)
(a,bのうち投資信託)	9,769,809 (2.1)	9,339,333 (2.0)	7,150,892 (1.4)
(a,bのうち年金信託)	8,088,377 (1.8)	11,102,122 (2.3)	16,177,551 (3.3)
c 生命保険会社	51,086,904 (11.2)	52,215,744 (10.9)	50,531,921 (10.2)
d 損害保険会社	16,262,126 (3.6)	16,396,997 (3.4)	16,500,038 (3.3)
e その他の金融機関	5,377,772 (1.2)	4,985,358 (1.0)	4,936,833 (1.0)
③事 業 法 人 等	108,017,259 (23.6)	113,326,447 (23.8)	119,139,806 (24.1)
④証 券 会 社	6,252,735 (1.4)	5,063,812 (1.1)	3,984,969 (0.8)
⑤個 人	107,771,247 (23.6)	112,573,056 (23.6)	121,869,741 (24.6)
⑥外 国 人	43,035,912 (9.4)	46,778,894 (9.8)	48,400,892 (9.8)

(注) 1. 年金信託は公的年金を含まず。  
2. 外国人は、法人と個人の合計。  
3. 上場会社の自己名義分は、各社が属する所有者区分に含まれる。1997年度の自己名義株式は、70,171単位（構成比0.01%）となっている。  
出典：『平成9年度版株式分布状況調査』（全国証券取引所協議会）

る」（日本コーポレート・ガバナンス・フォーラム「コーポレート・ガバナンス原則」）とされている。  
取締役の選任や、会社の基本方針の策定は、株主総会において株主の保有する株式数に応じた多数決でなされるものであり、会社の経営について一人ひとりの株主として影響を与えることは不可能としても、議決権を行使していくことにより、健全で効率的な経営を確保する一端を担うことが、従来にも増して重要になってきているのではなからうか。



# 検証 ラップ口座

グローバル・ラップ・サービシーズ社 井本 満社長 に聞く

福岡大学商学部教授 水野 博志

最近、新聞記事で「ラップ口座」という見出しをよく見かけます。金融ビッグバンが進行する中で、この新しい資産運用口座は日本に定着していくのでしょうか。ラップ口座の本場、米国証券市場の老舗であるスミスバーニー（現ソロモン スミス バニー）で長らくラップ口座の運用を手がけ、この度わが国でラップ口座を運用するグローバル・ラップ・サービシーズ社の社長に就任した井本 満氏にお話しをうかがいました。

## Q1 ラップ口座とは何ですか。

まず、「ラップ」という言葉の意味ですが、これは電子レンジなどで調理するときにお皿を包み込むラップなどと同じで、ここでは金融資産を「包み込む」という意味で使われています。どんなサービスをするのかというと、ある程度まとまったお金をそのままドンと口座に入れるとプロがニーズに合わせて分散投資をして、資産運用してくれる「お任せコース」なのです。

ラップ口座の大きな特徴は二つあります。一つはお客様のニーズに従って、プロが適切な資産配分をアドバイスすること。もう一つは運用時にそのつと売買手数料を取るのではなく、口座の資産残高に応じて年間の手数料を取るかたちであることです。



井本 満社長

そもそも証券会社の収益は、株式、債券、投資信託等をお客様の注文に応じて売買することによって得られるため、なるべく高い頻度で売却してもらったほうが儲かります。しかし、そうするとお客様は手数料の負担で損をしてしまうことがしばしばあります。それがラップ口座の場合、売買のたびに手数料がかかるのではなく、資産残高に応じて、手数料をいたたくため、不要な売買はしないようになります。なぜなら、運用によって収益があがり、資産残高が増えるほど証券会社に入る手数料も多くなるからです。

## Q2 アメリカでラップ口座は、いつ頃から始まったのですか。

まず簡単に、ラップ口座の歴史をま

1973年	スミス バーニー社のコンサルティンググループ設立
1974年	ERISA年金法制定 コンサルティングラップ開始
1975年	株式手数料の自由化
1980年代前半	金融商品の多角化、投信市場の発達、アメリカの投信残高14兆円に
1980年代後半	401Kの発達および銀行の投信窓販開始
1990年	アメリカの投信残高140兆円に
1991年	投信ラップ販売開始、投信ラップ市場の拡大
1998年	アメリカの投信残高700兆円に 日本版ビッグバン開始 グローバル・ラップ・コンサルティング・グループ設立

とめてみましょう。

1973年にスミスバーニーのコンサルティンググループができたくっかけは、ERISA法（従業員退職給付保障法）の制定と深く関わっています。これによって、企業年金受託者に年金加入者の利益を優先する目的で株式に投資することを認めると同時に、資産運用のディスクロージャーが厳しく要求されるようになりました。スミスバーニーのコンサルティンググループはそのような年金受託者からの依頼で信頼性のある資産運用を行う目的からスタート。具体的には、資産運用の

アドバイザー、運用者の選定、証券売買の執行、証券の預かり、運用者からの報告書の整理までをひとまとめにした「ラップ口座」を開発しました。

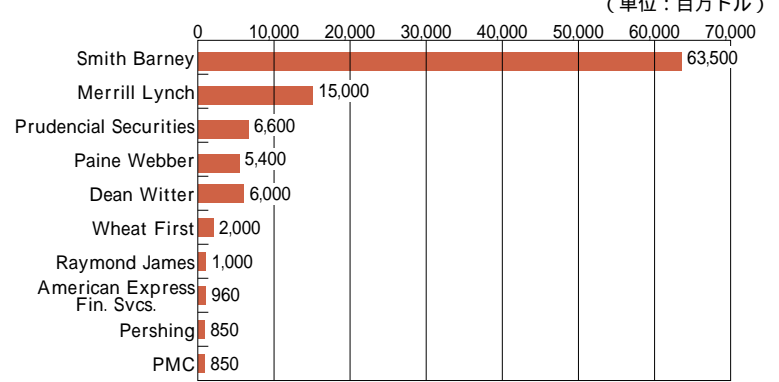
ここで特に強調しておきたいことは、75年当時は資産運用の成績よりも運用方法の透明性がまず第一に求められたことです。つまり、どこの投資顧問を選ぶか、その成果を客観的に評価するというところに多くのエネルギーを費やしてきたわけです。

**Q3** アメリカでは、なぜスミスバーニーがラップ口座で高いシェアを持っているのですか。

まず、1994年度のラップ口座の残高を見ていただきたいと思います。

図1を見ると、スミスバーニーがラップ口座資産残高の50%以上を占めています。その理由は二つあります。一つはもともラップ口座はスミスバーニーのオリジナル商品で、75年にスタートしたときは、他に競合する相手がなく100%のシェアを持っていたのです。その後、ラップ口座の人氣が高まり、資産残高が急激に上昇するとともに、他の大手の証券会社が参入したためシェアは低下しました。それでも圧倒的優位であることに変わりはありません。もう一つは、やはりスミスバーニーのラップ口座に関するノウハウの蓄積が大きいと考えています。

図1 通常のラップ口座の資産残高上位10位 (1994年末)



**Q4** スミスバーニーのノウハウとは。

一体どこにノウハウの蓄積があるのかというと、それは次の三つのポイントにまとめられると思います。

1. 運用体の評価

アメリカには投資顧問の運用体だけでも23,000もあり、どの運用体が信頼できるのかについては、単に名前規模だけでなく、独自に調査して、そのレポートを作成していく必要があります。

ます。この点で、スミスバーニーは73年からの25年にわたる継続的なデータと運用体を評価するシステムを持っています。

2. 顧客に対するシステム

顧客の要望に基づいて資産運用を行うとき、システムがないと顧客のポートフォリオ、乗り換えに関するアドバイザーをすることができません。当社にはこのシステムに関するノウハウがあります。

3. 社員の教育プログラム

証券会社のセールスマンは日本でもそうですが、売買手数料を稼ぐこととする傾向がありますが、まずセールスマンにラップ口座の教育をする必要があります。ラップ口座の場合、回転売買よりも資産の長期的運用を考えていますから、セールスマンに危険分散、長期投資の考えを教える必要があります。これに関して、スミスバーニーは独自のセールスマンの教育プログラムを開発してきました。

以上の三つのノウハウが相互連携しないとラップ口座はうまくいかないのです。その意味でこれはどこの証券会社でもできるものではないのです。

**Q5** もう少し具体的にラップ口座を説明してください。

まず、顧客に対してリクエストを行います。ラップ口座を始めるにあたり

ては、ラップ口座を希望する人の収入と支出、資産状況、投資目的、運用期間、リスク許容度などを把握して、どういった投資スタイルがいいかを判断しなければなりません。

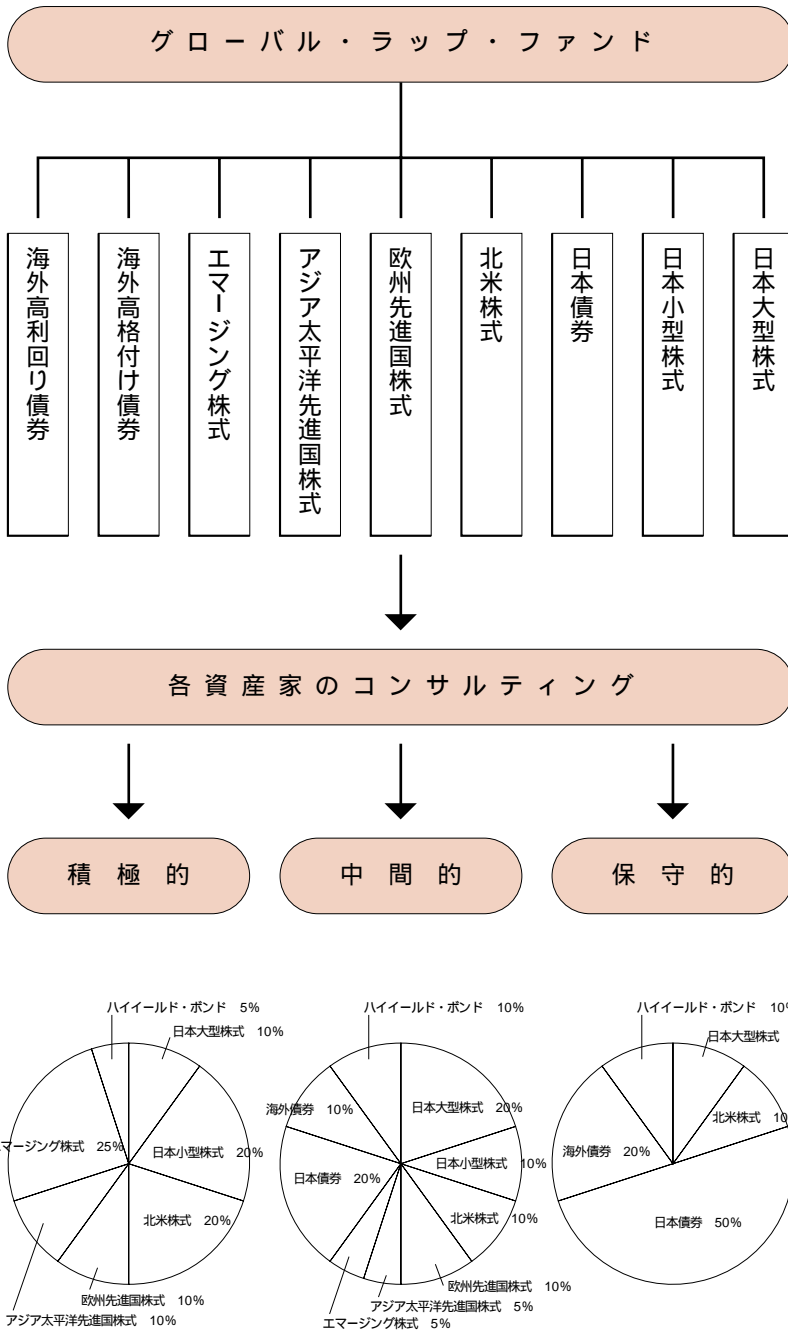
その際、リスクについての説明を行います。図2の三つのグラフ(50頁参照)は、日本株式100%のポートフォリオ、日本株式50%、日本債券50%からなるポートフォリオ、日本株式25%、日本債券25%、外国株式25%、外国債券25%からなるポートフォリオの単年度ごとの収益率を比較したものです。国際分散投資を行うことによって、平均リターンが上昇すると同時に投資リスクが非常に減少することがわかります。

さらに危険分散は、投資期間を長くすることによっても可能です。図3のグラフ(同)は、国際分散投資についての、投資期間1年の場合と7年の場合の年率の日本株式25%、日本債券25%、外国株式25%、外国債券25%からなるポートフォリオの単年度ごとの収益率を比較したものです。投資期間を長くすることによって、平均収益率が上昇すると同時に投資リスクが非常に減少することがわかります。

これらは実績値であり、必ずしも将来のリスクとリターンの関係を保証するものではありませんが、将来についても一般的傾向として分散投資、投資期間の長期化によってリスクを大幅に減らすことができるといえます。

次はリコメンドです。現代ポトフ

図4 ラップ口座の提案例



(出所) 図2～4：グローバル・ラップ・パンフレット

図2 国際分散投資の効果 (1980年から1997年の単年度ごとのリターン)

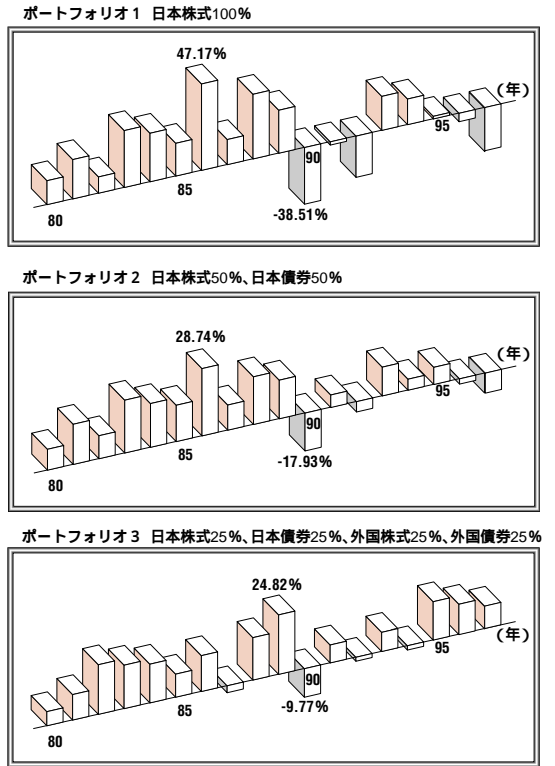
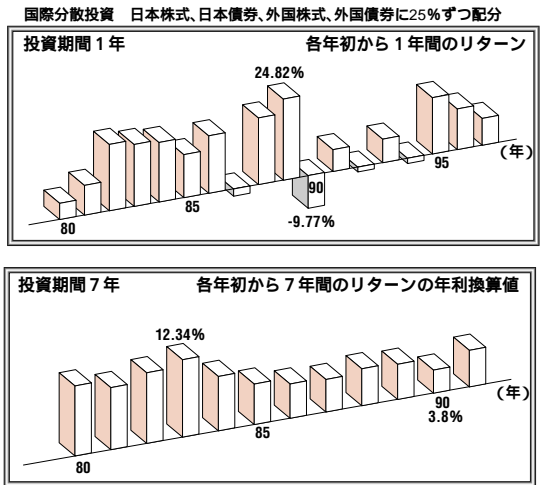


図3 国際分散投資 (日本株式、日本債券、外国株式、外国債券に25%ずつ配分)



重要なポイントは、日本では投資家の間にリスクとリターンの関係が浸透していないことにあります。日本人のお客様にリスクとリターンとは何かとお尋ねすると、リスクとは買ったものから下がること、リターンとは買ったものから上がることという答えが返ってきます。しかし、本来リターンにはベンチマークと比較してのプラス・マ

**Q6**  
アメリカで開発されたラップ口座を、日本で販売する際の留意点をお聞かせください。

「市況のコメントとファンドのパフォーマンス」「マーケットインデックス」「お取引引き明細と実現収益」「手数料」等がわかりやすく書かれています。投資家はそれをもとに、今後運用委託を続けるかどうかを判断することになります。

最後にレビューです。四半期ごとに書面で運用報告書を送付しますが、報告書には「資産の記録」「資産の内容」「オリーブを組み込むことができます。

これらはあくまでサンプルですが、お客様の好みに応じて様々なポートフォリオを組み合わせることができます。図4はラップ口座の提案例です。



イナスで測られるものであり、リスクとはリターンの変動であるわけです。その考えを今後、浸透させていかなければなりません。これは投資家だけの問題というより証券会社自体も、一定のベンチマークと比べての成果という概念がなく、ただ単に儲かればいいというかたちでファンドを勧めてきたことにも原因があります。

ポートフォリオの概念からすると、確実に高いリターンが得られるというような甘い話はないのです。高いリターンには高いリスクがつきます。したがって、高いリスクを回避するためにはポートフォリオを組むことが必要であり、そのために行われれば「国際分散投資」と「長期投資」を使っているのですが、このような概念をセールスマンだけでなく投資家の方々にも理解していただく必要があります。

**Q7 日本の投資家にリスクとリターンの概念を理解させることについての見通しは。**

リスクとリターンの概念は、日本の一般の投資家にはまだ浸透していませんが、年金の運用者など機関投資家にはかなり浸透してきています。その理由には外資系の投資顧問が日本の市場に参入し、彼らはリスクとリターンの概念を軸にファンドを販売するようになってきたからです。したがって、個人投資家の間にそのような概念が浸透す

るのも時間の問題でしょう。

**Q8 最後に、「グローバルラップ」の口座の手数料、申込金額について教えてください。**

初回のお申し込みは500万円以上1万円単位、2回目からは100万円以上1万円単位です。手数料は口座残高によってかなり変わってきます。年率換算の手数料は次のようになっていきます。

・500万円以下の金額につき	20%
・500万円超1億円以下	15%
・1億円超5億円以下	13%
・5億円超10億円以下	11%

**インタビューを終えて**

井本満氏は、福岡県出身で若干40歳にしてトラベラーズ(現ソロモン・スミス・バーニー)と日興証券の合併企業として設立されたグローバル・ラップ・サービスズの社長に就任されました。駒澤大学卒業後、カリフォルニア州立大学でMBAを取得、スミス・バーニー社で長くラップ口座の販売・運用に携わってきました。その間にラジオ短波やNHKでアメリカの金融市場のレポートを担当されていたせいでしょつが、非常に説明がわかりやすく、またエネルギーギッシユな印象を受けました。

筆者自身は、終始、中立的な立場からインタビューしましたが、井本氏の説明を聞くことによって次のことがわかりました。

ラップ口座商品そのものの質が高いこと。この秘密はラップ口座がもともと機関投資家向けに開発され、現に機関投資家の要望にも応えられようような質の高い商品であること。

顧客を大切にする土壌があり、会社には余裕があること。アメリカの訴訟社会の中で育ってきたため、投資家のニーズのくみ取りに神経を払っていること。

口座手数料、サービスの内容に関する十分な競争的優位性を持っていること。投資顧問を選定するに当たっては単に計量的な情報だけでなく、

く、インタビューを行い、質に関するチェックを行っていること。

ラップ口座が日本の個人投資家に浸透するにはしばらく時間がかかるかもしれませんが、日本の消費者の学習曲線は非常に早いので、ラップ口座が案外2・3年以内にかつての車やカラーテレビ、最近の高性能パソコンのようなヒット商品になる可能性があるという予感がしました。井本氏が社長を務めるグローバル・ラップ・サービス社は、日本で本格的にラップ口座を販売する会社として去る5月28日からスタート。10月1日の時点ですでに300億円を超える資産残高となり、1年間で1,000億円という目標値も達成できそうな勢いでした。

**著者紹介**

**水野 博志 (みずの・ひろし)**

1951年(昭和26年)東京に生まれる。'74年慶応義塾大学商学部卒業。'79年に福岡大学商学部専任講師となり、'82年同助教授、'87年同教授となる。'86年4月から'87年3月まで西オーストラリアに留学。現在は、'99年3月までの予定でコロンビア大学に研究員として渡米中。主な著書に『企業財務の研究』(近代文芸社)、『財務的意思決定の分析』(中央経済社)、『個人投資家の行動原理』(泉文堂)がある。

今年4月に刊行された『個人投資家の行動原理』は、本誌の全面的協力により、約800名の個人投資家にアンケート調査を実施、その分析結果をもとに、日本版金融ビッグバン下において、個人投資家の株離れに歯止めがかからない理由を明らかにする。株式投資を魅力あるものにするために、ROEの重視、PKOの廃止、持ち合いの解消、ガバナンスの向上を提言する著者の指摘どおりに時代は動いている。





街路樹も葉を落とし、吹く風に肌寒さを覚える今日この頃。気がつけば今年も残すところあとわずかとなりました。相変わらず暗い話題が世間を賑わすなどいろいろな状況はさておき、あなたはこの一年、納得のいく「投資」ができましたか？

## 21号を読んで

特集「投資情報アクセスガイド<sup>98</sup>」

インターネットのサイトの特集があったので、いろいろのぞこうと思っただけです。それにしても気になるのが通話料。これだけ見ればいくら電話代がかかるんだらう？！日中のテレホーダイなどもやってほしいと思っています。

(神奈川県横須賀市・平山昇)

特集はとて面白かったです。テレビ東京も映らず、もちろん証券会社もないので普段からヤフーの株価情報は使っていますが、他にも役立ちそうなサイトがあることを知りました。欲を言えば、インターネット上の取引の安全がどう確保されているかも載せていただきたかったです。 (北海道網走市・安達止樹)

先日、証券会社へ立ち寄った際、マガジンラックにさりげなく置かれていたのが賞誌であった。ちょうどインターネット取引を考えていたところなので、アクセスガイドは大変参考になった。情報は数限りなくあるが、個人投資家が求めているのは確実性のある情報だと思う。今後、貴誌を投資判断の一助とさせていたきたいと思う。

(岡山県長船町・藤原由和)

大変参考になりました。子育て、家事など家にあることが多いのでなかなか投資を考えて行動することができませんでしたが、これからはもっとアクティブに投資を考えようと思います。

(愛知県刈谷市・石川清美)

仕事でパソコンを使わなくてはいけなくなり、自宅用としてパソコンとインターネットも始めました。あるとき、ホームトレードのことを知り、ちょっと面白くなり始めた矢先に21号の特集。とても興味深かったです。私のような地方都市に住む者にとって情報は宝です。これからもやみつきになりそうです。

(富山県小矢部市・加賀谷辰夫)

これからは情報の時代。特集は役立つなあ。N・Y株式市場へインターネットを介して投資を予定しています。売買手数料が8ドルぐらいと、日本の1/30、1/15ぐらいです。

(兵庫県西宮市・柴田基)

最近、インターネットでホームトレードを始めましたが、大変参考になります。まだミニ株が中心ですが、情報収集に励んで今後ともがんばりたいと思っています。それにしても、さらなるNTTの通信料の値下げ努力に期待しています。

(新潟市・深沢勉)

私は各証券会社の発行する情報誌を投資の参考にしているが、いくつかの資料を無料でくれる会社がある一方、自社の発行する情報誌すら置いていないところがあつて残念に思うところがある。

(東京都立川市・皆川正)

インターネットの情報紹介は参考になった。ただ情報を見るだけでなく自分も発言することで(それが直接投資による利益を得ることに結び付かなくても)、株式投資の楽しさが増すと思う。私自身は「株式投資向上委員会」のメンバーリストや二フティサーブの「株式貯蓄ステーション」に参加している。

(京都府宇治市・井上光)

私は毎日、GCハロト(ゴルフデンチャー)のホームページで当日の株式相場の様子や参考銘柄について情報を得ていますが、大変参考になるページです。インターネットを始めてもうじき2年です。今回の特集にある「人気・おもしろサイト」にアクセスしてみます。一社の情報に偏るのはいけません。

(愛知県長久手町・伊藤香代子)

利用する証券会社によってサービス内容も多様になり、どの証券会社を利用しようか、情報を集めなければならぬと思っています。

(横浜市・足立昌弘)

座談会「再考 見直される店頭市場」

これまで店頭市場は市場規模、価格推移など魅力を感じにくいところでしたが、むしろ店頭にディスクロージャーに積極的な企業が多く見られ、改めて投資先として検討する価値がありそうです。

(東京都目黒区・K・M)

店頭市場の相場が底値にあるということが分かりました。これからも店頭銘柄に注目し、値がさ株はミニ株で投資すればリスクも軽減できると思います。

(岡山市・梶田伸一)

その他

『投資信託のカルテ』の中で「なにかとマスコミは外国神話をつくりあげている」という指摘があるが、投信に限らず生命保険を含めた金融商品選びにおいて、外国神話に惑わされず冷静に対処したいものである。

(石川県加賀市・下口実)

最近、私の投資マインドが投資信託に向いています。新連載の『投資信託のカルテ』はピッタリと合致します。それにしても、すでに何年も前からこの種類のファンドがあり、成果を上げているのを見ると自分の不明が残念である。

(神奈川県川崎市・犬塚輝雄)

## 投資情報について

経済動向、マーケットの動きをマクロ・ミクロで判断しながら投資を考えていますが、あまりにも情報が氾濫しているので選択が難しい。下手すると情報に振り回されてしまいます。アナリストを称する人たちの説も眉に唾つけながら聞かないと……なんて思いがするときもあります。

(神奈川県藤沢市・須藤重政)

個人投資家の投資理論を貴誌で取り上げてほしい。(山口県大島町・山本祥司)

21号を手にして読むのは2冊目ですが、新たな投資企業を探すのには大変役立ちます。勤務先でも同じように情報を欲している人たちがいるので、このJ.Iを紹介しています。(大阪府堺市・宮本克明)

一番役に立つ記事は「J.I CLUB」です。他の方が何をどのように考えているのかよく分かり、大変面白いです。クラブのようなものがあつたとしても入会し、活動する暇がないため、これが唯一の情報源にもなっています。もっと、この欄を拡大させてほしい。

(東京都北区・北條誠)

皆様のたくさんの中からも、一部しか誌面でご紹介することができませんが、これからも読者の方々の情報交換の場としてぜひ活用してください。(編集部)

新聞には、期末の株式持株数シェアや毎週の株式売買数シェアが出ています。外人、法人、個人、自己の区別はよく分かっていますが、個人についてもう少し詳しいことを知りたいものです。たとえば男女別、年齢別の比率や50歳以上の投資家数と売買数は50歳未満のそれより多いか少ないかなど。不況がこれほど長期化すると非常に少ないと思つていますが。

(大阪府岸和田市・中田ひろし)

外国株(ニューヨーク、欧州上場)に興味を持っていますが、最近の資料が入手困難です。ビッグバンで外国証券会社が日本へ上陸して、外国株の資料が入手しやすくなることを期待しています。

(大阪府茨木市・松井敏英)

## 投資体験・投資哲学

私の株式投資の1方法として実施しているのは(1)株価は現在で1銘柄300円、400円ぐらいの会社で、ROE5%以上、配当は6〜10円を継続的に実施している会社(2)株価が20%値上りすれば売却また20%値下がりすれば直ちに売却(3)株数は1銘柄3、000株(平均)以上です。

(熊本市・岡田善夫)

最近中は・長期的に投資を考えないといけないと思つている。なかでも中・小型株で業績の良い、しかも自社株買いを行っている会社に投資して、まあまあ成果を収めている。(広島市・神田秀行)

株主優待でいろいろな商品をもらったり、特典を得たりするのも株の楽しみの一つで、3・9月決算時になるとそういう株を探します。現在はラーメンの詰め合わせ、お菓子、食用油、ハム、のり、コーヒー、電車の優待切符などももらっています。実際の株価の方はさっぱり。今後また皆さんの会社の優待を期待しています。

(東京都中野区・M・K)

株式投資を始めてまだ半年ほどの主婦です。今までは家事と育児に追われ、世の中で何が起つていっているかなどと全く考えず、新聞もろくに読みませんでした。しかし、投資を始めてから世の中に目を向けるようになりました。株価は値下がりしていますが、少し高い授業料だつたと思つて長く続けていきたいと思つています。

(静岡県清水市・平岡三佐子)

最近、投資するときにはキャピタルゲインよりもインカムゲインを重視して長期投資を心がけています。たとえば株主優待制度のある企業の中には、実質配当利回りが4・5%のところがたくさんあります。

(京都市・渡辺稔)

高値を更新していたわが社の株価も、決算発表とともに一転。その翌日にはストップ安に見舞われるほど惨憺たるものです。一夜にして100万円、200万円の損をしたという社内株主の嘆きです。

(千葉県流山市・山田義一)

昭和43年より株式投資を始めて、今年でちょうど30年です。途中休んだり、山あり谷ありの結果ですが、生涯続けるつもりです。今は外国投信がトレンドのようですが、私はあくまで国内株式にこだわります。日はまた昇るを信じて、皆さんがんばりましょう。

(千葉県沼南町・林千鶴)

## MY OPINION

ビッグバンにより、特に投信の広告が今まで以上に盛んになっていますが、一言「運用のプロ」のわりにはお粗末なものが多いと感じます。プロを自負するならば株価指数を上回るパフォーマンスを上げるべき。株価指数以下のパフォーマンスしか上げられないものも多い。証券会社も盛んに広告するが、内部コストも年1〜3%がかつており、コストが高い。

(愛知県春日井市・可知寿臣)

格付け会社が暗躍しています。一般には漏れてはならない企業の守秘事項をどのように手に入れるのか?格付け会社の資本構成、権利・義務などどのようになっているのか?勝手に格付けを下げられて企業はなぜ法的に争わないのか?など疑問に思つ今日この頃です。

(千葉県船橋市・笹川智由)

今号の特集「格付け大研究」をご参照ください。少しはなぞが解けるかもしれませぬ。(編集部)



ビッグバンの中で顧客が厳しい目で証券会社を選び、自己責任の上において株式や投資信託に投資していくことが大切だと思っています。手数料自由化へ向け、各証券会社のサービスの差が出てくるのが本当に楽しみです。

(富山県高岡市・池田和宏)

最近の新規公開企業の初値のつき方はどう考えてもおかしい。本当にブックビルディングをやっているのか疑いたくない。公開初値は公募価格の少し上ぐらいで決まるようにすべきではないだろうか。

(大阪市・吉野達夫)

社長が直接投資家に語りかける企業が増えてきたが、もう一步踏み込んで株主の方を向いた経営をしていただきたい。たとえば株主総会日は集中するので、出席できない株主のために総会内容を記録した力セットテープやビデオテープを作成し、希望者に配布したらどうだろうか。これぐらいの株主サービスがあってもいいと思うが。

(静岡県清水市・K・T)

これから個人が少額ずつ投資していくには投資信託が一番だと思う。年末には銀行でも本格的に取り扱いが始められてさらに身近になるだろう。これからはファンドの内容、パフォーマンスだけでなく、販売後のサポートをよくしてくれる会社を厳選していくつもりでいる。

(千葉県松戸市・大内好孝)

投資と投機の違いは言葉として分かっていても、最近の「自己責任」なるキーワードだと投資も投機のように見えてくる。いつそ投機と割りきるか、じっくりと長期投資か、迷う今日この頃です。

(神奈川県藤沢市・緒方博通)

自社株買いのプラス面ばかりが強調されているようだが問題だと思つ。過去に高値で時価発行して集めた資金を安く買ったところで自己株式を買って消却している会社がほとんどで、これでは株主にとって損失でしかない。

(神戸市・正井章彦)

情報開示と監査の力が足りない市場では適切な判断ができず、疑いの目で見てしまつことがあるので、今後ともIRの活動を活発にしてください。

(埼玉県久喜市・坂田哲章)

誌面の都合上、今回は「株式投資川柳コーナー」をお休みさせていただきます。

### 編集部より

読者の方からお叱りのお便りをいただきました。本誌16号(1996年春号)に掲載した農業生産法人「ふるさと共済牧場」(当時)の和牛預託オーナーシステムを紹介した企業広告についての苦言です。同システムが破綻し、多数の個人投資家に損害を与えたことは周知のとおりです。この事件を教訓に、広告審査体制の充実に努めております。何とぞご了承いただければ幸いです。

## 《 編集後記 》

企業の総会運営に大きな変化が見られる。外国人株主が増加し、外国人株主が議決権を行使してくれなければ議案が可決されない事態が生じている。国内の投資家に代って外国人が総会に影響力を持ち始めている。総会の活性化も外国人株主が突破口となりそうだ。来年度の総会シーズンには個人投資家にも働きかける企業ができるのでは。(蔵) 知人の株式投資は徹底している。例えばモスバーガーに出かけたとする。店内には客が溢れて空席の順番待ち。店員の応対はいい感じでいい。これで、注文した「てりやきバーガー」が美味しければもう決まりだ。数日後にはモスバーガーの株主になっている。あくまで自分の判断と生活圏にこだわる。これも立派な投資基準?(谷) 韓国大統領の訪日で印象に残ったことがある。語りかける言葉を大切にしていることと、困難に立ち向かうとする勇気だ。それに比べてわが総会の発する言葉の空疎なこと。金融不安の解決にリーダーシップが発揮できないのも頷ける。この国には国民を説得する知恵も、自ら困難に立ち向かう勇気も失われたのだろうか。(万) 本誌入稿前の慌ただしさに疲れ果てていたとき、久しぶりに明るいニュースが飛び込んだ。「横浜ベイスターズ、リーグ優勝」。38年ぶりという快挙に妙に感動してしまったのは、こんな大不況の暗い時代だからだろうか。そう簡単にはいかないかもしれないが、横浜にあやかって日本経済にも活力がよみがえることを願ってやまない。(水)

編集発行人：野村 隆  
編集長：越智大蔵  
副編集長：中谷 弘  
編集スタッフ：古坊満吉、廣重水愛  
表紙：水田秀穂(イラストレーター)

## <ジャパニーズ インベスター>誌は、企業と個人投資家をダイレクトに結ぶ日本で初めてのIR マガジンです。

銘柄推奨を行わないユニークな投資情報誌です。本誌は、銘柄推奨を行わず、個人投資家が株式投資をするための情報・ノウハウ・哲学を紹介する真面目な投資テキストとして、また、企業からの生の情報をダイレクトに届ける情報誌として、個人投資家の皆様をはじめ、企業や証券アナリストの方々からも高い評価をいただいています。

証券会社でお会いしましょう。本誌は、下記の証券会社の全国本支店店頭と証券広報センターの証券情報室(東京・名古屋・大阪)に置いていただいています。ぜひ、株式投資を行っているご友人にご紹介ください(部数に限りがありますので、品切れの場合はご容赦ください)。22号でご協力いただく証券会社は次の66社です(五十音順)。藍澤証券、安藤証券、一吉証券、一成証券、今川証券、ウツミ屋証券、大塚証券、岡三証券、岡地証券、オリックス証券、勸角証券、極東証券、黒川木徳証券、光世証券、Kobe証券、国際証券、コスモ証券、佐世保証証券、三栄証券、十字屋証券、上光証券、新日本証券、セゾン証券、センチュリー証券、ソロモン スミス パーニー証券、第一証券、大七証券、太平洋証券、大和証券、中央証券、千代田証券、東海丸万証券、東京証券、東洋証券、東和証券、内外証券、内藤証券、ナショナル証券、新潟証券、西村証券、西脇証券、日

栄証券、日興証券、日産証券、日本協栄証券、日本グローバル証券、光証券、日の出証券、福山証券、前田証券、松井証券、丸宏大華証券、丸三証券、丸和証券、三澤屋証券、水戸証券、室清証券、明光証券、八幡証券、山種証券、山和証券、豊証券、ユニバーサル証券、菱光証券、ワールド証券、和光証券

企業のスポンサーシップで発行しています。本誌は、個人投資家に積極的な情報公開を行っている企業のスポンサーシップ(ページ番号の横に「IR広告」とあるページは広告)で発行しており、個人投資家約52,000名と機関投資家など(証券アナリストやファンドマネジャー)約4,000名の読者に、無料で送・配布しています。

無料ご送付についてのお願ひ  
本誌は個人投資家のお一人(一家族)に1冊を無料でお送りしています。2冊以上ご希望の場合とバックナンバー(在庫分)は有料でお分けしています。ご利用ください。

本誌の発行・配布・広告出稿に関するお問い合わせ先：  
(株)フィナンシャルメディア  
<ジャパニーズ インベスター>編集部  
〒107-0052 東京都港区赤坂8-10-39  
赤坂KSAビル  
TEL03-3796-1350 FAX03-3796-1444