

証券市場の問題点と活性化

— 年金運用から見て —

川北英隆

関理事長 それでは、お待たせいたしました。

ただいまから本日の「資本市場を考える会」を開催させていただきます。御案内いたしましたように、今日は中央大学大学院の川北英隆教授をお招きしまして、「証券市場の問題点と活性化——主として年金運用の問題から見て」というテーマでお話をいただくことにしております。

川北教授は、ご存じの方が多いと思いますが、御略歴をお配りしてありますように、日本生命及びニッセイ基礎研究所と両方に長くお勤めになられまして、調査研究、企画活動のほかに資産運用の面で第一線の指揮をとられた御経験もお持ちです。一年ほど前から、

中央大学の方の教鞭もおとりになり、今年の三月にはそちらをメインになされたということでございます。

年金の問題は、我が国でも大変大きな問題でありまして、過日のエビアン・サミットでも主要各国が、共通の問題として対応していくことがコミュニケーションの中にも書き込まれたほどであります。また、私どもの証券市場、証券業務とも非常にかかわりのある問題でございます。この問題につきましては、今日もお話がありますけれども、厚生省の年金総合研究センターで「年金運用の観点から見た金融・資本市場の効率化・活性化に関する研究会」が組織されて、専門家による御議論がなされておりますが、そのまとめ役を川北

教授がお務めになられております。このような背景において、本日お話を伺いすることになった次第であります。

では、先生、どうぞよろしく願いたします。

ただいま御紹介にあずかりました川北です。

今日は証券市場の問題点をいくつか整理してお話を申し上げたいと思っております。いま関係理事からお話がありましたように、年金総合研究センターの報告書を踏まえながら、自身の考え方をいくつか交えてお話をしたいと考えています。

年金総合研究センターの「年金運用から見た金融・資本市場の効率化・活性化に関する研究会」は、去年の今頃からスタートし、三月まで続けてまいりました。まず、その報告書の内容について説明したいと思います。

それと同時に、「証券市場を活性化するために

何をすればいいのか」という観点から、「年金と証券市場の関係」、「株式投資」、「公社債投資」、「もう一つ見逃してはならないのが「インフラの問題」であると思いますが、これらの四点を述べさせていただきます。

一、年金と証券市場

(1) 研究会の目的と方法

まず、年金総合研究センターでの研究会の目的と方法です。前提として考えなければならないのは、「年金資金の運用パフォーマンスを上げることに」が必要とされ、「年金は円資金で運用されており、それが巨大であること」です。さらに、将来円建てで年金を支払いますので、「主な投資対象は国内市場になること」、また、「国内市場が沈滞していると年金の運用にとっても非常にマイナ

入であること」などを踏まえて、市場の効率化や整備等を図るための政策を検討し、提言を行うという目的でこの研究会は実施されました。

研究の方法としては、「分析やデイスカッション」などの通常の方法に加え、アンケート調査を有識者向けと運用機関向けに実施しております。回答数は必ずしも多くないのですが、今日の資料でもいくつか紹介しておりますように、それなりに興味ある事実もいくつか出てきております。ご関心がありましたら、多少の実費が必要なのですが、すけれども、年金総合研究センターの報告書をご覧いただければと思っています。

(2) 年金と証券市場の関係

研究会では、年金のポートフォリオについての議論を行う場合、株式や公社債に運用するのは当然だという前提でスタートしているのですが、本

来、年金資金の運用対象をどうするのかということとは非常に大きな問題であり、じっくりと考えなければいけない問題であろうと思っています。

そこで、図表1には、個人的な意見なのですが、「年金と証券市場の関係」をまとめてみました。年金には、「公的年金」と「私的年金」がある。公的年金も普流の言葉でいうと「ナショナルミニマム」ということなのでしょうが、「老後に必要な最低限の年金部分」と、それ以外の「プラスアルファの部分」に区分されますが、これらの間では、運用の仕方や掛け金の徴収の仕方などには本来、相違があつてしかるべきなのだろうと思います。「老後に必要な最低限の部分」は、ある意味では、「国として国民に保障している部分」、「保障することが望ましい部分」でありますから、「国の債務」であるように思われます。したがって、この部分の年金について積立方式を採用する

図表1 年金と証券市場の関係 (I)

1. 年金資金の運用対象として:
- 公的年金の場合
 - 老後に必要な最低限の年金部分
 - 国債での運用 (積立方式の場合)
 - 租税的手段による年金原資の徴収 (賦課方式の場合)
 - $+\alpha$ の部分
 - 社債、株式、外国証券での運用を加えることが望ましい
 - ・ 個人ポートフォリオ (個人としての効用) の観点
 - ・ インフレヘッジの観点、等
 - 私的年金 (企業年金)
 - 公的年金の $+\alpha$ 部分に近い性質

とすれば国債での運用が正しいし、積み立てて国債で運用しなくても、租税で年金の原資を徴収してもいいのではないかと思います。この研究会の報告書では、運用対象の多様化についても議論をしています。この点は後ほどお話ししたいと思います。この点は、積み立てていく場合の議論として、国の債務であるのであれば、年金の原資を運用するための「特別の国債」を年金基金向けに発行してもいいのではないかと思います。

他方、公的年金の「プラスアルファの部分」については、それが国民自身の老後の楽しみのために使われるお金だと考えますと、本来的には、個々の国民が自分の楽しみ方や老後を考えながら運用していくのが正しい方法だろうと思います。

そのような意味では、日本版四〇一kである「確定拠出年金」の部分を増やしていくのが、本来の姿なのだと思います。そうでないのであれば、こ

の部分は公的年金が株式や社債、海外の証券などでポートフォリオを組んで、運用していくことが望ましいのではないかと考えています。

もう一つの私的年金の部分については、この部分は公的年金のプラスアルファ部分に近い性質を持っているのだらうと思います。このような考え方で現在の年金制度を見ていきますと、企業年金は当然存在しますし、公的年金自身も現役当時の給与の六割程度を支給することとして制度が組み立てられていますので、これらの年金の給付水準は「老後に必要な最低限の部分」を上回っています。すなわち図表1の「プラスアルファの部分」が制度として組み込まれていると考えれば、株式や社債、海外の証券などでポートフォリオを組み立てて運用していくことが望めます。しかも年金の給付は円建てですので、日本の証券市場自身が活性化していなければ、そのようなポートフォ

リオをつまく組み、運用することが難しくなりま
すので、「日本の証券市場自身の活性化が望まれる」という議論になるわけです。

(3) 年金に対する証券市場の役割

「年金に対する証券市場の役割」については図表2に示してあります。これについては、皆様は十分御承知の部分ばかりだらうと思いますので、簡単に述べます。第一の役割は「証券市場自身は年金資金に収益を還元すること」です。年金自身が企業にお金を供給し、そのお金を企業が生産活動に使って、そこで生まれた付加価値を年金に返していくこととなりますので、企業活動が効率的、かつ合理的であることが求められます。

また、先ほど述べましたように、年金の給付は「円建て」ですから、円建てで取り引きできる証券市場の発達がALMの観点からも望ましいとい

図表2 年金と証券市場の関係(Ⅱ)

2. 年金に対する証券市場の役割

■ 年金資金に収益を還元する

- ・ 証券市場を通じ、資源としての資金を企業に供給
- ・ 企業はその対価を、生産活動に伴う付加価値に基づいて資金提供者に還元
- ・ 供給資金の収益性は企業活動の活況度に依存
- ・ 効率的かつ合理的な企業活動が前提となる

■ 年金の給付は自国通貨建て→自国通貨で取引できる証券市場の発展が望ましい

■ 年金資金規模は巨大→巨大な資金を運用できる証券市場の仕組みが必要

■ 証券市場の機能向上は年金にとって望ましい

■ 証券市場の資金配分機能の正常化

■ 証券市場の効率性、公正性の確保

うこととなります。

さらに、もう一点、年金資金は非常に規模が大きいわけですから、そのような巨大な資金を運用できる「証券市場の深み」に関する仕組みが求められます。

最初に述べましたように、このような巨大な年金を運用できるような円建ての株式市場、公社債市場を日本に求めていかなければなりません。ただ、残念ながら、現状はまだそこに至っていません。逆に、この一〇年間ほどは、むしろそのような市場の機能が低下しているのではないかと思われまます。これが市場に対する本来の問題意識です。

(4) 証券市場の活性化・具体的対象

「企業活動をどのように活性化していくのか」について、本来は議論しなければならないのかも知れませんが、この研究会では対象から除外して

います。研究会では最初に、「株式市場、公社債市場の取引対象やその厚み」を議論の対象とし、「マーケット・インパクトを少なくして、巨大な年金資金が運用できるような市場をどのようにしてつくっていくのか」を考えています。

同時に、インフラに関する議論になりますが、「取引の制度」や「決済の制度」なども、例えば「Eプラス」の議論に象徴されるように、かなり重要な問題になってきています。さらに、アナリストは「開示された情報」と「個々に集めた情報」を加工して一般の投資家に伝達しているわけですが、エンロン事件以降、このアナリストの役割については注目を集めているところです。このような情報の開示、加工および加工情報の伝達の問題も、研究会での重要な議論の対象でした。

また、「資産運用サービス機能」に関しては、「マスタートラストの問題」のほか、投資顧問会

社が本来の機関投資家としての機能を提供できているのかも問題になります。

研究会の報告書では、巨大な資金を持っている年金が自らの資産を運用しやすくするため、積極的に働きかけていく必要があるという考え方に立って、「企業に対する働きかけ」のほか、「投資顧問会社の運用スキルの高度化の必要性」、プライベート・エクイティや証券化商品等の「投資対象の多様化に対する働きかけ」などについて、提言という形でまとめています。

それと同時に、年金自らが「反省」というのは適切な表現ではないかもしれませんが、自らのノウハウや投資に対するスタンスを高度化すべきだという観点から、「エクイティ・レンディングの活用」や「パッシブ運用のあり方の見直し」について検討する必要があると考えています。このパッシブ運用については、今日かなりの時間を使

わせていただく予定ですが、いわゆるインデックス運用自身が本場に正しいのかどうかということをもう一度考え直す必要があると思っています。それが年金基金、さらには年金自身の社会的な役割でしょう。

二、株式投資に関して

ここからは、個別のテーマに移らせていただきます。まず株式市場についてお話しします。主に株式のインデックス運用についてお話を申し上げますと思います。

(1) 経済と株式市場の相互関係

その前に、株式と経済の関係について少し述べさせていただきます。図表3は、「GDPと株式投資収益率」の時系列をグラフに書いたものです。「株式

投資収益率」は、かなりぎくしゃくした線です。

二つの太い線が、GDP統計の「国内総生産」と「営業余剰（営業利益）」です。

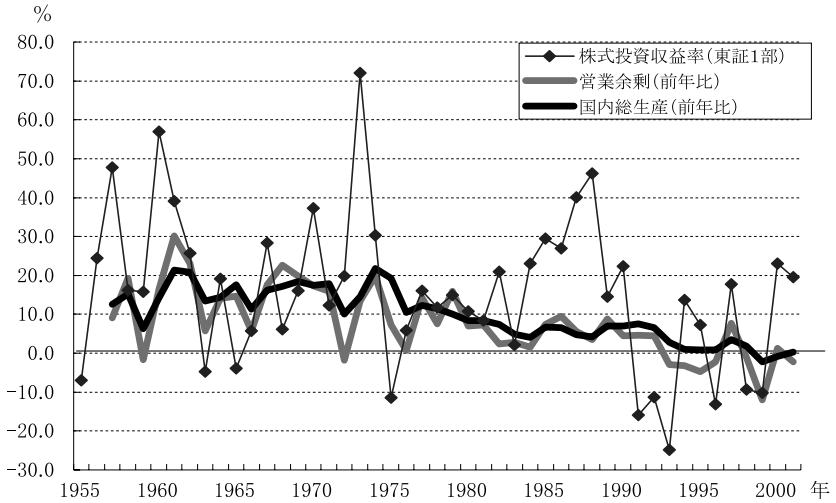
なお、付言しますと、「株式投資収益率」は日本証券経済研究所で作成されている投資収益率のデータを用いています。

このグラフを見ていただくと、国内総生産、営業余剰と株式投資収益率の動きには相関がありそうです。だと読み取れますが、それを数値的に調べたのが図表4の表になっています。株式投資収益率について、説明変数として営業余剰を用いて、両者の相関を見たものです。

この分析の表ですが、当期、前期（一期前）、翌期（一期先）の営業余剰について、回帰分析の計数を比較しています。このうち、「翌期（一期先）」の分析とは、株式の値動きは一期先の収益を見ながら動いているのではなからうかということ

証券市場の問題点と活性化

図表3 GDPと株式投資収益率



(資料) 内閣府『国民経済計算』、日本証券経済研究所『株式投資収益率』に基づき作成。

図表4 株式投資収益率の決定要因

株式投資収益率は何によって決まるか

説明変数	a	b	決定係数
営業余剰増減(0) (t 値)	8.522 2.335	0.939 3.037	0.1766
営業余剰増減(-1) (t 値)	16.194 4.002	-0.115 -0.340	0.0027
営業余剰増減(+1) (t 値)	6.522 1.882	1.185 4.054	0.2812

(注1) 「株式投資収益率 = a + b (営業余剰増減)」による回帰分析。

(注2) 1955年～2000年の年データを用いた。

(資料) 株式投資収益率は日本証券経済研究所、営業余剰は内閣府『国民経済計算』。

とを想定して式をつくって回帰分析を行ったものです。その結果が営業余剰プラスと書いている一番下の行です。その分析では、決定係数が〇・二八であり、かなり高い相関があることがわかります。つまり、株式の投資収益率は翌期の企業利益によってかなりの部分、決定されるということとです。この分析結果を踏まえれば、この一〇年間の株式投資収益率は非常に悪かったわけですから、そのことは結局、日本の経済のパフォーマンスが良くなかったためにもたらされたものだということになります。

(2) ROAの企業間格差の拡大

GDP統計の営業余剰は企業の収益そのものですから、企業の収益がどうなるのかによって、株価が相当地度説明できるといふことになります。以上は市場全体のお話ですが、それを個々の企業

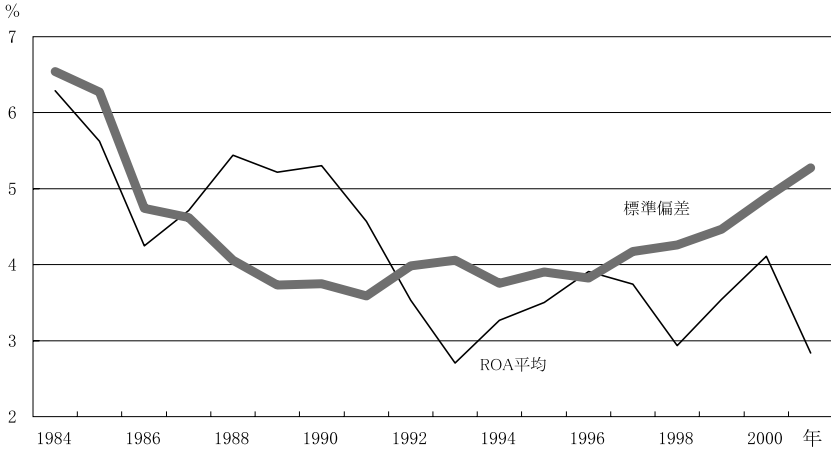
ベースで見えていくとどうなるのだろうかというのが、次の問題になります。個々の株式の動きを見るヒントとして作ったのが図表⁵です。

この図が何を表しているのかと申し上げますと、注に書いていますように、東証一部上場企業（金融と保険は除く）の連結決算ベースでROA（営業利益を使用総資産で割った数値）を見たものです。細い線の方が、東証一部のROAの平均値です。九〇年代初め頃から、最近にかけて、ROAは三%から四%の間で推移しています。すなわち、非常に低い水準でROAが動いている、底這っているという状況が見てとれます。

このように平均値はこの一〇年間非常に低い水準にあるのですが、太い線で示された東証一部上場企業のROAの「標準偏差」、すなわち各企業の収益のばらつきを見ますと、九〇年代の前半あたりは低い水準で推移していますが、九〇年代の

図表5 ROAの企業間格差の拡大

企業収益のバラツキ



- (注) 1. 東証1部上場企業(金融・保険除き)の連結決算ベース。
 2. 「ROA=営業利益/使用総資産」の平均値と標準偏差を示す。

後半以降、二〇〇〇年にかけて上昇しています。各企業の収益の「ばらつき度合い」が上昇しているということです。

すなわち、業績の悪い企業は悪いのだけれども、良い企業は良くなってきており、「良い企業」と「悪い企業」の格差が相当程度生じてきているということです。例えば、適切かどうか分かりませんがキャノンやトヨタなどの業績の良い企業の収益性が非常に高くなってきている一方で、悪い企業は依然として悪い、ということに象徴されているのかなと思います。いずれにせよ、ROAの企業間格差が拡大していることは注目に値します。

(3) 産業構造の変化

以上の結果を補完するために、報告書の中から引用している図ですが、図表6では、主要業種の

図表6 上場企業が示す産業構造の変化

主要業種の時価総額構成比 (%)			
年末	1983	1989	2001
建設業	3.1	4.4	1.9
食料品	2.8	2.7	2.6
繊維製品	2.1	1.9	1.1
化学	5.7	4.8	5.3
医薬品	3.6	2.2	5.5
石油・石炭	1.7	1.1	0.6
硝子・土石	2.2	1.7	0.9
鉄鋼	3.5	3.9	1.1
非鉄金属	2.2	1.5	0.9
機械	4.1	3.4	3.1
電気機器	21.6	9.1	16.8
輸送用機器	8.2	5.5	9.3
精密機器	1.9	0.9	1.0

年末	1983	1989	2001
電気・ガス	5.0	5.2	4.5
陸運業	2.1	3.7	4.2
通信業	0.6	1.8	7.5
卸売業	3.3	3.8	2.7
小売業	2.5	3.6	5.2
銀行業	12.4	23.7	8.0
証券業	2.5	3.4	2.2
サービス業	0.7	1.0	4.9

素材	22.7	21.1	14.5
技術	27.7	14.1	30.8
資本財他	17.8	16.5	18.0
運輸・公共	8.4	11.2	8.6
消費	6.2	7.4	12.8
金融	17.2	29.8	14.4

(資料) 東証資料から作成
(出所) 年金総合研究センター報告書

時価総額の推移を構成比で見えています。これは証券業界の方々が詳しいわけですが、業種によって栄枯盛衰があるということを示しています。図では八三年、八九年、二〇〇一年を比較していますが、それ以前から考えますと、石炭とか、砂糖とか、海運などのかつての花形企業が現在ではほとんど消滅している、もしくは数社に集約されてしまったことに象徴されています。図で見ても、銀行業については、八九年当時は全体の二四％程度あったものが、二〇〇一年末には、八％にまで減ってしまったということです。ここにも栄枯盛衰が表現されています。

これまでのところを少しまとめますと、株式のパフォーマンスは生産活動、すなわち、企業などの程度の付加価値を生み出しているのか、それに相当程度左右されており、また、企業収益の格差も拡大してきているということです。

(4) インデックス投資について

以上を踏まえて、少し視点を変えてみますと、年金のような長期の投資家にとって「インデックス投資」が本当にいいのかどうか、それをもう一度考える必要があるように思えます。

インデックス投資の問題は、第一には、これはよく議論されている話なのですが、「TOPIX」や「日経二二五」というインデックスが、インデックスとしての役割を果たしているかどうか、望ましいインデックスの姿になっているかどうかという問題です。第二は、「TOPIX」や「日経二二五」のようなインデックスを模倣する投資が、本当に望ましいものかどうかという問題です。

このような観点から、インデックス投資を少し考えてみようということです。インデックス投資が望ましいためには、「インデックス自身が生産

構造をうまく表現している」ということが一つの前提となります。もし、インデックス自身が生産構造を近似的にうまく表現しているのであれば、インデックス投資というものは、社会全体の生産活動に伴う付加価値を効率的に受け取れる手段として位置づけられます。

もう一つの前提は、いわずもがなの話ですけれども、株式市場自身の価格形成にゆがみがないかどうかということです。価格形成にゆがみがないためには、アクティブな投資家がいい企業を見つけて出す、悪い企業を排除していく、そのような効率的な価格形成が行われていることが前提になります。いい企業、悪い企業を見つける投資活動が活発に行われていることです。

少しいい方を変えると、「株式市場全体が日本企業を産業別あるいは中小・大企業別に見た場合の株主資本構成をうまく表現している」、「債券市

場が企業の負債構造をうまく表現している」ことが求められます。そのように日本全体の株主資本構造ないしは負債構造をうまく表現するインデックスが提供されていなければならぬわけです。

インデックスの投資家だけでは株式市場の価格形成は効率的になりません。アクティブな投資家が必要となつてきます。すなわち、みんながインデックス投資をやり出せば、トートロジイとはいわないまでも、誰も積極的に株価を付けないわけですから、そのような状況の中のインデックス投資は役に立たないこととなります。

(5) 証券市場と実物経済の関係

図表7は、証券市場と実物経済の関係について、今申し上げたことをイメージ図としてまとめました。企業は負債と株式で資金調達しています。その負債と収益性をうまく表現できるよう

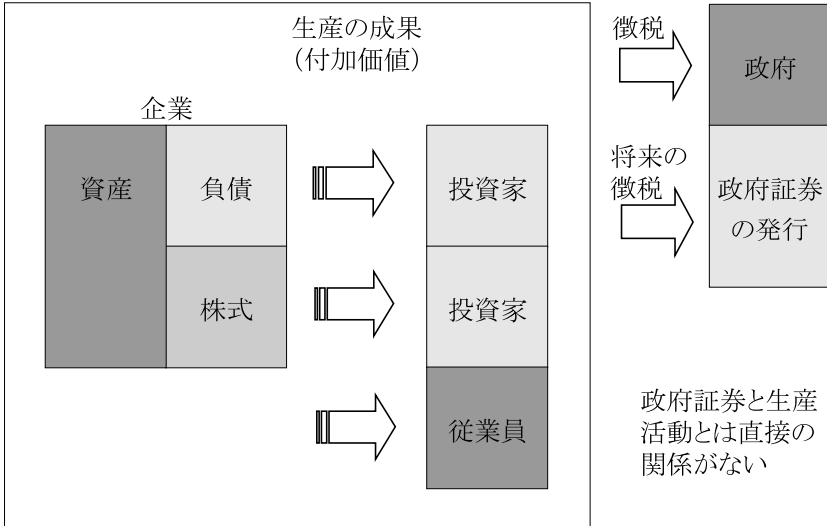
なインデックスがあり、株式（株主資本）として調達している部分とその収益性をうまく表現できるようにインデックスがあることによつてはじめて、株式や債券のインデックス投資家がその成果を効率的に享受できるということです。

しかし、株式と社債以外の証券、すなわち国債に代表されるような証券が日本にはたくさん発行されています。それらの国債などの証券は、企業の生産活動とは直接の関係がない。生産活動から生じた付加価値に税金がかけられて、その税金に基づいて政府が活動している。したがって、国債などの証券は、企業の生産活動とは間接的な関係しかないこととなります。

(6) 株式インデックス・市場の要件

上場している株式会社のほかに、上場していない株式会社もたくさんあります。したがって、上

図表 7 証券市場と実物経済の関係



場株式自身が日本の生産構造をつまく表現しているのかどうか、かなり重要な問題になってきます。このような上場株式、あるいは「公開されている株式」といった方が適切かもしれません、この「公開している株式」、つまり一般の投資家が投資できる株式が日本の生産構造をつまく表現しているためには、証券取引所や店頭市場が開放されており、さらにそれらの市場が企業にとって魅力的で、そこに株式を公開することが企業の生産活動に非常にプラスになるのだ、という流れがなければなりません。

現在、薬品、自動車、精密、IT、通信などの産業のように、「日本の経済だけではとらえることができない」、もう少しいい方を変えると「グローバルな活動の中での一つとして日本市場がある」と思える産業セクターが数多く出てきています。株価の分析を行って、株価が、一国の経済活

動の良し悪しや景気循環の影響を受けるのか、あるいはIT産業ならIT産業、通信なら通信というグローバルなセクターごとの活動の影響を受けるのか、比較してみますと、「一国の経済」よりは「グローバルなセクターごとの要因」の方が株価により大きな影響を与えている企業群が増えています。

このよう状況ですので、一口にインデックスといっても、TOPIXがいいのか、それともニューヨークやロンドンの株価も含めたインデックスの方がいいのか、今でもかなり大きな問題になってきていますが、この先々もっと大きな問題になるかもしれません。

「証券取引所が企業にとって魅力的なのかどうか」ということと、ややオーバーラップするかもしれませんが、『上場要件』や『公開要件』が、産業構造をつまく反映できるように仕組まれ

ているのかどうか」も大きな影響を与えます。また、「新規上場は企業にとって魅力的なのかどうか」と同時に、『退出基準』が有効に機能しているのかどうか」も考える必要があります。この点は、東証においても、退出基準を厳しくはじめていきますので、新陳代謝が有効に機能する方向に向かっていると思います。

(7) 株式インデックス・インデックスの要件

インデックス投資を行うときに、投資家はインデックスを使いますが、そのインデックスには二つの役割があると思います。一つは、景気の良し悪しの先行指標としてインデックスが使われることが結構多いのですが、そのような「マクロ経済の指標」としてのインデックスの役割です。このインデックスの役割が従来の議論の中心だったと思います。

「日経二二五」にしても、「TOPIX」にしても、マクロの経済のインディケータとしての役割を相当程度担ってきましたし、そのような観点でとらえられてきたことは事実です。もう一つの役割は、インデックス投資での役割です。インデックス投資における模倣の対象として、「TOPIX」や「日経二二五」が本当にいい指標なのかどうか、さらに、投資家それぞれがこれらのインデックスを多少修正して使うことが望ましいかどうか、これらについて十分検討する必要があります。

仮に、投資家がインデックス運用をすることが望ましいとしても、「TOPIX」や「日経二二五」をそのまま使うのではなく、それを少し加工する必要があると思います。

投資家にとって望ましいインデックスを作成するための方法に関して、いくつかの留意点があり

ますが、その中で特に重要な問題としては、「流動性の反映」があります。これについてはすぐ後で述べたいと思います。

このほかの留意点としては、インデックスに入らない株式がいろいろ存在します。ベンチャービジネスはもちろん「プライベート・エクイティ」を投資対象とし、それらの公開されていない株式をつまぐ取り入れることで、日本の産業構造をうまくとらえる株式投資ができるのではないかと考えています。産業再生に象徴されるように、現在、相当数の企業が構造改革の波にさらされようとしています。産業再生を図っていく企業群の中で、将来飛躍する企業が出てくる可能性は、日産の例を引くまでもなく、相当程度あります。このような意味において、「プライベート・エクイティ」をつまぐ取り入れることが重要になってきます。要するに、「TOPIX」を模倣し

ているだけでは、日本の産業構造改革の良い面を享受できない可能性がかなりあるのではないかということです。

(8) 二重計上の排除・株式持ち合いと親子上場

つぎに、「流動性の問題」は、かなり大きな課題になってきます。「TOPIX」はインデックス運用のベンチマークとしてよく用いられていますが、流動性の有無は加味していません。流動性の観点からいえば、「株式持ち合い」の部分は、ファイナンス的にもやはり除外するのが合理的ではないかということになります。図表8は、A社とB社の持ち合いの状況を例示しています。A社とB社のバランスシートをみると、B社株がA社の資産の部に計上されており、A社株がB社の資産の部に計上されていることとなります。

インデックスとしての「TOPIX」は、「資

本の部」を反映したものに理論的にはなるわけですが、すけれども、この例のように、A社については、B社株の部分も資本の部に反映されている。B社の場合は、A社株の部分が資本の部に反映されていて、結局、株式持ち合いのA社株に相当する部分とB社株に相当する部分が、「資本の部」の水増しになっています。

「TOPIX」自身はこの水増しの部分も含めたインデックスになっているのですが、本来的なインデックスというのはこの水増しの部分を除外した、「実質」の資本の部で計算されるべきものです。欧米では、「持ち合いの部分」あるいは「大株主によって保有されていて流通しない部分」を外してインデックスを計算することが主流になってきていますが、このようなインデックスの計算方法について日本でも検討する必要性があると思います。

図表8 二重計上の排除・株式持ち合い

- ・株式持ち合いの場合、本来の企業価値は持ち合いを除外した部分で計測される必要がある

A社		B社	
資産	負債・資本	資産	負債・資本
事業資産	負債	事業資産	負債
	資本 (実質)		資本 (実質)
B社株式	(水増し)	A社株式	(水増し)

「親子上場」の場合も同様の問題があります。

この場合は、持ち合いと違って、子会社が親会社の株式を持つことは基本的にはないわけですが、親会社は子会社の株式を持っています。持ち合いと同じように、子会社の株式の部分は二重計上という水増しになっていますので、親会社が持っている子会社の株式を除いてインデックスを計算することがファイナンス的には正しい計算の方法だろうと思います。

したがって、親子上場の場合にも、インデックスの計算から排除すべき株式が出てくるということになります。以上は、インデックスの計算の仕方を再考しなければならないという一つの例です。

(9) 株式インデックス運用に関する問題

先ほど申し上げましたように、グローバルな株

式のリターンが重要になってきています。すなわち、「カントリー要因」よりも「セクター要因」が重要になってきているということなのです。したがって、株式に投資する場合には、海外株式をポートフォリオに組み入れる必要がありますが、では海外の株式をどの程度組み入れればいいのか重要なポイントになってきています。その場合、為替の扱い方をどうするのが技術的に重要なのです。

もう一つ、インデックス運用に関する議論として、議決権行使の問題があります。インデックス運用といえども、コーポレート・ガバナンスの観点から議決権行使を積極的に行うべきだという議論です。

この場合の問題は、コーポレート・ガバナンスの方法には議決権行使以外にもいくつかの手段があるということなのです。実際、あまり内容の良くな

い企業の株は売る、良い株は買うことによって、コーポレート・ガバナンスを実行することもできますし、株主提案権を行使することもコーポレート・ガバナンスの一つの方法です。

そもそも、インデックス運用の目的は何かといえ、その直接的な目的は「運用コストを最小化すること」で、投資パフォーマンスの向上を図ることです。市場にはアクティブな投資家が存在していて、このアクティブな投資家が売買を通じてゆがみのない効率的な株価を形成してくれます。そのような市場でインデックス運用を行う投資家は、「フリーライダー」として行動することになります。

そのようなインデックス運用において、コーポレート・ガバナンスとしての議決権行使をするべきかどうかについては、本来的には行使が望ましいと思いますし、やるべきだと思います。ただ、

議決権行使をするということは、単純に○×をつけて委任状を返すということではない。それだけでは本来の意味がないでしょう。会社側からの提案を分析して、その上で○×をつけて返すというのが本来の議決権行使です。

このように、会社側からの提案を分析して議決権行使をしようとする、そのこと自身がアクティブな行動にならざるをえません。それにはコストがかかりますので、そのコストをどうするか問題になってくる。インデックス運用はコスト削減を目的とする運用ですから、他方で、議決権行使というアクティブな行動によってコストをかけることは、自己矛盾的になりかねない。このような理由から、インデックス運用においてコーポレート・ガバナンスを行うべきかどうかは、コストとの関係で慎重に考えなければならぬ問題だろうと思っております。したがって、単純に議決権

行使をするべきだという議論には賛成できないというのが、私の個人的な意見です。

三、公社債投資に関して

株式の問題はこの程度にしまして、次に公社債の問題を簡単に述べたいと思います。

研究会の報告書では、公社債市場の強化・多様化の観点から、企業金融は銀行チャネルから脱却をして社債市場を強化する必要があり、その点で年金としては大きな声を上げなければならぬということ、国債の多様化として「インフレ連動債」や二〇年、三〇年の「超長期国債」を組み入れる事が望ましいことなどを議論しています。

さらに、株式のインデックス運用と同じことなのですが、年金自身がALMの観点から適切な公社債ベンチマークを設定していく必要があります、

パッシブ運用のあり方自身も見直していく必要があるだろうと議論しています。また、運用コスト、特にマーケット・インパクトのようなものも含めた運用コストの削減のための工夫についても議論をしています。

報告書の主要項目は以上ですが、その中で公社債投資に関して、若干の私見を含めて述べたいと思います。特にインデックスの問題（これは相当改善の余地があるだろうと思います）と、現状で一〇年債が〇・四％台、二〇年債が一％を割っている中で、の公社債投資について、どのように考えるべきなのかということをお話したいと思いません。

(1) わが国の公社債市場の現状と問題点

公社債市場の現状に関して、年金総合研究センターが実施したアンケートの回答の結果によれ

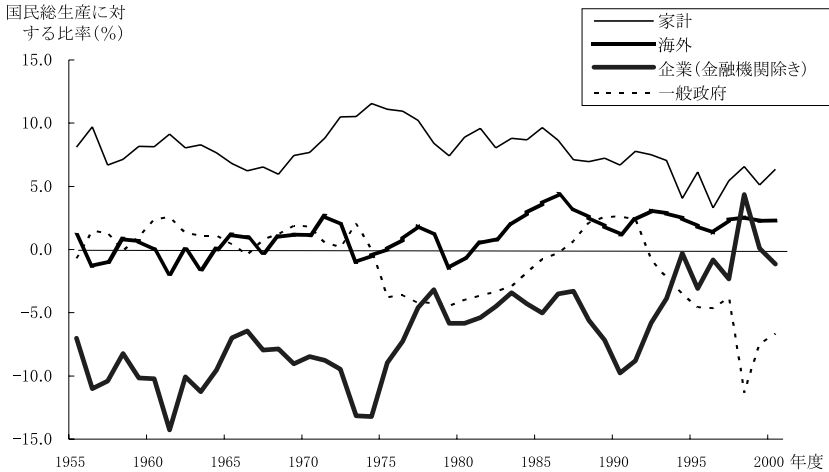
ば、わが国の公社債市場の問題点として回答者が考えている主要な課題は、「商品の多様性の不足」と「流動性の不足」です。「証券会社のマーケットメイキング能力の問題」という回答もあります。がある意味では、これは流動性の問題に関連します。

公社債市場を考えるに際して、まず現在の金融市場全体の姿を確認しておくことが望ましいということ、誰がどのぐらいの資金を調達しているかを示したのが図表9です。

一番下の太い線が企業です。かつてGDPの一〇％程度の資金調達をしていましたが、オイルショック後はGDPの五％程度の規模になったことが分かります。バブルのときには高度成長期と同じように一〇％の規模になったのですが、その反動もあって、現在では、ほとんど資金調達していない状況です。他方、政府が大きな調達資金を

証券市場の問題点と活性化

図表9 貯蓄投資バランス



(資料) 内閣府『国民経済計算年報』に基づいて作成。

行っていることは御承知のとおりです。

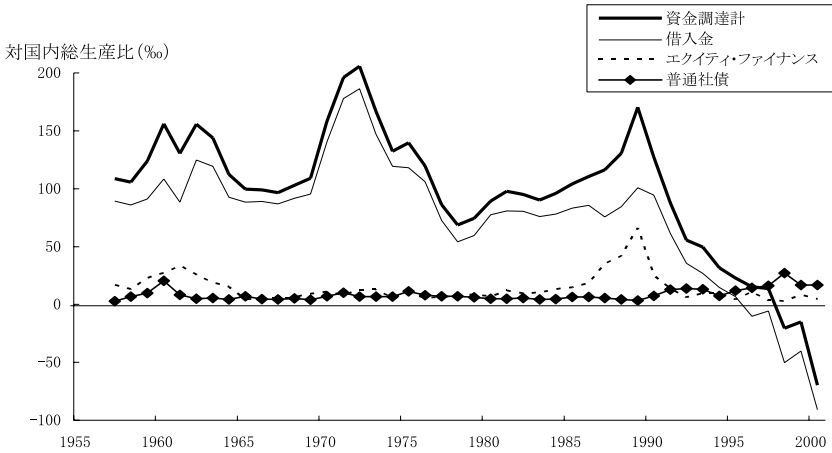
図表10は、企業自身の資金調達をもう少し詳しく見たものです。一番上の線が、企業全体の資金調達額の合計値です。その資金調達全体の大部分を占めているのが細い線で、これは金融機関からの借り入れを示しています。

バブルの頃は、エクイティ・ファイナンスによる資金調達もかなりあったのですが、現在ではあまりありません。◆のメーカーの入った線が社債による調達ですが、足元が少し増えてきているとはいえ、日本経済の規模に比べると少額にとどまっていることが示されています。

また、最近の企業資金調達の特徴は、企業の資金調達全体としてマイナスであること、すなわち資金を返済していることと、銀行からの借り入れも返済の状態に陥っていることです。

現在の日本の公社債市場の構成についてい

図表10 企業の資金調達構造



(注) 1969年までは年度、70年以降は暦年。

エクイティ・ファイナンスは、株式（優先株を除く）、転換社債、新株引受権付社債の合計。

(資料) 内閣府『国民経済計算年報』、東京証券取引所『証券統計年報』等に基づき作成。

ば、国債が市場全体の七割を占め、地方債が五％、政保債が八％となっています。これらを合計した公共債のシェアは八三％になります。事業債、社債はわずか一二％にすぎません。日本の市場は国債、公共債に偏っています。

これを海外と比較しますと、図表11に示したように、アメリカの場合、政府債（国債と住宅関係のエイジエンシーなど政府機関債を含めたもの）が三四％となっています。他方、社債を含む「クレジットもの」は二六％です。さらに、モーゲージ、ABSなどが三十数％あって、これらは国債を含めた政府債と同規模の市場を形成しています。

それと同時に、格付別に見ますと、格付の低いものが相当程度取引されています。格付、発行機関別に見た債券の種類が多に多いというのが、アメリカの公社債市場の特徴になっています。

証券市場の問題点と活性化

図表11 海外の公社債市場との比較

	米国総合インデックス					グローバル総合インデックス(除く日本円)				
	合計	Aaa	Aa	A	Baa	合計	Aaa	Aa	A	Baa
合計	100.00	75.82	5.28	9.92	8.99	100.00	70.55	14.10	9.52	5.83
政府債	34.78	34.58	0.20	-	-	49.11	40.36	7.27	1.43	0.04
国債	21.86	21.86	-	-	-	40.25	31.82	6.97	1.42	0.04
機関債	12.92	12.72	0.20	-	-	8.86	8.54	0.30	0.01	-
クレジット	26.26	2.69	4.92	9.78	8.88	24.90	5.41	5.77	7.96	5.77
社債	22.27	0.79	4.20	9.17	8.12	18.26	1.50	4.35	7.21	5.21
非社債	3.99	1.90	0.72	0.61	0.76	6.64	3.91	1.42	0.75	0.56
MBS	35.02	35.02	-	-	-	20.00	20.00	-	-	-
ABS	1.61	1.48	0.06	0.03	0.04	0.73	0.67	0.02	0.03	0.02
CMBS	2.33	2.05	0.10	0.11	0.07	0.88	0.88	-	-	-
その他	-	-	-	-	-	4.38	3.23	1.05	0.10	-

(出所) リーマン・ブラザーズ、2002/12/31時点
年金総合研究センター報告書

これをグローバルに見た場合、ほぼアメリカと同じような構成を示しています。日本との対比では、相当異なった公社債市場が海外で展開していることが分かります。

(2) 債券インデックス運用について

日本の年金は、債券も株式と同じようにインデックス運用に相当程度シフトしています。年金資金を公社債市場でインデックス運用する場合には、株式の場合と同じような問題が出てきます。

現在の公社債市場が、企業の負債構造を適切に表現しているのかがまず問われなければなりません。政府自身が発行している証券は、企業の生産活動とは直接の関係がありません。その公債が日本の公社債市場の八三%を占めていることが一番大きな問題だと思えます。したがって、このような公社債市場を模倣することが本当に経

済的に合理的なのかという議論になります。

また、技術的な問題として「インデックスの作成方法」に関連して、公社債の時価が適切に把握できるのかという問題や、銘柄の入れ替えのときに、トラッキングエラーを避けるためインデックスを模倣して銘柄の入れ替えを直ちに行うことが本当にいいことなのかという問題など、いろいろ検討すべき課題があります。

現状の公社債のインデックス運用は、野村證券が作成したインデックスに左右される機関が四〇〇％程度となっています。残りの機関についても、野村證券と同様の作成方法に基づくインデックスをベンチマークとして用いています。公社債のインデックス運用については、公共債のウエイトが異常に高く、経済構造との間に齟齬があることを申し上げましたが、この観点からは、現状はあまり合理的でないベンチマークに基づいてインデッ

クス運用をしていると言えます。

株式の場合と同じく、年金自身が公社債のインデックス運用について、その問題点を認識する必要性があります。単純に証券業者がつくっているインデックスを使うのではなくて、年金ALMの観点から自分たちにふさわしいインデックスを作り変える必要があるということです。

それと同時に、市場で取引できる債券について、特に社債が市場全体の一〇数パーセントしかなく非常に乏しい状況にありますので、年金が自分にふさわしいインデックスを作るといっても、「ないものねだり」になりかねません。年金が自分にふさわしいインデックスを作るためには、本来的には投資商品の多様化を求めていくことが必要だと考えられます。結局のところ、証券化の流れを強化し、金融機関が現在保有している貸付債権を流動化して、年金自身が投資できるような形

に持っていくことが望ましいということを報告書でも提案しています。

先般、日銀が、資産担保証券（ABS）、すなわち証券化商品を買取るといふ金融政策を打ち出しましたが、このように金融政策が証券化の後押しをしていくことも、年金にとっては朗報だろうと思います。このような対応も含めて、年金自身が証券化を積極的に主張すると同時に、リスク管理や事務を含めた証券化商品への投資体制を強化していくことが必要です。

(3) 超低金利下における公社債投資

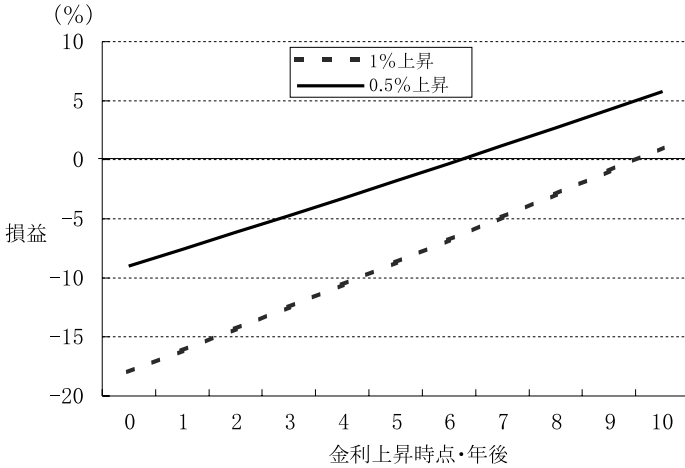
インデックスの話と少し離れて、現状の超低金利下における債券投資のあり方を考えておく必要があります。この場合、特に期間の長い投資を行う年金にとっての観点が重要でしょう。既存のベンチマークを使ってインデックス運用を行うと、

どうしても国債が多く組み入れられることになりませんが、これらの国債も含めて、超低金利下における債券投資が本当に望ましいのかどうかという議論です。

ここでは、図表12に示したように、二〇〇年債への投資の有利不利を試算しています。図では、クーポンレートの二〇〇年債を考えています。現状の二〇〇年債よりは少しクーポンが高くなっていきます。その二〇〇年債に投資するか、それとも一〇％のクーポンをあきらめて、とりあえず現金で持つておくか、どちらの方が望ましいかという比較です。

この試算では、二〇〇年債の金利が将来一％上昇するとした場合、一〇年後よりも手前、すなわち二〇一三年よりも以前に金利が上昇するのなら、二〇〇年債で持つよりも現金で持つ方が有利だという結論が得られます。一〇％のクーポンを二〇年間

図表12 20年債・金利上昇にともなう損益



(注) 図は、現在をゼロ時点として描かれている。

捨てても惜しくないということです。同様に、〇・五％上昇する場合を考えると、七年後よりも手前、すなわち二〇一〇年よりも以前に金利が上昇するのなら、現金で持つ方が有利だという結論が得られます。

ということとは、ここから一〇年間もしくは七年間、この超低金利が続いて初めて二〇年債を持つことの意味が生じてくるということになります。したがって、個人的には超低金利下において、特に長い資金である年金が一〇年債、二〇年債を持つリスクは、相当程度あるのだらうと思います。

五、証券市場のインフラに関して

インフラに関して、ごく簡単に説明いたします。

投資に必要なコストとして、まず「市場の流動

性」が問題になってきます。

さらに、情報を得るための社会的なコストも重要になってきます。ディスクロージャーというのは、投資家に対して最大公約数の情報を与えるための「社会的インフラ」と考えられます。このようなディスクロージャー制度があることによって、社会全体として情報を得るコストを削減することが可能になります。

また、決済や証券投資に伴うさまざまな「管理コスト」が必要になってきます。その代表が、S T Pやマスタートラスト、統一的な決済機関の議論です。証券投資に関連して、このようなコストが必要になってくるということです。

さらに、「政府による市場の監視」も社会的なインフラだと思います。市場の監視を強化し、不公正な取引が起こらないようにすることによって、証券投資のインフラを整備することが必要に

なっています。

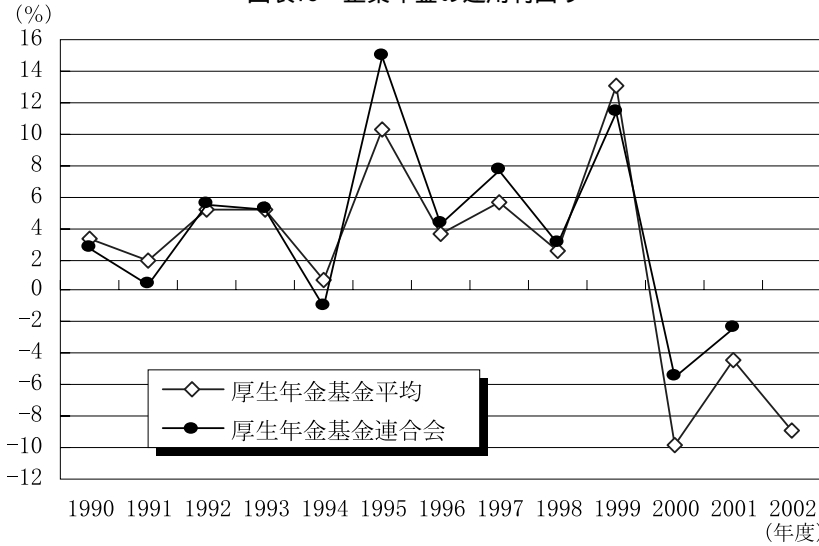
その他のインフラとして、「アナリスト活動」があります。I R活動とセットになりますが、アナリスト活動を適正化する、すなわちアナリスト活動の透明性、信頼性、公正性を確保することも社会的なインフラとして必要になってきます。ある意味でこの問題とかなりオーバーラップしますが、「時価情報の適切な提供」も求められるでしょう。

以上、統一決済、S T P、マスタートラストなどの問題も含めて「市場インフラ」を整備していくことが求められます。

このような証券市場のインフラの整備を年金として積極的に提案することで、年金にとっての望ましい市場を作っていく必要があると思えます。

最後になりましたが、年金の現状は非常に厳しいものがあります。図表13は、「企業年金の運用

図表13 企業年金の運用利回り



(出所) R&I『年金情報』、年金総合研究センター報告書

利回り」を示しています。

足元が低金利で、また株式の収益率が非常に悪いため、企業年金自身の運用利回りは、厚生年金基金の平均値で、三年連続でマイナスになっています。

これまで、年金自身は証券市場を所与のものとして投資をしてきたわけですが、その市場に働きかける、市場インフラの整備に関して声を上げていく、それらの必要性を指摘するのが研究会の報告書の一つのスタンスになっています。また、インフラの問題と同時に、プライベート・エクイティや証券化商品など、投資対象の拡大についても、年金としての働きかけの対象になり得ると思います。

それと同時に忘れてならないのは、かなり時間を割いてインデックス運用に関して述べましたけれども、年金自身のみならずからのポートフォリオや

投資スタイルを常に考え、行動していくことで
す。

研究会の報告書としましては、「対外的な働き
かけ」と同時に、年金自身も今後の発展を目指し
て「自らを磨き上げていくことの必要性」があ
る、この二つの基本的な方向に沿って提言をまと
めさせていただきました。

以上で、本日御用意した話を終えさせていただ
きたいと思います。(拍手)

関理事長 どうもありがとうございました。

少し時間を余していただいております。非常に
理論的に興味のある問題がいくつかお話がありま
したし、基本的な問題にもお触れになったと思い
ますので、ご質問、ご意見等がありましたら、ど
うぞ。

質問者 市場の深みや幅が、運用を効率よく行う

ためにはどうしても必要だというお話があったわ
けですが、市場の深みや幅をつくるというのは、

やはり純粋の個人の投資家もつとつと日本の
市場に参加しないといけないと思います。機関投
資家だけが幾ら頑張ってもこれはどうにもならぬ
問題ではないかと思っています。個人投資家の中
には、例えばインターネットを使って大変積極的
にマーケットに参加している人もあるようですけ
れども、これは売買回数が多かろうと、売買頻度
が多かろうと、基本的に「一カイニヤリ」に近い
ような売り買いをする方がいくら増えても、マー
ケットの幅が広がるとか深みが生じるとかは一概
にいえないと思いますが、この点について、普通
の個人投資家に参加するためにはどのようなこと
が考えられるのか教えていただきたい。

もう一つ、有力な機関投資家の担当者は、ある
意味ではサラリーマンかもしれないし専門家かも

しませんが、全く横並びで自己主張がないといわれています。これは現実には、ここ三年、五年、一〇年、あるいは三〇年、五〇年見てもそうです。そのような機関投資家、一般的には専門家ですが、どう見ても専門家とはいえない結果を出しています。例えば今お話があったように、平気で国債を組み入れている。これは国債を組み入れていけば、三年、五年、一〇年後にどんなことが起きるかということはだれもが知っているはずなのに。しかし、組み入れたのは自分だけではなく、隣の会社も組み入れている、あるいは隣の担当者も組み入れている。株式でもそうです。例えば年金は、最近、代行返上の話もありますが、そのような制度的な理由があれば、いいも悪いも見ないでどんどん売ってしまう。買う場合も同じようなものを買っているの、売する場合も同じようなものが売られる。

機関投資家あるいは年金だけに限りませんが、例えば他の資金運用の担当者の場合も、どうも自分の判断では知っているに違いないことは実行しないで、横並び的に、周りがやっているからという理由だけで、大きな資金が運用されているのではないかと気がしてならないのです。これはやはり年金と市場にとっても健全性から著しく反しているのではないかと私は思うのですが、この点についても考えをお聞かせください。

川北 一つは、個人投資家に関しての御質問だったと思います。個人投資家をどのようにして証券市場に呼び戻すのかということは、非常な難問だと思えます。

一つ言えることは、公的な年金制度が非常に不安定であることが問題ではないでしょうか。自分たちの将来のお金が、また老後がどうなるのかよくわからない。年金制度が非常に不安な状況にあ

ることから、株式という価格変動性の大きな商品に対する投資意欲を削いでいるのではないと思っています。

国民のすべてと云っていいと思いますが、今の公的年金がそのまま支払われるとは思っていません。では、どこまで削減されるのだといえば、ゼロにはならないでしょう。現状の半分かもしれない、六割かもしれない。ただし、その将来の給付水準について、「最低限のものとして、国が将来ともこの程度を支払う」ということを制度改革上、何らかの形で打ち出す必要があるのではないのでしょうか。これこれの水準は国として保障するので、それ以上は自分たちの力で、安全資産で運用するのが、それとも、株式という少しリスクはあるけれども、夢のある商品で投資しようとするのか、そこは個々の国民の判断に任せるといって、そのくらいの対応が必要だと思えます。公的年金

がどこに行くのか方向感さえわからない中で、個人に株式投資をしるというても、それは一般人にとっては非常に難しい注文ではないでしょうか。

それともう一つは機関投資家の話なのですが、私はこの三月まで日本生命の中でポートフォリオの企画をやってきました。そのときに部下に聞いていたのは、今御質問にあったことと非常に近いのですけれども、「少なくとも自分のお金であれば、このような商品に投資するかどうか、まずそれを考えてからポートフォリオを組んでくれ」ということです。機関投資家自身は専門家なわけですから、自分自身のお金を運用する以上に注意深く投資しないといけない。このことからすると、自分のお金であれば投資するかどうかという判断は、ある意味では最低限の基準だと思えるのです。機関投資家は常にこのように自分自身に

問いかけながらポートフォリオを組み立てていく必要があると思います。それに関連して申し上げたいのは、先ほど説明しましたように、超低金利の下で公社債に投資することと現金のまま持っていることと、どちらが得なのかということなのです。

同時に、これは最近議論されている話なのです。株式の益利回りを見ると、現在、5%強あります。一方で、公社債の10年債利回りが1%以下ですので、益利回りで見ると、株式のプレミアムが5%ほどあるということになります。

5%のプレミアムのある株式と、片方で1%以下の金利しかない公社債の間でのアービトラージを考へて投資判断をしている投資家が、どうも少ないのではないかと思います。また、株式の銘柄格差が非常に出てきているにもかかわらず、すべての上場銘柄を買つ行動、すなわちインデックス投資を選択することは、銘柄間アービトラージを

やっていないということになります。質問にお答えするというよりは、「そうですね」としかいいようがないのですが、専門家としての機関投資家の能力、もしくは専門家としての機関投資家を構成している個々のアナリストなりファンド・マネージャーの能力に対して相当程度、疑問符がつくのではないだろうかと思ひます。

関理事長 どなたかいらつしやいますか。

では、一つだけ私から質問させていただきます。ちょうど公社債のところでお説明があつたのですが、どの国でも公社債の場合は、安全資産の国債が基準になつて、そこから、いわゆるいろいろなスプレッドの体系が市場で決まつていく、それが基準になつて市場がワークしていくという考へ方だと思ひます。先生の今日のお話の中で、日本の場合は、市場の中の国債の比重が非常に大きいという御指摘がありました。これによつて、

金利体系そのものが、日本の場合は少しほかの国に比べて違いがあるのではないかということを指摘されておられたのかどうかをお伺いしたいと思います。

つまり、公社債のベンチマークについての御説明の中で、日本の国債の比重が非常に高いということをかなり強調されていたのですが、これについてはどのように考えたらいいのか。もしそうであるとするれば、海外の公社債投資と日本の公社債投資は、運用上、どのように差異をつけていけばいいのかどうか、この点について、何か御示唆があれば教えていただきたいと思えます。

川北 日本の公社債市場と海外の公社債市場の金利の形成について、国債が多いことに起因する問題は特に考えてはいません。ただ、日本の負債構造を見ますと、国債と同じ程度の規模の資金を企業が調達しています。その企業の資金調達に対し

て将来、何らかの形で、たとえば社債やABSの形で、投資家が投資対象として扱えるようになってくれば、市場の構造はかなり変わるだろうと思います。

したがって、申し上げたかったのは、日本の場合、ある意味ではないものねだりかもしれませんが、国債以外のものに投資できる市場を何らかの形でつくる必要があるということです。

同時に、そうはいつても、現状、安全資産だということなどで公社債に相当程度資金が向かっています。金利の形成から申し上げますと、特に社債のスプレッドが非常にタイトになっています。信用リスクに見合ったりスクプレミアムがほとんど得られない状況になっていっているのではないのでしょうか。日本の投資家自身が、これは金融政策の影響も相当程度あるのかもわからないのですが、公社債のリスクとリスクプレミアムの関係に関して、

鈍感になり過ぎていてのではないかと思っ
ています。

そのような意味での価格形成のゆがみとい
うのは感じますが、公社債市場そのものに
国債が多いことが、果たして価格形成の
ゆがみになっているのかどうかという御
質問に関しては、あまり考えていないとい
うことです。

関理事長 ありがとうございます。

それでは、時間になりましたので、本日
はこれにさせていただきますと思います。

(かわきた ひでたか・中央大学専門職大学院教授)

(本稿は、平成十五年六月十八日に行われた講演会の記録で、文責は当研究所にある。)

※配布資料はホームページでご覧いただけます。

<http://www.jsri.or.jp/>

川北英隆氏

略 歴

1950年生まれ

1974年3月 京都大学経済学部卒業

1974年4月 日本生命保険相互会社入社

ニッセイ基礎研究所金融研究部主任研究員、資金証券部長、を経て

2001年7月 日本生命保険相互会社取締役財務企画部長委嘱

2002年7月 中央大学専門職大学院国際会計研究科教授

2003年3月 日本生命保険相互会社退職

現在、ニッセイ基礎研究所特別研究員、日本ファイナンス学会副会長等兼任。

主要著書

『第三世代の金融』(1990年)

『日本型株式市場の構造変化』(1995年)

『株式市場のマイクロストラクチャー』(共著、1998年)