

証 研

レポート

No.1733

2022年8月

証券リテールビジネスのDX（再論）

二上季代司（1）

ジェンダーレンズ投資とジェンダーレンズ投資ファンド

松尾 順介（12）

二%目標と異次元緩和政策

伊豆 久（27）

ESGファンドのパフォーマンス

～ESMAによる分析結果の考察～

吉川 真裕（37）

公益財団法人 **日本証券経済研究所**
大 阪 研 究 所

証券リテールビジネスのDX（再論）

二上季代司

総務省『令和三年版情報通信白書』（以下、『白書』と略）によると、「デジタル・トランスフォーメーション（DX：Digital Transformation）」とは、概略、デジタル技術の利用によって「顧客体験の変革」をもたらすような新しい製品・サービス、新しいビジネスモデルの創出、とされる。『白書』はまた、類似の用語として「Digitization（デジタルイゼーション）」や「Digitalization（デジタルイゼーション）」の定義も紹介している。

「デジタルイゼーション」とは、既存の紙のプロセスを自動化するなど、物質的な情報をデジタル形式に変換することをいい、「デジタルイゼーション」とは組織のビジネスモデル全体を一新し、クライアントやパートナーに対してサービスを提供するより良い方法を構築すること、とされる。DXは「デジタルイゼーション」や「デジタルイゼーション」を前提にしているが、それらとDXは異なるという。その理由は、DXの定義に「顧客体験を変革」するような製品・サービスや新しいビジネスモデルの創出という要件を含めているからだろう⁽¹⁾。

それでは、証券業とりわけリテールビジネスにおいてDXに該当する事例を挙げるとすれば、なにが該当するのだろうか？

一般に「DX」が注目されるようになった時期は、二〇一〇年代半ば以降である。ちょうどこのころから証券業界では、デジタル技術を使った新たなサービスとして「ロボット・アドバイザー」、新たなビジネスモデルとして「スマホ証券」が現れ始めた。さらに最近になると「セキュリティ・トークン（ST：Security Token）」と

いった商品も出はじめる。これらは、「あたらしい顧客体験」をもたらしていることは確かである。

ところで、「企業価値を創出し、競争上の優位性を確立」する程度まで進んでいるかと問われれば、なお検討を要するのではないか。とくに「スマホ証券」は、持続可能性のあるビジネスモデルとして確立したと断定できるには至っていない。なぜなら、創業から数年経過しても営業黒字に転換したスマホ証券はないからである。しかし他方では、営業赤字が減少傾向にあり黒字転換が視野に入った業者も出ている。

そこで、以下ではスマホ証券に焦点を当てながら証券リテールビジネスのDXはどのような経路をたどっていくのか、考えてみたい。

1 ビジネスモデル確立の条件

「スマホ証券」の確立した定義はないが、顧客サイドから見て口座開設、投資情報閲覧、発注・約定、入出金や口座管理など、一連の作業が時間と場所の制約なくモバイル端末の操作で完結できるビジネスモデル、と定義しておこう。これは明らか

図表 1 スマホ専門証券の主要費目

(百万円)

日本証券業協会加盟順	販売管理費	内訳 (%)		営業損益
		取引関係費	人件費	
お金のデザイン	1,878	25.6%	27.8%	-1,145
PayPay証券 (旧One Tap BUY)	2,408	23.8%	18.3%	-1,686
ウェルスナビ	5,058	61.7%	21.6%	-433
FOLIO	1,630	17.9%	40.7%	-1,514
スマートプラス	1,419	30.6%	21.1%	-624
tsumiki証券	489	11.2%	27.8%	-477
SBIネオモバイル証券	3,655	53.5%	7.4%	-3,271
LINE証券	12,825	32.3%	5.9%	-11,609
CONNECT	2,733	N.A.	N.A.	-2,686

- (注) 1. このほか、「Siiibo証券」、「Cheer証券」がスマホ専門証券に該当するが、創業後、間がなかったため決算書は得られていない。また「お金のデザイン」は第1種金融商品取引業をSMBC日興証券に営業譲渡し(2021年8月)、投資運用業に特化している。
2. ウェルスナビは2021年12月期決算。他8社は2021年3月期決算。いずれも単体ベース。
3. 取引関係費、人件費は販売管理費に占めるウェイト (%)
- (出所) 各社『業務および財産の状況に関する説明書』より作成。

に「顧客体験の変革」である。こうしたスマホ專業証券は、一〇社ほどあるが、創業から赤字続きの業者が多く黒字転換した業者はまだ現れていない。

図表1はスマホ証券の決算書から抜粋したものである。販管費に占める人件費は低い⁽³⁾が、取引関係費のウェイトはおしなべて高い。つまり、新規顧客開拓や注文獲得のためのプロモーション・コスト（宣伝広告費、キャッシュバック、ポイント投資費用等）が多いのである。それは、スマホ証券というビジネスモデルそのものから由来する。

【プロモーション・コストの負担】

口座開設から始まる一連の手続きは、モバイル端末（スマホ）上の操作だけで完結する。それはデジタル技術によって可能になったのだが、手続きそのものは、顧客が自らの意思でスマホにアプリをインストールすることから始めなければならない。

そのために宣伝広告費をかけて潜在顧客にアピールし、インセンティブ（ポイント投資やキャッシュバックなどのキャンペーン）を与えて口座開設への意欲を喚起しなければならない。このコストは、口座開設後に顧客自らが発注する取引からの手数料収入によってようやくカバーできる。当初はコストの方が先行し、できるだけ多くに働きかけようと思えば、その金額はどうしても大きくなる。

それでは、どうすれば「コストⅡ先行、収入Ⅱ後追い」の関係から脱して損益分岐点をクリアすることができるのだろうか。ちなみに、よく似た先例があった。「ネット証券」である。顧客自ら手続きを行うという意味ではネット証券も同じであり、ネット証券の販管費に占める取引関係費のウェイトは以前はかなり高く、その多くは広告宣伝費である。

ネット証券の場合、このコストをカバーする収益源として大きな意味を持ったのは「信用取引」だった。売買回転を速くして同じ金額の預かり資産で手数料収入を増やし、金利収入を稼ぐのである。しかし、手数料率競争が極度に進んだ今日、回転商いによる増収効果は低下している。なによりスマホ証券がターゲットに置くのは二〇〜四〇代の幅広い若年層であって、少数のデイトレーダーではない。しかも頻繁な回転売買はスマホのような小さな端末では一般向きではないだろう。この選択をとる可能性は、わが国のスマホ証券の場合、高くないように思う。⁽⁴⁾

【アライアンス】

対応策の一つは、事業会社や金融機関などのアライアンスである。自ら開発した取引システム基盤を提携先のパートナーに提供して、その顧客基盤にアクセスするのである。「お金のデザイン」社は、「THEO」の名称で呼ばれる「ロボ・アドバイザー」サービスを提供している。世界の約六千に上るETFを使って顧客の属性と要望にあわせたポートフォリオをアルゴリズムで自動的に作成し運用するというもので、ごく少額（一万円）からの投資一任運用サービスが可能である。

ところで、同社は、二〇二二年八月、第一種金融商品取引業をSMBC日興証券に会社分割によって譲渡し、それまで行っていた証券口座管理はSMBC日興証券に移管され、投資運用業に専念することとなった。「ロボ・アドバイザー」のうち「THEO+」では、提携先⁽⁵⁾が同社に対して顧客との投資一任運用契約の媒介（仲介）をおこなっている。提携先にとっては自社の顧客に「ロボ・アドバイザー」サービスを提供できるし、「お金のデザイン」社にとっては、投資一任運用の顧客を増やすことができる。

このように従来のような「垂直統合型」から「水平分業型」へ移行することで、投資運用オペレーション業務

への資源集中を図ろうというわけである。この場合の収支上の論点は、顧客開拓の効果を得るのに、プロモーション・コストと提携先への仲介手数料支払いのどちらの負担が大きいか、ということになろう。

これは他方の極にある選択肢であるが、必ずしも代替的な関係にあるものではない。「垂直統合型」を維持しながら「アライアンス」によって顧客基盤の拡大を意図する補完的な対応もみられるからである。「ウェルズナビ」社も世界五〇か国の一万二千銘柄を対象に一〇万円からの投資一任運用を行う「ロボ・アドバイザー」サービスを提供している。同社はこの運用基盤を一九社（行）⁽⁶⁾に提供することで顧客アクセスを拡大しており、同社はこれを「提携パートナー事業」と呼んでいる。

「FOLIO」社も同様に少額から投資一任運用を行える「ロボ・アドバイザー」サービスを提供している。一万円からの「テーマ投資」、一〇万円からの「お任せ投資」、一万円からの積み立て投資も可能な「ROBO PRO投資」などがある。

これと並んで、二〇二一年には「4RAP」と呼ばれる金融機関向けの一任運用基盤をリリースした。4RAPは、ロボ・アドバイザー、ラップ運用などの一任運用基盤システムと一任運用サービスを提供するプラットフォームであり、これを金融機関がシステム接続することにより、自行内にある顧客口座で一任運用サービスを提供することができるようになる。

同社のディスクロージャー誌によれば、販売管理費に占める取引関係費のウェイトは二〇一九年三月に四〇・二%を占めていたのだが、その後、取引関係費は減少していく。これと時期を同じくして、同社は「4RAP」に代表されるような「水平分業型」の業務に注力していった。⁽⁷⁾

2 新しい商品・サービス

スマホ証券は、セールス・プロモーションとして「広告宣伝」や「無料キャンペーン」を利用するなどネット証券と類似するものがあるが、その提供する商品やサービスは異なる側面がある。ネット証券はこれらのコストを信用取引による売買手数料・金利収入で回収したが、スマホ証券の提供するサービスはロボ・アドバイザーのような少額での一任運用や投信の積立投資、ワンコイン（五〇〇円）での株式投資といったサービスである。一件当たりの手数料収入は極めて少額である。それゆえ、プロモーション・コストを回収する方策は、大量の口座開設と預かり資産を拡大させることに向けられる。

しかし、他方では、証券投資や一任運用をごく少額から提供するというサービスそのものが新しい顧客体験である。それは証券投資の「敷居を低く」して、二〇～四〇代の若年層に証券投資による資産形成の機会を幅広く与えることになったからである。こうした少額化が可能になったのはデジタル技術の発展である。

現在、最も普及しているラップ・アカウント型の一任運用は、顧客プロフィールとポートフォリオの作成、アセットごとの運用マネージャー（あるいはファンド）の選択、経過途中での評価とリバランス、という流れになるが、そのそれぞれについてそれなりのコストがかかっている。したがって、あまりに少額のロットでは採算が取れないし、かつては残高五千万円が最低ロットとされた。

とりわけ、最も大きなコストを要するのは、運用マネージャーの成績（パフォーマンス）を収集、評価、選択する作業である。できるだけ多くの運用マネージャーのトラック・レコードを、できるだけ長期間にわたって収集し、これに定性的・定量的分析を加え、顧客の属性と要望に沿って最適なマネージャーを、アセット・クラスごとに選択していくプロセスが、ラップ運用の核心部分を占める。

かつては、この作業はマン・パワーで行われていたのである。ロボ・アドバイザーは、このトラック・レコードの収集、分析・評価を人工知能（AI）で行い、アルゴリズムによって顧客に最適な組み合わせの運用マネージャー（またはETF等のファンド）を自動的に選択、資産配分していく。その結果、コストを大幅に低減でき、少額での運用も可能になったのである。

一方、売買執行における単位未満株取引や金額指定での証券投資、積立投信は、以前から行われているもので、特に新しいわけでもないが、ワンコイン（五〇〇円）といった少額かつ金額指定投資、ポイント投資が日本株のみならず海外株・ETFでも可能といったサービスがスマホ端末から受けられるというのはやはり新奇性に富んでいる。

スマホ証券は、こうした小ロットの証券取引の種類、範囲を広げて、これまで証券業界がリーチできなかった潜在顧客層にアクセスすることに成功したのである。

3 STO

少額での証券取引は、セキュリティ・トークン（ST）によってさらに拡大する可能性がでてきた。信託受益権や匿名組合契約のような移転しにくい「みなし有価証券」は、機関投資家や富裕層以外はあまりなじみがなく、一般投資家には縁のないもののように思われてきた。

ところが、金融商品取引法が改正され（二〇二〇年五月施行）、ブロック・チェーンのような電子情報処理によって移転できるようになれば、「みなし有価証券」は「電子記録移転権利」と定義されるようになり、にわかに大衆化しうる可能性が出てきた。これが一般に「セキュリティ・トークン」と呼ばれるものである。

今、最も注目されているのが「不動産ST」である。不動産を信託銀行に信託して「受益権」に置き換え、これをブロック・チェーンによって移転できるようにするのである。ブロック・チェーンにはあらかじめプログラムが保存されており、契約は自動的に実行される。⁽⁸⁾したがって理論的には、小ロットの取引も可能になる。つまり「一円の不動産」取引も不可能ではなくなる。

信託の器を使えば、所有の対象となる財産は、なんでも「トークン化」できるため、理論的には証券取引の対象は無限に広がることになる。デジタル技術によって「あらゆるモノの証券化」とその「小口化」が可能になる。ちなみに、「トークン」の移転は、「秘密キー」の変更によって行われるが、「電子記録移転権利」の移転には第三者対抗要件が必要である。そこで「トークン」の移転（秘密キーの変更）と「権利」の移転（所有者原簿の変更）を紐づけるシステム基盤の開発が行われている。⁽⁹⁾

おわりに

投資一任運用は、以前は最低ロットが高額で、一部の富裕層や機関投資家しか利用できなかった。これが、①ポータルフォリオ理論を利用したラップ・アカウントによって一般投資家層にまで普及し、②運用マネージャーの代わりに投信を利用することで低額化した（ファンド・ラップ）。そして、③現在ではAI（人工知能）などのデジタル技術を利用することで一挙に低額化が進み、利用者が急速に拡大した（ロボ・アドバイザー）。

第二に、不動産や金銭債権の証券化は、SPC（特別目的会社）の利用によって行われるようになった（一九九八年SPC法の立法化）。賃貸ビルや金銭債権は賃料や金利といった資本収益を生むが、そのためにはテナントや借手の審査、賃料・元利金の取り立てなどの経営機能が必要である。つまりそのままでは資本の「所有」と

「経営」は分離せず、権利の移転（すなわち資本の所有の移転）には別途新たに第三者対抗要件が必要である。SPC法はこうした経営機能をすべて外部に委託することで、初めから経営機能を持たない「株式会社」の設立を認めた。これによって、不動産や金銭債権を裏付けにした有価証券の発行が可能になった。

さらに進んで、ブロック・チェーンはトークンの移転と所有権の移転を紐づけたプログラムを内包することで、所有権の移転が煩雑な手続きなしで実行できることを可能にした。⁽¹⁰⁾これによって、およそあらゆる「モノ」が証券化することができ、しかも一円単位での取引が可能になる。

第三に、スマホ証券の出現によって、いつでも、どこからでも、スマホ上の操作で証券取引を始めることが可能になった。そのビジネスモデルはなお確立途上にあるが、取引基盤（プラットフォーム）を、多数のユーザーを持つ事業会社（通信キャリア、空運・陸運、クレジットカード会社等）や金融機関とシステム接続することで、これらの顧客基盤にアクセスする提携戦略（「水平分業型」）が選択肢として浮かんできている。

二〇二〇年六月に創設された「金融サービス仲介業」制度を利用すれば、デジタル化された取引基盤をアプリケーション・プログラミング・インターフェース（API: Application Programming Interface）に接続することにより、事業会社が自らの顧客に銀行・証券・保険すべてのサービスをワンストップで提供できるようになる。今後は、より使いやすいシステム基盤の開発に専念し、「協業」による水平分業型ビジネスモデルを志向する動きが強まるものと思われる。

注

(1) デジタルライゼーションとDXの区別ははっきりしないが、前者は業務プロセスのデジタル化を意味しているようであ

る。より正確に引用すると、『白書』によるDXの定義は次のようである。「企業が外部エコシステム（顧客、市場）の劇的な変化に対応しつつ、内部エコシステム（組織、文化、従業員）の変革を牽引しながら、第三のプラットフォーム（クラウド、モビリティ、ビッグデータ／アナリティクス、ソーシヤル技術）を利用して、新しい製品やサービス、新しいビジネスモデルを通して、ネットとリアルの両面での顧客エクスペリエンスの変革を図ることで価値を創出し、競争上の優位性を確立すること」（七九ページ）。

- (2) この問題については以前に取り上げたことがある（「証券リテールビジネスのDX」本誌一七二五号、二〇二二年四月）。今号はその再論である。なお関連するものとして「証券リテール営業の『デジタル化』」『スマホ証券』一 同一七二〇号、二〇二〇年六月）。また「デジタル技術の活用と証券ビジネスの新奇性」同一七三一号、二〇二二年四月）も参照。

- (3) FOLIOとTsumiki証券の二社は低い。このうちTsumiki証券は丸井グループのカード保有者向けサービスであり、不特定多数の潜在顧客にアピールする必要性は高いことが理由のようにみえる。なおFOLIOについては本文で述べる。

- (4) なお、米国のスマホ証券ロビンフッド社は、収入の多くを個別株（ETFを含む）オプションのペイメント・フォワードフロー（PFOF）から得ている（清水葉子「ロビンフッド証券のIPO書類から見る収益状況」本誌一七八号、二〇二二年一〇月、志馬祥紀「米国株式オプション市場におけるPFOFを巡る議論」その始まりから現在まで」同一七三〇号、二〇二二年二月）。個別株オプションと信用取引はレバレッジ効果の点で類似しているが、スマホ上での操作は、現在のところオプション取引の方がより簡便である。また米国の個別株オプションは大部分、マーケットメイカーが執行しており、その売買スプレッドは厚く、PFOFの絶対額も大きい。日本の個別株オプション

ンの出来高は少なく、P F O F 慣行も存在しない。スマホ証券を取り巻く事情は日米間で大きく異なるのである。

(5) 提携先としてはドコモ、J A L、新生銀行のほか、地方金融機関一九行(庫)がある(二〇二二年七月末現在)。

(6) 提携先パートナーは証券会社三社、銀行一一行、A N A、J A L など五社の計一九社(行)である(二〇二一年二月現在)。

(7) なお、二〇二一年八月、同社の親会社(F O L I O ホールディング)はS B I グループの傘下に入り、同グループの子会社となった。同時に同グループのネット専業S B I 証券は「I R A P」の導入を決めている。

(8) これをスマート・コントラクト(Smart Contract「契約の自動実行」という)。

(9) 事柄の性格上、システム基盤の開発では信託銀行が最も有利なポジションにあり、三菱UFJ信託銀行の開発したS T 発行・管理のプラットフォーム「Prognat」が実用化に入っている。そのほか、Boostly社の共有基盤「Ibet」も実用化の段階に入っている。

(10) 産業競争力強化法の改正(二〇二一年六月施行)は、同法が認定した情報システムを使った債権譲渡通知は、確定日付のある証書による通知とみなすという特例を設けて第三者對抗要件が満たされるようにした。これによって、ブロック・チェーンによる所有権の移転は人手を要する手続きなしで自動的に行われる(スマート・コントラクト)ことになった。

(にかみ きよし・特任研究員)

ジェンダーレンズ投資とジェンダーレンズ投資ファンド

松尾 順介

はじめに

近年、世界的にSDGsへの関心が高まるなか、ジェンダーについての注目が高まっている。特に、日本では、様々な場面においてジェンダーバイアスの存在が指摘されるとともに、日本のジェンダーギャップ指数は世界的に低位であることも報じられている。

周知のように、世界経済フォーラム (World Economic Forum : WEF) が二〇二二年三月に公表した『The Global Gender Gap Report 2021』では、日本の順位は一五六か国中一二〇位であり、前回の一五三か国中一二一位とほぼ変わらず、東アジアおよび太平洋圏の諸国においてきわめて低い位置づけとなっている。また、同レポートでは、完全不平等を〇とし、完全平等を一とするスコアを計測し、総合および分野別のスコアを数値化しているが、総合は〇・六五六、経済〇・六〇四、政治〇・〇六一、教育〇・九八三、健康〇・九七三となっており、政治は一五六か国中一四七位、経済は同一一七位となっている。経済については、女性の管理職の割合が低位であること (一四・七%)、女性の就業率は七二%であるもののパートタイムでの就業率は五〇・八%であり、男性二二・二%のほぼ二倍であること、さらに女性の平均所得は男性より四三・七%低くなっていることが指摘されている⁽¹⁾。

このようなジェンダーバイアスの存在を見極める認識の枠組みとして、ジェンダーレンズ (gender-lens) と

いう概念がある。このジェンダーレンズのとらえ方は、論者によってややニュアンスが異なるように思われ、必ずしも明瞭ではないが、様々なジェンダーバイアスを可視化する手段として提唱されたと考えられる。

さらに、このようなジェンダーレンズという観点から行われる投資がジェンダーレンズ投資とされており、インパクト投資の一つと位置づけられている。具体的には、女性起業家への投資、職場のジェンダー平等を促進する企業への投資、女性の生活を飛躍的に向上させるサービスを提供する企業への投資などである。⁽²⁾

最近では、ブラックロックと国連のジェンダー平等と女性のエンパワーメントを専門とするUN Womenがジェンダーレンズ投資の成長を促進するために協力することに合意する覚書に調印したことが発表されている。⁽³⁾

本稿では、ジェンダーレンズ概念を紹介した上で、ジェンダーレンズ投資について考察する。

1 ジェンダーレンズとは

ジェンダーレンズに関するモノグラフとしては、Bem[1993]を挙げることができる。ここでは、ジェンダーのレンズについて「セックスやジェンダーについてなされてきた暗黙の前提は、文化的論議、社会制度、さらには個々人の心理のなかに微妙に組み込まれており、世代から世代へと目に見えない形で男性の権力を組織的に再生産してきた。こうした前提をジェンダーのレンズと呼ぶ」と規定されている。つまり、ジェンダーのレンズとは、「レンズ」を通して物事を見るのではなく、すでに組み込まれている「レンズ」そのものであり、このレンズを見据えなければならないことが強調されている。

Bem[1993]は、ジェンダーのレンズとして、具体的には以下の三つを取り上げている。

① 生物学至上主義というレンズ…

これは「生物学的理論化を図ることで社会的不平等を自然にかなったもの」⁽⁴⁾とみなす主張を意味している。このような主張は人種差別の根拠づけとなっただけでなく、生物学的性差を根拠とした性差別の根拠づけにも使われた。なお、本書において著者は、性差や不平等に関する二つの疑問を提起している。それは、①なぜ男女は集団として地上のほとんどの社会で不平等な役割を演じてきたのか？②なぜ男女は個人として異なった行動傾向をもつようになったのか？という問いである。この問いに対して、著者は簡単な答えとして、男女間の生物歴史的な相違がかつては存在し、それによって不平等な役割が賦与されたとしても、現代の技術革新はそれらの相違をかなりの程度無意味なものとしたにもかかわらず、いったん作り出された性別による分業や政治的権力の制度化は、世代を超えて今も維持され、再生産されている。したがって、重要なことは、男性支配の生物歴史的起源ではなく、現代の文化的制度そのものであるとしている。⁽⁵⁾

② 男性中心主義というレンズ…

ここではユダヤ・キリスト教以降近代にいたるまでの男性中心主義の言説がトレースされ、アメリカの平等権利法についても、その歴史を振り返れば、男性支配的な家庭の中で家事的・生殖的機能という点から女性を定義すること、男性の基準から逸脱しているものとして女性を定義することといった考え方が深く浸透していたことが指摘され、その結果、歴史的に女性の様々な権利は制限されたと論じられている。⁽⁶⁾

③ ジェンダーを両極化するレンズ…

著者は、ジェンダーを両極化する見方や考え方は、社会生活だけでなく、性差をめぐる生物学的二分法が様々な局面で当てはめられてきたことを指摘し、その結果①男女はお互いに相いれないものであるという考え方、

②男（女）であることからの逸脱を問題視する考え方、などが生じ、特に異性愛主義はジェンダー両極化の典型となったことを指摘している。⁽⁷⁾

以上のようにジェンダーのレンズについて、著者は三つの観点から考察した上で、ジェンダー両極化を乗り越えて、理想とするヴィジョンとして、生殖といった狭い意味での生物学的文脈を除いて、文化的にも心理的にも男女のちがいが何も体系化されることのない社会を提示している。ここでいう体系化されないとは、男らしさ、女らしさ、異性愛、同性愛などの発想それ自体が文化的に意識されないことを意味するという。つまり、ジェンダー両極化の問題を整理すると、①男性と女性をそれぞれ等質化し、それぞれの多様性や重複を排除し、多様な人間性と矛盾する。②男女を二分することで世の中のことを二タイプに二分してしまい、二分できないという事実を反映する概念が持てない。③男性や女性であることの意味を過度に拡張し、そこから逆説的に文化的概念（例えば、真の男性や女性という概念）を作り出し、ひたすらそれに向う努力を強いた。その結果、制度的レベル、心理的レベルおよびイデオロギー的レベルでの両極化が生じた。制度的には、男女を雇用賃金と家事育児とに分割し、女性が経済的・政治的な力にアクセスすることが否定され、心理的には、アイデンティティやパーソナリティにおいて男性権力の再生産を助け、イデオロギー的には、性の不平等を男女の違いに起因させることで男性中心主義のレンズを見えなくした。著者は、結論としてジェンダー両極化を取り除くためには、男性中心主義を一掃することが最も効果的としている。⁽⁸⁾

ただし、この用語がどの程度、フェミニズムや社会学や思想関係の分野で周知され、また支持されているのかについては明らかでないが、EBSCOの検索では、三三五件の論文がヒットした。⁽⁹⁾ただし、国立情報学研究所のCiNiiの検索では、Gender-lensについては、論文三件（うち邦語二件）と書籍一二件（邦語〇件）がヒットする

に過ぎない。また、この用語がここで取り上げるジェンダーレンズ投資というカテゴリーの名称に採用された理由についても定かでない。

2 ジェンダーレンズ投資とは

前述のように、ジェンダーレンズ投資 (Gender-lens investing) とは、様々なジェンダーバイアスを改善するための投資であり、インパクト投資のひとつと位置づけられる。また、この用語は、二〇〇九年にアメリカの NPO、Criterion Institute が新興分野の定義と開発のために考案したとされる。したがって、ここでは、同 NPO のジェンダーレンズ投資についての考え方を紹介する。

同 NPO は、二〇〇二年に設立され、ベンチャーファンドの設立から国際機関と連携した革新的プログラムを主導するとともに、社会変革のための金融スキームのシンクタンクとして活動している。その一環として、ジェンダーレンズ投資の開発などに取り組んでいる⁽¹⁰⁾。

なお、同 NPO の創設者兼代表者は、Joy Anderson という女性で、ニューヨーク大学でアメリカ史の博士号を取得している。なお、学位論文では一八三〇年代の刑務所改革を取り上げている。同氏はビジネスと社会変革を結合させる分野における著名な全国的リーダーであり、その目利き力と経験によって、インパクト投資やジェンダーレンズ投資のみならず、数百のベンチャーの立ち上げに寄与してきた。これらの活動によって、同氏は二〇一一年、Fast Company 社の 100 Most Creative People in Business のリストに名を連ねている (同年には、Tesla Motors の Elon Musk など⁽¹¹⁾もリスト入りしている)。この間、彼女は Good Capital の共同創設者となるとともに、ソーシャルイノベーションプログラムの指導者を務め、インパクト投資の次世代リーダーにも助言すると

もに、BloombergやCNNなどのメディアにも出演し、二〇一五年に『Gender Lens Investing in Asia』、続いて二〇一七年には、『A Blueprint for Women's Funds on Using Finance as a Tool for Social Change』を刊行している。なお、同NPOの主要メンバー二〇名中一六名は女性であり、理事会メンバー八名中女性は七名である。⁽¹²⁾同NPOによれば、投資機会を明らかにするためのファインダーとしてジェンダーレンズを扱い、ジェンダーレンズ投資という新分野においても、経済発展の促進、収益性の改善、社会的インパクトの拡大および持続的かつ堅実な変化のための投資機会があることは明らかであるという。その際、投資におけるジェンダーレンズの利用を確立するために、投資コミュニティに関連した三つの独立した分野を設定している。ただし、これらの三つの分野は関連性を有するものである。さらに、これらの三つのレンズを利用して投資判断を分析することによって、ジェンダーレンズ投資家は、今後の投資が女性に与える影響について、プラス、マイナスおよびゼロの評価を開始できる。その三つの分野とは、以下である。⁽¹³⁾

① 職場における男女共同参画

フォーチュン五〇〇企業の上級管理職であろうと、南米の農村農業協同組合の現場労働者であろうと、政策、訓練および機会均等によって、よりジェンダー平等な職場改善を促す可能性がある。より平等な職場を作るための戦略は、効果的な取り組みが行われれば、女性の職業上の安全と進歩の機会の改善につながり、結果的に経済分野における女性と男性の間の不必要でしばしば不平等なギャップや不均衡を徐々に解消するのに役立つ。このレンズで女性を支援しようとする投資家は、職場内の男女共同参画を精査し、その調査結果に基づいて投資を決定するとともに、株主の力を利用して社内の方針に影響を与える。この投資コンセプトに関する二つのバイオニアとして、Pax Global Women's Equality FundやRoot Capitalが挙げられる。

② 女性のための資本へのアクセス

既存の研究成果は、資本へのアクセスにおいて男女間で大きな格差があることが示されており、その格差は、少額融資を求める家計企業からベンチャー資金を求める大規模なビジネスモデルを企画する女性起業家まで広く一般的にみられるものとなっている。この格差は、様々な要因に起因するものと考えられるが、いずれにしても以下の取り組みは可能であると考えられる。

この格差は制度的に推進あるいは強化されており、経済成長とイノベーションの双方の障害となっているものと推測されるが、今や資金調達モデル全体において進展が見られ、資本へのアクセスの男女格差を緩和する可能性も明らかになっている。例えば、エンジェル投資家ネットワークである、Golden Seedsは、潜在力の高い女性起業家にシード資金を提供し、Village Capitalは、資金配分について、より民主的なピアレビューアプローチを導入した。どちらのモデルも他よりも多数の女性が資本にアクセスできるようにしたという点で同じ結果をもたらした。

③ 女性に利益をもたらす製品とサービス

このレンズは、生殖や母体の健康改善からダイケアサービスに至るまで、様々な製品を販売する幅広いビジネスモデルを網羅している。一般に、このレンズを通して明らかにされた投資は、生理学的なものであれ、あるいは社会的なものであれ、女性の消費者に特有のニーズに応えるものである。このニーズを満たすために、これらの企業は、女性に課せられる負担を軽減し、女性に力を与えることによって女性の状態を改善し、最終的には、世界の女性の完全な社会参加と生産性向上を促進する。資本市場には、これらの革新的なビジネスモデルにより多くの資本を導入し、その範囲と影響を拡大するためのメカニズム（ジェンダーレンズなど）が組み込まれてい

る。

なお、これらのビジネスモデルは、重複を含むとともに、これ以外でも女性の状況を改善する取り組みがあり、その中には今後あるいはすでに適切な役割を果たす、あるいは果たしているものも含まれると考えられる。

3 ジェンダーレンズ投資の規模

このようなジェンダーレンズ投資が拡大しているといわれているが、その投資規模については、Parallèle Finance (2022)がかなり詳しいデータを公表している。その要点は以下の通りである。⁽¹⁴⁾

- ① 公募のジェンダーレンズエクイティ投資ファンド（GLEF）は、二〇二一年末には総資産額四〇〇億ドルに達しており、第四四半期に一二％増加した。
- ② 二〇二一年のGLEFグループの総資産増加率は、五一％であった。
- ③ グローバルエクイティファンドは一〇、リージョナルエクイティファンドは一七であり、いずれも個人投資家向けで、米国、カナダ、EU、韓国、日本にある。
- ④ ジェンダーレンズ固定利付債ファンドの総資産額は、二〇二一年末の八五億ドルで、第四四半期はほぼ横ばいであった。内容的には、米国および新興市場のファンド、金融債の私募、開発金融機関（DFI）の保証債、米国の社債およびCD、貸付型クラウドファンディングである。
- ⑤ 二〇二一年のジェンダーレンズ固定利付債ファンドの総資産額の増加率は、七五％であった。
- ⑥ Diversity, equity, and inclusion（DEI）ファンド、二〇二一年末の総資産額は一億九八〇〇万ドルに達し、これらの成長中のファンドグループは、堅実なDEIポリシーを有する企業に投資のフォーカスを定めている。

また、同レポートでは、様々な観点から興味深いデータが示されているので、主だったデータを紹介すると以下である。

まず、上位一二のGLEFとしては、以下が挙げられている。

この一二のファンドの合計資産額は、三七四二百万ドルで、市場シェアは九・四％に達するとともに、UBSやFidelityなど大手金融機関も散見される。

次に、GLEFのパフォーマンスについては、同レポートでは二〇二二年末の各ファンドのデータが示されており、年間パフォーマンスの上位一〇ファンドを順番に挙げると以下である。なお、複数のジェンダーレンズ指数も算出されており、MSCI USA Womens Leadership Index (Net)：二〇・七九％、MSCI World Womens Leadership Index (Net)：一七・七三％、Solactive Equileap Global Gender Equality NTR Index：一六・〇〇％となっている。ただ、S&P 500 Net Total Return Index：二八・一六％と比較すると、これらの指数はそ

図表 1 上位12のGLEF

順位	ファンド名	総資産額 (百万ドル)	シェア (%)
1位	Pax Ellevest Global Women's Leadership Fund (investor class)	1,019	2.5
2位	UBS Global Gender Equality UCITS ETF	961	2.4
3位	RobecoSAM Global Gender Equality Impact Equities Fund	361	0.9
4位	SPDR SSGA Gender Diversity Index ETF	289	0.7
5位	Nordea Global Gender Diversity Fund (Nordea SICAV1)	239	0.6
6位	Mirova Women Leaders Equity Fund	216	0.5
7位	Fidelity Women's Leadership Fund	158	0.4
8位	Desjardins Socie Terra Diversity Fund	156	0.4
9位	Ampega Diversity Plus Aktienfonds	115	0.3
10位	BMO Women in Leadership Fund+	101	0.3
11位	NEXT FUNDS MSCI Japan Empowering Women Select Index ETF	66	0.2
12位	Lyxor Global Gender Equality (DR) UCITS ETF	61	0.2
	合計	3,742	9.4

(出所) Parallele Finance (2022) p. 4より作成。

れを下回っている。

第三に、GLEFの総資産額の投資分野別割合をみたものが以下である。MSCI ACWIと比較すると、金融、一般消費財、ヘルスケアおよび消費必需品の分野が相対的に高くなっていることがわかる。この要因としては、金融部門の場合、女性起業家支援など、女性の資金ニーズに対応する取り組みが考えられる一方、消費財やヘルスケア部門では、フェムテック⁽¹⁵⁾といわれる取り組みが含まれているものと推測される。逆に、IT、資本財、通信サービス、素材、公益事業、不動産およびエネルギー分野は相対的に低くなっている。

第四に、GLEFの国別の割合をみると、以下となる。これを見ると、米国の割合が突出して大きいことがわかる。また、二〇二〇年と二〇二一年の比較では、米国、英国、イタリアなどがその割合を高めているのに対し、カナダ、オーストラリアおよび日本は下げていることがわかる。また、いわゆる先進国の割合が高くなっており、途上国や低開発国での取り組みが遅れていると考えられる。

図表2 年間の高パフォーマンスのGLEF

	ファンド名	通貨	年間 パフォーマンス
1位	RobecoSAM Global Gender Equality Impact Equities Fund	ユーロ	31.66
2位	Valeurs Feminines Global	ユーロ	26.44
3位	Nordea Global Gender Diversity Fund (Nordea SICAV 1)	米ドル	25.94
4位	Barclays Women in Leadership ETN	米ドル	25.58
5位	RBC Vision Women's Leadership MSCI Canada Index ETF	カナダドル	25.10
6位	AVA Gender Equality Tracker	スカンジナビア・クローネ	24.76
7位	Glenmede Women in Leadership U.S. Equity Portfolio	米ドル	24.54
8位	Ampega Diversity Plus Aktienfonds	ユーロ	22.96
9位	BMO Women in Leadership Fund ETF	カナダドル	21.76
10位	BMO Women in Leadership Fund	カナダドル	21.75

(出所) Parallele Finance (2022) p. 5より作成。

図表3 GLEFの総資産額の投資分野別割合（2021年末）

部門	GLEFの総資産に占める割合（%）（A）	MSCI ACWIの割合（%）（B）	AとBの乖離（A－B）
IT	21.0	23.6	－2.6
金融	16.5	13.9	2.6
一般消費財	12.8	12.4	0.4
ヘルスケア	12.6	11.7	0.9
消費必需品	8.9	6.8	2.1
資本財	7.3	9.6	－2.3
通信サービス	4.4	8.6	－4.2
素材	3.9	4.7	－0.8
公益事業	1.7	2.7	－1.0
不動産	1.1	2.7	－1.6
エネルギー	0.5	3.4	－2.9
その他	8.3	0.0	8.3
現金	0.9	0.0	0.9
合計	100.0	100.0	

（出所）Parallelle Finance (2022) p. 20より作成。

図表4 GLEFの国別の割合

国名	2021年末(A)	2020年末(B)	A－B
米国	61.5	57.8	3.7
フランス	6.6	6.2	0.4
英国	6.2	5.1	1.1
カナダ	4.2	7.4	－3.2
オーストラリア	3.0	3.2	－0.2
日本	2.3	2.5	－0.2
スイス	1.4	0.8	0.6
ドイツ	1.2	0.8	0.4
ノルウェー	1.2	0.8	0.4
イタリア	1.0	0.1	0.9
上記の合計	88.6	84.7	3.9
その他	11.4	12.8	－1.4

（出所）Parallelle Finance (2022) p. 21より作成。

米（国）・Alphabet（通信サービス・米（国））、Nasdaq（金融・米（国））、S&P Global（金融・米（国））、Schneider Electric（資本財・フランス）などが挙げられており、¹⁶ いわゆる優良銘柄が多数含まれていることがわかる。

最後に、上位一〇ファンドの保有企業をみると、Microsoft（IT・米（国））、Accenture（IT・アイルランド）、Apple（IT・米（国））、Amazon（一般消費財・米（国））、Estee Lauder（消費必需品・米（国））、Anthem（ヘルスケア・米（国））、Salesforce（IT・

まとめ

本稿では、ジェンダーレンズという概念を踏まえた上で、ジェンダーレンズ投資の考え方を紹介するとともに、ジェンダーレンズ投資ファンドの規模や内容を概観した。

まず、このような投資は、ESGやSDGs投資への関心の高まりが背景にあり、その一環として注目が高まっているものと考えられ、実際国内外で様々なファンドが組成され、活動していることがわかる。

次に、入手できたデータからは、このようなファンドについて、かなりの規模の市場が形成されているだけでなく、増加傾向にあることも示唆される。また、一定のパフォーマンスを達成していることも示されている。

第三に、ファンドの投資先については、世界的な有名企業が含まれており、ジェンダーレンズ投資ファンドの独自性や個性について、必ずしも明らかでない。

したがって、今後このようなファンドが成長するかどうか不確実ではあるものの、内外のファンドの実情やその取り組みについて、より立ち入った調査・研究を重ねる必要があるものと思われる。その際の研究上の注目点としては、①これらの投資がジェンダーバイアスを改善する方向に寄与しているのか、②LGBTなどを考慮すると、女性に限定することは妥当か、③多様性を考慮した投資の必要性があるのではないか、といった点が挙げられる。

特に、ジェンダーバイアスという格差はどのようにして解消されるのか、またどういう状態になれば解消されたといえるのかについては、様々な分野の研究蓄積や社会的合意などを踏まえる必要があることは言うまでもない。

かつて高坂正堯はその著書『国際政治』において、「富の格差について考えるとき、存在する富だけを考えて

はならない⁽¹⁷⁾と述べた。これは、かつての植民地政策が南の諸国の富を産む能力をも破壊したことを論じたものであるが、単に南北問題だけでなく、格差を論じる際には、それがなにゆえに生じたのか、さらにそれが将来的にどのような格差を再生産するのかについて考えていくことが重要だと思われる。

〔謝辞〕本稿作成に際し、石川明人氏、伊豆久氏、清水葉子氏、宋知潤氏、中川辰洋氏、中野瑞彦氏、二上季代司氏、松尾由美氏、水沼友宏氏、矢口沙綾氏からご協力ご教示を賜りました。厚く御礼申し上げます。なお、本稿は、桃山学院大学共同研究プロジェクト（二〇連二七七・デジタル・ファイナンスによる地域活性化の可能性）の成果の一つです。同プロジェクトによる支援に厚く御礼申し上げます。

注

- (1) World Economic Forum (2021) p. 37.
- (2) ゼブラアンドカンパニー、<https://www.zebrasandco.jp/about>
- (3) BlackRock, 'BlackRock and UN Women to Promote Gender Lens Investing' (May 25, 2022), https://www.blackrock.com.translate.google/corporate/newsroom/press-releases/article/corporate-one/press-releases/blackrock-and-un-women-to-promote-gender-lens-investing?_x_tr_sl=auto&_x_tr_tl=ja&_x_tr_hl=ja&_x_tr_pto=wapp
- (4) Bem (1993) 邦訳七八頁。
- (5) 前掲、邦訳三七頁。
- (6) 前掲、邦訳六九頁。

- (7) 前掲、邦訳八八頁。
- (8) 前掲、邦訳二二二頁。
- (9) 検索対象期間は一九八五年以降とし、対象媒体を学術誌（査読）として検索した。
- (10) 同社HP、<https://criterioninstitute.org/about/our-history>
- (11) FAST COMPANY, "THE MOST CREATIVE PEOPLE IN BUSINESS 2011" 参照。このリストには、日本人では、深澤直人や岩崎夏海がリスト入りしている。 <https://www.fastcompany.com/most-creative-people/2011>
- (12) 同社HP、<https://criterioninstitute.org/about/people>
- (13) 同社HP、<https://criterioninstitute.org/explore/a-gender-lens>
- (14) Parallele Finance (2022) p. 4.
- (15) フェムテック (FemTech) とは、Female (女性) とTechnology (テクノロジー) を組み合わせた造語とられ、女性の抱える健康上の課題を解決するための商品やサービスのことを指している。詳しくは、例えば、Femtech Tokyo「Femtechの存在はなぜ？」参照。 https://www.femtech-week.jp/ja-jp/about/about_fem.html
- (16) Parallele Finance (2022) p. 22.
- (17) 高坂正堯（一九六六）、「一三五〜六頁」。

参考文献

- ・ Ben, Sandra Lipsitz (1993). *The Lenses of Gender: Transforming the Debate on Sexual Inequality*. Yale University Press. (福富護訳（一九九九）『ジェンダーのレンズ 性の不平等と人間性発達』川島書店)

- ・ Parallelle Finance (2022). *Gender Lens Investing 2022:2021 Year in Review and Addressing Persistent Gaps*. February 2022
- ・ Quinlan, Joseph and VanderBrug, Jackie (2016), *Gender Lens Investing: Uncovering Opportunities for Growth, Returns, and Impact*. Wiley.
- ・ World Economic Forum (2021). *Global Gender Gap Report 2021*.
- ・ 高坂正堯（一九六六）『国際政治』（中公新書）、中央公論社

（まつお じゅんすけ・桃山学院大学教授）

二%目標と異次元緩和政策

伊豆 久

はじめに

インフレ率が二%を上回ってきた。日本銀行が物価安定の目標を二%と定めたのは二〇一三年であり、九年という歳月を経てようやくその水準に達したことになる。

ところが日銀は、足元の物価高は一時的で物価安定の目標はまだ達成されていないとし、異次元緩和政策の継続を表明している。物価高の主たる要因が海外資源価格の高騰にあり、それが中長期的に続くとは考えにくいというのがその理由である。

しかし振り返れば、一四年一〇月には、日銀は、(今回とは逆の)原油価格の急落に対して追加の緩和措置をとっており、その時の理屈に従うなら今回は引き締め策がとられるはずである。黒田総裁下の異次元緩和において、一四年と現在では、物価についての考え方が変化していると言わざるをえない。

では、「物価安定の目標二%」とは、そもそもどのような状況を示す言葉と解釈すべきだろうか。そしてそこから、改めて、異次元緩和とは何だったのか、物価安定の目標を数値で示すことの功罪について、考えてみたい。

1 現在の物価高について

消費者物価指数の上昇率が、今年四月から三カ月連続で二・〇%を上回っている(総合指数、生鮮食品を除く

指数のいずれにおいても）。日銀も、直近の「展望レポート」で今年度の平均が二・三％（除く生鮮食品）になるとの予想を発表した。⁽¹⁾

三カ月の実績値においてまた自らの年度平均予想においてもインフレ率が、目標とする二％を上回っているのだから、物価安定の目標が達成されたとして、現在の異次元緩和を縮小する、出口に向かうとの判断もありえそうに思えるが、日銀はそうには考えていない。その理由に関する黒田総裁の説明をまとめると以下のようになる。⁽²⁾

第一に、原油等の価格が、今後とも過去一年間と同等以上のペースで上昇し続けるとは想定しづらい点である。資源価格の上昇が来年度以降のインフレ率を押し上げるためには、その価格が（現状程度で高止まりするのではなく）今の水準からさらに上昇し続けることが必要であるが、それは現実的ではないだろう。

第二に、資源輸入国である日本にとって、資源価格の上昇・高止まりは、海外への所得の流出を意味し、物価全体を押し下げる作用があるからである。ガソリンや輸入食品が値上がりすれば、家計は、（所得が増えない限り）他の消費を抑えざるをえない。

そして第三に、連続的な金利引き上げを実施している米国とは、物価の状況が全く異なるからである。米国のインフレ率は六月には九％を超えており、二％少々日本とは水準が違う。質的にも、米国ではサービス価格を中心にコロナ前を上回る品目が多く、これは賃金の上昇を反映していると見られる。ところが日本のサービス価格の伸びはほぼゼロであり、二％を超えたといっても内発性、持続性に欠けるのである。

以上を根拠に、日銀は、異次元緩和政策を継続しているのであるが、こうした論拠の枠組み自体は——今後の実際の物価動向は別としても——、妥当な、むしろ常識的なもののように思われる。輸入資源価格の上昇による

インフレは、賃金の上昇をとまなわない限り、持続的ではないだろう。

しかしながらこうした考え方は、少々古い話になるが、異次元緩和が「拡大」された二〇一四年一〇月に示されたものとはまるで正反対である。その時は、原油価格の急落を根拠に緩和を拡大しており、現在の、資源価格の変動は持続的でないとして政策対応はしないという考え方と対照的である。何が違っているのだろうか。当時の主張を振り返ってみよう。

2 「異次元緩和の拡大」時の考え方

二〇一四年一〇月三十一日、日銀は、原油価格の下落による物価の低迷を背景に、長期国債純買入額の引き上げ（年間五〇兆円から八〇兆円へ）やETF買入額の三倍化などの「量的・質的金融緩和の拡大」を決定したが、その時の決定文は、その理由を以下のように説明している。

わが国経済は、基調的には緩やかな回復を続けており、先行きも潜在成長率を上回る成長を続けると予想される。ただし、物価面では、このところ、消費税率引き上げ後の需要面での弱めの動きや原油価格の大幅な下落が、物価の下押し要因として働いている。このうち、需要の一時的な弱さはすでに和らぎは始めているほか、原油価格の下落は、やや長い目でみれば経済活動に好影響を与え、物価を押し上げる方向に作用する。しかし、短期的とはいえ、現在の物価下押し圧力が残存する場合、これまで着実に進んできたデフレマインドの転換が遅延するリスクがある。日本銀行としては、こうしたリスクの顕現化を未然に防ぎ、好転している期待形成のモメンタムを維持するため、ここで、「量的・質的金融緩和」を拡大することが適当と判断し

た（傍線は引用者。以下同じ）。

ここで興味深いのは、①「原油価格の下落は、やや長い目でみれば経済活動に好影響を与え、物価を押し上げる方向に作用する」ことを認めながら、②「短期的とはいえ、現在の物価下押し圧力が残存する場合、これまで着実に進んできたデフレマインドの転換が遅延するリスクがある」とし、「期待形成のモメンタムを維持するため」に異次元緩和の拡大が必要だと判断している点である。

現在（二〇二二年）の原油高による物価高については、それが一時的であるため政策対応は必要ないとしているのに対して、この時（二〇一四年）は一時的であっても「デフレマインドの転換」や「期待形成のモメンタム」維持を目指して緩和拡大に踏み切ったのである。

なお、この時の「拡大」は、政策委員会での評決が五対四に分かれるという僅差での決定であった。議事要旨を見ると、少数派の委員からは、「月々の消費者物価の前年比に逐一反応すべきではない」、「二%の『物価安定の目標』⁽³⁾は、成長期待の高まりなどを踏まえて中長期的に達成すべきもの」といった意見が出されていたことがわかる。こうした意見は、当時の黒田総裁はじめ多数派からは拒否されたのであるが、現在の黒田総裁の主張は、むしろこちらに近いのではないだろうか。

他方、当時の多数派は、「わが国では、長年にわたってデフレが続いたため、予想物価上昇率の形成は、実際の物価上昇率の動きに大きな影響を受ける傾向」があると指摘しているが、この理屈を現在の状況に当てはめるなら、年度平均で二%を超えると見込まれる以上、予想インフレ率も相応に上昇するはずであり、緩和の縮小が必要となる。しかし、現在の日銀はそうした議論をおこなっていない。

二〇一四年と現在では、日銀執行部の物価の安定に対する考え方が一八〇度転換しているのである。では、そもそも異次元緩和はどのような論理にもとづく政策だったのだろうか。

3 異次元緩和の論理

二〇一四年一〇月の「拡大」の論拠が示しているように、(かつての)異次元緩和は、予想インフレ率の引き上げ(「デフレマインドの転換」)を政策波及ルートを中心に据えていた。

名目金利をゼロ以下に大きく引き下げることができない以上、実質金利を引き下げるためには予想インフレ率を引き上げるしかない。そして予想インフレ率を引き上げるために必要なのは中央銀行の物価引き上げ政策への信認の獲得であり、そのために必要なのは、二%という明確な目標の設定、サプライズを与える規模の国債の買入れ、目標達成までの二年という期限の公表、責任の明確化である。金融市場に供給する資金の量や金利そのものより、それらを通じて人々の心理(予想インフレ率)に働きかけることが重視されたのである。これが異次元緩和開始当初の理屈であつた。⁽⁵⁾

ところが、二年が経過してもインフレ率は二%に届かず、異次元緩和の論理は破綻した。実務的にも、長期国債の買入れが物理的な制約に直面したことから、一六年一月にはマイナス金利政策を導入した。それまでのハ量的緩和による予想インフレ率の引き上げVからハ金利政策Vへと転換したのである。そしてさらに、一〇年物国債金利のマイナス化などマイナス金利政策の弊害が明らかになると、同年九月にはイールドカーブコントロールの採用と、政策の枠組みは迷走していく。

そして、物価についての考え方の枠組みも大きく変化する。マイナス金利政策に転換する直前、黒田総裁は講

演で次のように述べている。⁽⁶⁾

しばしば、「物価だけが上がって、賃金上昇

が増え、そして労働需給がよりタイトになっていくという中で、もう一段の賃金上昇が実現していくということ⁽⁸⁾を期待しているわけです。

策の効果がいまだ過大に評価されているのである。他方で、現在のマイナス金利やイールドカーブコントロールが金融市場に与えている副作用についてはほとんど言及がない。政策のコ

としていたのである。⁽⁹⁾ところが、その頃からの、数値目標化と量的緩和を求める各方面からの強い批判を受け、〇六年には「概ね一

- (6) 黒田総裁講演「二%の『物価安定の目標』実現に向けた課題（内外情勢調査会）」二〇一五年一月六

ESGファンドのパフォーマンス

～ESMAによる分析結果の考察～

1 ESGファンドの特徴

ESMAが四月五日に公表した報告書によれば、二〇二〇

図表 1 大型株比率と小型株比率

Table 1

図表2 バリューストック比率とグロースストック比率

Table 2

Exposure of equity funds to value and growth stocks
ESG funds less exposed to value stocks

	April 2019		September 2021	
	Non-ESG	ESG	Non-ESG	ESG
Value	29 %	29 %	27 %	>***
Growth	39 %	>* 38 %	30 %	<***
				31 %

Note: Average of EU equity UCITS individual exposure to value and growth stocks as of April 2019 and September 2021. The symbols "<" and ">" indicate whether the exposure is greater for ESG or non-ESG funds. The stars represent the significance level of the differences which is reported as follows: 0.01 (***), 0.05 (**), 0.1 (*). For instance, the symbol "<***" indicates that the exposure is greater for ESG funds than for the non-ESG funds and the difference is significant at the 1 % confidence level.

Sources: Morningstar, ESMA.

図表4 業種別保有比率

Table 4

Average sectoral exposure of equity funds
Equity funds highly exposed to technology

	April 2019		September 2021	
	ESG	Non-ESG	ESG	Non-ESG
Basic materials	6.4 %	7.2 %	5.9 %	7.0 %
Communication	3.3 %	2.7 %	6.9 %	7.6 %
Consumer cyclical	11.5 %	12.9 %	10.8 %	12.2 %
Consumer defensive	9.0 %	7.8 %	6.7 %	6.9 %
Energy	3.4 %	5.2 %	1.8 %	4.0 %
Financials	16.2 %	16.0 %	13.2 %	14.4 %
Healthcare	10.8 %	10.5 %	13.0 %	11.8 %
Industrials	15.3 %	12.8 %	16.6 %	12.8 %
Real Estate	4.0 %	5.5 %	3.7 %	4.0 %
Technology	16.5 %	16.8 %	18.1 %	16.6 %
Utilities	3.7 %	2.6 %	3.4 %	2.6 %

Note: Average of EU equity UCITS individual sectoral exposure as of April 2019 and September 2021 (share of each sector in percent). The dark green colour indicates the first sectoral allocation, the light green colour indicates the second sectoral allocation, while the yellow colour indicates the third sectoral allocation.

Sources: Morningstar, ESMA.

2 ESGファンドのパフォーマンス分析

業種別保有比率等の要因がESGファンドのパフォーマンスを説明できるかどうかをESMAは多変数の回帰分析によって調べている。ESGファンドは一、非ESGファンドは〇というダミー変数と一八のコントロール変数で全ファンドのグロス・パフォーマンスを回帰分析した結果、ESGダミーは1%水準で統計的に有意なプラスの値であり、業種別保有比率等の要因を考慮してもESGファンドのパフォーマンスが高いという結果が得られた(図表5左列)。そして、一八のコントロール変数では①先進国株比率が高いこと、②大型株比率が低いこと、③バリュー株比率が低いこと、④マテリアルズ株比率が高いこと、⑤コミュニケーション株比率が低いこと、⑥コンシューマー・チクリカル株比率が高いこと、⑦コンシューマー・ディフェンシブ株比率が低いこと、⑧エネルギー株比率が高いこと、⑨フィナンシャルズ株比率が高いこと、⑩ヘルスケア株比率が高いこと、⑪インダストリアルズ株比率が高いこと、⑫テクノロジー株比率が高いこと、⑬規模が大きいことが1%水準で統計的に有意であり、⑭運用開始時期が古いことも5%水準で統計的に有意であった。なお、コントロール変数に投資地域が含まれていないが、そのことに關する説明はおこなわれていない。

目論見書に記載されたベンチマークとの乖離を毎月計算し、その標準偏差としてトラッキング・エラーを定義して調べてみると、ESGファンドは非ESGファンドよりもトラッキング・エラーの分布が狭いことがわかった。このトラッキング・エラーを回帰分析の説明変数に加えてみると、1%水準で有意なプラスの値となるとともにESGダミーの有意さを一〇%水準でも打ち消してしまった(図表5中央列)。そこで、このトラッキング・エラーとESGダミーの交差項を説明変数に追加したところ、ESGダミー、トラッキング・エラー、交差項はいずれも1%水準で有意となったが、この結果の解釈は十分にはおこなわれていない(図表5右列)。

図表5 ESGファンドのパフォーマンス分析

Table 7

Regression analysis of EQ fund performance

ESG funds performed better

Pooled OLS

Dependent variable: Monthly gross performance

	Standard model	Model with tracking error	Model with tracking error and interaction term
	(1)	(2)	(3)
ESG	0.057 ***	0.038	0.328 ***
Institutional	- 0.017	- 0.002	- 0.004
Passive	- 0.046	0.037	0.023
FoF	- 0.012	0.056 *	0.073 **
Developed	0.004 ***	0.005 ***	0.005 ***
Large caps	- 0.003 ***	- 0.001	- 0.001
Value	- 0.016 ***	- 0.017 ***	- 0.017 ***
Utilities	- 0.002	- 0.003	- 0.001
Materials	0.009 ***	0.008 ***	0.008 ***
Communication	0.009 ***	0.011 ***	0.010 ***
Consumer cyclical	0.010 ***	0.011 ***	0.010 ***
Consumer defensive	- 0.006 ***	- 0.008 ***	- 0.008 ***
Energy	0.017 ***	0.016 ***	0.015 ***
Financials	0.014 ***	0.014 ***	0.014 ***
Healthcare	0.006 ***	0.005 ***	0.005 ***
Industrials	0.009 ***	0.007 ***	0.008 ***
Technology	0.017 ***	0.014 ***	0.014 ***
Age	- 0.002 **	- 0.001	- 0.001
Size	0.017 ***	0.012 **	0.013 **
Tracking error		0.129 ***	0.167 ***
Tracking error * ESG			- 0.195 ***
Intercept	2.958 ***	2.878 ***	2.803 ***
Observations	124 250	83 185	83 185
R ²	0.699	0.707	0.707

Note: 'ESG' is a dummy taking the value of 1 if a fund is an ESG fund at a given date. 'Institutional' is a dummy taking the value of 1 if the fund targets institutional clients. 'Passive' is a dummy taking the value of 1 if the fund is passively managed. 'FoF' is a dummy taking the value of 1 if a fund is a fund of fund or a feeder fund. 'Developed' indicates the share of the portfolio invested in developed economies. 'Large caps' indicates the share of the portfolio invested in large caps. 'Value stocks' indicates the share of the portfolio invested in value stocks. 'Utilities', 'Materials', 'Communication', 'Consumer cyclical', 'Consumer defensive', 'Energy', 'Financials', 'Healthcare', 'Industrials' and 'Technology' indicate the share of the portfolio invested in each sector. 'Age' measures the age of the fund from its inception date expressed in years. 'Size' represents fund size in terms of net assets in logarithmic terms. 'Tracking error' is the yearly tracking error. The date, domicile and Asset Management Company variables are hidden from the results. Significance levels are reported as follows: (0.01 (***), 0.05 (**), 0.1 (*)).

Sources: Morningstar, ESMA.

3 異なるESGファンドのパフォーマンス分析

先の回帰分析ではESGファンドをひとまとめにしていたが、ESGファンドの中にも違いがあり、その違いに応じて異なるダミー変数を割り当てることがESMAによっておこなわれている。

まず、ESGファンドを二〇一九年四月から二〇二一年九月までの分析期間中に新たに運用が開始されたファンド（クリエィテッドESG）、分析期間中にESGファンドに変更されたファンド（コンバーテッドESG）、そのいずれでもないファンド（オールダーESG）の三つに分類し、一つのESGダミーの代わりに三つのESGダミーを加えて回帰分析をおこなったところ、三つのESGファンド・グループのうち統計的に有意な結果が得られたのはオールダーESGだけであることが明らかになった（図表6左列）。なお、各ESGファンド・グループに属するファンドの数が明記されていないので、数が少ないグループの値は統計的に有意になりにくいという点には言及されていない。

次に、ESGファンドをインパクト・ファンドとそれ以外のESGファンドに分けて、一つのESGダミーの代わりに二つのESGダミーを加えて回帰分析をおこなったところ、インパクト・ファンドの値は統計的に一〇％水準で有意にすぎなかったが、その他のESGファンドの値は一％水準で有意であることが明らかになった（図表6右列）。これは当たり前のことかもしれないが、高い運用リターンを必ずしも最大目的とせず、インパクトを与えて社会を変えろという看板を掲げたインパクト・ファンドのグロス・パフォーマンスが必ずしも高いとは言えないということであって、一〇％水準では有意なプラスの値であるので驚くにはあたらない結果と言えるだろう。

図表6 異なるESGファンドのパフォーマンス分析

Table 9

Regression analysis of EQ fund performance

ESGs created before 2019 perform better

Pooled OLS

Dependent variable: Monthly gross performance

	Model with the different ESG funds (1)	Model with the different ESG strategies (2)
Created ESG	- 0.018	
Older ESG	0.075 ***	
Converted ESG	- 0.078	
Impact funds		0.047 *
Other ESG		0.064 ***
Institutional	- 0.023	- 0.018
Passive	- 0.047 *	- 0.045
FoF	- 0.012	- 0.010
Developed	0.004 ***	0.004 ***
Large caps	- 0.003 ***	- 0.003 ***
Value	- 0.016 ***	- 0.016 ***
Utilities	- 0.002	- 0.002
Materials	0.009 ***	0.009 ***
Comm	0.008 ***	0.009 ***
Consumer cyclical	0.010 ***	0.010 ***
Consumer defensive	- 0.006 ***	- 0.007 ***
Energy	0.017 ***	0.017 ***
Financials	0.014 ***	0.014 ***
Healthcare	0.006 ***	0.006 ***
Industrials	0.009 ***	0.009 ***
Technology	0.017 ***	0.017 ***
Age	- 0.002 ***	- 0.002 **
Size	0.016 ***	0.017 ***
Intercept	2.977 ***	2.957 ***
Observations	124 250	123 544
R ²	0.699	0.699

Note: 'Created ESG' is a dummy taking the value of 1 if the fund was created as an ESG fund. 'Older ESG' is a dummy taking the value of 1 if the fund is identified as ESG but created before 2019. 'Converted ESG' is a dummy taking the value of 1 if the fund was repurposed as an ESG fund. 'Impact fund' is a dummy taking the value of 1 if the fund is identified as an impact fund. 'Other ESG' is a dummy taking the value of 1 if the fund follows other ESG strategies. For all the ESG variables, the relation is with respect to non-ESG funds. 'Institutional' is a dummy taking the value of 1 if the fund targets institutional clients. 'Passive' is a dummy taking the value of 1 if the fund is passively managed. 'FoF' is a dummy taking the value of 1 if a fund is a fund of fund or a feeder fund. 'Developed' indicates the share of the portfolio invested in developed economies. 'Large caps' indicates the share of the portfolio invested in large caps. 'Value stocks' indicates the share of the portfolio invested in value stocks. 'Utilities', 'Materials', 'Communication', 'Consumer cyclical', 'Consumer defensive', 'Energy', 'Financials', 'Healthcare', 'Industrials' and 'Technology' indicate the share of the portfolio invested in each sector. 'Age' measures the age of the fund from its inception date expressed in years. 'Size' represents fund size in terms of net assets in logarithmic terms. The date, domicile and Asset Management Company variables are hidden from the results. Significance levels are reported as follows: (0.01 (***), 0.05 (**), 0.1 (*)).

Sources: Morningstar, ESMA.

4 ESGダミーの代理変数

先の回帰分析ではESGファンド・ダミーを異なるESGダミー変数に置き換えていたが、ESMAはESGファンド・ダミーをリスク・スコアに置き換えるということもおこなっている。

まず、ESGファンド・ダミーをモーニングスター社のポートフォリオ環境スコアに置き換えて回帰分析をおこなったところ、1%水準で統計的に有意であったが、値はプラスであって、環境リスクの高いESGファンドほどグロス・パフォーマンスが高いという結果であった（図表7左列）。この結果はESGファンドのみを対象としているので、インパクト・ファンドのパフォーマンスが必ずしも高いとは言えないことにも通じることであって驚くにはあたらないであろう。

ところが、ESMAは環境リスク・スコアが有意にプラスであることを否定しようとして、ポートフォリオ会社リスク・スコア、ポートフォリオ統治リスク・スコア、アンデファイインド・リスク・スコアというモーニングスター社のリスク・スコアを加えて回帰分析をおこない、ポートフォリオ社会リスク・スコアやポートフォリオ統治リスク・スコアは統計的に有意にプラスであるがポートフォリオ環境リスク・スコアは統計的に有意ではないという結果を報告している（図表7右列）。しかも四つのリスク・スコアをコントロールすることなく、最もリスク・スコアの小さいもののみを各ファンドに割り当てるということをおこなっており、そのような方法が分析手法として適切であるのかどうかは疑わしい。インパクト・ファンドのパフォーマンスがその他ESGファンドのパフォーマンスよりも高いわけではないという現実を受け入れれば、このようなことをする必要はなかったのではないかと考えられる。そして、リスク・スコアを用いた分析をするのであれば各リスク・スコアの影響をコントロールしておこなうべきであると考えられ、今後の新たな分析が期待されるところである。

図表7 ESGダミーの代理変数

Table 10

Regression analysis of EQ fund performance

Social funds outperform environmental funds

Pooled OLS

Dependent variable: Monthly gross performance

	Model with the env. score (1)	Model with the ESG focus (2)
Env. risk score	0.030 ***	
Environmental		- 0.0003
Social		0.257 **
Governance		0.141 ***
Undefined		- 1.061 **
Institutional	- 0.006	- 0.011
Passive	- 0.050 *	- 0.041
FoF	0.007	- 0.003
Developed	0.005 ***	0.004 ***
Large caps	- 0.001 ***	- 0.002 ***
Value	- 0.016 ***	- 0.016 ***
Utilities	- 0.006 ***	- 0.006 ***
Materials	0.008 ***	0.009 ***
Comm	0.011 ***	0.010 ***
Consumer cyclical	0.010 ***	0.010 ***
Consumer defensive	- 0.008 ***	- 0.006 ***
Energy	0.011 ***	0.016 ***
Financials	0.016 ***	0.015 ***
Healthcare	0.005 ***	0.007 ***
Industrials	0.009 ***	0.008 ***
Technology	0.014 ***	0.016 ***
Age	- 0.001 *	- 0.002 **
Size	0.010 **	0.013 ***
Intercept	1.459 ***	2.982 ***
Observations	111 395	122 484
R ²	0.701	0.701

Note: 'Env. risk score' measures 'the degree to which a company's economic value may be at risk driven by environmental factors' (Morningstar), 'Environmental' is a dummy taking the value of 1 if the fund is identified as ESG and focuses on the E aspect. 'Social' is a dummy taking the value of 1 if the fund is identified as ESG and focuses on the S aspect. 'Governance' is a dummy taking the value of 1 if the fund is identified as ESG and focuses on the G aspect. 'Undefined' is a dummy taking the value of 1 if it is not possible to assess the focus of an ESG fund (in most cases this is due to equal risk scores). For the E, S, G and undefined variables, the relation is with respect to the non-ESG funds. 'Institutional' is a dummy taking the value of 1 if the fund targets institutional clients. 'Passive' is a dummy taking the value of 1 if the fund is passively managed. 'FoF' is a dummy taking the value of 1 if a fund is a fund of fund or a feeder fund. 'Developed' indicates the share of the portfolio invested in developed economies. 'Large caps' indicates the share of the portfolio invested in large caps. 'Value stocks' indicates the share of the portfolio invested in value stocks. 'Utilities', 'Materials', 'Communication', 'Consumer cyclical', 'Consumer defensive', 'Energy', 'Financials', 'Healthcare', 'Industrials' and 'Technology' indicate the share of the portfolio invested in each sector. 'Age' measures the age of the fund from its inception date expressed in years. 'Size' represents fund size in terms of net assets in logarithmic terms. The date, domicile and Asset Management Company variables are hidden from the results. Significance levels are reported as follows: (0.01 (***), 0.05 (**), 0.1 (*)).

Sources: Morningstar, ESMA.

注

- (1) European Securities and Markets Authority, "Performance and Costs of EU Retail Investment Products: ESMA Annual Statistical Report 2022," ESMA 50-165-1677, 5 April 2022.
- (2) European Securities and Markets Authority, "The drivers of the costs and performance of ESG funds," ESMA 50-165-2146, 23 May 2022.

(よしかわ まやひろ・客員研究員)

証研レポート既刊目録

No.1719 (2020.4) 執筆者
「フラッシュ・クラッシュ・トレーダー」への判決と米国の相場操縦規制の動向 森本
アメリカにおけるデュアル・クラス・シェア (DCS)・ストラクチャについて 佐賀
FRBのコロナ危機対応策 伊豆
—リーマン危機との比較—
英国HFTの実情 吉川
—注文データに基づくFCAの分析—

No.1720 (2020.6)
証券リテール営業の「デジタル化」 二上
—「スマホ証券」—
株式投資型クラウドファンディングの新展開 松尾
アメリカの証券委託売買手数料無料のビジネスモデル 清水
取引所の価格情報配信に関するSECの指令提案 志馬

No.1721 (2020.8)
総合取引所に期待される役割について 二上
日本銀行のコロナ危機対応策 伊豆
英国HFTの実情2 吉川
—注文データに基づくFCAの分析2—
リングフェンス銀行の形成と経営 斎藤

No.1722 (2020.10)
クラウドファンディングの世界的拡大 松尾
—株式投資型クラウドファンディングを中心に—
ロビンフッド証券のビジネスと注文回送リポートについて 清水
株価変動の抑制規制 志馬
—米国の様々なサーキット・ブレーカー制度—
バルト三国のベンチャー・キャピタルと新興株式市場の現状と課題 築田

No.1723 (2020.12)
地銀系証券会社について 二上
ECBのコロナ危機対応策 伊豆
ヨーロッパの株式市場 吉川
—ESMAの報告書に見る実態—
経済危機と金融 中野

No.1724 (2021.2)
非上場株式市場と取引所第二部開設 松尾
アメリカの市場情報配信と最良執行 清水
SECは市場とアルゴリズム取引をどのように見ているのか 志馬
—米国SECスタッフによる「資本市場におけるアルゴリズム取引」報告書(前半の抄訳)—
年金財政方式と年金積立金 玉井
—本当に賦課方式なのか—

No.1725 (2021.4)
証券リテールビジネスのDX 二上
FRBのコロナ危機対応策と財政資金 伊豆
イギリスのEU離脱に伴う市場動向 吉川
—取引・人員の減少とクリアリングの滞留—
ゴーン氏の役員報酬は「重要な事項につき虚偽の記載のあるもの」か? 梅本

No.1726 (2021.6) 執筆者
証券業界の近年の動向について 二上
コロナ対応策と資金フロー 伊豆
ペイメント・フォー・オーダー・フローはどこから来るか 清水
SECにおけるアルゴリズム取引の状況認識と評価 志馬
—米国SECスタッフによる「資本市場におけるアルゴリズム取引」報告書(後半の抄訳)—

No.1727 (2021.8)
金融分野の顧客情報共有を巡る最近の動き 二上
大阪における店頭売買承認銘柄 松尾
—昭和二〇〜三〇年代の非上場株式市場—
欧州株式市場の流動性 吉川
—ESMA統計の批判から見えてきたもの—
メガバンクFGの業務変容と収益低迷のジレンマ 中野

No.1728 (2021.10)
発足が間近に迫る金融サービス仲介業 二上
東京における店頭売買承認銘柄 松尾
—昭和二〇〜三〇年代の非上場株式市場—
ロビンフッド証券のIPO書類から見る収益状況 清水
米国オプション取引所の現状と歴史 志馬

No.1729 (2021.12)
「その他手数料」再論 二上
SRF導入の背景 伊豆
—FRBと国債市場—
ゲームストップ株式をめぐる問題 吉川
—SECの報告書に見る実態—
なぜイギリスでは議決権行使助言会社の影響力がアメリカほど大きくないのか 梅本

No.1730 (2022.2)
米国SPAC市場の実情 吉川
—ナスダックによる分析—
FRB・国債市場・PTF 伊豆
ペイメント・フォー・オーダーフローの規制について 清水
米国株式オプション市場におけるPFOFを巡る議論 志馬
—その始まりから現在まで—

No.1731 (2022.4)
デジタル技術の活用と証券ビジネスの新奇性 二上
名古屋における店頭売買承認銘柄 松尾
—昭和二〇〜三〇年代の非上場株式市場—
LMEのニッケル取引をめぐる問題 吉川
—価格急騰への対応と取引所運営—
進化する米大手投資銀行のトレーディング業務 神野

No.1732 (2022.6)
アルケゴス破綻 吉川
—一起訴文書等から見た実態—
アメリカのミーム株取引とデジタル・エンゲージメント 清水
米国オプション市場におけるメイカー・テイカー制度をめぐる議論と状況 志馬
グローバル・トップ・バンク・ランキングの変遷とその意義 中野

公益財団法人 日本証券経済研究所 ホームページのご案内

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

(YAHOO、Google などの検索サイトで、「証券経済研究所」、「jsri」ですぐ検索できます。)

I. 研究所の紹介等

J S R Iについて	当研究所の概要や事業活動を紹介しています。
出 版 物 案 内	『証券レビュー』『証研レポート』『金融商品取引法研究会研究記録』の全文、『証券経済研究』の各論文要旨を掲載しています。また、定期刊行物のバックナンバー一覧、単行本の内容紹介と目次もご覧いただけます。
証 券 図 書 館	証券図書館の概要や利用の手引きを紹介しています。
講 演 会 録	「資本市場を考える会」「証券セミナー」の講演会録（全文）をお読みいただけます。
研 究 会	当研究所が主催する研究会の概要と活動状況を紹介しています。また、金融商品取引法研究会研究記録（全文）をご覧いただけます。
株式投資収益率	株式投資収益率（東証第一部、第二部）の年別・月別のデータ（概要）や産業別・銘柄によるランキングを掲載しています。
ト ピ ッ ク ス	海外の論文の翻訳・紹介や証券経済関係の小論文を掲載しています。

II. データベース検索

研 究 所 出 版 物	出版物案内に掲載している出版物を書名・論文名または著者名等により検索できます。
証券図書館の蔵書	証券図書館所蔵の蔵書を書名、著者名等により検索できます。また、新規受け入れ図書を紹介する新着資料案内もあります。
証券関係の論文・記事	証券図書館（東京）が受け入れている国内雑誌に掲載された証券関係の論文・記事を論文名、著者名及びキーワードにより検索できます。
証 券 年 表	新聞、雑誌等の記事を「証券」「金融」「一般」に3分類し、月単位で更新しています。日付ごとに記事を一覧することができるとともに、探したい用語を含む記事の検索もできます。

証券図書館

証券・金融・経済関係の資料をご覧になりたい方はどなたでも、ご利用いただけます。

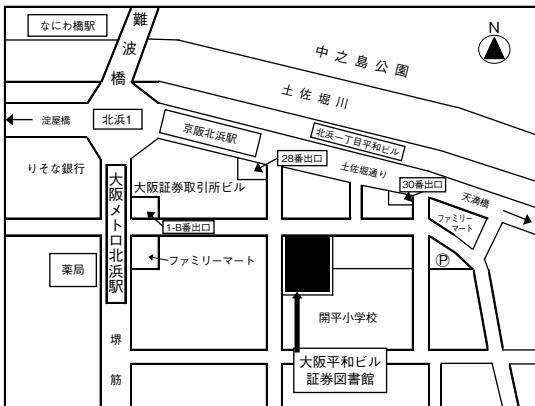
所在地 大阪市中央区北浜1-5-5 大阪平和ビル7階
TEL (06) 6201-0062

開館時間 午前9:30 ～ 午後5:00
土曜、日曜、祝日、年末、年始および館内整理の日は休館します。

図書 証券（経済、制度、取引法）関係の専門書をはじめ、金融、財政、経済、経営、会計関係の図書および、年報、年鑑、上場会社の社史等を集めております。

雑誌 取引所、協会、証券会社、銀行、官庁等の刊行物、一般雑誌、産業関係資料ほか、海外の新聞、雑誌等を集めております。

(みなさんのご利用をお待ちしております。)



道順
大阪メトロ堺筋線・京阪本線 北浜駅1-B番出口又は28番出口より徒歩2分

日本証券経済研究所のホームページ (<https://www.jsri.or.jp>) から図書の検索ができます。ご利用ください。

証研レポート第一七三三号
二〇二二年八月八日発行
(偶数月第二月曜日発行)

2022年8月号

発行所

公益財団法人 **日本証券経済研究所**
大 阪 研 究 所

〒541-0041 大阪市中央区北浜1-5-5 大阪平和ビル
電話 (06) 6201 0061 (代表) Fax (06) 6204 1048
<https://www.jsri.or.jp>

定価：418円(本体380円+税10%)