証券市場の構造改革と資産運用管理産業

丸　　淳　子

要　旨

株式持ち合い解消の動きが激しくなってきている。おりしも，日本経済は不況脱出の出口が見つからず，株価を上昇させる機運がないなか，解消売りによってさらに株価下落が懸念されている。緊急経済対策の一環として株式市場の構造改革が取り上げられ，株式取得機構の創設が議論されている。株価下落は株式持ち合いの大きい金融機関や事業法人の経営を圧迫するから，株価取得によって株価下落を支えようという意図である。このような政策は，持ち合い解消の対象となっている株式を一様に買うならば，企業を評価するという株式市場の機能を放棄することを意味する。株式市場では企業を選別することが本来の機能である。企業評価は個人投資家よりも機関投資家，すなわち，資産運用管理会社が優位であるから，株式市場改革とは資産運用を効率的に行うような改革ということになろう。この結果，企業が正当に評価・選別され，個人の資産がそのような企業で効率的に使用されることによって，運用成果を享受できる。日本の資産運用管理産業には多大の期待をしたいところであるが，課題も抱えている。

目　次

Ⅰ．はじめに－緊急経済対策と株式市場－
Ⅱ．株式市場改革は企業改革
Ⅲ．情報の非対称性と資産運用管理産業
　1．個人投資家と情報
　2．情報開示のあらたな動き
　3．機関投資家と情報
　4．資産運用管理産業と価格形成
　5．資産運用会社（ファンド）の選択
Ⅳ．金融ビッグバンと資産運用
Ⅴ．価格形成プロセスにおける機関投資家と個人投資家
　1．機関投資家に従う個人
　2．国内外の機関投資家の行動格差
Ⅵ．株式持ち合い解消と価格形成
　1．株式持ち合いの形成プロセス
　2．株式持ち合いの意味
　3．株式持ち合い解消と市場売却
　4．誰が売却株の購入者か
Ⅶ．非効率的市場と機関投資家
　1．非効率的市場と機関投資家
　2．オルタナティブ投資の特徴
　3．非効率的市場への投資

4．新しい芽をつぶさないために
Ⅷ．資産運用と投資家教育
1．401ｋ導入とアメリカのリスク投資
2．401ｋと投資家教育
3．運用商品の選択
4．運用コストとパフォーマンス
Ⅸ．おわりに－わが国の資産運用管理産業の発展のために－
補論　1．銀行の評価をギブアップした株式市場
2．アジアの株式市場と外国人投資家

Ⅰ．はじめに
――緊急経済対策と株式市場――

日本経済のデフレ化が顕著になり，待ったなしの対応を迫られ，「緊急経済対策」が決定された。その内容はわが国経済が抱える構造的な問題の抜本的解決を目指したもので，金融機関の不良債権問題と企業の過剰債務問題の一体的解決，雇用の創出とセーフティネットの整備，都市再生などと並んで，株式市場に関する課題が取り上げられている。株式市場の構造改革，株式取得機構，証券税制，銀行の株式保有制限などである。

日本経済再生にとって，証券市場の果たさなければならない役割は非常に大きいことは事実であり，株式市場の構造改革は当然のことである。1,389兆円の個人（家計）金融資産の有効利用が経済成長を促すのであり，その結果，個人資産の運用が効率的に行われる。現在の1,389兆円の内訳は，銀行等預金449兆円，郵便貯金260兆円，保険・年金383兆円であるのに対し，証券市場経由の保有は株式116兆円，国債など株式以外の証券92兆円であり，そのうち投資信託は34兆円である。個人投資家の資産運用には証券の影は非常に薄い。他方，資金調達サイドをみると，株式の発行額は420兆円，市場に出回っている公社債は500兆円以上である。個人投資家は銀行，保険・年金などの金融機関を通して，間接的に証券を保有している。結局，個人金融資産は証券市場に流れているのであるから，わが国の証券市場の規模の小さいことが問題というより，証券市場の質があらためて問われているのである。銀行等，あるいは，事業法人が保有している大量の株式保有に関して経済的意味が問われているのである。

株式市場の機能はリスクマネーの提供である。リスクを把握し，リスクをとっても推進すべきプロジェクトをキャッチする市場の利用なくして経済再生は成し遂げられない。株式を多く保有してきた金融機関や事業法人はその任を果たしてこなかったのは自明である。長期に株式を持ち合うことからダイナミックな成長産業・企業を選別する機能は生じてこない。右肩上がりの株価上昇が見込めるときには，システムの欠陥を認識し難く，株価下落による警鐘も株価が持ち直せば何とかなると問題を先送りにしてきた。しかし，もうこれ以上問題先送りはできない。

株式持ち合いの経済的意味の薄れから株式保有解消のための市場売却が増加し，株価下落を引き起こしている。さらに，会計基準が時価をベースに変更されたことも株式売却に拍車をかけている。このような状況による株価下落を懸念して何らかの手を打たねばという声が大きく，緊急経済対策に盛り込まれている株式市場構造改革は非常にマイオピックな株価（下落阻

止）対策に収斂しがちである。株式持ち合いという形で相互に保有されてきた株式の急速な処分（市場売却）は当然株価下落をともない，銀行や事業法人の体力を弱める。そこで登場したのが株式取得機構の創設構想である。銀行（あるいは全般）保有株式を凍結されることが目的である。銀行協会が「銀行保有株式取得機構（仮称）」の設立について，機構で保有する期間に株価下落により出た損失を官民で分担する金融庁の提案を受けいれたので，株式取得機構の設立は決定した。

株価は経済のファンダメンタルズの回復（期待）動向に依存して決定されるものであるから，経済回復なくして株価上昇はありえない。株式市場の最大の機能は株価を公正・効率的に決定することである。これにより，限られた金融資金がより高い収益を生み出すであろう産業・企業に配分されることが期待されるのである。株式取得機構による株式凍結は株式市場による産業・企業の取捨選択を先延ばしにすることを意味する。

さらに，多額の金融資産保有の個人投資家を株式市場によび戻す手段として，証券課税の緩和，とくに，キャピタルゲイン課税の緩和が緊急の株式市場対策として取り上げられた。証券税制には見直ししなければならない問題点があることは確かである。しかし，税制を包括的に論議するなかで，証券税制は取り扱われねばならない。リスクが高い株式投資を個人投資家に推奨するのであれば，証券税制の見直しと平行してやらなければならない問題が山積されている。

わが国において，民間企業の株式，社債発行は決して少なくないから，ここで注目しなければならないのが，個人金融資産を証券市場経由で運用している機関投資家である保険・年金や投資信託などの行動およびパフォーマンスである。資産運用における金融仲介機関，いわゆる，資産運用管理産業の効率性は証券市場が機能しているかどうかをはかるバロメーターとなろう。

世界的にも証券市場の機関化が進行し，機関投資家は証券市場の主要プレーヤーである。長期的な視点から証券市場の構造改革を論じるとき，機関投資家，あるいは，資産運用管理産業がいかに発展，成熟しているかが議論されねばならない。本稿では，わが国の証券市場の構造改革を資産運用管理産業を通して考えみたい。

Ⅱ．株式市場の構造改革は企業改革

日本経済の再生のために金融政策・財政政策が実行され，多額の血税がつぎ込まれている。一連の経済再生のプロセスの最終目的は民間企業の再生であり，民間企業への資金供給のパイプの１つが株式市場である。それゆえ，株式市場の構造改革とは企業改革であることはいうまでもないことである。株式市場の特徴は企業活動にともなうリスクをストレートに引き受けるところにある。企業は資金提供者に資金返却しないことも許されるから，リスクの高いプロジェクトにチャレンジできるのである。株式購入者は企業ができる限りの努力をした結果のプロジェクトの失敗を受け入れる。

バブル崩壊後，わが国企業のコーポレート・ガバナンスが大いに問題にされ，議論されてきた。議論の中心は株主が軽視されてきたというものである。株式会社が株主だけのものでないとしても，株式会社における株主の義務は大き

いが，それに見合った取り扱いを受けてこなかったといわれている。株主の権利としては，議決権，利益配当請求権，残余財産分配請求権などがあるが，株主のもっとも重要な権利は何時でも株式を購入し，また，売却できるということである。わが国の株主の多くはこの権利を効率的に行使してこなかったことが問題になっているのである。

株主として，個人投資家，（国内）機関投資家，海外投資家に加えて，わが国の特徴は株式持ち合いの結果である法人株主が大きな勢力となっていた。企業選択できる購入・売却の権利をもっとも効果的に行ってきたのが海外投資家であり，法人企業は持ち合いされた株式を市場で売買することはほとんどなかった。個人投資家は情報に関して弱い立場にあるから，売買しなければならない株式を識別することは得意ではない。個人投資家に比して，機関投資家は情報に勝っているので，企業を識別する能力が高いことが期待される。しかし，Ⅴ章，Ⅵ章で具体的に述べるが，国内投資家は海外投資家よりうまく株式を売買していたとはいい難い。

株式を売買するという行動は株主にとっては消極的なものであり，積極的行動としては企業に直接意見を表明し，企業の変革を求めることである。株主総会が形骸化してきたことからもわかるように，このような行動はわが国では非常に弱く，最近の海外投資家の増加によりやっと促進されてきたといわれている。株式市場の機能は企業の将来業績を識別することであり，その結果が株価としてあらわれる。株式市場の構造改革とは強い企業を市場に残し，あるいは，参入させ，弱い企業の市場からの退出を促すことである。企業を証券市場で評価することは，非効率的企業を倒産に追い込むことであり，効率的経営のためのリストラの実行を促すことである。当然，企業に所属している労働者にとっては辛い選択を迫られる。しかし，労働者の雇用問題は証券市場の外で解決すべきことであり，その解決のために証券市場の機能を歪めることは適切の判断とはいえない。

企業を評価する機能をわが国の株式市場が取り戻すことが株式市場構造改革であり，日本企業再生の出発点である。企業の業績評価を適切に行うためには，企業の財務内容を時価で評価する，いわゆる，時価会計は要請される。わが国にグローバル・スタンダードである時価会計が導入されるときであり，この機を逃さず企業の評価を迅速に適格に行うことが重要である。株式取得機構創設を議論するよりも，企業が正しく評価され，評価された企業が活動しやすい環境を整えることが要求されるべきである。

Ⅲ．情報の非対称性と資産運用管理産業

1．個人投資家と情報

金融取引には必ずリスクがともなうし，誰かがリスクを負担しなければ成り立たないシステムである。ただし，リスクを避けることも可能であるが，リスクが少ない分リターンも低くなる。金融システムではリスクを把握することがもっとも重要なことであり，リスク把握には情報が必要である。しかし，情報生産にはコストがかかるので，誰でも公平に情報に近づくことは不可能である。つまり，金融取引に参加する

人々の間には情報の非対称性が存在している。これが金融取引における最終需要者と最終供給者との間に金融仲介機関が介在する最大の理由となっている。

わが国において，最近までリスクをまったく負担しないでよい金融取引が存在していた。投資家は銀行に預金しておけば，決してリスクを取る必要はなかったのである。このようなシステムは預金・貸出市場に競争制限を課してきたから可能であった。しかし，そのために，金融取引の効率性は犠牲にされて，投資家はリスクを完璧に回避するために高いコストを支払ってきたのである。さらに，このシステムは投資家だけの犠牲ではすまなく，経済のダイナミズムをも奪ってきたのである。金融ビッグバンという金融システム改革において，金融市場に競争原理が持ち込まれ，市場参加者にはそれぞれリスクの管理が自己責任として任されることとなった。しかし，リスクから隔離されてきた多くの個人投資家はリスクにどのように対処したらよいか迷って行動基準を模索している状況である。

個人投資家の得られる投資情報は限られている。個人投資家にとって情報コストは非常に高いものであり，さらに，情報を駆使する能力も概して低いのである。情報は誰にとっても平等に公平に頒布されるものではなく，高い非対称性が特徴である。個人投資家は情報に関しての不利を克服するために，金融仲介を利用する。銀行経由で資金運用を行うのもそのためであったが，預金についても，もはや完全にリスクから逃れられることは不可能になった。リスクを負担するためには，今までまったく関心を持たなかったであろう投資情報を入手して理解しなければならない。しかし，個人で安価に利用できる情報は新聞・雑誌・テレビ・インターネットなどであり，また，膨大な投資対象を個人的にカバーすることは困難であろう。

金融仲介機関は情報収集・分析に関して個人投資家よりも有利な立場にいると考えられる。規模の経済性・範囲の経済性を享受する可能性が高いからである。しかし，金融仲介機関が個人投資家にとって常によいサービスを提供するという保証はない。最終的資金提供者である個人投資家は最終的資金調達者である企業等に関して情報の非対称性があるが，さらに，このような情報の非対称性をカバーするために利用する金融仲介機関のサービスに関しても情報の非対称性からの不利を免れないのである。

2. 情報開示のあらたな動き

情報開示の公平性に関しては，金融先進国のアメリカでも常に議論のあるところで，2000年10月，あらたな法律，公開開示規則（レギュレーション FD）が施行された。公開開示規則とは，すべての投資家に同時に同内容の情報を開示することで，従来，情報開示に遅れをとりがちな個人投資家を差別しないことをねらったものである。企業から投資家への情報伝達は情報収集能力の高いプロ（アナリストや機関投資家など）経由で行われることが多かった。たとえば，企業に耳のよい（優秀な）アナリストが訪問して，予想利益を聞き出してレポートを書き，一般の投資家はレポートからその企業の情報を得てきた。一般の投資家は各自で企業を訪問することもできないし，鋭いあるいは適切な質問もできないので，このプロセスが普通であると感じていた。

しかし，今回の規則は企業がアナリストに重要な情報を伝えたときには，一般の投資家にも速やかに開示されねばならないことを要求している。また，重要な情報を開示するミーティングやコンファレンスに関しては，インターネットなどで参加していない投資家にも同時に情報を得られるような工夫がなされなければならない。アナリストや機関投資家は情報を一般投資家よりも速く知るだけで利益を得ることは困難になりつつある。アナリストや機関投資家がプロとして生き残るためには，発行企業の将来ファンダメンタルズを読む能力がますます問われることとなった[1]。なお，FD に関して，アメリカの証券アナリストは批判的である。証券アナリストは投資対象である企業から重要な情報を探り出すために，多大の努力をしてきた。しかし，今回の規則強化は特定の証券アナリストの努力にただ乗りすることになる。証券アナリストは企業の将来を見極める努力をしなくなる危険があるとコメントしている。

インターネットなど通信の発達で，安価で迅速な情報提供が可能となった。このため，個人と機関投資家の情報格差は縮小されてきているともいわれている。しかし，個人が膨大な情報を分析して，効率的ポートフォリオを作成することが困難であるという状態は多少軽減できたとしても，機関投資家の存在価値が減少するであろうか。

3. 機関投資家と情報

機関投資家といえども，つねに情報生産に関して優位にあるわけでない。また，膨大なコストをかけてもそれを超える収益が確保されるという保証もない。超過収益が少ない効率的市場においては，情報生産の努力は報われることが少ないことから，パッシブ運用であるインデックス・ファンドがもてはやされる。しかし，インデックス・ファンドは積極的に個々の企業を評価するという機能は果たさない。アクティブ運用のファンドの存在価値は高いが，情報生産コストが高いことがネックとなっている。情報生産コストの節約が考えられねばならない。すなわち，同じような情報を各機関投資家が個別に生産することは非効率的である。情報生産の集約化および競争化が求められる。

たとえば，保険会社は多様な金融商品を生産し販売しているが，他方，金融商品の収益を生み出すために資産運用業務も行っているのが一般的である。しかし，資産運用業務は情報収集・分析に関して高度な知識や金融テクニックが要求される。この業務を内部化すると非常にコスト高になってしまうときには，資産運用業務を外部化（アウト・ソーシング）することも考えられるし，すでに，実行されていることである。資産運用業務の外部化は機関投資家が機関投資家である資産運用管理会社を厳しく選択することになる。

資産運用管理会社に要求されることは，多様な情報生産である。わが国の投資信託でみられる現象は，各投資信託会社が運用するファンドが似通っているということである。2000年初，株価は上昇し，日本株アクティブ・ファンドが勢いづいていた。これらファンドの特徴は IT 関連企業株が同じような高い比率で組み込まれていた。IT 関連株価の下落はこれらファンドの価値を急速に下げた。より多様なアクティブ・ファンドが作成されるためには情報生産の多様化が必要であり，情報生産の質に関してより競争的にならなければならない。

4. 資産運用管理産業と価格形成

リスク資産運用管理産業が個人投資家より情報獲得に有利な立場にいることを前提にすれば，資産運用会社の行動は価格形成に大きな影響を与えることになる。株式市場の構造改革の最終目的が効率的価格の形成であり，価格が資金配分のシグナルになるために，資産運用管理産業に期待されるものは非常に大きい。

資産運用管理産業で生産された膨大な情報はよい情報なのか。また，効率的に利用されているか。たとえば，わが国の投資信託のパフォーマンスがよくなかったことは広く知られていることである。パフォーマンスがすべて運用サイドの責任に帰すのではないが，運用そのものにも反省すべき点があった。情報収集・分析に多額のコストをかけてきた割には収益が上がらなかった。結果としては，企業分析が不十分であったといえよう。産業全体の運用の能力のレベルアップと個々の運用会社の独自性の発揮が必要である。産業全体での情報生産の協力によるコストダウンのためには，上で述べたように情報生産の集約化が必要である。金融商品を生産するために，かならずしも運用部門を抱える必要はない。資産運用産業の再編成が重要であろう。

5. 資産運用会社（ファンド）の選択

個人投資家がリスクを分散させ，情報コストを節約するために資産運用会社を利用することは，実は，そう簡単なことではない。資産運用会社（ファンド）の選択は個人投資家に任されているが，選択のためにはさらなる情報が必要となる。これに関して生産された情報が，たとえば，投資信託のファンド評価する機関から得られる。評価機関ごとに生産する情報は多少とも異なるが，ファンドのリスクとリターンからファンドのパフォーマンスを簡単な記号で表すものが主流である。投資家が投資信託，リスクとリターンに関して充分に理解していたとして，このような情報から投資家はファンド選択が出来るであろうか。

ファンド・パフォーマンスの評価は本来，将来の投信運用からのリターンとそれにともなうリスクによって行われるものである。ただし，記号で公表されている評価は過去のパフォーマンス（投資収益率）の結果にかなり依存している。それ以上の評価を得るためには，別途，コストを支払って情報を得なければならない。個人投資家は情報として，宣伝・広告からの情報に加えて，ファンドの運用会社や販売会社を目安に購入することも多いであろう。これはファンドのブランド化を生じさせる。ブランド物のハンドバックをもつ効用はみんなが持っているから持つということで充たされる。しかし，ブランド物のファンドはかならずしもファンドのパフォーマンスと一致しない。

個人投資家は，投資信託より株式への投資が多い。これは投資信託という金融商品が理解できないという理由だけではなく，株式銘柄を選択する以上に投信ファンドを選択する方が難しい。株式はどのような企業が発行しているか具体的にイメージできるが，ファンド名からファンドの内容を具体的にイメージすることは難しい。そこで個人投資家に代わってファンドを選択する機関や新たな金融商品が存在するのである。投資顧問会社は資産運用のアドバイスを専門におこなうが，サービスの対価が必要である。他方，ファンド・オブ・ファンズのように，複数のファンドから新しいファンドを構築

した商品は投資家のファンド選択を代行している。当然，作成コストが掛かるので，投資家はそれを負担しなければならない。なお，個人が投資信託のファンドを購入するコストは2，3％とかなり高いが，ファンド・オブ・ファンズでは，その販売コストがほとんど掛からないので，ファンドの組み入れコストが高くならなければ，単一のファンド購入手数料より多少高いコストですむといわれている。いずれにしても，投資家は情報不足をコストをかけてカバーしなければならない。

Ⅳ．金融ビッグバンと資産運用
――投資信託の販売――

わが国における資産運用会社の典型が投資信託委託会社である。金融ビッグバンでは，投資信託の改革が実行された。改革の基本は規制緩和・競争の強化である。そもそも投資信託がわが国ではその機能を充分に発揮してこなかったという反省のもとに，投資信託改革は進められたのである。投資信託の機能不全は投資信託制度全般の問題であり，改革は運用，販売，情報提供など広い範囲におよんでいる。とくに，販売に関しては，証券会社のみに許可されていたのが，銀行等金融機関においても可能となった。

わが国において投資信託のパフォーマンスが悪かったという実証分析が公表されている。わが国には，平均信託金制度があり，これが投資信託のパフォーマンスを歪めてきたのではないかということが問題にされた[2)]。しかし，これを考慮してもパフォーマンスが改善されないという実証結果が得られている。当初，投信パフォーマンスの悪さはファンドの運用がまずいと考えられた。しかし，運用者が運用に関して外部から影響をうける立場にあれば，外部要因が解消するまで運用パフォーマンスをよくすることはできない。

運用の最大の目的は投資家のニーズにあったファンドを設定し，運用目標を達成するように努力することである。しかし，運用会社が販売会社の子会社あるいは系列会社であれば，運用目的が販売額最大化にすり替わってしまう危険があった。さらに，販売会社の存在は投資家のニーズを運用会社が適格にキャッチすることを困難にさせた。それ以上に，投資家は投資信託の本来の商品性を正確に理解しない，あるいは，理解するような教育や知識を得ることなく，販売会社のいうなりにファンドを売買してきた。わが国の株式投資信託の解約率は非常に高いことは有名である。投資信託は長期投資のためのヴィークルといわれるが，わが国では非常に短期に売買されてきたのである。

投資信託の販売会社の利益は販売手数料から得られるから，販売会社の利益最大化にとって，投資信託の売買回転を高めることは短期的には得策かもしれない。しかし，投資家は早晩，短期売買で利益が上がらないことを悟り投資信託から撤退し，投資信託残高は低迷している。事実，株価高の時期に株式投信の販売は多少増加するが，長期的には，個人投資家にとって魅力的な金融商品とはなっていない。投資信託は投資家にリスクに見合った収益を提供することで，応分の運用手数料や販売手数料を稼ぐことができる。投資信託における販売は投資家に投資信託を理解させ，投資家の資産選択へのアドバイスを与える機能を持っている。わが国ではこの機能がほとんど働いていなかったのである。つまり，運用会社の設定するファンドを

投資家に理解させる機能を果たさなかったのである。ビッグバンにおける投信改革の目玉である販路の拡大に期待されるのは運用会社と販売会社が互いに独立で，販売会社は投資家のニーズにあったファンドを系列に関係なく投資家に提供できることである。また，販売窓口において，投資家への投信に関する知識の普及や資産運用の教育を通して，投資家の潜在的需要を掘り起すことが重要である。

販売会社はただ投信を販売するのではなく，個人投資家の資産管理を効率的に行うサービスを提供する。販売会社は個人投資家の情報不足を補うさまざまなサービスを提供する。販売会社には個性的なファンドをあつかうブティック型，あらゆる種類のファンドもそろえているスーパーマーケット型，また，運用会社が直接販売する直販型などがある。いずれにしても，投信販売は投信を機能させ，普及させるのに重要な役割を演じなければならない。

金融ビッグバンにより，証券会社系販売会社に加えて，銀行・保険会社などの参入が盛んである。また，最大の店舗網をもつ郵便局での販売も視野に入ってきている。投信をただ販売するのであれば，インターネットでも充分である。投信の販売手数料は株式売買手数料に比較して，かなり高いが，最近，手数料値下げの動きが出てきている。手数料の値下げ競争が激しくなろう。個人投資家にとって，手数料低下は歓迎すべきことであるが，投信購入に本当に必要な情報（サービス）は別途コストを支払って購入しなければならない。すなわち，資産管理を専門家に任せて，それに見合ったコストを支払うことである。個人投資家の使い勝手のよい多様な資産運用管理サービスが提供されなければならない。

V．価格形成プロセスにおける機関投資家と個人投資家

1. 機関投資家に従う個人投資家

株式市場が不況になるとかならず「個人投資家を市場に呼び戻せ」という声が高まってくる。今回は，個人投資家のキャピタルゲイン課税を免除して株式投資の魅力を高めという発想である。しかし，経済の先行きも見えないときに，個人投資家に株式購入を奨励すること自体，本末転倒である。個人投資家に株式投資を積極的に進められる環境作りがまずやらねばならない政策であろう。また，個人投資家を株式市場に誘致するときに，個人投資家が直接株式投資を行うのがよいのかを検討しなければならない。

株式市場の価格形成において，個人投資家は機関投資家や外国人に比較してその影響度は小さいという実証結果が得られている[3]。個人投資家を直接株式市場に呼び戻すことが株価の効率的な形成に得策であるとはいえないのである。

2. 国内外の機関投資家の行動格差

図1（後述）は投資家別株式保有株数（相対比率ではなく，絶対株数）の推移を示したものである。投資家の中で特異な動きをしているのが1980年代後半からの外国人である。バブル期には株式保有を積極的に減少させ，バブル崩壊後，株価保有を次第に増加させている。この動きは日本の金融機関や個人のそれとは反対になっている。

筒井は日米の機関投資家にアンケート調査に基づく分析を行っている[4]。アンケート調査は

図１　株式分布状況

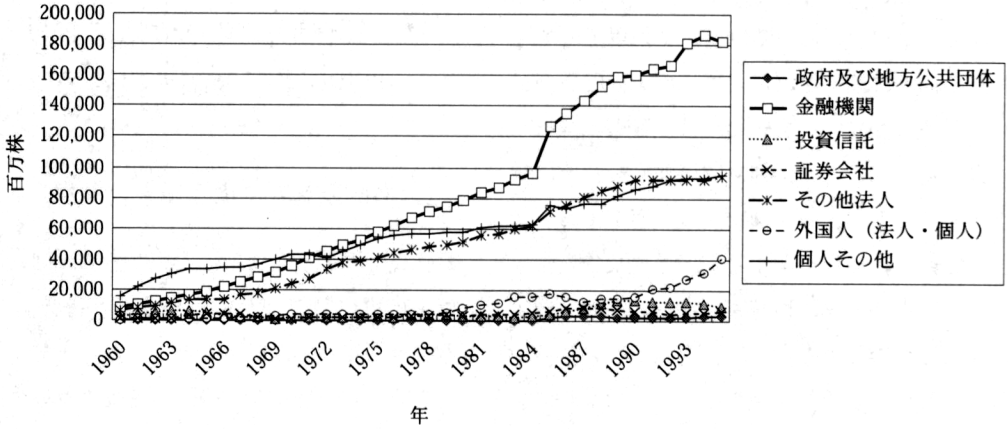
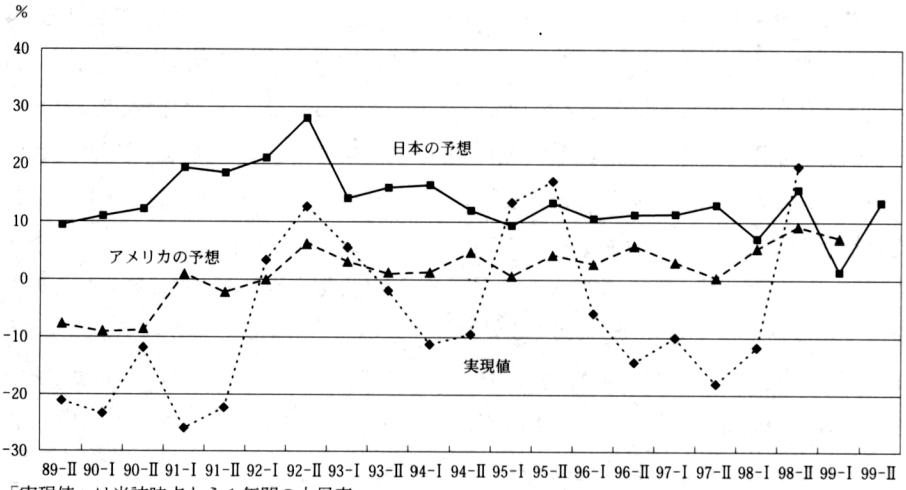


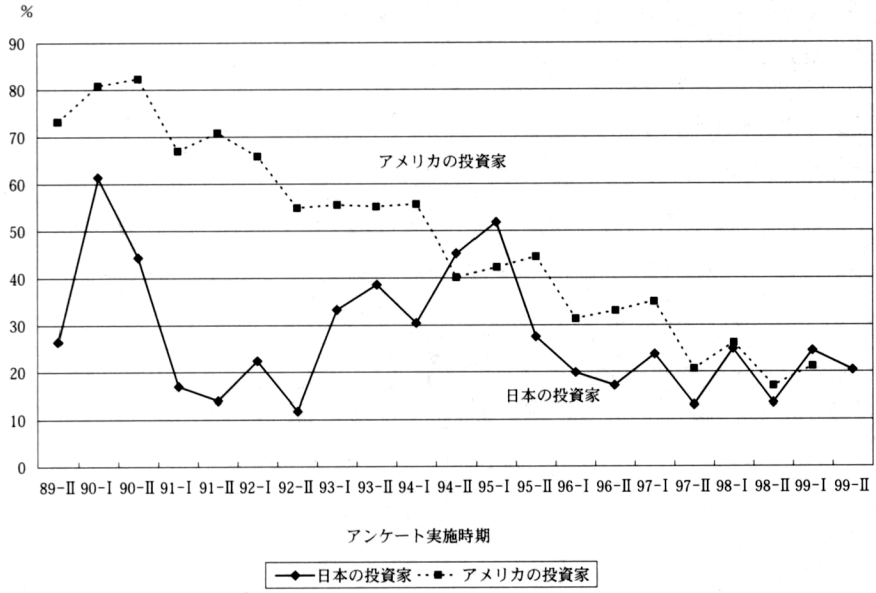
図２　日経平均の上昇率（年率）



「実現値」は当該時点から１年間の上昇率

1989年夏から半年毎に計22回行われ，日米の機関投資家に共通の質問を含んでいる。質問の１つが現在を基準に将来時点（１ヶ月後，３ヶ月後，６ヶ月後，１年後，10年後）の株価（日経平均と NY ダウ）の予想である。この結果，日本の投資家はアメリカの投資家より一貫して楽観的であった。たとえば，1989年における１年後の株価について，日本投資家は10％近く上昇すると予想し，アメリカの投資家は９％下落すると予想していた（図２）。また，日本の株価がファンダメンタルズあるいは合理的な投資価値に比べて，高い過ぎるかどうかという問いに対して，1989年調査では，アメリカの投資家の70％以上が日本株は高すぎると答え，高すぎると答えた日本の投資家は30％以下であった（図３）。他方，NY ダウの動向について，アメリカの投資家は95年まで一貫して日本の投資家よりも高すぎると予想している。95年には日本の投資家もアメリカの投資家なみに NY ダウはバブルであると認識しているが，その後，97年では，株価が高すぎるという答えは日本の投資家で３分の１程度であるのに対して，アメ

図3　日本の株価は高すぎる



〔出所〕図2，3は筒井論文からの引用。

リカの投資家では3分の2であった。アメリカの投資家は日本の投資家より冷静に株式相場に対峙していると判断される。

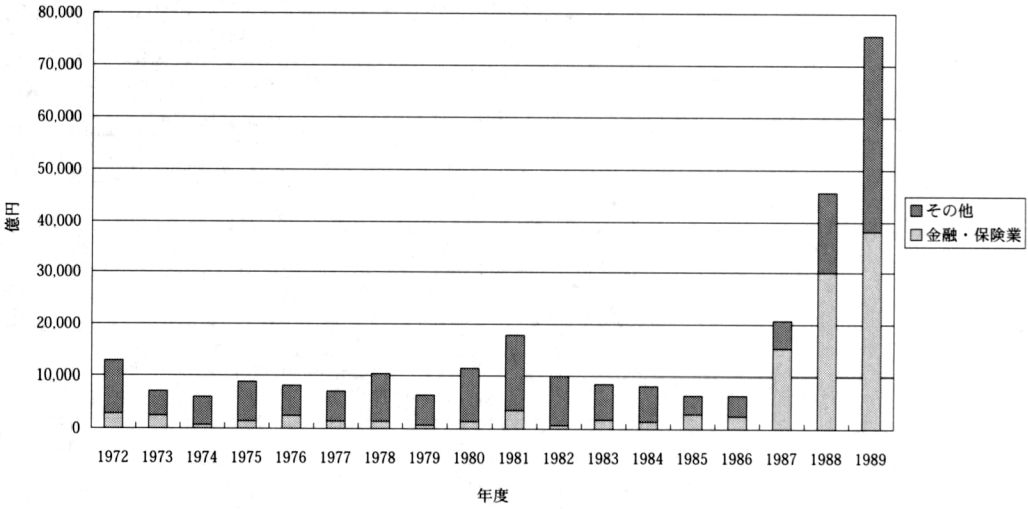
Ⅵ. 株式持ち合い解消における各投資家の行動

1. 株式持ち合いの形成プロセス

株式持ち合い解消売りから株価下落が問題になっているので，まず，株式持ち合い形成プロセスを再確認しておこう。図1は株式保有構造をよく見られる保有比率ではなく，絶対株数表示したものである。絶対値をみると，市場にある既発行の株式を吸い上げて株式持ち合いしたのではなく，あらたな株式発行によって行われたことが確認できる。株式持ち合いを3つの期間に分けてみると，株式持ち合いの特徴が顕著になる。1970年代前半から銀行等金融機関とともに事業法人（図1ではその他法人）の保有株数がかなり増加している。この期間，個人の保有株数はほとんど減少していないので，個人保有株が金融機関や事業法人へシフトしたのではなく，新たに株式が発行され，それを金融機関と事業法人で持ち合う，あるいは，事業法人同士で持ち合うことが進めれていた。この時期に外資がわが国株式市場に流入してきた。その目的は割安な日本株保有であり，より積極的には，支配権を確保するためであった。この外資攻勢に対して，わが国の株式市場が取った政策は株主安定政策であった。企業の設備投資を行うなどの目的ではなく，持ち合いのための増資を行って，株式を交換・保有したのである。大蔵省証券局年報にも安定株主を作る目的で，積極的に増資したという記述がみられる[5]。

1970年代後半から80年代前半にかけても株式持ち合いは増加していった。この時期の企業の資金調達の主流は銀行等の金融機関であった。銀行は資金提供者であり，企業のリスクの受容者でもあった。この機能を全うするためには企

図4　金融・保険業の有償増資



業を監視しなければならない。資金提供者である銀行と資金需要者である企業の間には情報の非対称性が存在する。この情報格差を縮小するための手段として，株式持ち合いが促進されたのである。日本経済の強さは海外ではみられない株式持ち合いの経済的効果を注目することとなり，国内外の研究者による研究論文が発表された[6]。

さらに，1980年代後半，事業法人の株式保有株式数の増加がみられるが，それ以上に金融機関の保有株式数が急増している。図4は金融・保険業の有償増資額を示したものである。80年代後半，とくに，銀行株が急騰していた87年から89年にかけての増資が非常に大きい。これは銀行が大企業の銀行離れという傾向を食い止めようと積極的に株式を発行し，関係ある事業法人に株式保有してもらったため，株式持ち合いが進んだのであった。なお，金融機関の投資目的株式保有増加や銀行の株式発行の急増はBIS基準を意識した部分も大きかったのも事実であった。1980年代半ばになると，わが国の大企業の資金調達は銀行よりも証券市場を通して行うことが可能になった。たとえば，社債発行は国内ではいまだ厳しい規制があったが，証券市場のグローバル化で海外市場での発行も可能となったのである。銀行の積極的株式発行と持ち合いの増加は時代の動きに逆らっているようにみる。

2. 株式持ち合いの維持の意味

株式持ち合いが外資攻勢による支配から国内企業を守るための株主安定化政策により強化された。さらに，銀行の企業貸出における銀行と企業の情報格差を埋めるために株式持ち合いは経済的意味があると考えられてきた。しかし，80年代半ばには，大企業は銀行借入によらない，すなわち，国内外の証券市場から資金調達を行ってきたのである。この段階で，なぜ，株式持ち合いの解消が進められなかったのであろうか。さらに，株価バブルが崩壊したにもかかわらず，持ち合いされた株式が持ち合いの経済的意義が消滅したかどうかというチェックがなされた形跡はないようである。株式持ち合い解消が目立つようになったのはバブルが崩壊して

から5年以上もたってからである。

3. 株式持ち合い解消と市場売却

株式持ち合いのプロセスからみると，有償増資で集めた資金は企業の生産に結びついたのではなく，銀行と企業間の関係強化のためにのみ使用されていた。単純に考えると，株式持ち合いの経済的意味が失われたのであれば，株式を交換して持ち合いを解消するのがもっとも簡単でよい方法のように思われる。実際には，自己株式購入で株式を消滅されることが考えられるが，購入資金の確保，購入のタイミングなど難しい点も多い。なお，株式売却傾向をつよめた要因のひとつは時価会計への制度変更である。この制度が導入されなければ，売却のスピードはここまで早まらなかったかもしれない。株式保有に関する株価変動リスクが拡大し，市場売却が急増してきている。売却される株式が魅力的であるならば，投資家は喜んで購入する。しかし，現状，売却株がすべて魅力的ではない。日本の株価が低迷して久しいが，これは企業業績を評価した結果であり，持ち合い解消売りは株価下落要因とならざるをえない。

4. 誰が売却株の購入者か

株式持ち合い解消による株価売却は総体的には株価下落要因であるが，ミクロベースでは，株価上昇をもたらすこともある。企業業績が今後上昇すると期待される企業の株式は積極的に購入される。他方，業績不振が解消されないと判断される企業の株価は下落が激しい。つまり，株式売却により，企業が厳しく選別されるのである。

では，売却された株式は誰がどのように購入しているのであろうか。1998年から3年間に大手9行および信託銀行の株式売却が11兆円ほどであった。購入者で目立つのは外国人である。さらに，中野によると，売却株の多い上位100社について調べたとき，外国人の購入した株式を購入後1年でみると，株価が上昇した銘柄が多い。外国人は企業業績からみて割安株をしっかり購入したともいえよう[7]。

5. わが国の株価形成に影響を与えるのは誰か

わが国の株式市場における外国人の存在は非常に大きくなってきている。保有比率で20%近いし，売買高では25%以上を占めている。外国人が日本株をしっかりチェックして売買していることは株価形成に大いに貢献していると評価されるであろう。しかし，日本の投資家も外国人が獲得している収益を得たい。個人投資家が資産運用を託す機関投資家（国内外の）がしっかりと株価選別してくれなければ，リスク投資の成果が得られない。わが国市場の機関投資家の運用能力と企業選択の向上が期待されよう。

Ⅶ. 非効率的市場と機関投資家

1. 非効率的市場と機関投資家

金融ビッグバン以降，ベンチャー株式市場の創設により，わが国の証券市場も新たな段階に突入した感がつよい。しかし，このようなベンチャー市場は既成の市場に比して情報が少ないが故にリスクは高いが，高い収益が得られる機会も提供している。

ベンチャー企業への投資などのオルタナティブ投資が盛んになってきたのは，機関投資家が既成のかなり効率的市場な投資で得られる収益には限界があり，より高い収益をねらって非効

率的市場へ進出したのである。非効率的市場の参加者は情報が少ない，市場の流動性が少ないことは充分に承知の上で，他の投資家を凌駕できる自信（および実力）のある者でなければならない。参加者は一部裕福な個人投資家もいるが，大部分はプロの投資家である機関投資家である。米国では年金の投資先の１つとしてオルタナティブ投資が重用視されている。

オルタナティブ投資は闇雲にリスキーなものに投資をしているのではなく，非効率的市場から生ずるリスクをも勘案して投資をしている。さらに，非効率的な市場への投資は従来の市場では脚光を浴びるチャンスのなかった企業の発掘，資源の開発，不良債権の効率的処理など経済的にみて有用なものである。わが国においては，オルタナティブ投資はこれから発展しなければならないが，機関投資家のこの分野での役割は非常に重要である。

2. オルタナティブ投資の特徴[8)]

オルタナティブ投資（Alternative Investment）は整備されている市場における投資に対してオルタナティブな投資という意味であり，身近な例としては，上場株式への投資に対して，東証マザーズあるいはナスジャック・ジャパンに公開されている株式，あるいは，未公開株式への投資である。オルタナティブ投資の範囲は際限なく広がり，個別列挙されるものではないが，よく知られているものとして，ヘッジファンド，プライベート・エクイティ，不動産の証券化商品，マネージドフューチャーズなどがあげられる。

3. 非効率的市場への投資

企業が成長するプロセスをみると，企業が公開され株式が取引所に上場される前の，未だ海のものとも山のものとも判断できないときに投資をすることはリスキーであり，論理的に説明できない部分がある。だが，誰かが投資しなければ企業は育たない。あるいは，流動性のない不動産を活用するために証券化を利用する。オルタナティブ投資は従来の証券投資が敬遠してきた，情報がない（少ない），流動性がない（低い）といった商品への投資である。従来，証券投資を論ずるとき，市場の効率性が常に問題にされて，非効率的市場は投資対象から外されてきた嫌いがある。

非効率的市場が脚光を浴びてきたのは，そもそも証券がリスクをとる手段としてすぐれたものだからである。さらに，リスクは扱い方によっては，減らすことができたり，水準を変えたり，負担を分け合ったりできる。当然，リスクをとれば，莫大な収益をつかむチャンスが得られる。ファイナンス理論，とくに，金融工学の発展は非効率的市場の魅力を高め，オルタナティブ投資を盛んにさせてきたのである。リスクの負担の仕方を多様化して，さまざまな金融商品の開発や利用は金融知識の高い機関投資家に向いているのである。

4. 新しい芽をつぶさないために

東証マザーズやナスジャック・ジャパンが鳴り物入りで創設されたが，ITバブルの崩壊により試練のときを迎えている。新規上場株の上場価格，あるいは，上場後急騰した株価は上場時点で業績がまったくなく，今後，何年で収益が黒字になるかという見通しもない企業を評価したものであった。高いリスクを考慮すれば，そんなに高い株価（現在価値）で買うことは説明できない。投資家は長期的視野に立って評価

するより，短期に急騰するであろう株価からの瞬間的なゲイン狙いであった。このような投資家では，ベンチャー企業の評価をすることはできない。

ベンチャー株式市場は流通市場も整備されていない。だからといって，ベンチャー株式市場はわが国ではうまく機能しないと結論づけるのではなく，どのように機能させるかを考えなければならない。ここでも主役になるのは機関投資家である。ベンチャーファンドを運用するベンチャー・キャピタルは公開前から企業に投資し，よい企業を上場させる。このとき，企業の選択以上に重要なことは，選択した企業を成長させるような経営指導を行うことである。この分野での収益率を日米で比較すると，日本のベンチャーファンドは米国の4分の1ほどであると報告されている。この差は経営指導によって生じていると解釈されている。たとえば，日本の生損保系のベンチャーキャピタルは数千万円をベンチャービジネスに投資し，経営にほとんど口を出さない[9]。

資産運用を行う対象は既成の成熟した効率的市場からあらゆる分野に拡大してきている。このような分野に積極的に関われる機関投資家（資産運用機関）の存在は，投資運用サイドからばかりでなく，資金調達サイドからも重要である。

Ⅷ. 資産運用と投資家教育

1. 401k導入とアメリカのリスク投資

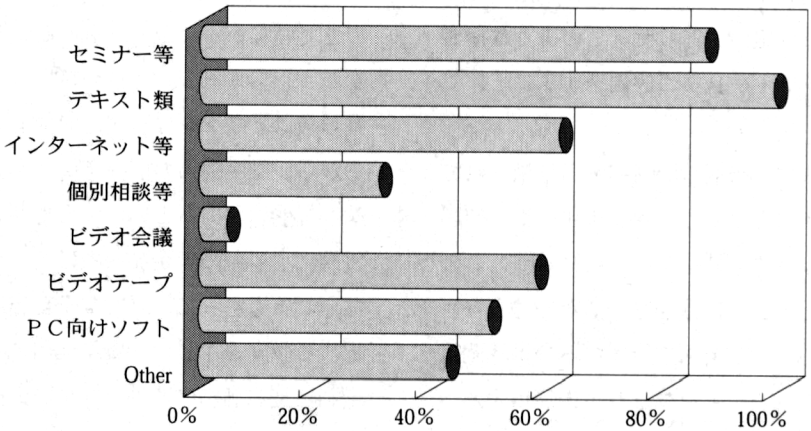
アメリカにおいても，個人投資家の投資信託がポピュラーになったのは古い話ではない。ということは，アメリカでも個人投資家の多くはリスクとリターン，分散投資の効果などを理解できていなかったのである。この流れが大きく変わったのが401kの導入であった。確定拠出型年金はリスクを自己責任で負担するものであるから，制度導入の前提条件は年金加入者に資産選択能力があるということである。しかし，実態は，多数の年金加入者はリスクを理解できないこともあって，過度な安全志向の投資を選択する傾向を示した。資産運用に必要な税制や金利と証券価格の関係，リスク分散に関する知識不足が指摘されるが，投資家本人は投資に関して何を知らないかを知らないという状態であった。401kの導入は投資家に投資教育なくしてありえなかったのである。

2. 401kと投資家教育[10]

401kが加入者に与える恩恵はリスクをうまくとれば，老後の生活が豊かになるということである。さらに，リスクをとることによって経済は活性化され，経済成長の果実が資金提供である加入者に配分される。わが国で確定拠出型年金が議論されだしたのは，確定給付型年金制度が制度疲労を起こして年金制度の見直しが必要になったからである。しかし，資産運用の観点からより積極的に導入の意義をとらえるべきであろう。

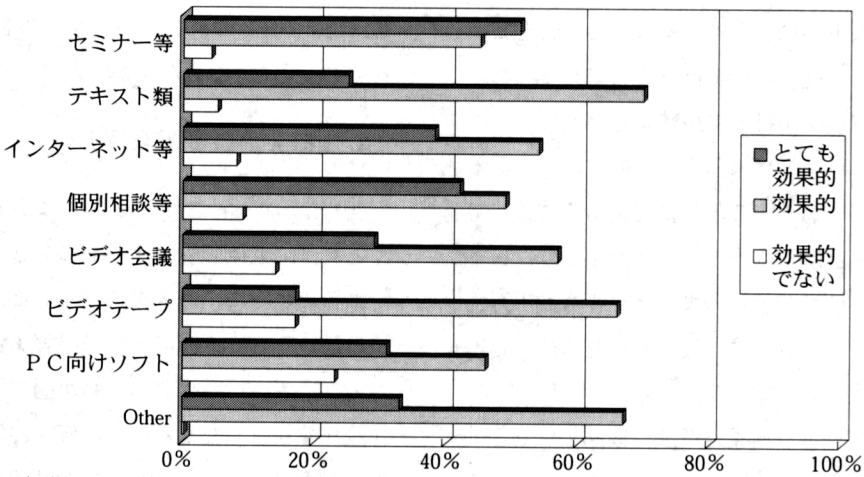
確定拠出型年金法案が国会を通って，10月1日から施行されることとなった。日本版401kの運用の特徴は①最長で30－40年の超長期の運用，②制度外への途中引き出しが原則禁止であり，着実に運用できる，③拠出時あるいは運用時のわづかなリターンの差も長期運用を持続すれば非常に大きな差になる。401k型の資産運用が一般の資産運用と異なるのは，運用目的が明確であり，運用期間が制度的に長期であると

図5　教育ツールの利用状況



〔出所〕Hewiit 社資料より NRC 作成。

図6　効果的な教育ツール



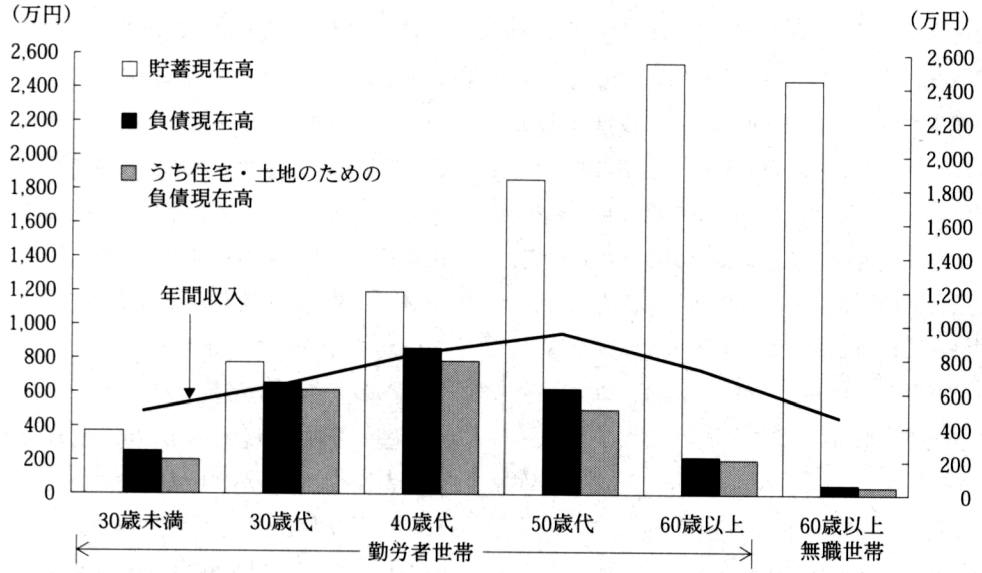
〔出所〕Hewiit 社資料より NRC 作成。

図5，6は日興リサーチセンター年金研究所『年金レビュー』2000年11月から引用。

いうことである。個人投資家の投資信託運用がデータからみると，売買回転が非常に高く，短期運用をしていることと比較すると，長期投資の芽が401ｋを通して出てくることが期待される。さらに，20，30年後のリターンに大きな差が生じるのは今ほんの少しリスクを取ることが理解される。つまり，リターンの差はリスクの差であることが投資家に浸透させられる。

ここで重要なのが投資家教育である。投資家は401ｋが導入されただけでは変化できず，401ｋ制度の運用のための投資家教育が必要である。アメリカの投資家教育の実態からも教育の難しさが実感させられる。教育は制度導入時点，制度加入期間，退職時点で提供されるが，とくに，制度加入期間における運用目標のチェックが重要である。投資教育項目が図5に列挙されているが，アセット・アローケーションに関する教育はほぼ100％なされている。運用目標達成にはいかにアセット・アロケーションを行うかであり，それを反映した教育となっている。図6は効果的な教育ツールが示されているが，どのツールも教育効果には限界があ

図7　世帯主の年齢階級別貯蓄・負債現在高（勤労者世帯）



〔出所〕『貯蓄動向調査平成11年度』から引用。

り，いくつかのツールを組み合わせが必要であり，教育の多難さを示していよう。

3. 運用商品の選択

確定拠出法案には，「運用方法の選定および提示」の中で，「元本確保型を含めた3種類以上の運用商品を選定し，投資家に提示する」こととなっている。年金の運用管理機関やスポンサーは投資家に提示する商品を選定しなければならない。投資家が充分に分散投資でき，適当なリスク水準が選択できるような商品が選択されねばならない。投資家にとっては，莫大な商品から選択する代わりに，厳選された少数の商品から選択することは，情報の節約が図られるから大歓迎である。他方，商品選択する運用管理機関やスポンサーの責任は非常に大きい。

4. 運用コストとパフォーマンス

リスクをともなう証券投資を個人投資家に浸透させるためには，投資家教育が非常に重要であることは，今日，広く認識されるところとなった。しかし，投資家教育はなかなか進んでいないのが現状である。小中学校から証券取引を体験するような教育も始まっている。しかし，その効果を待っているほどの時間的余裕はない。401k制度の導入は投資家教育を進めるためにも効果的なものであろう。しかし，現在，50，60代の投資家には効果的でない。

図7から明らかなように，わが国の一世帯あたり金融資産残高のピークは60歳以上の投資家である。このような投資家は投資期間がそれほど長くないので，確定拠出型年金のように長期投資のリスク低減効果は低い。だからといって，資産の大部分を預貯金しておくことは得策でない。資産運用サービスはリスク水準をコントロールできるというとことこそがセールス・ポイントがある。たとえば，株式，あるいは，株式投資信託はそれ自身，リスクは高いがリスクの低い公社債を組み合わせることによって，受容できるリスク水準の資産選択が可能である。

期待される資産運用サービスはブティック型の投資信託販売会社とファンド・オブ・ファンズである。前者は販売会社が顧客に自信をもって薦められるファンドを選択する。投資家は限られたファンドから各自のリスク水準にあったファンド，あるいは，ファンドの組み合わせを選択する。後者は，ファンドの組み合わせを資産運用会社が既製品として作成して販売する。いずれも，自分でファンドを選択するよりもコストは高いが，サービスがよければ，コストを支払う価値はある。

Ⅸ．おわりに

――わが国の資産運用産業の発展のために――

わが国の資産運用管理産業は多大の情報生産コストをかけている割には，その成果があがってこなかった。問題になるのは情報の質である。資産運用会社はそれぞれ証券アナリストを使って，世界経済，国内経済，産業別，企業別に関する情報収集・分析を行っている。しかし，生産された情報は似たり寄ったりであり，それに基づいた資産運用も似たり寄ったりとなりがちである。同じような情報を生産するために，個別に資産運用会社が多額のコストをかけるのを見直さなければならない。

資産運用に関して，経験も浅いし，人材も充分に育成されていない。これを補うために，わが国の金融・ファイナンス学会を中心に，研究者と実務の人々が豊富な実証研究を積み重ねてる必要があろう。アメリカの証券市場での行動や結果が日本の市場でも同じように生じているという保証はないからである。

わが国の株式市場の価格形成につよく影響を与えるのは，実証研究などから外国人投資家である。賢明な投資家が株価を効率的に決定するのであれば，投資家の国籍は問わなくてよいという意見もあろう。外国人投資家の影響の大きいアジアの株式市場を観察すると，外国人の投資は短期になりやすい。株式投資を経済ファンダメンタルズによって行うにしても彼らの海外投資はそのポートフォリオの一部であり，ファンダメンタルズの変化に機敏に反応して，資金を国から国へとシフトさせる。さらに，為替レートの変動にも迅速に反応している。

外国人投資家のもう一つの特徴は流動性の高い大型株への投資が多いということである。つねに世界の中でもっとも投資効率のよい国に投資をしようという投資戦略では，資金シフトが容易であることが重要な投資条件となっている。その結果，規模の大きくない企業の株価形成は国内投資家が重要な役割を果たさねばならない。個人よりは株価形成に影響をつよく与える機関投資家（資産運用管理会社）に大きな期待がかかる。

機関投資家，あるいは，資産運用管理会社が国内であろうと国外であろうと問うところではない。海外の資産運用の経験やノウハウは大いに利用すべきであり，その成果を日本の投資家の資産運用に生かすことが求められている。

株式市場の最大の機能は効率的な株価形成であり，そのためには資産運用管理会社のパフォーマンスがそれを評価するバロメーターであることを述べてきた。しかし，この評価を活かすためには，評価対象となった会社の経営が速やかに改善される環境が整備されなければならない。たとえば，株式市場での評価とは，経営効率の悪い会社を倒産させるのが目的ではない。会社をダイナミックに変化させていくためのものである。価格形成には株主は会社に対し

て，積極的な意見を述べるということも含まれている。

さらに，もっとも重要なことは，資産の最終供給者である個人投資家の充分な保護である。最終投資家が証券市場への投資を機関投資家（資産運用管理会社）を利用しなければならない場面が急増する。欧米に比較すると，わが国の投資家保護は不完全であることが指摘されている。自己責任の下での投資家保護の環境整備が迅速になされなければならない。

補　論

1. 銀行の評価をギブアップした株式市場

1970年代後半から1980年半ばまで，株式市場は銀行をまったく評価してこなかった。銀行株の売買高は少なく，価格はほとんど変化せず，さらに，横並び状態であった。また，支払い配当も同じ金額であった。当時の銀行は政策当局である大蔵省が経営監視をしており，株式市場は銀行のガバナンスを監視する役割から降りていたのである。わが国の金融市場が銀行システムと証券市場システムの２本建てで互いにシステム間競争するためには，金融機関を証券市場でチェックする事が重要である。しかし，1980年代半ばまではその機能はまったく働かなかった。

1980年代後半，銀行株価が高騰し，銀行の増資が急増した。増資の要因の１つは，BIS 規制をクリアするための自己資本充実であったが，そのためだけではなかった。高い株価を利用して株式持ち合いを強化したのである。当時の銀行は積極的に不動産投資を直接，あるいは間接的に行って業績を伸ばしていた。株式市場は銀行を高く評価しすぎたのである。銀行は積極的に貸出を行った。しかし，このときの安易な貸出は大量の不良債権となって，バブルがはじけてから10年以上もわが国の経済を悩まし続けている。

株式市場は銀行産業の評価をギブアップし，銀行は価格変動から生じるリスクを無視して，土地や株式を担保に貸出を行った。銀行システムと証券市場システムが互いに競争しあい，監視しあうことによって，金融システム全体を効率的に機能させるというシステム間の競争はうまく働かなかった。

2. アジアの株式市場と外国人投資家

1990年代の初めに東アジアの経済が急成長し，ミラクルアジアと賞賛されたとき，アジア各国では資本市場の育成が奨励され，とくに，株式市場は好調な経済を反映して急速に拡大したのであった。経済成長に必要な資金の供給ルートは，アジアの発展途上国においては主に銀行等の金融機関であった。経済発展のインフラ整備に必要な資金は政府の息のかかった国営銀行を中心に信用割り当てされた。このようなシステムは次のステップである民間企業の育成・成長にあわせて改革され，金融自由化とともに民間金融機関の増加・競争が促進された。この動向は，さらに，資金配分を市場メカニズムにまかせる資本市場，とくに，株式市場の育成を促し，政府が主導権を取りながら証券取引所改革を積極的に展開したのである。資金配分を公正で効率的に行うためには，銀行システムだけではなく，資本市場（株式市場）とシステム間の競争および補完関係が必須条件と考えられたからである。

株式市場の育成は国内要因ばかりによって要請されたのではなかった。東アジアの発展には海外要因がつよく関与しているが，金融に関しても例外ではなかった。海外投資家は資金供給にあたって，国内金融システムの安定性・透明性を要求し，とくに，株式市場が機能することを求めていた。株式市場は取引所中心に改革が実行され，短期間のうちに，コンピュータ化，情報配布システム，決算・受渡システムなどが整備された。これは政府が迅速な株式市場改革を決定し，実行したためであるが，取引所システムのハードウェア部分の整備は海外のノウハウを利用することによって比較的容易にクリアできたのであった。

1997年のタイ発の通貨・金融危機はアジアの周辺国に伝染したが，金融危機は当初に予想されたよりはるかに巨大化し，危機直前には高い成長率を持続してきた実物経済の成長も軒並みマイナスに転落してしまった。各国の金融政策当局が銀行等の金融システムと証券市場システムを競争・競合させて機能させるもくろみは裏目に出て，２つのシステムは相乗的に悪化してしまった。危機直前の高い経済成長はバブル状態であり，通貨危機をキッカケにバブルが崩壊し，銀行システムでは大量の不良債権，株式市場では株価暴落で多額のキャピタル・ロスが発生したのである。

証券市場を機能させるにはさまざまな要因があるが，流通市場の重要性を考えると，価格形成を担当する投資家の行動が１つのカギである。発展途上国の市場の大きな欠点は短期売買の国内投資家と海外投資家が主プレーヤーであり，国内機関投資家はほとんど未成熟である。東アジアで生じた金融危機に類似した現象は経済成熟国家で世界経済の優等生といわれてきた日本でも，バブル発生から崩壊およびその後の10年間，海外投資家の保有比率や売買高が株式市場において，存在感を増してきている。すなわち，海外投資家の行動が価格形成に影響をあたえることが多くなってきているみえる。海外投資家の賢明な行動はわが国の株式市場にとってよいことである。しかし，海外投資家はグローバルな視点から日本株を取引しているから，資金の流出入が激しいことが特徴である。海外投資家と競える国内機関投資家が重要になってこよう。

注

1）重要情報の定義が必ずしもはっきりしないので，企業は情報公開に慎重になっているといわれている。多くの証券アナリストらはこの規則導入後，企業の開示情報の質が低下したと考えている（『日本経済新聞』2001年５月28日朝刊の記事より）。

2）山田　健「わが国オープン型株式投信のパフォーマンス分析」『証券アナリストジャーナル Vol. 35』1995年５月などを参照。

3）Yoshio Iihara, Hideari Kiyosi Kato and Toshifumi Tokunaga, *Investors Herding on the Tokyo Stock Exchange*, Discusstion Paper.

4）筒井義郎「アメリカの株価はバブルか：アンケート調査に基づく分析」『証券アナリストジャーナル Vol. 38』，2000年２月を参照。

5）昭和47年版『大蔵省証券局年報』を参照。

6）野間敏克「第６章　日本の企業金融」，筒井義郎編『金融分析の最先端』東洋経済新報社，2000年７月などを参照。

7）中野充弘「株式持ち合い構造の変化」神田秀樹編『株式持ち合い解消の理論と実務』㈶資本市場研究会，2000年２月を参照。

8）津田信吾「新しい資産クラスとしてのオルタナティブ投資について」『証券アナリストジャーナル Vol. 38』，2000年４月などを参照。

9）調査対象は1983年から1999年までに設立したファンド（日本99本，米国782本）を設立年毎に99年末までの内部収益率を計算したものである（『日本経済新聞』2001年５月28日朝刊）。

10）この項は「日本版401（ｋ）における投資家教育と運用商品選択のあり方(2)(3)(4)」『日興リサーチセンター年金研究所』を参照した。

（武蔵大学経済学部教授・当所客員研究員）