

公的マネーと株式市場

原 田 喜美枝

一、はじめに

日本銀行による上場投資信託 (Exchange Traded Fund)。以下、ETF) 買い入れと、公的年金を運用する年金積立金管理運用独立行政法人 (Government Pension Investment Fund)。以下、GPIF) による国内株式運用を合わせた「公的マネー」のあり方に関する問題が浮上している。

公的マネーは、株価を買い支えるという効果が大きい反面、弊害も大きい。GPIFと日本銀行

の行動は幾つかの面で異なるが、影響が同一のも
のとして語られていることも多い。日本銀行のE
TF買い入れ政策に関する危機意識は現時点では
あまり強くないようだが、近い将来大きな問題を
もたらす。本稿では公的マネーがもたらす弊害に
ついて、とりわけ日本銀行のETF買い入れ政策
の問題点について、両者の違いを意識しつつ、
データを用いて考察する。

二、日本銀行によるETF買い入れ策の変遷

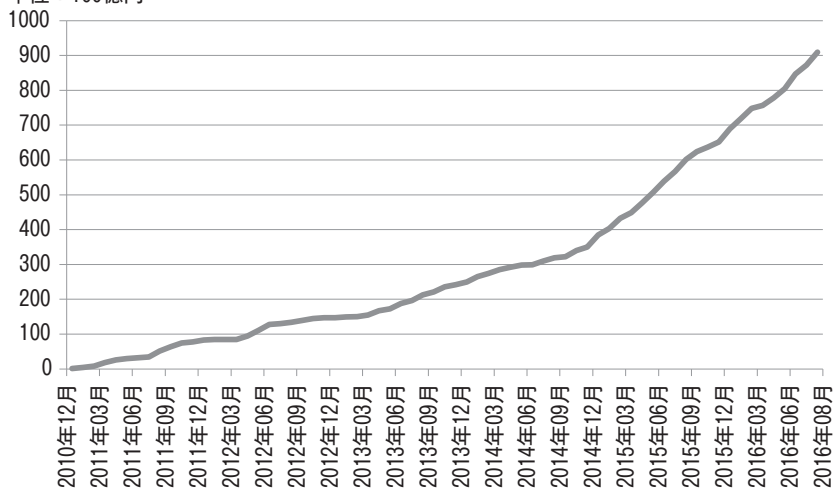
日本銀行がETFやJ-REIT等の資産買い入れの基金を創設したのは二〇一〇年一〇月の金融緩和以降である。同年一二月から指数連動型ETFを購入する非伝統的手法が実施されている。当初は、日経平均株価とTOPIXに連動するETFに限定して、年間〇・四五兆円を限度に買い入れる政策であったが、その後、非伝統的金融緩和策は強化された。二〇一三年四月からは年間買い入れ枠は一兆円に、二〇一四年一〇月末には三兆円に、二〇一五年一二月からは三・三兆円に、そして二〇一六年七月には六兆円へと拡大された。この間、JPX日経インデックス四〇〇指数に連動するETFも買い入れ対象に追加された。

二〇一五年一二月には「設備・人材投資に積極的に取り組んでいる企業」の株式を組入れたETF（日本では俗称として「賃上げETF」と呼ばれるが、米国ではこの種のETFは「スマートベータ型ETF」と呼ばれることが多い）を年間三〇〇億円買い入れる方針が発表されたが、当時日本には同種のETFは存在しなかった。¹¹⁾

買い入れの結果（約定日ベース）は買い入れた日のうちに発表される。二〇一六年九月は、七日、九日、一二日、一三日、一四日、一五日、二一日、二六日、二七日、二八日の計一〇日に買い入れがあり、金額はそれぞれ七三三億円、一ヶ月のETF買い入れ額は七三三〇億円であった。二〇一六年九月二六日の一日の売買代金は東証一部で一兆六九四五億円、東証二部で一四三億円、両者の合計は一兆七〇〇億円強であることから、日本銀行による一日の買い入れ額七三三億円は東

図表 1 日本銀行保有のETF 残高

単位：100億円



〔出所〕 Bloomberg の『JMBETF INDEX』より筆者作成

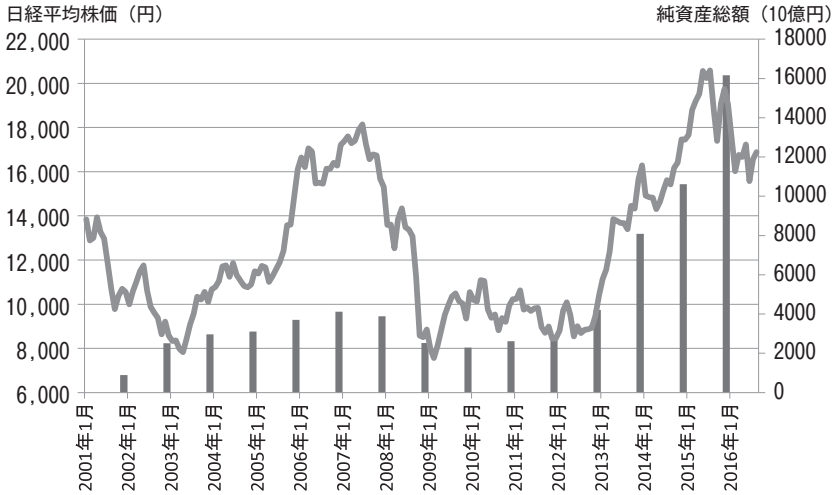
証における一日の売買代金の四％以上を占める計算となり、無視できない大きさであることがわかる。

二〇一〇年以降の累積金額でも巨額である。二〇一六年八月末時点で累積買入れ金額は九兆九一二億円となっている（図表1参照）^{○(2)}。

日本銀行がETFを購入する条件は公表されていない。日本銀行が独自に定める基準に従って、受託者である信託銀行が買入れをおこない、買入れたETFは信託銀行の信託財産として管理されている^{○(3)}。

ただし、銘柄別（連動指数別）に買入れ限度額が存在する。現状では、三兆円については従来通り三指数に連動するETFを対象に、二・七兆円についてはTOPIXに連動するETFを対象に買入れることになっている^{○(4)}。

図表2 ETF 市場の純資産残高と日経平均株価



〔出所〕 東京証券取引所のデータより筆者作成

三、日本のETF市場の特徴と特殊性

日本におけるETF市場全体の純資産総額は二〇一六年八月末時点で約一六兆円である。日本銀行によるETF購入金額は同時点で九兆円を超えている。購入金額と純資産総額という違いがあり、単純に比較できない面はあるが、日本銀行のETF買い入れが市場に与える影響は無視できない大きさとなっていることは明らかである。

近年、ETF市場の純資産残高と日経平均株価の連動性は高まっている(図表2参照)。二〇〇一年から二〇一〇年までの両者の相関係数は〇・七三であったが、二〇一三年から二〇一五年にかけての相関係数は〇・九六と高い⁵⁾。この背景には、後で詳しく述べるように、日本銀行によるE

図表3 純資産総額ランキング

(単位：百万円)

	コード	略称	指標銘柄	売買代金	純資産総額 (2015年末)
第一位	1321	225投信	日経平均株価	12,446	3,239,536
第二位	1306	TOPIX 投	TOPIX	6,442	2,945,650
第三位	1330	上場225	日経平均株価	3,876	1,576,611
第四位	1320	ETF・225	日経平均株価	3,699	1,491,050
第五位	1305	ETF・TPX	TOPIX	1,310	1,377,242

〔出所〕 東京証券取引所『ETF/ETN Annual Report』（2016年版）より筆者作成

TF買い入れが関係していると考えられる。

純資産総額トップ五（図表3）のうち、第一位、第三位、第四位は日経平均株価に連動するETF、第二位と第五位はTOPIXに連動するETFが占めていて、上位五銘柄の全てが日本株に連動するETFとなっている。この上位五銘柄の純資産残高の合計は一〇兆六三〇億円、わずかに五銘柄で日本のETF市場全体の六七％もの残高を占めている。

しかし、一日平均売買代金（図表4）では、デリバティブ型ETF（レバレッジETF）の取引が上位を占めている。デリバティブ型ETFは短期保有で繰り返し売買されるのに対し、日経平均株価とTOPIXに連動するETFの取引は活発ではなく、一度購入されると長期保有される傾向にある。

日本銀行が買い入れたETFは、信託銀行など

図表4 一日平均売買代金ランキング (単位：百万円)

	コード	略称	指標銘	売買代金	純資産総額 (2015年末)
第一位	1570	日経レバETF	日経平均レバレッジ・インデックス	169,628	734,494
第二位	1357	日経ダブルインバース	日経平均ダブルインバース・インデックス	15,120	36,437
第三位	1321	225投信	日経平均株価	12,446	3,239,536
第四位	1579	日経レバレッジダブル	日経平均レバレッジ・インデックス	10,662	50,886
第五位	1306	TOPIX 投	TOPIX	6,442	2,945,650
第六位	1568	TP レバレッジダブル	TOPIX レバレッジ (2倍) 指数	5,595	40,841

〔出所〕 東京証券取引所「ETF/ETN Annual Report」(2016年版)より筆者作成

を通じて間接的に保有されており、株式名簿には記載されない。⁽⁶⁾ 信託銀行が保有する日本株に連動するETFの純資産総額の推移は図表5(連動対象のカテゴリ別にみた投資部門別保有純資産総額の比較)である。二〇一二年七月の一兆二八〇一億円から、二〇一五年七月には八兆八〇五六億円へと六・九倍に増えている。

ETF市場の純資産残高における中央銀行の存在感が異様に大きいというのは他国に類を見ない日本のETF市場の特殊性である。⁽⁷⁾ 現在、ETFを政策保有目的で購入している中央銀行は日本銀行において他に存在しない。⁽⁸⁾

四、GPIFによる株式運用

GPIFによる国内株式の組入れ目安は二五％であるが、二〇一六年三月末時点で、国内株式に

図表5 連動対象のカテゴリ一別に見た投資部門別保有純資産総額の比較
日本株指数（億円）

	2012年7月	2013年7月	2014年7月	2015年7月
都銀・地銀等	4,943	6,622	14,831	17,829
信託銀行	12,801	27,135	43,774	88,056
生命保険会社	2,007	5,735	5,293	4,360
損害保険会社	280	39	38	218
その他の金融機関	3,866	5,898	7,555	9,149
証券会社	2,259	4,772	4,520	7,109
事業法人等	950	1,253	1,825	1,605
外国法人等	2,739	5,436	7,794	11,188
個人・その他	2,763	4,367	4,898	6,744

〔出所〕 東京証券取引所『ETF/ETN Annual Report』（2013年版、2014年版、2015年版、2016年版）より筆者作成

よる運用は二二・〇九%、金額は三〇兆五八〇九億円となっている。このうち、パッシブ運用は二四兆九二八四億円、アクティブ運用は五兆六五二五億円である。国内株式全体を一〇〇%としてみた場合、パッシブ運用の割合は八一・五二%、アクティブ運用の割合は一八・四八%となっており、圧倒的にパッシブ運用の割合が大きい。ここでいうパッシブ運用とは、市場の動きを表すベンチマークどおりに運用することであり、市場平均並みの収益率を確保することを目指す方法のことを主に指す。つまり、パッシブ運用と呼ばれる運用であっても、購入しているのは個別銘柄となる。TOPIXに採用される東証一部上場銘柄などに均等になるようにパッシブ運用されている。

運用する主体はGPIFではなく、信託銀行及び投資顧問会社に委託されている。⁹⁾二〇一六年三月末時点で、委託運用先は八八ファンド、四資産

管理機関となっている。運用を受託する機関等別の運用資産額は時価総額で開示されている。委託先は競争入札により選択されるが、パッシブ運用の場合は、運用とはいえ、売買業務そのものが委託運用先に投げられているという見方もできよう。

運用に付随する開示項目としてGPIFが公表しているのは、株主議決権行使状況について、日本版スチュワードシップ・コードへの対応状況等についてである。被保険者のために中長期的な投資収益拡大を図ることはGPIFの使命であり、受託者責任を負っている。「受託者責任」とは、資金を預かって運用する機関投資家が、もっぱら受益者（GPIFの場合は国民）の利益のみを追求して運用する責任のことを指す。

GPIFは、二〇一四年五月に「日本版スチュワードシップ・コード」を受け入れ、翌二〇一五

年九月には国連の責任投資原則（PRI）に署名している。¹⁰⁾ スチュワード（Steward）とは執事、財産管理人の意味を持つ英語である。機関投資家が資産運用受託者としての責任を果たすために求められる行動原則のことをスチュワードシップ・コードという。投資先企業の企業価値の向上や持続的成長を促すことにより、顧客や受益者の中長期的な収益の拡大を図ることを目的とするものである。先行する英国の制度を参考に、金融庁が二〇一四年に策定した七つの原則からなる規制である。法的拘束力のない規制であるが、コンプライ・オア・エクスプレイン（Comply or Explain）として、各原則を順守するか、順守しないのであればその理由を説明するよう求めている点の特徴とされる。

さて、GPIFは二〇一六年一月に「日本版スチュワードシップ・コード」への対応状況につい

て」を公表し、GPIFのスチュワードシップ活動について明らかにしている。その中に、議決権行使を含むエンゲージメントについては、委託先である運用機関が取り組むこと、GPIFとしては積極的な取り組みを促すということが記されている⁽¹⁾。二〇社へのヒアリング結果も示され、運用の八割以上を占めるパッシブ運用におけるエンゲージメントの課題などが明らかにされている。今後の課題として、パッシブ運用の委託先におけるスチュワードシップ活動のあり方や、コーポレート・ガバナンスのあり方が挙げられている。運用委託先へのヒアリングに加え、エンゲージメント活動がどのように受け止められているか調べる目的で、事業会社へのアンケートも実施されている。事業会社のアンケートには、GPIFも含む年金基金等アセット・オーナーに対する意見や要望も含まれている。その中には、運用会社だ

けではなくアセット・オーナーとの直接対話を希望する事業会社の意見もある。

五、異例の金融政策の問題点

ここまでのところで、日本銀行によるETF買入れと、世界最大の年金基金であるGPIFによる国内株式運用について概説した。GPIFと日本銀行は、信託銀行等を通じて間接的に株式を保有している点、そのため株主名簿には名前が記載されない点は似ている。GPIFは独立行政法人であり、日本銀行は中央銀行であるから、ともに公的マネーというくくりで一緒に論じることができよう。

「四社に一家 公的マネーが筆頭株主 東証一部 市場機能低下も」(二〇一六年八月二十九日、日本経済新聞)では、日本経済新聞社による試算

結果が示された。両者合わせた公的マネーは東証一部の約一九七〇社のうちの四七四社の筆頭株主となっており、日本株の市場における官製相場色を問題視している。

両者併せた公的マネーとしてみた弊害も無視できない。しかし、中央銀行の行動が現状のまま続くことでもたらされる問題のほうが大きいと筆者は考える。以下では、両者併せた公的マネーとしての問題をまず論じ、次に金融政策としてETFを買い入れることの問題を論じる。

GPIFは株価指数に沿って投資するだけのパッシブ運用の割合が高く、日本銀行は株価指数に連動するETFを購入していることから、両者併せた公的マネーは、業績や経営に難のある企業の株主であつても下支えしてしまう危険性がある。企業の経営者は、株主というシグナルを通じて経営上の問題に向き合ってきたが、公的マネー

による買い支えで、業績に関係なく株価が一律に押し上げられてしまうため、課題を見過ごすことになりかねない。これは「価格発見機能の低下」に関する問題として認識される。

「コーポレート・ガバナンスの弱体化」という問題も生じる。GPIFは、先に述べたようにスチュワードシップ・コードを受け入れ、議決権行使を含むエンゲージメントについては委託先である運用機関が取り組むことを促している点で前向きである。しかし、日本銀行はエンゲージメントとは無縁である。投資信託協会によれば、投資信託（ETFは上場投資信託であり、投資信託の一種）が保有している株式の議決権は信託銀行が行うことができる。株主名簿には信託銀行の名前が記載され、信託財産の指図権は運用会社が持つため、議決権の行使は運用会社の指図に基づかなくてはならない。投資信託の場合、運用会

社にアンケートをとり議決権の行使状況をとりまとめ公表しているのは、投資信託協会である。¹²³⁾ 以上のことから判断すれば、日本銀行はETFを買い入れ、間接的に日本株を保有していることから、議決権行使に興味がない「モノ言わぬ株主」である。株主との対話は政策とは無関係であり、これは企業の経営規律を弱めることにつながりかねない。

筆者は、日本銀行によるETF買い入れの問題は、次の二点から、量的緩和政策下ですすむ国債買い取り政策以上に問題であると考ええる。第一に、国債はいずれ償還されるが、ETFに償還はなく、出口政策は売却しかありえない。ETFの出口戦略として、日本銀行は、市場等の情勢を踏まえて判断し、日本銀行の損失を回避させるような注意深い制度設計を図ることは当然としている。¹²⁴⁾ しかし、市場全体の残高が一六兆円のETF

市場で、九兆円を超す残高をもつ日本銀行がETFを売却するのは、マーケットインパクト等を考えても容易でないことは明らかである。

二点目として、GPIFの運用金額は今後大きく変化はしないが、日本銀行によるETF買い入れは毎年六兆円の規模で残高が増えていく。二〇一六年八月現在約九兆円保有していることから、三年半も経過すれば三〇兆円を超え、GPIFの国内株式運用規模に匹敵する大きさとなる。しかも、日本銀行は議決権行使に関心がなく、発券銀行であることからGPIFのように将来の年金受給者に対する責任もなく、受託者責任とも無縁であり、運用損益が問題視されることも少ない。最後に、日本銀行はETFを買い入れるだけの持ちきり政策であり、含み益を確定するような行動はとっておらず、リスク管理の観点からも課題が残る。¹⁴⁴⁾

六、おわりに

本稿では、公的マネーと呼ばれる日本銀行によるETF買い入れとGPIFによる国内株式運用について概説し、類似点・相違点を明らかにした。GPIFと日本銀行は、信託銀行等を通じて間接的に株式を保有している点、株主名簿には名前が記載されない点、ともに公的マネーというくくりで一緒に論じられることを確認した。しかし、エンゲージメントという点での相違等を踏まえ、日本銀行の政策の脆弱性を指摘した。日本銀行によるETF買い入れ政策が現状のまま続けば、ETFには償還もないことから、二〇一九年にはGPIFの国内株式運用額を上回るETF保有額となり、モノ言わぬ世界最大の安定株主が出現する。現時点でも市場全体の過半を保有してい

る日本銀行であるが、買い入れに関する保有規制もあることから、現状の政策は早晩限界が訪れる。しかし出口は語られず、株式市場の健全な育成をゆがめている。

参考文献

原田喜美枝（二〇一四）「わが国上場投資信託市場の現状と課題…主要国との比較を通じて」『信託研究奨励金論集第三五号』

東京証券取引所（二〇一三、二〇一四、二〇一五、二〇一

六）『ETF/ETN Annual Report』

Black Rock（2016）『ETP Landscape Industry Highlights』

三和裕美子（二〇一六）「機関投資家のエンゲージメントとは

何か——国内外の機関投資家の調査をもとに——」『証券

経済学会年報 第五〇号別冊』が詳しい。

（注）

(1) 所謂「質上げETF」は二〇一六年五月以降に相次いで上場され、同年七月時点で六銘柄が上場されている。なお、日本銀行が買い入れることができる「質上げETF」はETF残高の五〇%までと制限されている。

- (2) 図表1はBloomberg社が提供する購入金額ベースのデータ(JMBETF△Index△)を利用して、筆者が作成した。
- (3) 買入れに関して公開されているのは、「指数連動型上場投資信託受益権等買入等基本要領」である。
- (4) 二〇一六年九月二一日発表の「ETFの銘柄別の買入限度額にかかる見直しについて」によると、①年間買入額五・七兆円のうち、三兆円については、従来どおり、三指数に連動するETFを対象に、それぞれの銘柄の時価総額に概ね比例するように買入れる。②残りの二・七兆円については、TOPIXに連動するETFを対象に、銘柄毎の時価総額に概ね比例するように買入れる、と決められている。残る三〇〇〇億円は「買上げETF」である。
- (5) 参考までに、各年一二月の日経平均株価月間終値と各年一二月末時点の純資産総額の単純な相関係数を求めた。
- (6) 受託者選定にかかる一般競争入札の結果、二〇一五年二月に三井住友信託銀行が落札したことが記されている。
https://www.boj.or.jp/announcements/release_2015/rell150202d.pdf
- (7) 原田(二〇一四)では別の観点から日本のETF市場の特徴について考察している。
- (8) 一九九八年のアジア通貨危機の際に、香港特別行政区政府は時価総額の六％に匹敵する株式を買入れ入れたことがあ
- る。この株はETFを組成することによって、一九九九年に市場に戻された(トラッカー・ファンド)。この事例以外には、政策目的でETFが購入されることや組成されることはなかった。
- (9) ただし、基本ポートフォリオの三五％を占める国内債券のバッシブ運用等の、一部の運用についてはGPIF本体がおこなっている。
- (10) 国連のPRIに署名し、ESG(EはEnvironmentで環境、SはSocietyで社会、GはGovernanceでガバナンス)に配慮した投資に乗り出すことになっているが、現時点では大きな動きはないことから、本稿では考察しない。
- (11) エンゲージメントは「目的を持った対話」と説明されることが多い、日本には馴染みのない言葉である。この点については三和(二〇一六)が詳しい。
- (12) 投資信託委託会社の議決権の行使状況については、投資信託協会がアンケートを実施しており、その結果を「議決権行使状況についてのアンケート結果」として協会のホームページで公表しているが、委託会社単位であり、ETFで保有されているかどうかの区別は皆無である。
- (13) 平成二八年五月二四日、兩宮正佳日本銀行理事の発言。
 「参議院会議録情報 第一九〇回国会 財政金融委員会 第一四四号」参照。

(14) 取得時から大きく減価する場合には減損処理により評価替えがおこなわれる。全体の保有総額に対しては、時価総額が帳簿価額の総額を下回る場合には、その差額に対して引当金が計上される。

(はらだ きみえ・中央大学教授
当研究所客員研究員)