



# 証券市場の問題点と活性化 ——年金運用から見て——

---

2003年6月18日

中央大学国際会計研究科

川北 英隆



# 本日の内容

---

- ベース:「年金総合研究センター報告書」+私見
  - 「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」=「研究会」
- 本日の内容:証券市場を活性化するために
  1. 年金と証券市場
  2. 株式投資に関して
  3. 公社債投資に関して
  4. 証券市場のインフラに関して
  5. まとめ



# 参考：研究会の目的と方法

---

## ■ 前提

- 年金資金の運用パフォーマンス向上を図る
- 年金＝円資金 → 巨大な資金規模の年金を対象とする
- 主な投資対象は国内市場
- (实体经济全体の活性化は当然の条件としておく)
- 国内市場の沈滞、未整備は年金にマイナス

## ■ 研究の目的

- 金融資本市場の効率性や整備状況の分析
- 市場の効率化、活性化のための政策を検討
- 提言

## ■ 研究の方法

- 分析、ディスカッション
- アンケート調査(有識者、運用機関向け)



# 年金と証券市場の関係

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



# 年金と証券市場の関係

## 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



# 証券市場の活性化: 具体的対象

- 企業活動の活性化
- 株式市場
  - 取引対象の拡充、厚み
- 公社債市場
  - 取引対象の拡充、厚み
- 取引制度、決済制度
  - 取引市場の競争性、透明性、投資家(顧客)志向
  - 確実性(統一性、電子化)
  - 速度(T+1)
- 情報開示、情報伝達
  - 開示情報の基準
  - 開示情報の伝達方法
  - 開示情報の加工と、加工情報の伝達
- 資産運用サービス機能の充実
  - マスタートラストの機能の充実
  - 投資顧問会社の機能強化



# 年金として:株式市場に関する課題

- 報告書では・・・
  - 投資家として市場への働きかけが望まれる
    - 対企業:(経営努力)、適切な情報開示、IR活動
    - 投資家:投資スキルの高度化、ガバナンス
      - 企業価値評価の高度化と実践
      - プライベートエクイティ市場の活用等、投資対象の多様化
  - 市場の流動性確保:巨大年金資金からの観点
    - 年金基金:みずからの投資のあり方の見直し
      - パッシブ運用のあり方の見直し(その是非、ベンチマーク)
      - エクイティ・レンディングの活用



# 株式市場に関するトピックス

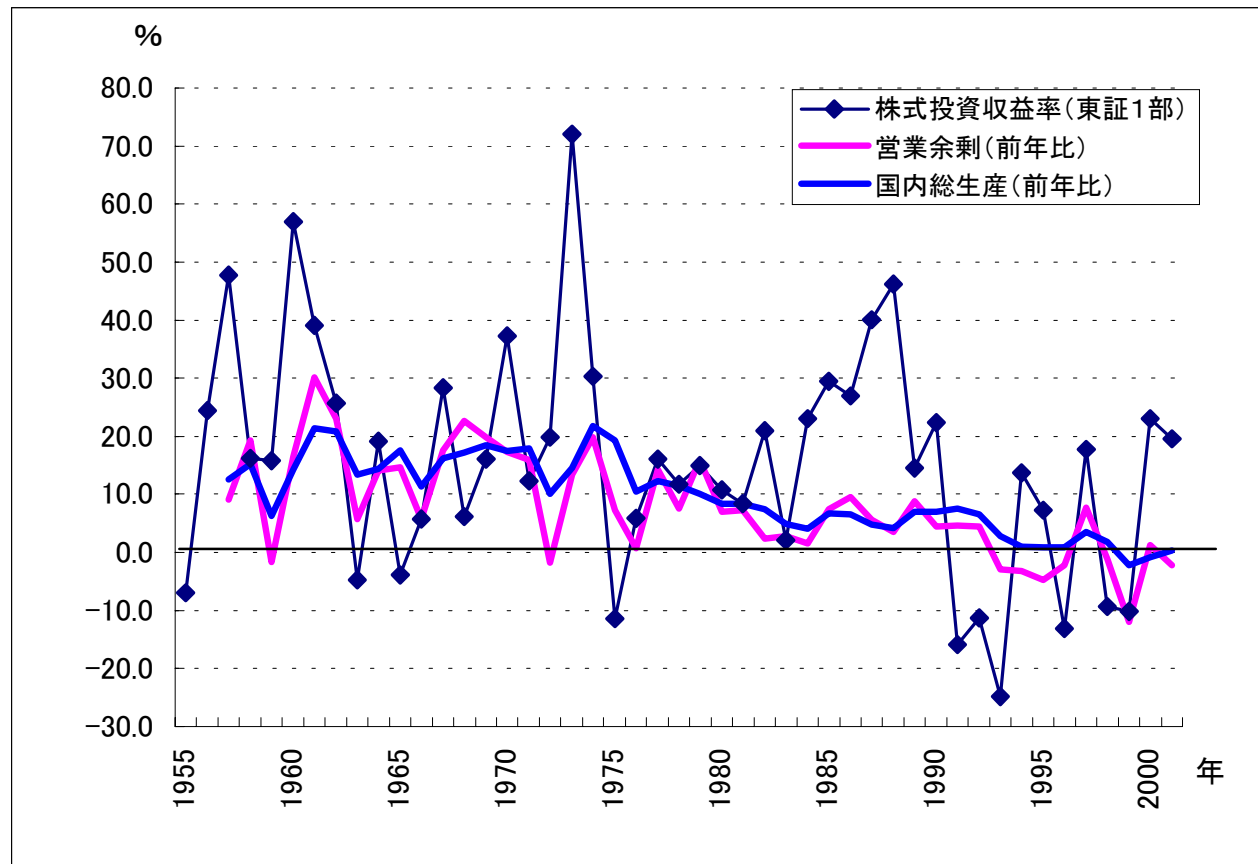
---

- 現在の日本の経済環境と株式投資
  - 経済と株式市場の相互関係
  - 企業パフォーマンスの格差増大
  - 経済の構造転換と株式投資
  - インデックス投資の経済的な意味
  - 証券市場と実物経済の関係
  - 株式インデックスに必要な要件
  - 株式インデックス運用に関する問題
  - インデックス運用と議決権行使



# 経済と株式市場の相互関係①

## 株式投資収益率とGDP



(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。

## 経済と株式市場の相互関係②

株式投資収益率は何によって決まるか

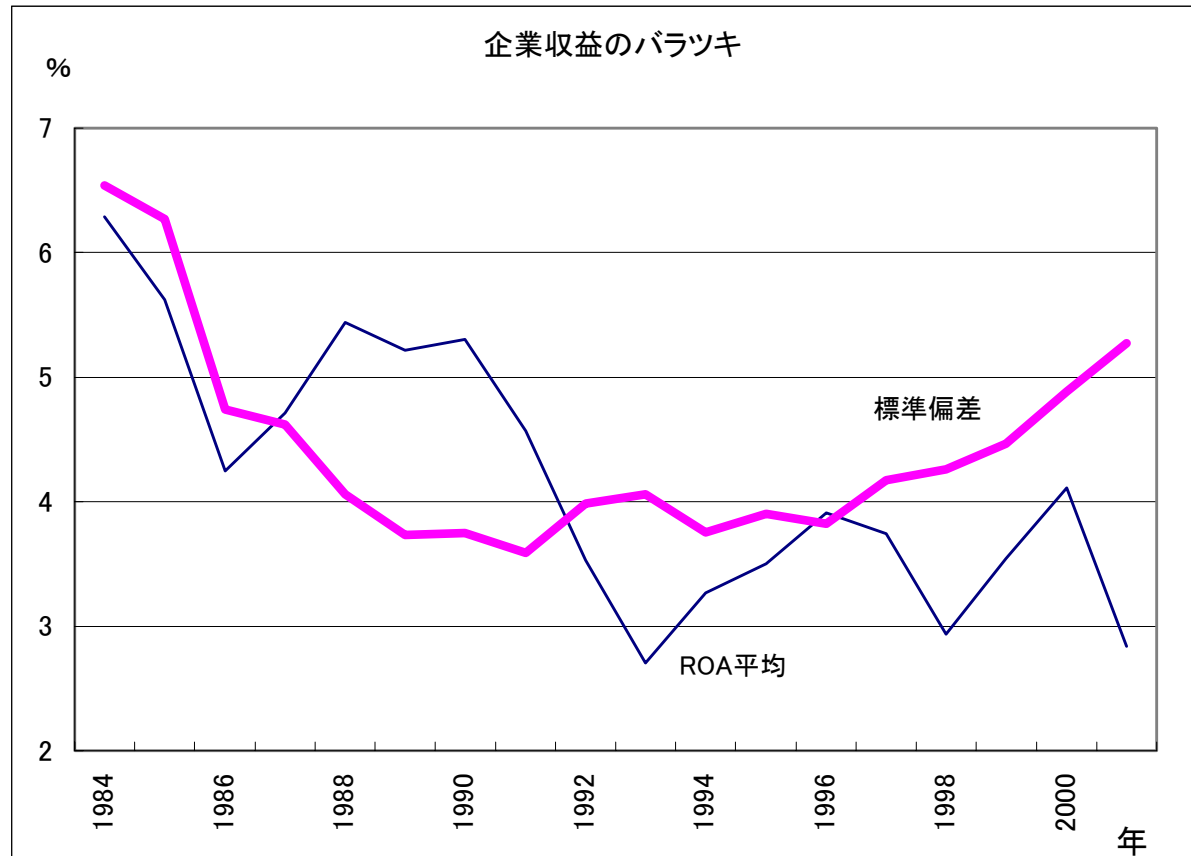
説明変数	a	b	決定係数
営業余剰増減(0) (t値)	8.522 2.335	0.939 3.037	0.1766
営業余剰増減(-1) (t値)	16.194 4.002	-0.115 -0.340	0.0027
営業余剰増減(+1) (t値)	6.522 1.882	1.185 4.054	0.2812

(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」。

# 企業パフォーマンスの格差増大 ROAの企業間格差の拡大



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

# 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

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

新規上場企業の効果に注意

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



# 経済の構造転換と株式投資

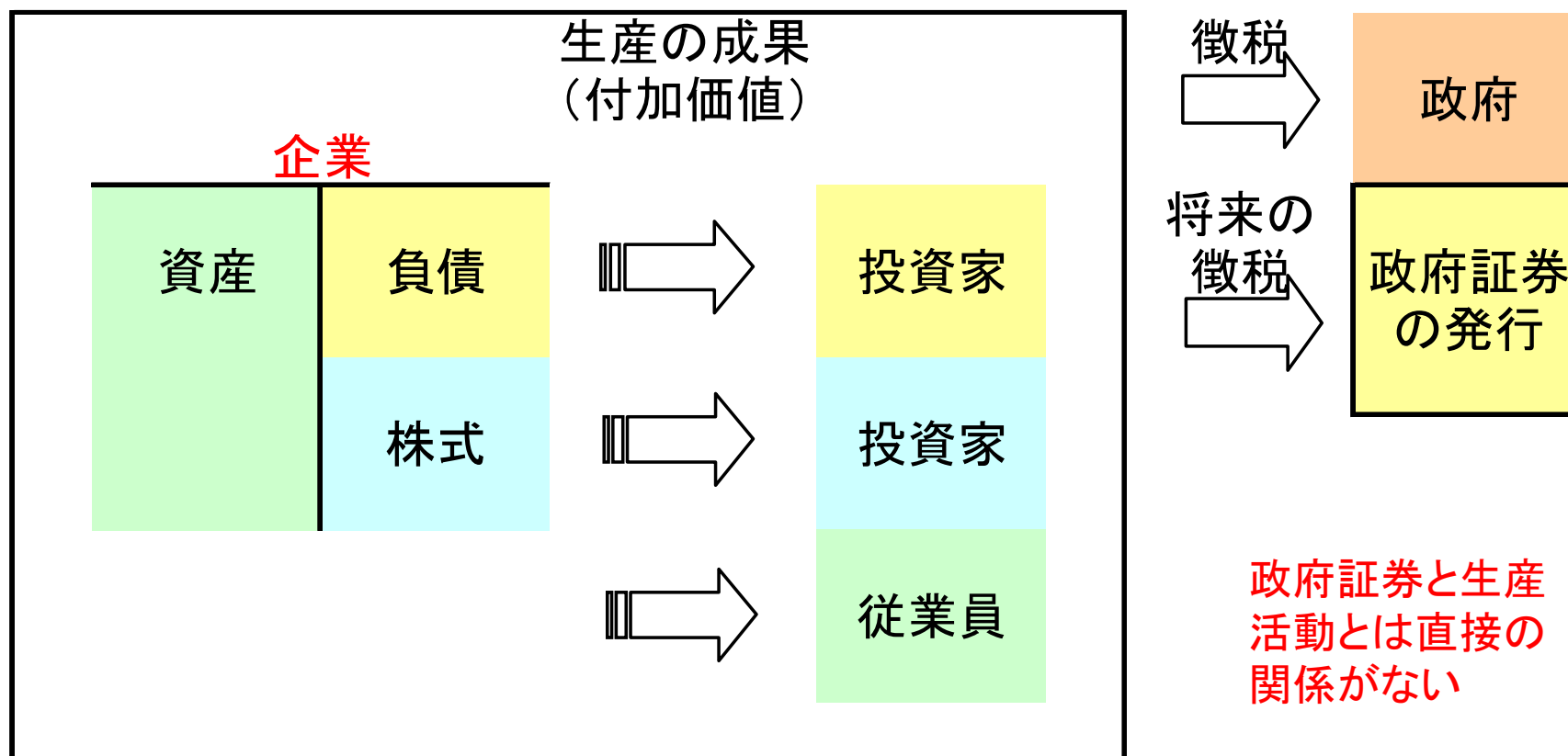
- 小括
  - 株式投資パフォーマンスは生産活動を反映
    - 生産活動 = 付加価値の生産 ÷ 企業収益
  - 企業収益の格差が拡大
    - 企業を選別する投資の効果に期待できる
    - 産業構造は変化している
      - 例: かつての石炭、砂糖、生糸、海運等 → 淘汰・統合
    - 規制産業の超過利潤をいかに評価するのか (市場は正しく評価しているのか)
- 年金のような長期の投資家にとって、インデックス投資の本来の意味と役割を再確認する必要がある
  - インデックスが本来の役割を果たしているのか
  - インデックスが本来の役割を果たしているとして、インデックス投資が望ましいのか



# インデックス投資について

- インデックス投資の前提
  - インデックスが生産構造を近似的に表現している
    - 生産構造＝産業および企業構造
    - 投資収益＝生産に伴う付加価値の分配を受けること
    - インデックス投資＝効率的に投資収益を享受する手段
  - 株式市場での価格形成に歪みがない
    - アクティブな投資家が効率的な価格形成を行っている
- 視点を少し変えれば・・・
  - 株式市場が企業の株主資本構造を近似している
  - 債券市場が企業の負債構造を近似している
  - それぞれの資金調達構造に近いインデックスが提供されている
  - 証券市場が企業の資金調達構造を近似していなければ、インデックス投資は効率的な投資手段でない
  - インデックス投資家以外の多様な投資家が活動している

# 証券市場と実物経済の関係





# 株式インデックス：市場の要件

- 上場株式が生産構造を近似しているか
  - 証券取引所が企業にとって魅力的か
    - 国内企業にとって
    - 国民生活に影響を与える海外企業にとって
      - この点は投資家の努力で補えよう
  - 上場要件が産業構造を反映できるか
    - 上場企業の新陳代謝が可能か
      - 新規上場、退出
    - 投資家にとって、上場企業は「小売店の商品」
      - 証券流通市場＝投資家の売買の場
      - 上場株式は売買の対象に過ぎない
  - 取引価格の形成が効率的か（歪みがないか）





# 株式インデックス: インデックスの要件

- インデックスの役割
  - 経済データとして(マクロ経済の指標)
  - 投資家にとっての指標として
    - 証券市場の補完、修正が必要に
- 「投資家にとってのインデックス」の作成方法
  - 証券市場の補完、修正の作業が施されるべき
  - 企業価値、負債構造の反映
  - 流動性の反映(市場の歪みを予防する)
  - 銘柄の入替方法の工夫
- 投資家にとって
  - インデックス: 売買可能な証券市場の指標である
  - インデックスに入らない株式が存在する
    - プライベート・エクイティによる市場補完の必要性

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

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

# 二重計上の排除・親子上場

- 親子上場の場合、親会社保有の子会社株式から生み出される付加価値が二重計上になりうる

親会社	
資産	負債・資本
事業用資産	負債
	資本 (実質)
子会社株式	(二重計上)

子会社	
資産	負債・資本
事業用資産	負債
	資本



# 株式インデックス運用に関する問題

- 株式に関するインデックス運用の是非
- 株式のリターンとは何か
  - 日本株式のリターンか
  - グローバルな株式リターンか
    - 株価の形成要因
    - カントリー要因からセクター要因へと変化
  - アセットアロケーションでの調整が可能
    - 為替の扱い方の問題
- インデックス運用を是とした場合：そのインデックスとして何を選ぶか
  - 既存のインデックスか、独自のインデックスか
  - 選んだ後の実際の運用の仕方



# インデックス運用と議決権行使

- コーポレート・ガバナンスの方法
  - 売買
  - 株主としての提案(→株主提案権の行使)
  - 議決権行使
- インデックス運用
  - 直接的な目的は運用コストの最小化
  - アクティブな投資家に効率的な価格形成を依拠
  - コーポレートガバナンスを行うべきかどうか
    - コーポレートガバナンスは望ましいが・・・
    - コーポレートガバナンスもアクティブな行動の一種
    - 議決権行使にはコストがかかる
- 議決権行使
  - 議案に対する単純な○×ではない
    - 機関投資家であればなおさら
  - 議決権行使の基準は何に基づくべきか
  - 議決権行使のコストをどのように考えるのか



# 年金として: 公社債市場に関する課題

- 報告書では・・・
  - 公社債市場の強化、多様化
    - 銀行チャネルからの脱却
      - 社債市場の強化、証券化市場の強化
    - 国債の多様化
      - インフレ連動債、超長期国債
  - 年金基金: ベンチマーク設定の工夫
    - 年金: ALMの観点から、適切なベンチマークの設定
    - パッシブ運用のあり方の見直し
    - 運用コスト削減のための工夫

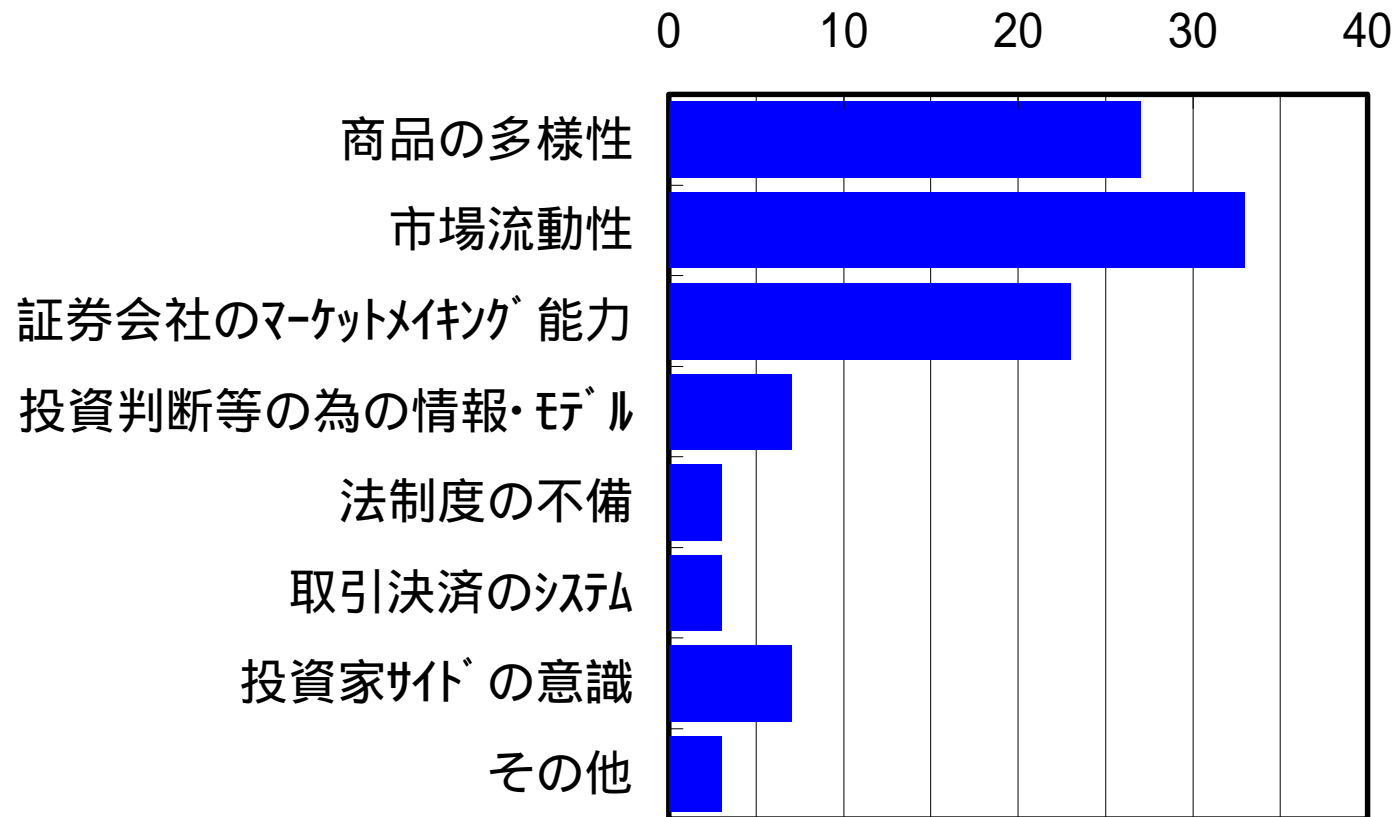


# 公社債投資に関するトピックス

---

- 改善の余地の大きな公社債市場
  - わが国の公社債市場の問題点
  - 日本の公社債市場
  - 公社債市場と実物経済の関係
  - 債券インデックスの要件
  - 公社債のインデックス運用は正しいか
  - 超低金利下における公社債投資

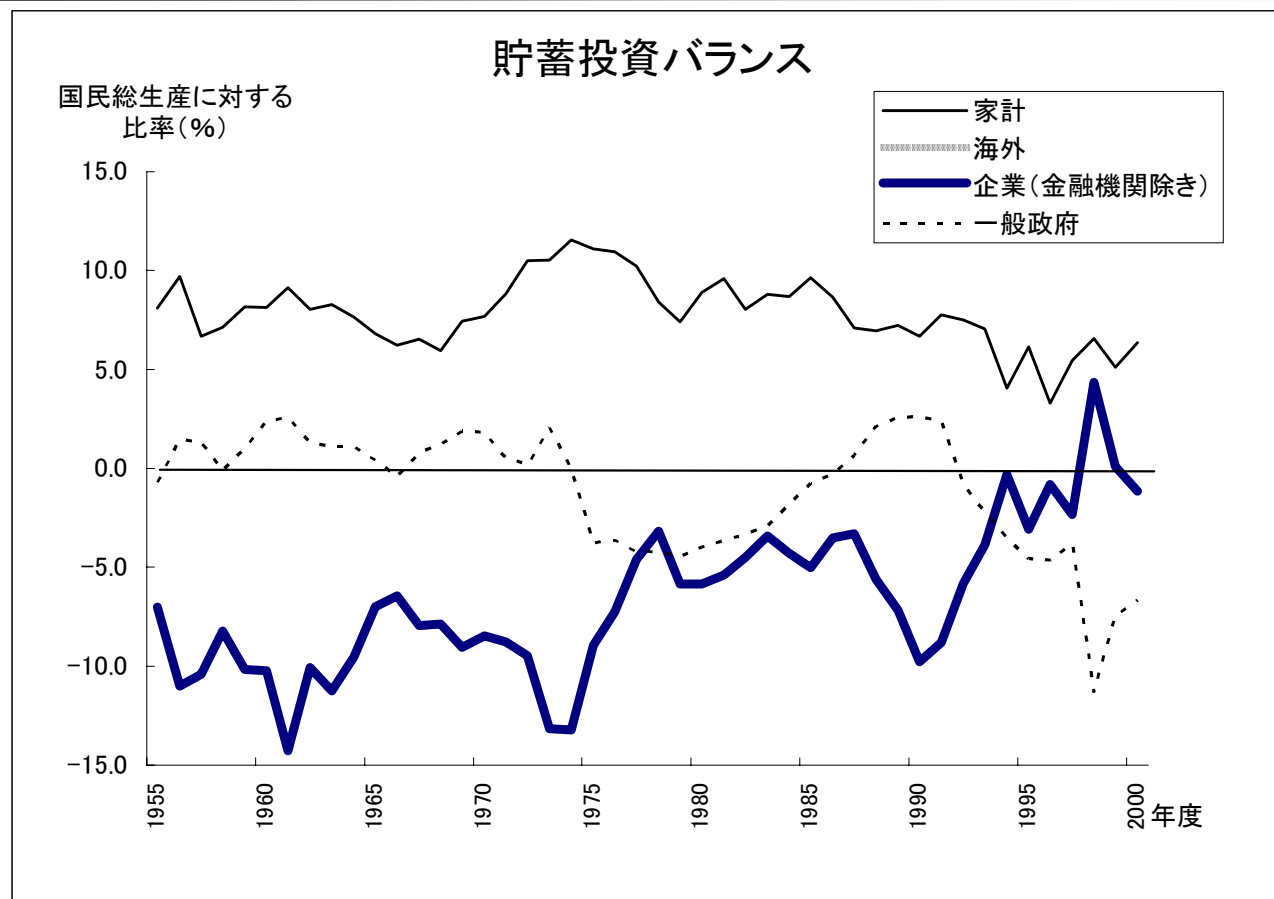
# わが国の公社債市場の問題点



出所：年金総合研究センター・アンケート

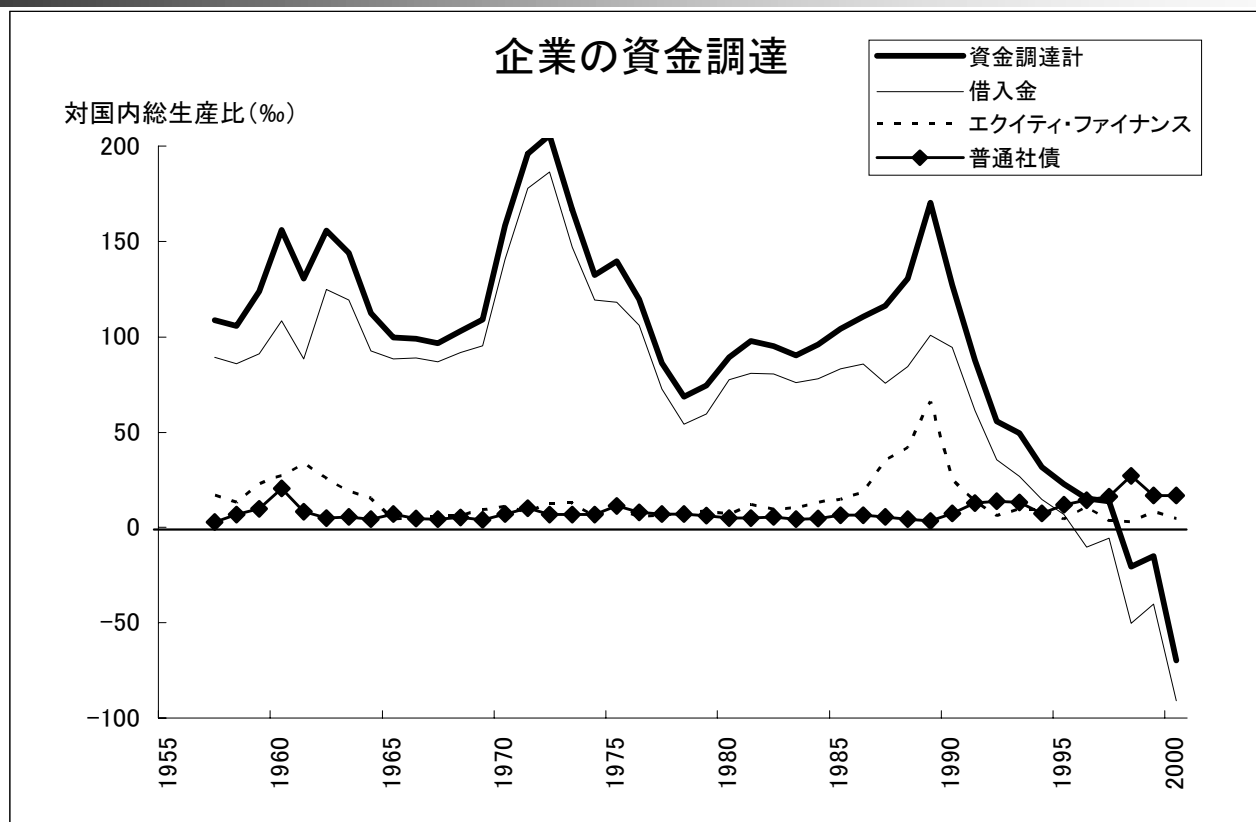


# 問題点：金融市場全体



(資料) 内閣府「国民経済計算年報」に基づいて作成。

# 問題点：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。

# 日本の公社債市場

## 国債、公共債に偏った市場

02/09	額面(兆円)						複利 (%)	Drt (年)	Sp (bp)
	1-3	3-7	7-	11-	合計				
総合	98	148	79	27	352	100%	0.57	5.38	7
国債	63	101	60	22	246	70%	0.54	5.66	0
地方債	3	8	5		17	5%	0.56	5.06	10
東京	1	2	2		5		0.50	4.98	5
五大	1	2	1		4		0.55	4.83	12
政保債	8	13	7		27	8%	0.44	4.60	5
公営	3	7	4		15		0.50	5.06	5
利金債	11	7			18	5%	0.36	2.68	24
払込債	1	1	0	0	3	1%	1.03	4.31	6
事業債	11	17	7	5	41	12%	0.87	5.55	34
AAA	2	4	3	2	11		0.78	6.48	10
AA	5	8	3	3	19		0.82	5.90	23
A	5	7	1	0	13		1.07	3.91	79
(BBB)	(3)	(2)	(0)	(0)	(5)		2.59	3.11	241
(MBS)	(0.3357)						1.71	8.43	26

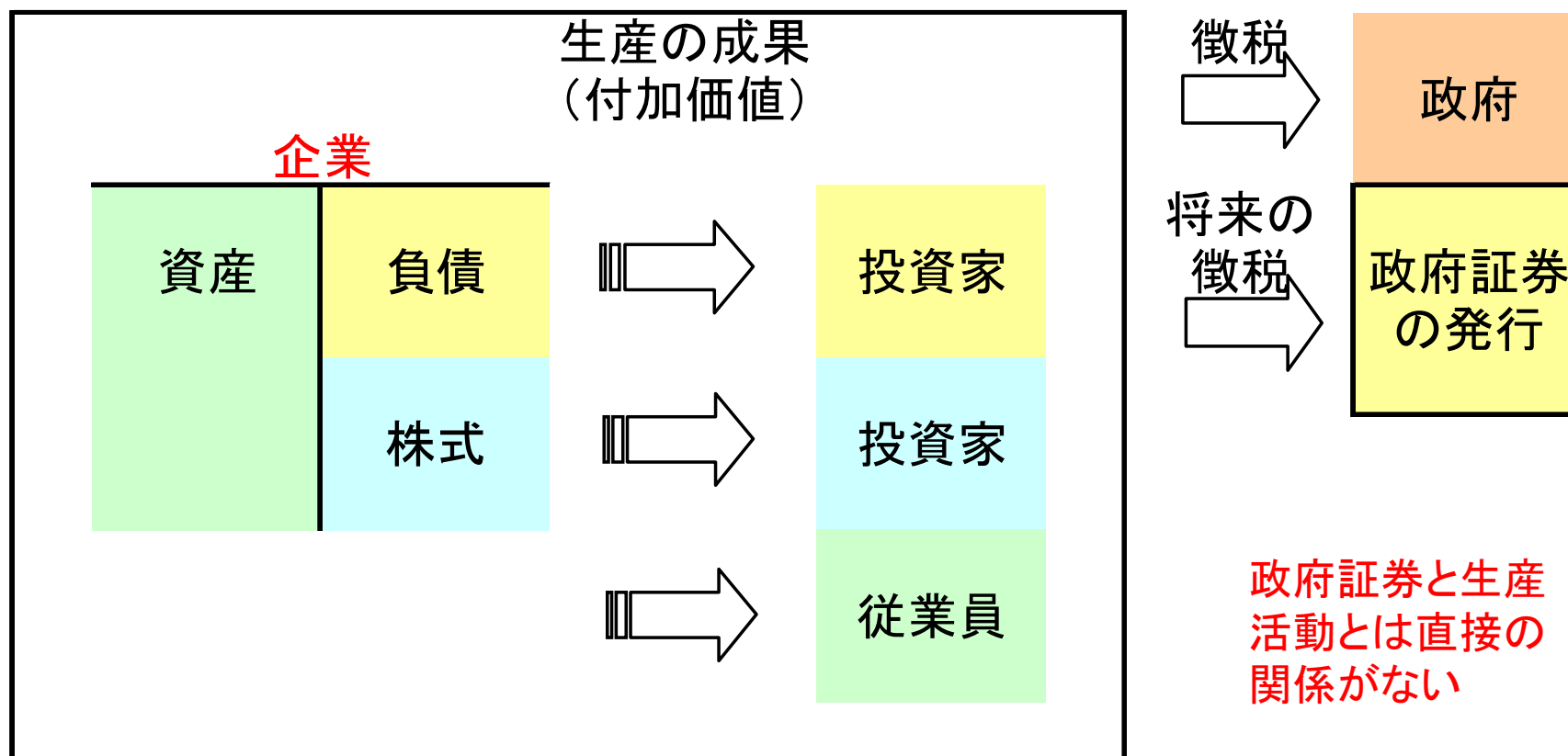
(出所) 野村証券、2001年度  
年金総合研究センター報告書

# 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

# 公社債市場と実物経済の関係(再掲)





# 債券インデックスの要件

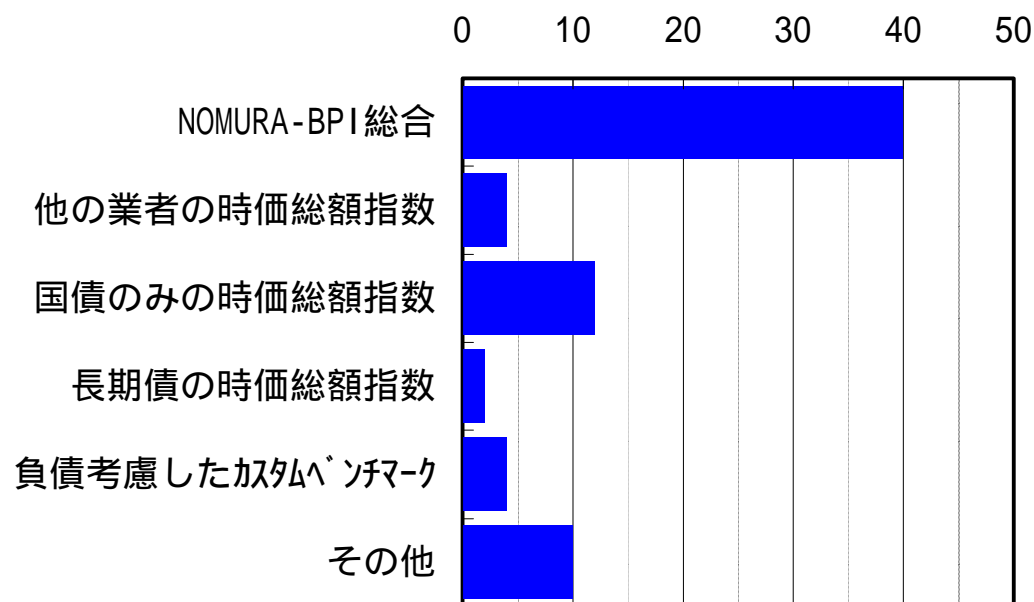
---

- 現存公社債が企業の負債構造を表現しているか
  - 政府証券等の公共債の取り扱い(付加価値生産と直接の関係がない)
  - 金融機関による貸付の取り扱い(投資できない)
  - 貸付を投資対象にすることが必要→証券化
- インデックスの作成方法
  - 対象銘柄の選択
    - 経済全体の負債構造
    - 流動性の反映
  - 公社債の時価
  - 銘柄の入替

# 公社債の インデックス運用は正しいか①

## ■ 投資家ごとの「投資目標」との関係

- 現実: 投資家の公社債ベンチマーク=市場平均に近似したインデックスに集中



出所: 年金総合研究センター  
のアンケート

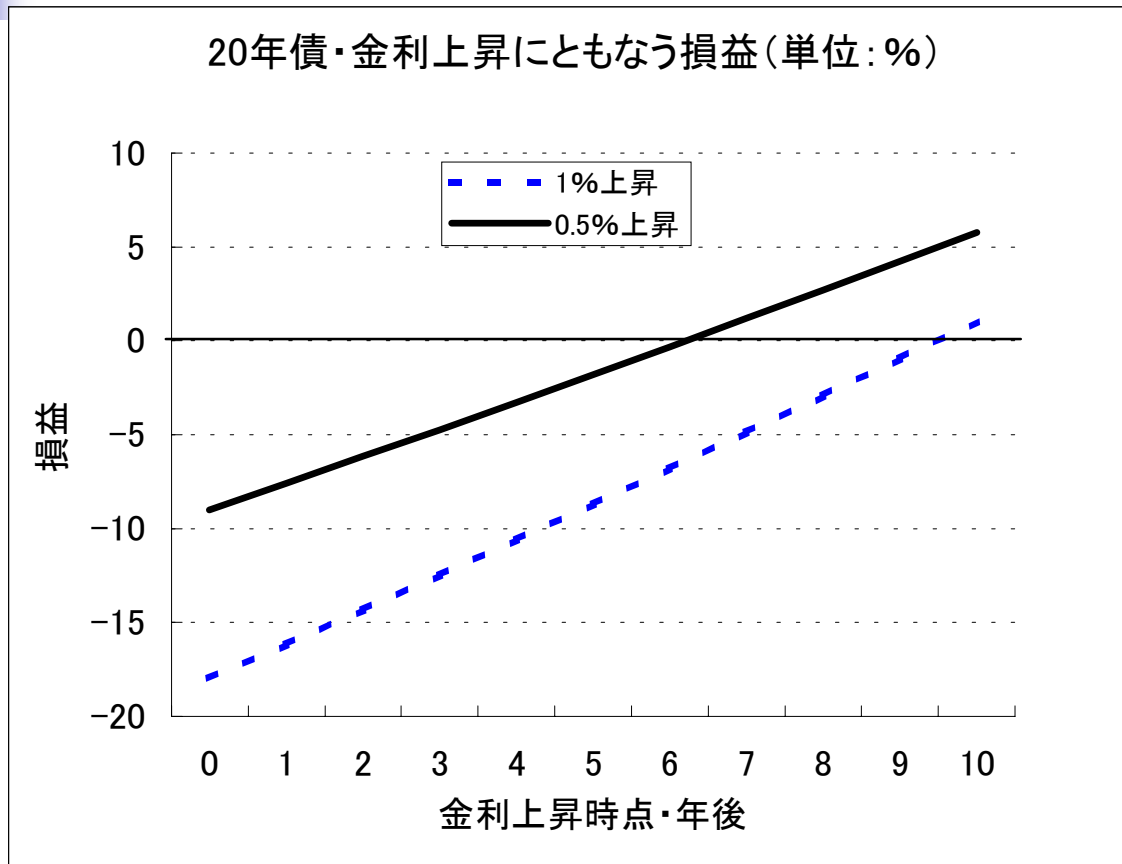


# 公社債の インデックス運用は正しいか②

- 公社債に関するインデックス運用の問題点
  - ALMの観点が確立しているのか
  - 現時点で提供されているインデックス自身の問題点
- 改善の方向性
  - 年金等が負債の構造に対する認識を深めること
  - 市場における投資商品の多様性の確保
    - 証券化の強化→債券投資:企業の負債構造が反映できる
    - 物価連動債
  - 株式や海外証券を含め、ポートフォリオをALM的な観点から再考すること(とりわけ、年金基金に関して)
- 超低金利における債券投資とは何か
  - 年金に関する基本的な問題



# 超低金利下における公社債投資



注: 図は、現在をゼロ時点として描かれている。

損失の可能性の大きな公社債投資は、本来の投資家(年金受給権者)にとって本当に望ましいのか。

エージェンシー問題の観点から、ALMと、それに基づく公社債投資を再考する必要性に迫られている。



## 2-3 証券市場のインフラに関して

---

- 投資に必要なコスト
- 社会的に必要なインフラ



# 投資に必要なコスト

- 投資活動と、投資対象の評価に必要なコスト
  - 投資家内部の問題
  - 証券市場、投資対象に関する効率的な情報の獲得が可能かどうか
- 市場の流動性
  - これに基づき、証券の売買に関する直接的なコストが決まる
  - ブローカーやディーラーが要請するフィーの決定要因として、流動性が大きなウェイトを占めるはず
- 情報に関する社会的なコスト
  - 証券に関する情報のうち、最大公約数に相当する部分は社会的インフラとして提供されることが望ましい
  - そうすることで、社会全体としてのコスト削減が可能に
- 決済、証券や投資の管理に必要なコスト
  - 投資家内部の問題(STPに向けたシステム対応等)
  - 専門機関(たとえばマスタートラスト、決済機関)の存在
  - 社会的な情報ネットワークの整備が前提に



# 市場インフラの課題

- 政府:(市場インフラの形成)、市場監視の強化
- 市場情報に関して
  - 企業情報提供とアナリスト活動の適正化(透明性、信頼性、公正性の確保)
  - 時価情報の適切な提供
- 取引・決済制度の改善
  - 統一決済機関による業務負荷軽減と決済期間の短縮
  - STP化の実現
- マスタートラストのサービス向上
  - 運用機能と資産管理機能の完全分離
  - 情報統合サービスの向上、執行評価サービスの提供開始、カスタムベンチマークの作成



# 社会的に必要なインフラ

- 開示情報
  - 会計基準:社会的な価値基準の設定と強制→綿密な議論と工夫が必要
- アナリスト活動、IRに関するルール
  - 突き詰めると、今後、投資家自身のアナリスト活動と企業価値の評価が重要に(投資家としての付加価値の部分)
  - セル・サイドの情報を客観的に評価することが必要
- ガバナンスに関するコストの概念
  - ガバナンスによる利益とコストが見合っているのか
  - 社会的に重複するコストの削減が考慮されているのか
  - インデックス運用とガバナンスは両立するのか
  - ガバナンスの強化のためにも共通情報がある→そのためのインフラ提供は確立されているのか
- 決済のための情報インフラ

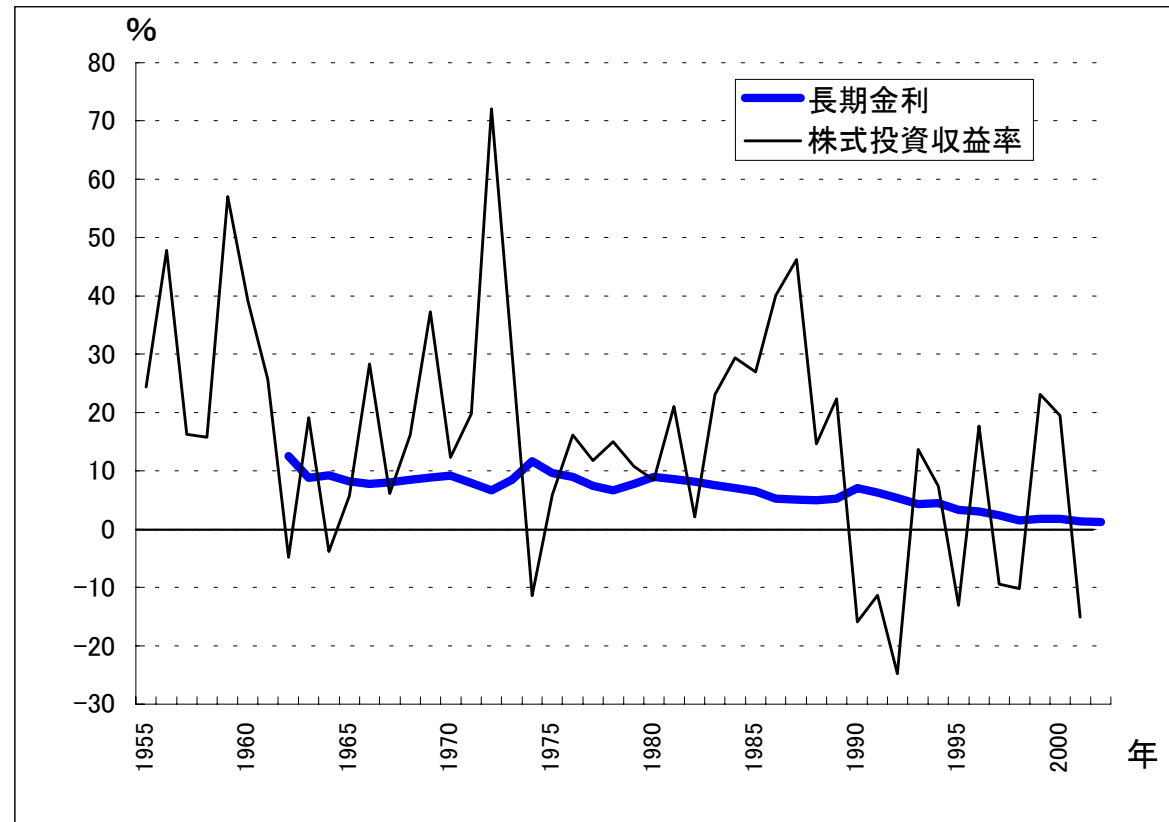


## 2-4 まとめ

---

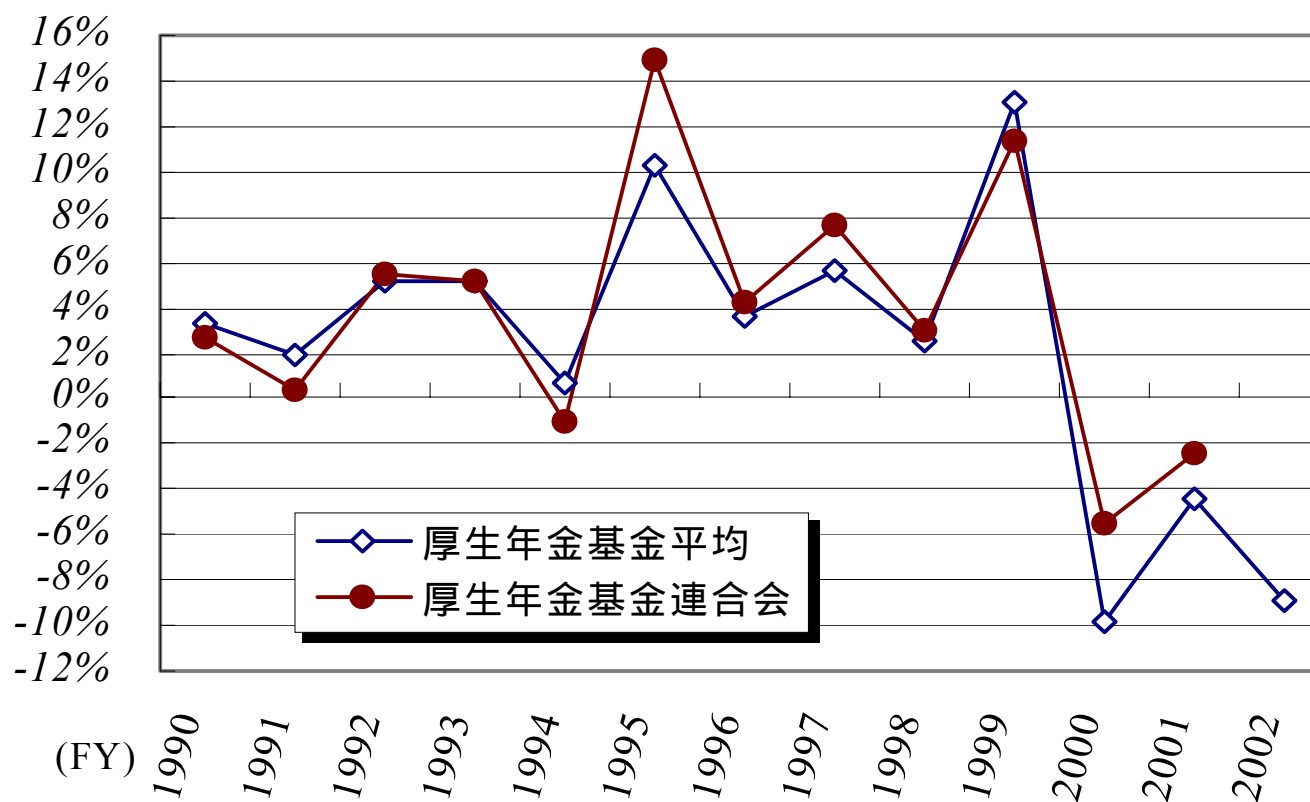
- 私見に基づく
  - 株式と公社債の投資収益率
  - 企業年金の運用利回り
  - まとめ

# 株式と公社債の投資収益率



注: 長期金利は、1984年まで利付電々債、それ以降は10年国債の年間平均金利。  
株式投資収益率は各年の収益率(日本証券経済研究所調べ)。

# 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





## まとめ①

---

- 年金をとりまく環境の厳しさ
  - 市場が提供する収益率の悪化
  - (固定的だった制度設計からの問題)
- 年金の投資スタンス: 選択肢
  - 証券市場を所与として投資するのか
  - 証券市場に働きかけるのか
  - 社会的なインフラは十分なのか



## まとめ②

---

- 研究会のスタンス(個人的な解釈)
  - 日本の証券市場の整備は不十分
    - 巨大な資金量をほこる年金として、証券市場に働きかける余地が大きい
    - たとえば、投資対象商品、インフラ
  - 年金自身の投資も発展途上
    - ポートフォリオに対する考え方
    - 投資対象の選択
    - インデックス運用に対するスタンス
  - 以上に対して、研究会としての「提言」をまとめた

END