

年金資産運用における株式投資について

－ 投資顧問業に求められる役割 －

平成15年10月

社団法人 日本証券投資顧問業協会
資 産 運 用 研 究 会

目 次

1. はじめに	1
2. 年金運用における株式投資	2
(1) いわゆる「株式投資不要論」について	2
(2) 株式投資手法を巡る議論	6
3. 適正なリスクシェアリングと投資対象拡大の必要性	10
(1) 適正なリスクシェアリング	10
(2) 投資対象拡大の必要性	12
4. 投資顧問会社に求められる役割と今後の方向性	13
5. 結び	15
<補論> 投資顧問会社の兼業規制に係る問題点	16
◆検討経緯	17
◆資産運用研究会メンバー	18

1. はじめに

わが国では、景気低迷が長期化している中で、一部に明るさは出てきたものの、経済の先行きについては依然として悲観的な見方が根強い。また、同時に進行している資産デフレの影響もあってか、公的年金の運用主体である国、企業年金のスポンサー、信託銀行・生保等の機関投資家や個人投資家の間で資産運用リスクを回避しようとする動きが強まりつつある。さらに年金運用にあっては、退職給付会計の導入により企業年金の積立不足が企業収益へ直接反映されるようになったこともあって、株式投資リスクが改めて認識され、株式保有比率を圧縮する動きが加速している。

株式投資については、2000年度以降、投資収益率が3年連続マイナスとなるなど厳しい運用環境が続いた。このため、厚生年金基金の解散や代行返上が相次いでおり、多くの基金で運用資産規模が縮小しつつある。一方、代行返上や財投制度の改革により運用資産の大幅な増加が予想される公的年金では、運用パフォーマンスの悪化が国民の関心を引き、国会や政府の内部でも一部に公的年金における株式運用をやめるべきとする主張など、年金運用に対する誤解に基づくと思われる議論が生じている。

また、公的年金巨大化の結果、株式のパッシブ運用の占めるウェイトが大幅に高まってきている。特にT O P I Xをベンチマークとするインデックス運用の増加によって、本来、株式市場が有している適正な価格形成機能や効率的な資産配分機能に変調をもたらすのではないかとの懸念が出ている。

このような状況に鑑み、日本証券投資顧問業協会は、資産運用における株式投資を巡る論点や多様な投資対象の必要性について検討し、その際に投資顧問会社に求められる役割を考察することを目的として、2002年10月「資産運用研究会」を設置し、外部の有識者の意見聴取を行うなど11回にわたり精力的に討議を重ね、ここに報告書を取りまとめた。

2. 年金運用における株式投資

(1) いわゆる「株式投資不要論」について

2004年の年金制度改革に向けて検討が進められる中、公的年金の積立金の運用における株式投資の是非を巡りさまざまな意見が出されている*1。その多くは、過去3年続いた株価下落による損失拡大*2などを背景に、リスクの高い株式投資を行うべきではないとするものである。この株式投資を行うべきではないとする意見・主張は、①株式そのものに(高い)リスクがあるので投資すべきではないとする、株式投資を基本的に否定する意見と、②今後、株式はリスクに見合ったリターンが期待できないので、投資すべきではない(あるいは、組入れ比率を引き下げるべき)とする、相対的な株式投資消極論に整理できるが、現実にはしばしば、この両者が混乱して議論されている。

また、株式市場が低迷していることが、あたかもすべての銘柄の株価が低迷し、投資対象として一切不適格かのように受けとめられがちであったり、株式投資のリスクと(株式以外の資産も含む)運用ポートフォリオ全体のリスクが高まっていることが混乱して議論される傾向があることに加えて、株式運用の不振による運用資産の減少が、株式投資に対する投資家のリスク許容度を過度に低下させ、その結果として、リスクに対して過度に神経質になるという面もみられる。

議論の混乱を回避するうえで、これらの主張に対して、証券投資理論から考え方を整理しておくことは有意義なことであろう。

第一に、資産運用にとって重要なことは「運用ポートフォリオのリスク」であり、株式をポートフォリオの対象に加えることはそのリス

*1 公的年金の株式投資の是非を巡る議論に対しては、社会保障審議会年金資金運用分科会が2003年3月に「株式を含む分散投資の是非に関する意見」を提出、株式投資を含む分散投資の継続を結論づけている。しかし、その後も、株式投資について坂口厚生労働大臣より「株式運用を行うことの是非について考えたい」との意向が示されるなど(経済財政諮問会議など)、今後、年金制度改革とあわせ年金積立金の市場運用の見直しが予定されている。

*2 年金資金運用基金の2002年度の資金運用実績は、総合収益が▲2兆5,877億円に達し(うち、国内株式は▲2兆452億円)、累積損失は▲6兆717億円となった。『平成14年度資金運用業務概況書』

クマネジメントの幅を広げることになることが理解されなければならない。

運用者が管理しなければならないのは、運用ポートフォリオ全体のリスクであって、それを構成する個別銘柄固有のリスクではないこと、さらに、ポートフォリオのリスクは基本的にコントロール可能であること、を忘れてはならない。すなわち、個別銘柄固有のリスクは相関の低い銘柄間での分散投資によって*3、また、固有ではない共通するリスク要因についても売りヘッジを容認することによってコントロールすることが可能である。基本的には、どのようなリスク特性もポートフォリオの構成要素を変化させることによって複製することができる。たとえば、リスクのある資産を組み合わせることによってリスクのない、(あるいは低い) ポートフォリオを構築することもできるのである。

運用の専門性は、顧客が目標とするリスク特性を最小のコストで実現するリスクマネジメントにおいて発揮される。運用ポートフォリオのリスクを低くしたいため、短絡的に、「株式投資にはリスクがある(あるいは、リスクが高い)ので年金運用の対象資産とすべきではない」との議論は、運用の専門性を否定することである。ポートフォリオを構築する場合に、より多くの資産があるほうが、多様なリスク特性を複製しやすい。しかし、だからといって、投資可能な資産をポートフォリオにかならず組み込まなければならないということではない。リスクのある資産を投資対象からまったく外すべきとの主張は、過去の低い成果から生じた運用の専門家に対する不信によるものと思われるが、そこにはリスクマネジメントの態勢や技術力を含めた運用能力の問題も含まれており、短絡的に、株式の意義そのものを否定することにはつながらない。

*3 資産間の相関係数が1でなければ、すなわち、値動きが同一な資産でない限り、複数資産に分散投資することにより、リスクリターン特性が向上することが知られている。たとえば、

A資産 期待リターン4%，リスク10%

B資産 期待リターン4%，リスク10%

A、Bの相関係数がゼロの場合、各々を50%組み入れるポートフォリオを構築すると、全体では、期待リターン4%と不変ながらリスクが約7.1%となり、リスク低減効果が認められる。

一方、「株式不要論」には、これらのように誤解に基づく感情的な議論ばかりではなく、重要な指摘もみられる。

第二に、株式のリスクとリターンの間には証券投資理論が示唆するようなトレードオフ関係が市場で成立していないという指摘がある。

たしかに、この数年間、国内株式市場の低迷を受け、株式運用でリスクに見合うリターンが得られていないというのが現実である。一般的に、株式のリターンは債券のリターンよりも大きいとされているが、わが国では90年代以降バブルが崩壊し、その後、経済構造が大きく変化しつつあるという状況下、株価が長期にわたり低迷しており、株式の期待リターンに対する悲観論や慎重論が勢いを増しているのも事実である。

また、今後、少子高齢化やメガコンペティション等の構造的な要因により、国としての潜在成長力が鈍化していくとする見方から、将来株式相場の大幅な上昇は望めないとする考え方もあろう。事実であれば、リスクコントロールの観点からポートフォリオの株式の組入れ比率を引き下げる行動は正当化されることになる。

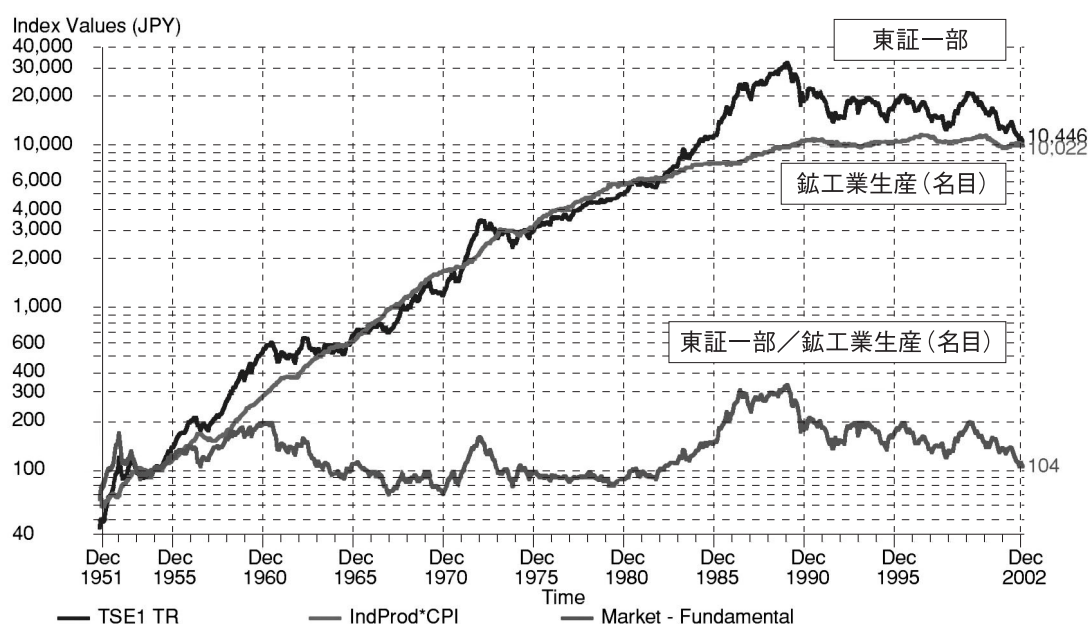
株式の期待リターンがどれだけ見込まれるかについては、さまざまな検証・研究が行われているが、米国における研究例では、過去の水準より低下しているものの今後も株式投資によるリターンは享受できるとする見方が大方のコンセンサスである*4。これに対して、わが国の株式期待リターンについては、米国をやや下回る水準だが、同様に享受できるとする見方が多いようである*5。現時点においてバブル崩壊後の株価調整が完了したのか否かを判断することは困難であるが、

*4 株式の期待リターンについて考える場合、投資家が安全資産を上回る追加的なリスクを負担することの見返りに要求するリターンである"リスクプレミアム"がどの程度見込まれるかが問題となる。Ibbotson (2002) は長期のヒストリカルデータを用い約4%と推計している。ただし、その時点の株価水準をどう勘案するかによって見方は変わってくる。リスクプレミアムは時期によって変化するとの認識に立ち、その時点での株価水準が高過ぎるとの判断を踏まえ、ほぼゼロ%と推計している Arnott (2002) のような見方も一部にはある。なお、Welch (2001) が金融経済学者449人に行ったアンケート調査では、リスクプレミアムは、ばらつきがあるものの平均で4.7%との結果が得られている。

*5 本研究会小林委員の試算によれば、一般的な日本株式市場の期待リターンの推計として、配当利回りに企業収益伸び率とPER変化率の推計を加算する試算 無修正ビルディング・ブロック法による試算、ではともに大体3~4%程度と見込まれている。また、同委員によるDDM、EBOモデルを利用した推計では、現状維持シナリオで3~4%、楽観シナリオでは6%内外となっている。

ファンダメンタルズと株価との乖離の状況を見るための一つの試算として、過去50年間の鉱工業生産指数（名目値）と東証一部指数（配当込み）とを比較すると（下図参照）、①全体として非常に似たような軌跡を描いている、②東証一部を鉱工業生産で割った数値でみると、80年代の半ばから終わりにかけて乖離が3倍ぐらいに拡大している、③その後2002年末にかけて徐々に収縮し、ほとんど乖離がない状況となっている、という関係がみてとれる。すなわち、この試算にしたがえば、株価はバブル発生以降ファンダメンタルズと大幅に乖離していたが、現在では、ほぼ妥当な水準になっていると考えられる*6。

鉱工業生産指数と株式リターン（1954/12末＝100とする累積指数）



もちろん、これらのデータだけで、わが国の株式市場が本当に底を打ち再び上昇局面入りすることが示唆されるものではないが、少なくとも、わが国経済の実力からかけ離れた水準からの調整は終わりつつあると考えることは可能であろう。

第三に、年金ALMの観点から、株式ではなく全額債券のみで運用すべきとの意見がある。

たしかに、年金運用の目的は受給者への安定した年金給付であり、資産サイドだけではなく負債サイドも考慮に入れたALMの観点から

*6 イボットソン・アソシエイツ・ジャパン(株)による調査に基づく。

リスクを考察する必要がある、負債*7と同様のリスク特性を持つ資産を保有すれば、全体ではリスクは相殺されることになるはずである。仮に、負債サイドとリスク特性が同様で予定利率を上回る利子収入が安定的に確保できる債券があれば、債券のみのポートフォリオを構築することも十分考えられようが、昨今の超低金利環境の下、そのような債券ポートフォリオを構築することは現実には困難である*8。

また、一般的には、債券は、安全な資産と考えられているが、ゼロ金利政策の長期化により長期金利は低位安定が続いているものの、ひとたび金利上昇局面に入れば巨額の含み損を抱えるリスクがあり、安全な資産とは一概にいけない状況にある。

さらに、わが国の年金制度のように、物価スライドの確定給付を主体にしている場合には、負債側にインフレーションや労働生産性に連動する要因がある。そこで、これらのある程度反映して価格が変動する株式をポートフォリオに組み入れることにより、全体としてリスクを低下させることが可能となる。

このように、年金運用においては、一見「リスクが高い」と考えられる株式を保有することはリスクを高めるものではなく、逆に、年金債務のリスクをヘッジする効果があるという面もある。

最後に、株式はリスクが高いから投資すべきではないと主張しつつ、一方で個人投資家に株式投資を推奨しリスクシェアを促すのは、政策としても矛盾していることを付言しておきたい。

(2) 株式投資手法を巡る議論

前節では、公的年金の株式投資に対する否定的な見方について、資

*7 公的年金の負債は、算出前提条件に左右されやすく正確な把握には困難を伴うと考えられている。

*8 ALMにおける超長期債券のマッチング効果について、たとえば、年金の場合、負債サイドのデュレーションは極めて長いと考えられ、理論的には同じデュレーションを持つ超長期の債券を保有することでリスクを相殺できると考えられる。超長期の債券それ自体をみると、短期の債券に比し価格変動は大きくリスクが高いということになるが、ALMの観点からは債務のリスクを相殺することで、むしろ、短期債よりも全体ではリスクが低下するという結論になるのである。ただし、現実の債券市場では年金債務を相殺しうる超長期の債券は質量ともに不足しているうえ、昨今の超低金利下では、債券利回りは負債サイドの予定利率を下回る逆鞘状態にあることから、厳密には、債務を完全にヘッジすることは困難であり、超長期債だけでポートフォリオを構築することは現実的には難しい。

産運用の理論の観点から考察を試みた。ところで、年金スポンサーのリスク回避志向が強まる中、運用手法においても、T O P I X等のベンチマークに追随するパッシブ運用へのシフトが続いている。一方、運用会社サイドにおいても付加価値の追求を謳いつつも、現実には運用会社間の競争で下位になることを避けるため、所与のベンチマークにとらわれた横並び的な運用を続けてきたことで、結果的に、パフォーマンスも伸び悩むという悪循環に陥ってきたケースもあるのではないだろうか。本節では、以上のような問題意識に立って、株式運用の手法を巡る問題について考察する。

① パッシブ運用とアクティブ運用

最近の年金等の株式投資における運用手法として、パッシブ運用が拡大の傾向をみせている。この背景として、年金スポンサーの立場からはアクティブ運用のパフォーマンスが十分期待に応えるものではなかったことに加え、運用実績が低迷する中でとりわけ運用フィーが相対的に廉価であるという魅力は大きく、パッシブ運用へのシフトが続いているものと思われる。

しかし、厚生年金基金の代行返上を受け、公的年金への一極集中が進む状況の下で、株式市場において、今後もパッシブ運用（とりわけ、T O P I Xをベンチマークとするインデックス運用）の比率が高まると、企業の発行するエクイティの評価（価格形成機能）や効率的な資金配分（資金配分機能）という株式市場が本来有している機能に悪影響を及ぼすことが懸念されている。

日本銀行の「わが国機関投資家の資産運用行動について」*⁹によると、東証一部市場におけるインデックス運用の拡大により、資産配分を調整するための操作として一斉に株式保有比率を引き上げる（引き下げる）リバランス売買を誘発するため、インデックス構成銘柄の価格が同じ方向に動く、いわゆる「全面高(安)」現象が生じやすくなることが指摘されている。

また、インデックス運用への資金追加あるいは回収がなされる場合、各銘柄についてインデックスの構成比率に沿った機械的な売買が一斉

*⁹ 日本銀行金融市場局「わが国機関投資家の資産運用行動について」（2003年3月）東証一部市場におけるパッシブ運用（インデックス運用）の拡大による市場への影響に関する検証が報告されている。

に発生するため、特に流動性が低い銘柄に対しては、価格の乱高下を招く可能性も考えられる。

その一方で、市場の価格形成機能が歪むような状況は、アクティブ運用を行う者にとって超過収益獲得の機会であるともいえる。アクティブ運用では、このような企業の本質的価値と市場価格との乖離を利用して運用パフォーマンスを向上させることが可能であり、その行動がこの乖離を是正する役割を持つと期待される。ただし、当然ながら、アクティブ運用の意義が十分に発揮されるには、アクティブ運用を行っている運用会社が、リスクに見合った超過リターンをコンスタントに獲得することが必要であり、そのために、アクティブ運用を行っている運用会社の一層の研鑽が望まれるところである。

なお、パッシブ運用の中でもっとも代表的なインデックス運用においては、その運用の性格上、経営不振企業の株式も組み入れざるを得ない。このような企業に対しては、運用会社の受託者責任上からも議決権行使による経営改善を促すことにより、企業価値（株価）の向上につなげる努力も必要であろう。しかし、議決権の適正な実施のためには相応のコストがかかることも事実であり、このコストをどのように年金スポンサーが負担・分担していくかという議論は十分に尽くされているとはいえず、パッシブ運用の特色の一つである廉価なフィーということと矛盾が生じる点は看過できない。

② ベンチマークの工夫と応用

現在の国内株式運用は、その大半がT O P I Xをベンチマークに設定している。しかし、T O P I Xは、東証一部上場銘柄の時価総額を指数化したものに過ぎず、国内株式市場全体をカバーしたものではなく、投資可能な銘柄すべてを含む市場ポートフォリオとは同一視できないことに留意する必要がある。

国内株式には、東証一部だけでなく二部、店頭市場、地方単独上場、未公開企業株（プライベートエクイティ）等も含まれる。また、浮動株の調整がなされていないなどの問題もあるなど、T O P I Xという画一的なベンチマークを運用会社の評価に用いることは、運用会社の独自の運用哲学・スタイルに基づく運用力の発揮を促すという観点からはむしろ障害となっているであろう。運用会社にとっても、得意とする運用スタイルを活かせるようなインデックスの開発を自ら行い、スポンサーサイドに対して積極的に提案していくことが望まれる。

また、パッシブ運用であっても、ベンチマークをT O P I X以外の投資可能銘柄にも拡張することや浮動株の調整を行うこと、さらにインデックスに含まれている全銘柄を機械的に組み入れる完全なインデックス運用ではなく、低流動性銘柄に十分配慮した運用や、経営不振企業の銘柄を除去したベンチマークを使うなどの工夫を行う余地がある。一方、最近パッシブ運用の代替として、エンハンスド・インデックス運用が注目されつつある。

なお、経営不振企業の銘柄は、その多くが低位株であったり低流動性の問題を抱えたいわゆるハイリスク・ハイリターン銘柄であり、通常の株式ポートフォリオとは区別された投資対象として考えられる。さらに、最近では、経営不振企業の再建に向けたさまざまな取組みもみられる。たとえば「企業再生ファンド」のように、適切なリスク管理と付加価値向上のための指導・助言等を専門のマネージャーが行うことなどを条件に、分散投資の観点から魅力的な投資対象として位置づけることも可能であろう。

3. 適正なリスクシェアリングと投資対象拡大の必要性

平成14年9月に公表された金融審議会答申「中期的に展望した我が国金融システムの将来ビジョン」では、金融システムの基本的機能の一つである資金仲介機能を通じてリスクシェアリングが適切に行われることがわが国経済の活性化に資すること、したがって、リスクに見合ったリターンを有する多様な金融商品が提供され、金融システム全体で幅広くリスクテイクが行われることが必要である、と主張されている。また、活力ある金融システムの確立に向けて、市場型間接金融を担う機関投資家をはじめとする多様な金融仲介機関への期待が盛り込まれている。本章では、このような観点から、わが国経済における適正なリスクシェアリングのあり方を検討したうえで、投資対象の多様化の必要性について考察する。

(1) 適正なリスクシェアリング

① 株価リスクの世代間のシェアリング

わが国では将来予想される人口減少や高齢層比率の拡大により、世代間でみた株式リスクの担い手の偏在が進展する可能性が高いと考えられる。すなわち、世代別の投資期間を想定すると、本来中長期の投資期間を持つ若年層はリスク許容度も高いと考えられるが、実態をみると、投資期間は短いものの経済的に余裕のある高齢層に株式保有のリスクは集中しがちであると考えられる。

リスクが世代間で適切にシェアされず一部に集中することは、リスク許容度の低下にもつながり望ましいものではない。この問題に対し、近年、米国では公的年金運用を巡る経済学的な議論において、マクロ的な側面から公的年金の株式投資を積極的に評価する考え方が出てきている。

すなわち、公的年金が株式を投資対象とすることにより、高齢層だけに集中していた株価変動リスクを、リスク回避度が相対的に低い若年層にも担ってもらうことにより世代間のリスクシェアリングが向上し、経済厚生が改善する可能性が示されている*¹⁰。また、積立方式の確定拠出型公的年金の導入により、それまで株式市場に参加できな

*¹⁰ Diamond(1997), Diamond and Geanakoplos (1999)

かった低所得者層が株式投資を行えるようになるとの研究結果^{*11}もあり、いずれも、公的年金の株式保有によって、株式市場の外部ショックに対する耐性を向上させるという結果を示している。わが国においても、公的年金の株式投資が、世代間のリスクの偏在を緩和するという重要な役割を担っていることを認識する必要がある。

② 直接金融と間接金融を結びつける市場の必要性

年金基金や保険会社などのように、大きな運用資産を保有している機関投資家は、分散投資の観点からさまざまなリスク・リターン特性を持つ資産に対する投資ニーズを持っているが、社債市場や証券化市場が未整備・未発達のため、それが十分に活用できていないという問題がある。

これには、わが国では、長らく間接金融システムが優位にあり、直接金融システムが依然未発達であるという特徴も影響していると考えられるが、加えて、直接金融と間接金融を有機的に結びつける金融活動が、極めて低調であったことにも原因があると思われる。すなわち、銀行などが保有するローン債権をパッケージ化したり、あるいは、ローン債権を担保に証券化商品として加工したうえで、直接金融市場の主たる参加者である機関投資家に引き渡していく仕組みが、わが国では成熟しておらず、スムーズなリスクシェアリングが行われる状況に至っていないと考えられる。

米国においては、ローン債権市場で発展してきた証券化技術、ローン債権転売市場における金融技術の発達によって、直接金融と間接金融の間に巨大なマーケットが形成され、両者を有機的に結びつける役割を果たしている。その結果、銀行が組成した証券化商品が当該マーケットにおいて転売されることで、金利リスクや信用リスクを年金基金や保険会社などの機関投資家に円滑に移転させることが可能となっている。

わが国においても、証券化商品市場の整備・拡充等を通じて、銀行に過度の金利リスクと信用リスクが集中しているという間接金融中心の体制の欠陥を是正していくことが可能となろう。また、年金基金などの機関投資家が証券化商品市場に参加することによって、市場参加者間で適切なリスク分散がなされ、経済全体への資金供給が円滑に行

^{*11} Abel (2000)

われることになろう。

(2) 投資対象拡大の必要性

このような市場参加者間での適切なリスク分散を実現していくためには、多様な投資家が、その負担能力に応じてリスクテイクを行うとともに、そのニーズを満たす投資対象が存在し、かつ、それらへのアクセスが容易であることが必要である。

たとえば、不良債権であっても、信用リスクに応じてセカンダリーマーケットで適切な値付けがなされるのであれば、投資対象資産となりうる。このような市場が整備されれば、不良債権をベースとした証券化商品も投資対象となり、国民経済的な観点からみても望ましいことといえよう。これらの商品は、概して、低流動性や市場規模の問題が存在しているが、多様な投資家の参入が可能となることで、これらの欠陥も緩和されることにつながる。

このような資産証券化の動きは、運用会社にとっても投資対象拡大によるリスク・リターンの向上に加え、アクティブ運用にとってさらなる超過収益獲得の機会が提供されるという点で歓迎すべきことである。また、投資対象は債券や上場株式といった伝統的なアセットにとどまらず、さまざまなリスク・リターン特性を持つプライベートエクイティ、資産証券化金融商品、天然資源等のコモディティ等、いわゆるオルタナティブ・アセットへも広がることが望ましい。さらに、投資対象をあえて国内に限定する必要はそもそもなく、たとえば、かつての英国がそうであったように自国よりも高い成長が見込まれる地域や国の企業の株式に積極的に投資し、より高いリターンを追求していくことも当然行われるべきであり、それがひいては、資金余剰国として国際的に期待される役割を果たしていくことにつながるといえよう。

4. 投資顧問会社に求められる役割と今後の方向性

前述の金融審議会答申では、専門的なサービスを伴う個人と市場、市場と企業をつなぐ資金仲介機関への期待が謳われており、投資顧問会社は、資産運用の専門家として、その重要な役割の一翼を担っている。市場のリスクが多様化する中であって、顧客の要請を過不足なく満たすような運用を実施するためには、いわゆる伝統的資産である株式や債券だけでなく、さまざまなリスク・リターン特性を有するインストルメントが投資対象となる必要がある。

しかし、現在の制度下では、投資顧問会社が顧客のニーズに十分に对应されているとはいえない。その大きな原因として、投資顧問業法^{*12}が有価証券に係る投資顧問業についての法律として制定されたために、証券取引法上の有価証券以外を投資対象とすることが原則として認められていないことがあげられる。

そもそも、投資顧問業法は、その成立の過程から個人投資家被害の防止を目的とした「助言業者の登録制」と資産運用の専門家として顧客から投資の権限を一任される「投資一任契約業務の認可制」（認可投資顧問会社）という2段階の法律構成となっている。このうち、助言業務については、法制定以降「規制法」としての役割を十分に発揮しているが、一方、投資一任業務としての資産運用業務においては、運用受託資産額が増加するなど全体の事業規模は拡大しているが、運用の対象となる資産の種類については依然として証券取引法上の有価証券という規制が付されたままである。

また、投資一任業務については、証券会社、信託銀行といった他業態にも担い手が拡大されているところであり、資産運用を機能面から統一する「資産運用業法」として見直すことの必要な時期が到来しているのではないかと考えられる。

認可投資顧問会社の主要な顧客は、年金基金等のいわばプロフェッショナルな投資家である。また、その契約も相対の投資一任契約としていわゆる「オーダーメイド」形態であり、顧客の意向が個別に反映される仕組みになっている。このようなプロ向けの運用を行う場合には、投資対象については狭い範囲に限る必要はなく、当事者間の選択に委ねるべきである。このような観点から、主として個人投資家向け

^{*12} 正式名称は「有価証券に係る投資顧問業の規制等に関する法律」。

である投資信託の投資対象の方が、投資一任業者の投資対象より広くなっている現状は、考え方が逆転しているといえる。本来は、米英のように投資に値するインストルメントを幅広く認め、顧客に多様なリスク・リターン特性を有する運用商品を提供することを可能とすべきであり、投資一任業務の投資対象範囲は、少なくとも投信法上の特定資産にまで拡大されるべきである。

5. 結び

今後、高齢化社会の進展や経済構造の変革が進む中、資産運用に求められる役割は益々高まることが予想される。本研究会では、株式市場の低迷を背景に広がる「株式投資不要論」に対して、株式投資の意義を示すことを当初の目的として議論を進めてきた。そして、年金運用における株式投資の意義から発展し、適正なリスクシェアリングと投資対象拡大の必要性について検討し、その中で投資顧問会社の役割と今後のあるべき姿についても考察した。

たしかに、ここ数年の株式市場の低迷を背景に、年金スポンサー、資産運用会社は極めて厳しい状況に置かれており、本来可能なりスクをとる余裕すら失われている感がある。しかしながら、資産運用においては運用ポートフォリオの適切なリスクマネジメントにより、他と異なるリスク特性を持つ株式投資が有効かつ欠くべからざる手段であることは理解されるべきである。

また、わが国経済の将来に対する悲観的な見方が多いとはいえ、低成長の経済下でもかならず新陳代謝の動きはあり、また、最高益を更新している企業も数多く存在する。さらに国内において高い成長を今後は期待できないとしても、国際的企業として高成長地域にビジネスを展開することで、成長を見込まれる企業が数多く存在することを忘れてはならない。株式投資にあたっては、これらの可能性のある企業を発掘し投資していく役割も期待されているといえよう。その意味でアクティブ運用の役割は、今後益々、重要性を増していくと考えられる。

一方、伝統的資産から発展し、多様な投資対象が選択肢として提供されることは、資産運用業の一層の発展をもたらすだけでなく、リスクマネーの円滑な供給によって、わが国経済の再生への足掛かりにもつながることになる。そのために、一層の規制緩和によりこのような環境を整備、提供していくことが求められている。わが国の資産運用業にはまだまだ大きな可能性が広がっており、資産運用にかかわるすべての主体の積極的な参画を期待しつつ、本研究会の結びとしたい。

以 上

<補論>

投資顧問会社の兼業規制に係る問題点

投資顧問会社が証券取引法上の有価証券以外の投資に相当するインストルメントに投資しようとするとき、投資顧問業法第31条（兼業の制限等）第1項の規定により、兼業の承認を受けなければならない。

たとえば、いわゆる企業再生ファンドを投資対象にしようとしても、そのエンティティが商法上の匿名組合である場合、証券取引法上の有価証券ではないという理由により、匿名組合出資持分を直接投資対象とする業務を行うことについて兼業承認を受けなければならない。米国のLP Sスキームについても同様である。

また、外国為替の取引については、業法上、外貨建有価証券の売買に伴い付随的に発生する取引として認められると解されるが、この場合、外貨建有価証券取引を行わず、為替取引のみにより収益を獲得しようとする行為は認められないことになる。このため、為替オーバーレイ業務については、業法上の投資一任契約や投資顧問契約により行われる業務とは位置づけられていない。1998年の外国為替および外国貿易法の改正により外国為替取引は原則自由となり誰もが自由に行うことができるはずであるが、投資顧問会社は業法第31条の規定により兼業の承認を受けなければならないとされている。

このように、現状では兼業承認という行政上の措置で投資対象を個別に拡大していくことは可能となっているが、130社にのぼる認可投資顧問会社に兼業承認を与える行政サイドの事務上の負担等もあり実際的に有効に機能しているとはいえない。

なお、兼業承認については他にも障害がある。厚生年金基金を規制する厚生年金保険法第136条の3第1項第3号で年金給付等積立金の運用方法として「投資顧問業者との投資一任契約であって政令で定めるものの締結」とされており、投資顧問会社は投資一任契約以外の兼業業務に係る委任契約を基金と締結できないこととなっている。

◆検討経緯

	開催日	テーマ、講演者等
第1回	平成14年10月2日	「組成目的等説明」「投資顧問業界の現状」「投資顧問会社の運用スタイル・運用方針」ほか
第2回	平成14年10月16日	「公的年金積立金の株式運用に否定的な見解の紹介等」 「年金資金運用としての株式投資」 横浜国立大学 米澤康博氏
第3回	平成14年11月22日	「機関投資家としての公的年金、リスク・マネー供給者としての公的年金」 一橋大学大学院 齊藤誠氏
第4回	平成14年12月2日	「長期投資の担い手、リスク・マネー提供者としての年金」 一橋大学大学院 大橋和彦氏 「投資一任会社の議決権等行使指図の状況」
第5回	平成14年12月16日	「生命保険、年金資金の投資対象としての株式」 日本生命保険相互会社 川北英隆氏
第6回	平成15年1月30日	「株式リスクプレミアム論争の論点」 イボットソン・アソシエイツ・ジャパン 山口勝業氏
第7回	平成15年2月6日	「株式評価モデルによる日本株式期待リターンの推計」 みずほ総合研究所 小林弘明氏
第8回	平成15年3月28日	「多様な投資家の下でのアクティブ投資機会の評価」 三井アセット信託銀行 大森孝造氏
第9回	平成15年6月4日	「投資顧問業者の投資対象について」 「これまでの検討事項、報告書に盛り込む内容(案)について」
第10回	平成15年6月27日	「報告書の論点整理」
第11回	平成15年9月30日	「報告書案について」

◆資産運用研究会メンバー

メンバー	所属・役職名
【座 長】 大村 敬一	早稲田大学 商学部教授
【座長代理】 米澤 康博	横浜国立大学 経営学部教授
【研 究 員】 齊藤 誠 大橋 和彦 小林 弘明 櫻田 毅 山口 勝業 福田 徹	一橋大学大学院 経済研究所教授 一橋大学大学院 国際企業戦略研究科助教授 みずほ総合研究所(株) 年金コンサルティング部年金コンサルティング第二グループ長 フランク・ラッセル(株)ディレクター イボットソン・アソシエイツ・ジャパン(株)代表取締役社長 (財)日本証券経済研究所主任研究員
【専門委員】 後藤 輝義 高久保道英 平井 友行 山本誠一郎 中井 省	大和住銀投信投資顧問(株) 常務執行役員運用部門クライアントサービス部長 U F J アセットマネジメント(株) ポートフォリオマネジメント部ポートフォリオマネジャー 興銀第一ライフ・アセットマネジメント(株) 年金営業グループ部長 アライアンス・キャピタル・アセット・マネジメント(株)投資顧問 本部マーケティング部部長シニア・バイス・プレジデント (社)日本証券投資顧問業協会専務理事
【オブザーバー】 山本 健	横浜国立大学大学院 国際社会科学研究科博士課程
【事務局員】 澤井 誠 山下 義成 中井 彦実 鈴木 章司 炭本 友二 松永 英明	U F J アセットマネジメント(株)企画部シニアマネジャー 東京三菱投信投資顧問(株)運用企画部課長 (社)日本証券投資顧問業協会前国際業務部長 (現 (株)東京三菱銀行グローバル企業企画室主任調査役) (社)日本証券投資顧問業協会国際業務部長 (社)日本証券投資顧問業協会前調査役 (現 三井住友アセットマネジメント(株)企画グループマネージャー) (社)日本証券投資顧問業協会調査役

年金資産運用における株式投資について

－ 投資顧問業に求められる役割 －

平成15年10月発行 禁・無断転載

編集／発行	社団法人 日本証券投資顧問業協会 〒103-0025 東京都中央区日本橋茅場町2-1-1 第二証券会館 7階
電話・FAX	03-3663-0505・03-3663-0510
制 作	株式会社 財経詳報社 〒105-0021 東京都港区東新橋1-2-14 電話 03-3572-0624（代表）
