

○ 竹原氏

私が最後のページで書いていることは、実際に実現して行くまでには、克服すべき大きな問題が幾つか残っていると思います。ただ、既に株価の価格形成はインデックス運用が主体になることよってゆがみ始めているというのが私の認識です。それが今後、毎年相当規模の資金が株式市場にインデックス運用を主体として入ったときに、さらに大きな適正価格との乖離を生んでいき、だから、市場における株価形成機能がさらに弱まっていくということが考えられます。

資本市場、株式市場の役割というのは、経営資源を持っていて、将来のキャッシュフローを生んでくれるであろう会社に、公的な資金であれ、個人の投資家であれ、きちんと資金が流れることであって、それをきちんと見極めていくには、基本的には私はディスクロージャーというものが、もっと今よりも進展していくことが一つの条件だと思っています。ですから、今年に入ってから会計情報をめぐる問題がありましたけれど、少なくとも経営者が会計という形できちんと情報を流していき、それに対してアナリスト、ファンドマネージャーがきちんとした分析をしていく、その作業を放棄することは許されないと思うんですね。むしろ極端な話をすれば、今の終値ベース、成り行きで注文してインデックスをつくっていけばそれでいいという運用をこのまま続けさせること自体が株価形成をゆがめていると思います。それをやめるべきです。その過程で何らかの、ものすごいコストがかかるようなことは避けたいわけです。それではアクティブ運用が、要するに長期ではパッシブ運用に勝てないという議論につながるわけです。ですから、コストが、当然のことながら今のパッシブ運用、インデックス運用の数ベースと比較して、10 ベースあるいは 20 ベースという高いレベルになるのかもしれませんが、10 ベース、15 ベースぐらいの年間の運用フィーでおさまるような形で、極めて機械的な、何らかのフィルターを見つけていく必要があります。また、それはできるはずですが、なぜならば、私たちは債券の格付けという意味で企業の財務状況なりキャッシュフローについて分析する手段を持っているわけですから、そういった企業の会計内容や、ガバナンスに関しては質問票調査も必要になるかと思いますが、そういったものを複合的に生かしていくような体制を、むしろ受託が中心となって、これから進めていくことが必要だと思っています。

○ 若杉分科会長

吉富委員、なるべく短めをお願いします。

○ 吉富委員

もし、これがセミナーだったら、先生方の論文をいろいろ批判するのでしょうか、これ

はセミナーではないので、先生方のご意見からいろいろ学ぶというふうに考えております。

運用利回りを上げるということが基本的な命題だという大前提ですが、先生がおっしゃっているデフレとインフレの時期でどう違うのかというのがちょっとわからなかったということです。つまり名目賃金の上昇率よりも高いリターンが得られることが年金積立金の運用の目的なんですね。名目賃金はインフレのときには高いしデフレのときは低い。したがって、デフレとインフレのときに、賃金の動きと国債の利回りの動きはどう違うのか。非対称性があるのかないのか、株についても同様です。

それが分かって初めてデフレのときにはバリューを買う、インフレのときにはグロース買うという意見が出てくるのでしょうかけれども、そこら辺のメカニズムといいますか、フレームワークがいま一つ分からないので、教えていただければありがたいと思います。

○ 竹原氏

学会ですと、また 20 分くらいかけてお答えするところなんですけど、私の中でも今個人的に最近研究を進めているテーマで、そうした株価の動きを分析するのはかなり難しいのではないかと考えています。なぜならば株価というものを考えるときには、配当還元モデル、あるいはそれに等しいモデルを使うしかないわけです。そのときに、国債の場合は長期債の割引率で現在価値に割り引けば、それでいいわけですが、株価の場合には実質的な金利に期待インフレ率、さらには企業のリスクに対するリスクプレミアムの部分を合計したもので割引かなければいけない。当然、期待インフレ率と株式のリスクプレミアムが同方向に動く場合、昨今のように逆方向に動く場合と、いろんな状況がありますので、そのこのところの分析は非常に難しいことなんです。ただし、そういったところも、むしろそこで運用に知恵を絞らなければいけないと思うんですね。将来、どういう状況であれば、この会社はキャッシュフローを生んでくれるのかどうか、そういったところで知恵を出す必要があると思います。逆にその部分で知恵が出せないのだったら、受託は運用のフィーも取れない、そういうルールを徹底することが必要だと思っております。ですから、そのこの部分、お答えになってないような気がしますが、そういった部分のシミュレーション、あるいは感応度分析といったことをすることも受託に要求される能力の一つだと思っております。

○ 吉富委員

今、デフレの時代に入っているんで、まさにインフレとデフレの時期の差というのは重要なんですけれども先ほど名目賃金の上昇率とリターンとの関係で、基本的には学会ではどういいうエビデンスがあるんですか。

○ 竹原氏

賃金の部分と期待リスクプレミアムとの関係についてはある程度明確な傾向が出ています。例えば賃金の上昇率自体が株式のリスクファクターの一つとなっていることは実証されています。

もう一つは、仮にデフレの状況でも、金利低下と相殺する方向で企業の期待リスクプレミアムが上がってしまうと、両者が相殺しますから、株価が反応しないというケースが起こり得ます。それは物価上昇率で測った期待インフレ率と企業の潜在的なリスクプレミアムが、例えばバブルの時期ですと同方向に動く場合もありますし、昨今の場合にはどうも逆方向に向いて動きが相殺しているというようなこともあります。実証研究上はまだ決着がついてないままであります。

○ 若杉分科会長

予定の時間を過ぎておりますが、吉原委員、他に特に何かございますか。

○ 吉武委員

ちょっとあったんですけど今回は結構です。

○ 若杉分科会長

本日は加藤先生、竹原先生から、今後の検討に当たって大変参考となる貴重なご意見をいただきました。本日、両先生からいただきましたご指摘や委員の方々からのご意見等も踏まえて、引き続き年金積立金の運用の在り方についての検討を年末にかけて行っていきたいと考えております。

時間が遅れておりますので、公開の審議はここまでで終わります。ここでいったん議事を事務局に預けます。なお、予定の議題が残っておりますので分科会はまだ続きます。委員の方々には、6時15分ぐらいまでということでお時間を延長させていただきたいのですが、よろしいでしょうか。

(「はい」と声あり)

○ 若杉分科会長

では、運用指導課長、この後の議事についてお願いします。

○ 泉運用指導課長

これにおきまして、議題の(1)の審議を終了といたします。

ただいまより5分間あるいは5分長ければ3分間ぐらい休憩とさせていただきます、以後の審議は非公開となりますので、傍聴の方におかれましてはご退室のほど、ご協力のほどよろしくお願いたしたいと思っております。

(傍聴者退室)

(休憩)

これ以降の議事は非公開とした。以下、議事要旨を掲載。

(○は委員、●は事務局、△は年金資金運用基金の発言)

(2) 平成13年度年金積立金運用報告書について

平成13年度年金積立金運用報告書について事務局より説明。

(質疑応答)

○ 前回、年金資金運用基金の資産全体の運用結果に対する国民の視点からの評価も記載すべきであるという趣旨の発言をしたが、そのような記載が行われず残念だ。しかし、分科会長とも相談していただいた上でこのようになっているとのことなので、報告書を提出していただくことについては了承する。

○ 15ページの実質運用利回りは、引き算ではなく割り算で求めているのか。

● 実質運用利回りは、注のとおり「 $(1 + \text{名目運用利回り} \div 100) \div (1 + \text{名目賃金上昇率} \div 100) \times 100 - 100$ 」という計算式で求めている。

○ 概算的には引き算と同じだな。

質疑応答の後、厚生年金保険法及び国民年金法の規定に基づき、厚生労働大臣から社会保障審議会に、「平成13年度厚生年金保険及び国民年金における年金積立金運用報告書」が提出された。

(3) 株主議決権行使状況について

株主議決権行使状況について年金資金運用基金より説明。

(質疑応答)

○ 議案に反対した比率が日本株と外国株では1桁違うが、大きな要因は何か。

△ 株主提案の割合が、日本株式の場合は8万6600件中1000件と約1%程度であるが、外国株式の場合は2万6100件中2500件と1割近い。一般的に株主提案は反対さ

れる傾向が強いため、株主提案の割合の違いが大きく影響していると考えている。

○ 投資対象企業をいい企業に変えるためにも議決権行使の役割は大きい。今後ますます議決権行使は重要になると思うので、年金資金運用基金において、さらに実効ある議決権行使ができるようにガイドライン等の見直しを積極的に進めていただきたい。

(4) その他

【第9回議事要旨について】

第9回議事録及び議事要旨については、配付資料のとおり確認。