

しては、運用受託機関を通しての間接的なガバナンスへの影響に限定しているというのがこれまでの議論かと思います。

私がきょう個人的な見解を述べたいのは、主に最後の二つの部分、(株式投資の)「期待収益率」と「インフレヘッジ機能」についてであります。

全額を国債で運用する場合、これは確かに元本が保証されているという意味においては、ローリスク・ローリターン of 安全な運用であることが言えます。これに対して株式を含めた分散投資、株式で運用するという点についてどう考えるかという点、リスクテイクによって高いリターンを獲得することによって、将来の掛金率の負担を軽減することが十分に可能であると考えます。これはむしろ日本の企業、日本の国自体に対して、どれだけ信頼を与えるかということだと私は考えております。この点については後で詳しく説明させていただきたいと思っております。

それから、インフレのヘッジ機能についてですが、確かに全額を国債で運用するならば、元本は保証されるわけですが、現在の制度の設計上、給付額はインフレスライドしているわけですから、国債による運用ではそういったインフレスライドの分、実質的なリターンというのは確保されない。これに対して株式の場合には、ある程度のヘッジ機能があると考えられます。

最後の2点、期待収益率とインフレヘッジについて細かく私の意見を紹介したいと思います。まず、株式の収益率が国債の利回りに対してはたして高いのかどうか。これは過去の実現収益率、20年とか30年といった長期間の収益率を調べる限りは、経験上は明らかなことだと思います。

また、ファイナンスの理論からすれば、リスク資産の期待収益率は安全資産の利子率よりも必ず高いはずであります。もしそうでないとしたら、誰も株式会社に対して株式という形の資本提供は行わないわけですし、それからそういった収益率が確保できないような状況においては、税収も確保されない。法人税も個人の所得も確保されないような状況に陥るわけです。

実際、個別の東証上場企業について調べてみると、株主資本利益率であるとか、総資産利益率で考えれば、今でも多くの企業について、収益性は確保されております。

ではどういうことが問題なのかという点、今までは、長期においては、日本の経済が成長している過程においてはそうだった。では、マイナス成長になったときに果たして同じことが保証されるのかどうか。国債の利回りに対して、株式というものの、日本の市場全体、マーケットを見た場合、株式市場を見た場合に期待収益率は高いのか低いのか、それを考えるべ

きだと思えます。

その意味で、現在の基本ポートフォリオの策定においては、TOPIX（東証株価指数）をベンチマークとして、これをマーケット全体の変動としています。それはTOPIXが理論上の市場ポートフォリオであるということを仮定しているわけですが、私はTOPIXというのは必ずしも市場ポートフォリオの代用、プロクシーではあり得ないと考えています。当然そこには経済変動とともに業種の変動もありますし、投資スタイル、成長株であるとかバリュー株といったものも、リスク・リターン特性として考えなければいけないでしょうし、それから、将来の一部市場に上がってくるであろう二部市場、店頭市場の企業が全く含まれていない。それから、果たして危険資産の市場を日本だけで考えていいのか。アジア諸国、ヨーロッパ市場、アメリカ市場の株式の問題をどう考えるのか。そういった点で議論がきちんと整理がされているのでしょうか。

以上の理由から、マイナス成長下で、果たして従来どおり基金ポートフォリオの策定において用いられたベンチマークとしてのTOPIXを継続的に利用する、そして、そのTOPIXに対するインデックス運用を主体に株式運用を継続していいのかという点については疑問を持っております。

それから、インフレに対するヘッジ機能に関してですが、これも前提の置き方によると思えます。今後、この数年間にわたりデフレが継続するかどうか、それともどこかの段階で急激なインフレに至るのだろうか。マクロの経済シナリオに依存しますし、それから、そもそもALMを行う際の年金の債務が計測されているか。当然基本ポートフォリオは中長期のマクロシナリオと測定された年金債務に依存して、それらのデータをもとにALM的な立場から決められるべきだと思えますが、現状ではそうしたことが行われていません。ですから長期的に、今、考えられていることは、今と同じ経済環境が継続するという状況下で基本ポートフォリオが策定されているわけですが、長期的に日本の経済がどういうふうに移っていくのか、それに応じてあるべき株式の運用も当然姿を変えていくものだと考えております。

この点については、理論的な側面に立ち入るわけですが、簡単な、よく知られた配当割引モデルといったものを使って、中長期、10年くらいのレンジにおいては、株主資本利益率が自己資本コストに収束するという前提である種のモデルを使って考えますと、もしデフレの状況、現在のような状況が数年にわたり今後継続するようであれば、その場合にはTOPIXよりもむしろバリュー株と呼ばれる資産性の高い株式にシフトする必要があるかと思えます。逆にインフレのヘッジ機能という点について言うと、急激なインフレが将来において起こる。そのリスクを債券では吸収できないとした場合には、TOPIXというベンチマークよりもむしろ

るグロース株にシフトした運用を行うことが必要かと思えます。ただし、バリュー株に対する投資、グロース株に対する投資、いずれにしてもそこには何らかのきちんとした経営資源があること、将来のキャッシュフローを保証するための経営資源があることを見極めて、そうした企業に限定して投資することが必要だと考えております。

したがって、私の意見としましては、株式に対して、現状の基本ポートフォリオ程度、あるいは投資比率はある程度の幅を持つのかもかもしれませんが、株式を含めて運用することに関しては賛成であります。ただし、株式運用の在り方、基本ポートフォリオの策定については議論をもう一回やり直すべきだと考えております。

現在の株式の運用に関しては、パッシブを主体にするということが前提で行われていますが、そもそもこのパッシブというものをどう考えるのか。これまで行われた議論においては、パッシブはイコール TOPIX のインデックス運用としか考えておりません。しかし、パッシブには二つの意味があります。そもそも我々が効率的市場ということを議論するとき、何が効率的かという、それは情報の利用、情報の加工、市場にもたらされたマクロの経済情報であるとか、会計のディスクローズされた会計情報がどのように盛り込まれるのか、それをどのようにアナリストやファンドマネージャーが分析するのかが効率的市場の定義になるわけです。

そういう意味では考えますと、アクティブ、パッシブといったときに多分、評価軸は二つあるはずで、一つは情報をどれだけ積極的に利用・加工するのかです。もう一つは、回転率であらわされるような、年間に 100% を超えるような回転を行うアクティブと、それから 5%、10%、20% 程度のパッシブ運用やエンハンスト・インデックス運用を分ける評価軸です。

そういう意味では、現在のパッシブは、情報の利用や情報の加工は一切行わず、その部分で他の投資家に対してただ乗りをしているわけです。しかし IT 技術が進展することによって、情報の利用や加工の部分のコストは従来に比べて非常に低くなっていることが考えられます。したがって、将来においては、情報の分析は可能な限り積極的（アクティブ）でよろしい。ただし、基本的にバイ・アンド・ホールドという意味のパッシブに株式の運用を移していくべきだと考えます。

したがって、結論としましては、私は株式の投資ユニバース、あるいはインデックスを、まず最初に再検討して、そこから基本ポートフォリオの策定問題をもう一度考え直すべきだと思います。我々は加入者の運用を代行するわけですから、当然きちんとした説明ができなければいけない。そうだとすると、東証一部に上場されているからといって、どのような株