

「資産運用立国」へ向けて検討すべき課題

～年金機関投資家の視点から～

2023年11月28日

村上 正人¹

要旨

わが国の資本市場のリターンが長期に亘って低水準であったことは、年金資金の運用にも個人の資産運用にも大きな影を落としてきた。公的年金の運用も国内市場の運用だけでは期待される目標水準を達するには難しい状況であった。

いわゆる「伊藤レポート」やスチュワードシップ・コードの公表から9年以上が経った今日でも、わが国の市場では資本コストを上回る利益水準が未達であると目される企業の数はいまだである。ROE水準の差は長期的には企業価値に差異を生じていく大きな要因であり、さらに他の先進国との格差が広がっていくことが懸念される。

「資産運用の高度化」は都合よく使われる言葉であるが、その本質を分かりやすく表現すれば資金それぞれの特性に応じてその目的を達成する可能性を出来る限り高めていくことであり、資金の性格ごとにベストな運用も違ってくる。運用対象の多様化や、最新の金融テクノロジーの活用などがイメージされることも多いが、それらは単なる一手段、一つの選択肢にしか過ぎず、投資家がリスクをきちんと把握してその管理ができなければ、高度化とは縁遠い話である。

ケインズはイノベーション、雇用拡大などが図られて新たな富を創出する投資と、既に存在する富を取り合うだけの投資とを分けて、前者を真正の長期投資と語った。資本主義の市場経済の下では、企業こそがその価値創造を担っていくことができる唯一無二の主体である。そのことから、企業の価値創造力の向上無くしては経済および資本市場の発展を見ることはできない。

年金分野がコーポレート・ガバナンスの活動を開始してから、また「貯蓄から投資へ」が国の方針として掲げられてから20年以上の歳月が流れているが、わが国の資本市場、企業の改善は遅々としている。その背景をよく吟味する必要がある。

わが国の年金資金は一握りの大手公的機関に偏在している。その市場に与えるインパクトは規模と世界中の多くの運用機関が注目していることから、企業年金とは桁違いである。ベンチマークの選択とマネジャー選択はフランスポン

¹ 公益財団法人年金シニアプラン総合研究機構特任研究員。なお、本稿中の意見の部分は私見に基づくものであり、所属機関の意見ではない。

サーの大きな仕事であり、特に公的の大手プランスポンサーは、資本コスト割れ企業が多く含まれているベンチマークを採用し続けている理由や、マネジャー選択に至る検討・議論の過程、市場リターンを高めるためにコーポレート・ガバナンスとどう向き合うかなど、具体的に説明すべきであろう。

資産運用立国のための必要条件を考えるには、資産運用業の中だけに着眼しても、ほんの一部でしかない。巷の議論がこの分野のみに偏っているのは本質から外れており、まさにわが国の当分野に対する理解の無さを露呈している。その国の資本市場が相対的に魅力のあるリターンを提供できるかどうかは、結局は経済システムの効率性と生産性にかかっている話である。わが国の経済システムひいては世の中の仕組みのどこが他の先進国と比べて効率的でないかを精査し、それぞれに対して効果的な施策を打っていくことが、資産運用大国を目指すためには必要不可欠である。

目次

1. わが国株式市場のリターンの回顧
2. ROEと資本コストについての再認識
3. 「資産運用の高度化」とは何か
4. 年金のアセットオーナーを巡る課題
5. 資本市場の効率性と経済システムの効率性

1 わが国株式市場のリターンの回顧

1.1 はじめに ～バブル以前と今日の日米の株価水準の比較から

わが国の日経平均株価の水準は、今年になって3万円台をキープする期間が長くなっている。それでもまだバブル時の最高値である約39,000円（1989年12月29日に38,915.87円）には遠い。バブルのピークからすでに30年以上が経過しているが、未だにこのような状況である。このことは、単純に株価水準のみで語れば、その頃からずっと保有している投資家が報われてこなかったことを意味している。これは先進国の株式市場の歴史でも稀有なことであろう。

バブル期に差し掛かる1980年代の半ばまでは、日経平均株価の数値を10分の1にすると概ねNYダウの数値になる、と言われていた時期があった。1985年3月末の株価を調べてみると、日経平均が12,590円に対してNYダウは1,266ドルであった（端数切捨て、以下同様）。また、ブラックマンデー直前の1987年9月末には、日経平均は26,010円、NYダウは2,596ドルであった。このよう

に単純な株価指数の数値において日経平均とNYダウは10：1の比率を保ちながら同じような動きをしていたのである。

その当時は10倍もの大きな差を保っていた日経平均の数値は、30年以上経った今日、NYダウに追い抜かれてさらに水を開けられている。それがこの30年間特有の現象ではなく、わが国の資本市場に構造的な問題があるとするれば、将来もこのトレンドは変わらずに差が拡大していくだろう。

本稿ではその問題に焦点を当てつつ、筆者が長く年金運用に関わってきた経験から、このままでわが国が掲げている資産運用立国を遂げることが果たして可能なのか、それを成り立たせるためには何が必要不可欠なのかを、年金機関投資家の目線に立って考えていきたい。

1.2 GPIFの運用成果から読み取れること

図表1は年金積立金管理運用独立行政法人（GPIF）がWEBサイトで公表している2022年度の「業務概況書」より、過年度の運用実績の長期平均の値の部分を切り取った表である。いずれの期間で見ても、資産全体の通算の平均収益率は3%台後半以上となっている。この間の賃金上昇率は非常に低いことから、公的年金運用が掲げている「賃金上昇率+ α 」の水準はクリアできている。年金財政上からすれば問題はない。だが、その運用成果の中身を見ると、わが国の資本市場からの収益がかなり低くて深刻な状況にあったことが伺える。

図表1 GPIFの運用収益率（長期通算）

	直近10年間 (2013～2022年度)	独法設立後 (2006～2022年度)	市場運用開始後 (2001～2022年度)
時間加重収益率	5.64%	3.86%	3.83%
国内債券	0.49%	1.30%	1.18%
外国債券	3.87%	3.34%	4.39%
国内株式	9.09%	2.90%	3.88%
外国株式	12.74%	7.73%	7.15%

出所：GPIF WEB サイト

例えば、この図表1の真ん中の列の「独法設立後」の欄に注目してみよう。資産全体の収益率は3.86%である。これは、現在GPIFが掲げている名目期待収

益率の水準にかなり近い。だが、資産ごとの内訳をみると、国内債券が 1.30%、外国債券が 3.34%、国内株式が 2.90%、外国株式が 7.73%となっている。国内資産の低収益性は際立っている。GPIF の資産ごとの収益率は市場収益率（ベンチマーク）への追随率が高いので、これらの収益率は各市場の収益率を代弁しているとも解釈できる。

GPIF は独法設立後、基本ポートフォリオの改定を 3 回行ってきた。現在の GPIF の基本ポートフォリオは 4 資産が 25%ずつの構成となっている。基本ポートフォリオの変遷はあったものの、先ほどの「独法設立後」の各資産の実績の収益率に、現在の基本ポートフォリオの構成比率を掛け合わせると 3.82%となる。これはほぼ過去実績の水準であり、また現在の基本ポートフォリオの名目上の期待収益率に近い水準でもある。しかし、その中身としては、国内の債券と株式の 2 資産の収益率の平均が 2.10%、外国の債券と株式の 2 資産の収益率の平均が 5.54%である。すなわち、資産全体の収益率は外国への投資に大きく支えられており、国内の資本市場への投資だけでは年金の求める期待収益率に達することは非常に厳しかった。さらに言えば、先進国の資本市場の規模に合わせて外国への投資の配分が大きくなっていけば、より大きな収益を得られていたことであろう。

そのような配分比率の是非はともかくとして、理論的にはグローバルに分散投資を行うことがポートフォリオとしての効率性を高めるので、その行動の結果として目標水準をクリアしているという点では GPIF の収益率の水準自体が追及されることはあまり無い。しかし、この実績収益率の内訳を透してみられるように自国の資本市場が極めて低収益であることは至る所で影を落としているのである。

1.3 自国の資本市場の収益率が低いことがもたらす影

この自国の資本市場の収益率が低いことはどのようなことに関係しているだろうか。資産運用立国の第一のターゲットは個人資産であるが、その個人の投資について考えてみる。

「貯蓄から投資へ」という言葉が初めて国の方針として使われたのは 2001 年の小泉内閣の時である。それから 20 年以上の歳月が経っている。個人の投資行動としては、確定拠出型年金（DC）などを通じて投資も少しずつ増えてきてはいると思われるが、個人資産総額 2,000 兆円というところから見ると顕著には表れていない。

冒頭に触れたバブル以降の株価や、先ほど GPIF の運用実績を通して見た国内資本市場のパフォーマンスからすると、過去は何十年にも亘って個人が投資で成功体験を得るには極めて難しい市場であった。株式投資で 3%でも得られ

れば銀行預金等と差があったではないかという議論もある。しかし、それはリターンとリスクの関係を度外視した素人的な議論であろう。株式市場はインデックスでも年あたりにすると標準偏差にして 20%を超えるリスクがある。それだけのリスクの見返りとして 3%しか期待できないのであれば、投資効率や確率論からして合理的に選ばれる投資対象ではない。一国の中だけで考えれば、わが国の個人が投資よりも貯蓄を選択してきたことは賢明な判断だったとも言うことができるのである。

リスクに見合ったリターンが提供されない市場には投資しないことが、投資家としての合理的で賢明な行動である。そのことは、きちんとした投資マインドを育てるためにも、投資教育ではよく教える必要がある。過去 30 年間に亘るわが国の市場データは概して投資に値するものとなっていない。今後はそうではないのだと、過去の事実が覆される納得性のある根拠がなければ、いくら投資教育を行っても投資に向かわせることが難しいのである。

国内は駄目でも外国株式に投資すればよいという考え方もあるだろう。米国市場などは過去の実績からして、インデックスを 10 年保有すれば年平均で 10% ぐらいは得られる確率が非常に高かった。わが国の株式市場とは雲泥の差であった。実際に、公的年金以外の企業年金基金連合会や国民年金基金、中小企業退職金共済など、さらに企業年金全体の統計における平均値でも国内株式よりも外国株式への投資ウエイトが高くなっている。同じの比率で投資しているのは公的年金ぐらいなのである。

しかし、個人にとって外国企業は日常的に身近な存在でないこと、また為替の問題などもあり、心理的なハードルが高いものと思われる。また、マクロ的な資金の循環というところでは考えれば、外国への投資によって投資収益を得ていくことは一国の経済にとってプラスではあるものの、その波及効果は限定的である。やはり、国内でのリスク資本への投資が闊達になって、それが新たな価値創造に結びついていくことが成長へ向けての循環ということであろう。

そのようなことで、国内の企業への投資パフォーマンスが他の先進国に引けを取らないことは、資産運用立国のための最低限の必要条件である。そのためには、企業が経営資源を効率的に活用して価値創造を行っていく必要があり、そうすれば株式市場のリターンは自ずと高まって、投資資金も集まり、また投資した人も潤うことになる。ところが、何十年にも亘って、わが国はそのような状態にはなっていなかった。それを阻んでいたものは何であるのか、企業と投資家の行動だけに限らず、わが国の政治経済、社会の環境まで含めてよく考えてみる必要がある。

2 ROEと資本コストについての再認識

2.1 ROEと資本コストというものをどのように捉えるべきか

2014年8月に経済産業省のWEBサイトにて公表された『持続的成長への競争力とインセンティブ ～企業と投資家の望ましい関係構築～』プロジェクトの最終報告書、いわゆる『伊藤レポート』においては、資本コストの概念について「企業価値創造において決定的に重要な役割を演ずるもの」と表現している。そして、「長期的に資本コストを上回る利益を生む企業こそが価値創造企業であることを日本の経営陣は再認識し、理解を深めるべき」と謳った。また、アンケート調査の結果に基づき、「ROEが8%を超える水準で約9割のグローバル投資家が想定する資本コストを上回る」ことから、「グローバルな投資家と対話をする際の最低ラインとして8%を超えるという水準を意識」すべきことが示された。

このような『伊藤レポート』の公表から9年以上の歳月が流れているが、現在、わが国企業群のROEは平均値がようやく8%を超えてきたような水準である²。それは、レポートで示された最低ライン8%、すなわち大多数の企業が8%をクリアする状況には、まだかなり遠い。果たして、「資本コスト」の概念について本当に経営が理解して真剣に取り組んでいるのか、疑問なしとは言えないのである。

「資本コスト」を考える上で、「負債資本コスト」は銀行借入や社債の利息として認識できるので、その水準は明白である。しかし、「株主資本コスト」は明示的でない分、理解が共有されていないところがあるのではないかと思われる。ファイナンス理論ではその推定方法も複数あるが、概念的に平たく表現すれば、「株式の投資家に負担させていると考えられるリスクに見合ったリターンを企業がきちんと還元しているかどうか」というような尺度であろう。それが長期に亘って満たされないということは、市場参加者において銀行借入や社債の利息の支払いが不能になったのに匹敵する一大事と考えなければならない。果たして経営者をはじめとする関係者の間では、そのような認識が共有されているのだろうか。

上場企業はパブリックな存在であり、世の中にあるヒト・モノ・カネという、有限で貴重な資源を効率的に活用して事業を行い、しかるべき価値創造を行って世の中に還元していくことが使命と言える。長年にわたって資本コスト割れをしているような企業はそれが不十分であり、調達した貴重な経営資源を無駄

² 2019年に経済産業省に設置された「サステナブルな企業価値創造に向けた対話の実質化検討会」の事務局説明資料より計算すると、2007年から2018年までのROEの平均値は、日本6.9%、米国16.5%、欧州12.3%となる。ただし、算定のユニバースは日本TOPIX500、米国S&P500、欧州BE500であり、金融業及び継続してデータを取得できない企業が除かれている。

遣いしていることになる。

ROEについては、欧米の企業が目標としていないこのような指標をわが国の企業も目標とすべきでない、という議論も一部にはある。それはもっともな意見である。銀行借入や社債の利息をきちんと支払うことが目標とはならないのと同様に、本来は株主資本コストをクリアすることが企業の目標とはなり得ない。それは上場企業を経営する上でのあたりまえの義務とも言えるものである。しかし、わが国ではそのような義務さえ果たしていない企業の数が非常に多く、未だにそれに言及し、目標としなければならないこと自体が深刻な事態なのである。

投資家に負担させたリスクに見合う還元すら出来ていない企業は、世の中に対して社会的な責任を果たしているとは言えず、投資対象としての適格性、市場における存続可能性に大きな疑問符がつけられる。企業としてESGにどのように取り組んでいるかの議論の前に、企業自身の社会的責任、存続可能性そのものに疑問符が投げかけられているのである。市場で投資家に上場失格のような評価をされてしまう企業は、投資家以外のステークホルダーにも大いなる不安感を持たせることにより、詰まるところ経営者も従業員も幸福にはなれない。企業経営者がそれを改めてよく認識すると共に、投資家サイドもそのところについて一層厳しく評価・選別を行っていく必要がある。

2.2 ROE水準と実際の株式投資のパフォーマンス

ROE水準と実際の株式投資のパフォーマンスがどのように関係しているかについて少々触れておきたい。

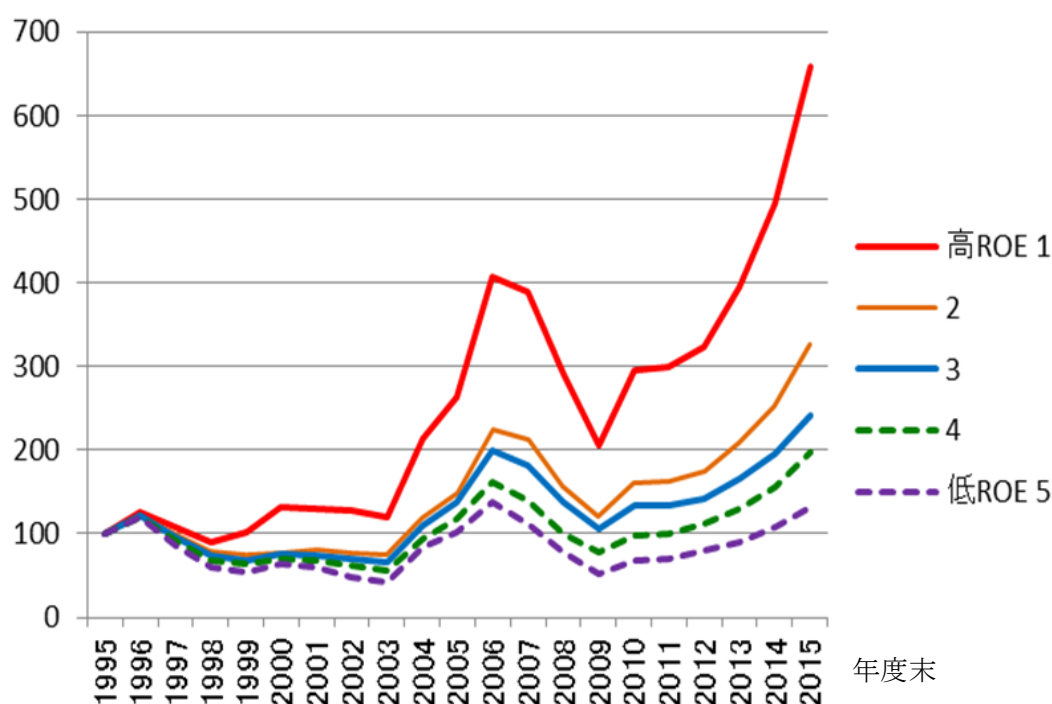
「企業が投資家から授かった資本を活用してどれくらい収益を上げたか」ということと、「投資家が企業に資本を提供することでどれくらいのリターンが得られたか」ということは表裏に近く、長期的には深い関係があると考えられる。その関係が分かりやすい実際の検証結果として、少々古いが図表2を引用する。

この図表2のグラフに含まれる企業群は、東証上場企業のうち1997年3月期から2016年3月期までの20年間で財務実績データ及び株式リターンデータに欠損のない約1500銘柄（3月決算企業のみ）を対象としている。それらの銘柄群について、当該の20年間の平均ROEで順位付けを行い、上位から5つの分位に区切ってそれぞれポートフォリオを構築し、その5つのポートフォリオについて累積のトータルリターンを1996年3月末（=1995年度末）を100として指数化した結果を表している。すなわち、20年間のROEを含む財務データ全てが予め分かっていたものとしてのシミュレーションである。20年間を通して各ポートフォリオの銘柄群は入れ替えることなく固定されている。

このグラフからROEが高い銘柄群のポートフォリオほど同期間の株式投資

の収益率が高いという順位相関が非常に明らかに見てとれる。そして、この5つのポートフォリオの中で先進国の株式指数と並べてみて競える水準にあるのが、高ROEの第一分位のポートフォリオのみである。すなわち、結果的にはこのようなROE上位約300社の指数があつてそれがポピュラーに使われていれば、わが国の株式投資のパフォーマンスも他の先進国並みになっていた訳である。

図表2 企業のROE水準別ポートフォリオの累積投資指数



(出所) 片岡・村上「ROE投資の可能性について」より加工

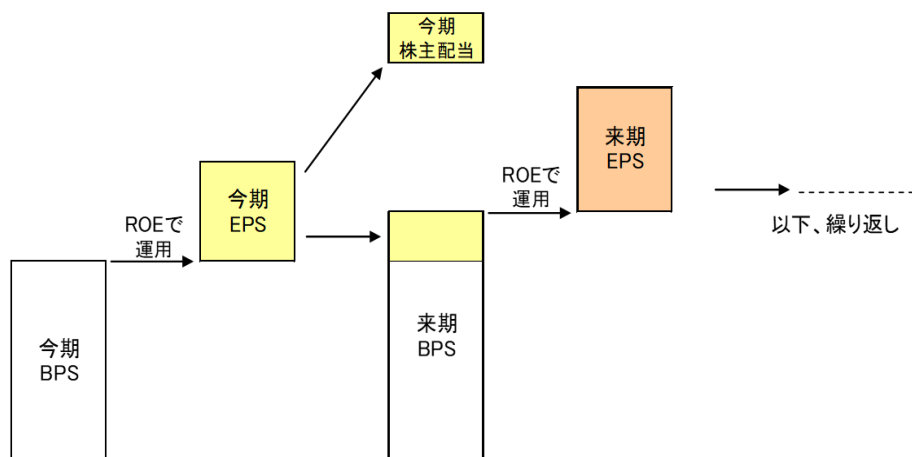
このシミュレーションは予め企業の財務実績の結果が分かっているものとして扱っているので、株式投資の運用戦略の設計時には、「カンニングデータによるシミュレーション」として疑問が投げかけられることがある。ROEの長期予測自体は難易度が高く、加えて直近にROEが高かった(低かった)銘柄群はその後低くなる(高くなる)傾向があるという、平均回帰的な傾向もさまざまな実証検証によって報告されている。そのために、将来を見通した運用戦略の立案は一層難しいところはある。しかしながら、ROE水準が株式投資のパフォーマンスと密接な関係にあることはこの結果から確認できるであろう。そのROEが長期間、平均的に一定水準をクリアしていることが投資対象としてグローバルに認められるための条件なのである。

2.3 ROEの違いがもたらす企業価値の単純モデルによる説明

前節では実際の過去の ROE と株式投資のパフォーマンスの関係を確認したが、今節では少し普遍化して ROE と企業価値の推移や配当との関係について、財務面から整理してみたい。なお、ここでは増資・減資や自社株買い等のコーポレートアクション等を行われないシンプルな状況を仮定して考えていく。

財務からした企業成長のパターンは、単純化すると図表 3 のように表すことができる。すなわち、今期の一株当たり純資産 (BPS) に自己資本利益率 (ROE) を掛け合わせると今期の一株あたり純利益 (EPS) となる。その今期 EPS は利益処分により株主配当として社外に流出する分と、内部留保により BPS に加えられる分とに分割される。そして、次の期は BPS が増加したことにより、ROE が同じ水準であっても EPS は増加していることになる。このような繰り返りで企業は成長していく。また同時に配当も成長していくことになる。

図表 3 株主の投資リターンに反映されるプロセス



注) BPS : 1株あたり純資産、ROE : 自己資本利益率、EPS : 1株あたり純利益
(出所) 井手正介『バリュー株入門』より加工

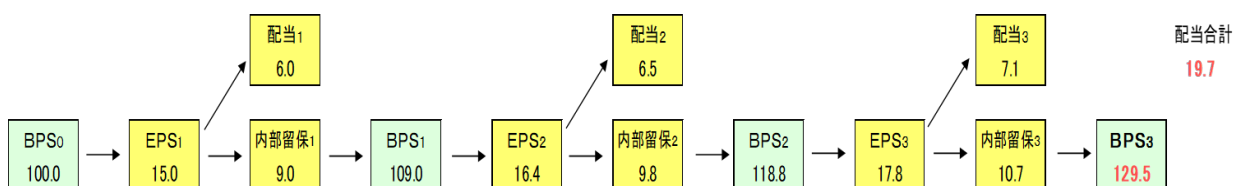
今の図表 3 のパターンに仮の数値を代入して比較してみる。図表 4 ではそれを示している。ここで仮想した 2 企業については、企業 A の方は ROE15% で配当性向 40%、企業 B の方は ROE5% で配当性向 30% としてみた。すると、企業 A の方は EPS の成長にしたがって年あたりの配当が、6.0→6.5→7.1 と増加していき、3 年通算で株主の受取額合計が 19.7 となる。また、内部留保が BPS に

加算されていくことによって、3年目の期末にはBPSが当初の100から129.5へと増殖している。この増加分も株主に帰属するものと考えれば、先ほどの配当の3年合計額と合わせて、少なくとも $19.7+29.5=49.2$ は株主の資産の増殖、トータルリターンに寄与するベースとなると考えられる。(実際には、ROEが高ければ株価純資産倍率(PBR)も高くなる関係にあるので、実際にはもっと大きな数値になると考えられる。)

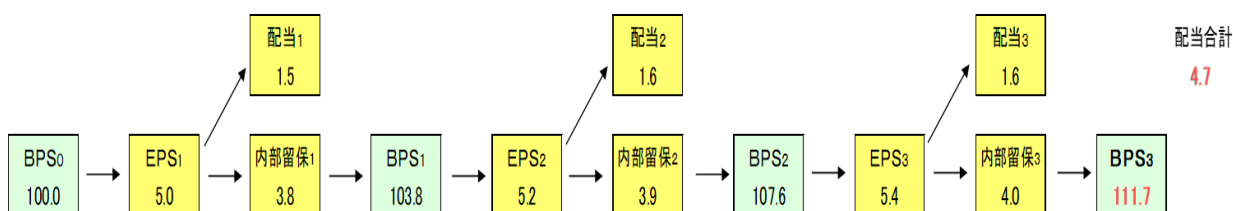
一方で、企業Bの方はEPSの成長にしたがった年あたりの配当が、1.5→1.6→1.6となり、3年通算で株主の配当受取額合計が4.7である。また、内部留保によってBPSは3年目の期末には当初の100から111.7へと変化している。先ほどと同様にこの増殖分と配当の3年合計額とを合わせると、 $4.7+11.7=16.4$ が株主の資産増殖、トータルリターンに寄与するベースとなると考えられる。

図表4 ROEの水準の違いがもたらす資産増殖へのインパクト³

☆企業A ROE15%, 配当性向40%を前提



☆企業B ROE 5%, 配当性向30%を前提



ここでみたようにROEの水準の違いは、たった3年間、数値を当て嵌めてみただけでも、株主の資産増殖への寄与には約3倍もの大きな差が出てくることが分かる。それが10年間、20年間と累積されて行けば、複利的な効果でものすごく大きな差になってくる。第1章でみたGPIFの過去の長期的なパフォーマンス

³ この事例は分かりやすいように単純な数値で仮定しているが、例えば2017年度の配当性向の実績値の平均はS&P500が39.6%、TOPIX500が29.5%であった。ただし、米国の方が企業ごとの配当性向のばらつきが非常に大きい結果となっていた。

ンスにおける国内株式と外国株式の間の大きな差、すなわち市場から得られていたリターンの大きな差について、かなりの部分はこのような ROE の差異で説明ができると考えられる。すなわち、わが国の企業群が他の先進国の企業群を ROE の水準でキャッチアップしていかなければ、このような投資収益率における決定的な差が持続すると考えられる。

なお、ROE については多くの論点があるが、重要と思われる点についてここで少し触れておく。『伊藤レポート』では、ROE を構成要素に分けて日米欧の企業を比較しており、そのデータから日本企業は回転率やレバレッジでは米欧と大きな差は無いが売上高利益率が極端に低いことを確認している。ROE はコストを切り詰めることで高めることもできるという指摘もあるが、その対策は長期的な持続性はない。長期投資家であり「賢人」と称されるウォーレン・バフェットは銘柄発掘の大きな基準の一つとして「ROE と売上高利益率が十分高いこと」を挙げている。このように ROE が持続して一定水準を保っていることは、長期的に投資家にリターンをもたらすための条件なのである。

2.3 PBR = 1 倍以下問題も同根の問題

東京証券取引所は本年 3 月末に市場区分見直しに関するフォローアップ会議の議論を経て、「資本コストや株価を意識した経営の実現に向けた対応について」という要請をプライム市場、スタンダード市場の企業宛てに行った。その中では、従来からコーポレートガバナンス・コードにて、持続的な成長と中長期的な企業価値向上を実現するためには資本コスト・資本収益性を十分に意識した経営資源の配分が重要という観点が示されていたのだが、現状ではそれが指標上に表れていないということに言及している。実際にプライム市場の約半数、スタンダード市場の約 6 割の上場会社が ROE 8%未滿、PBR 1 倍割れということで課題が解消されていないことを指摘している。そして、このような現状を踏まえて、資本コストや株価を意識した経営の実現に向けた具体的な要請として、「現状分析→計画策定・開示→取組み」の実行のサイクルを繰り返して開示していくよう求めたのである。

先ほどの図表 3 と図表 4 からしても、企業がある程度の水準の利益率を上げていけば、将来の純資産である BPS は順調に膨らんでいく。現在の純資産の簿価と株価を比べた指標である PBR が 1 より小さいということは、投資家はその企業が将来においてある程度の水準の利益を上げて今よりも純資産が増えていくということに疑問を持っていることの現れである。実際には、投資家は将来に向けての変動リスクもしくは不確実性の度合いに応じてそれを割引いて評価するであろうから、利益の最低限の期待水準としてやはり資本コストを上回る ROE を上げることは必須になってくる。

結局、ROE水準の低さ、株式投資のパフォーマンス低迷、資本コスト割れ問題、PBRの1以下問題など、全ては同根の問題である。市場から調達した資本を効率的に活用して価値創造を行うことができていないと、少なくとも最低限投資家に負担させているリスクに見合った収益を上げていないと、企業としての存在価値や存続可能性が問われるのである。

2.4 ドラッカーの「利益」に対する考え方より

経営学者ピーター・ドラッカーは、著書『マネジメント』の中で、企業は営利組織であるという考え方について、間違っているだけでなく的外れであると述べている。一方で、利益は個々の企業にとっても、社会にとっても必要であるとしている。それは目的ではなく条件であり、企業活動や企業の意思決定の妥当性の判断基準であると語っている。

彼の有名な言葉は、企業の目的は顧客を創造することであり、そのためにマーケティングおよび新しい満足を生み出すイノベーションだけが成果をもたらすということである。そのような行動を通じて、企業は顧客が価値を認め、必要とし、満足できるものを提供し続けていかなければならない。利益はそれができているかの判断基準となるものなのである。そのようなことからして、利益とは、企業存続の条件であり、またそれは転じて、未来の費用、事業を続けるための費用であると語っている。言ってみれば将来への成長へ向けた投資のベースとなるものということであろう。

ファイナンスの分野では、内部留保は最もコストが安い資金調達手段と言われることがある。株主資本コストを加味すればどうであるかの吟味は必要であろうが、最もスムーズに資金を確保する手段であることは確かであろう。その利益水準の差は、将来の成長に向けての投資の規模の差異にも繋がってくる。給料のアップなどで従業員に報いる余力の差異ともなり、従業員のモチベーションにも影響する。そのようなことで、利益水準の差は企業間格差をさらに拡げる要素となるのである。

3 「資産運用の高度化」とは何か

3.1 明確な定義がされないことが多い「資産運用の高度化」の議論

今までは株式投資の話を中心にしてきたが、近年、年金資産運用の中で話題が多いのがいわゆるオルタナティブ投資を含む運用の多様化である。そこで、本章ではこの分野に触れておくことにする。

「資産運用の高度化」という言葉は、受け手によってイメージすることが大き

く異なる言葉である。ある人にとってはシンプルに、元本が確保される安全な運用から、株式等を多く組入れたハイリスク・ハイリターン型の投資に向かっていくことをイメージするかも知れない。また、ある人は進化を続ける投資テクノロジーの活用を思い浮かべるかも知れない。例えばノーベル経済学者ハリー・マーコビッツの平均分散アプローチに代わる最適ポートフォリオの導出のメソッド、あるいは従来よりも高度化されたリスク管理モデルによる銘柄選択などである。さらにある人は、新たな投資対象となる分野を開拓することかも知れない。近年、年金運用においてもヘッジファンドからプライベート・デッド、インフラストラクチャー等、いわゆる様々なオルタナティブ投資分野のフロンティアが広がってきた。

ただ、ここで挙げた例は、それぞれがそれで運用自体が高度化されているとは言えず、リスクの取り方の問題であったり、運用のためのツール・手段や投資対象の選択の問題であったりに過ぎないものである。新しい分野に投資すると、従来にない革新的なことを工夫してやっているように見られることもあるが、どのようにリスクを把握して管理ができているかなどの具体的ところが無くてはイメージだけでは語るできない。

しかしながら、この「資産運用の高度化」という言葉は、その言葉自体の醸し出す雰囲気と曖昧さゆえに政策議論において便利使いされる可能性がある。この言葉を使う時には、それが具体的に何を指すのか、確りと定義したうえで関係者が共有して用いることが大切である。

3.2 「運用の高度化」をすべての資金に通じる要素により定義する

長く当分野に関わってきた経験から筆者が考える「資産運用の高度化」とは、「資金特性を踏まえたうえで、その資金の目的を達成する可能性を出来る限り高めていくような運用を行っていくこと」ということに尽きる。資金の運用の目的や資金の特性はそれぞれ異なるために「何がベストな運用か」もそれぞれ異なり、運用の内容が違って当然であるが、上述した定義はそれらのことも含んで表現している。ここでの資金特性という点では、特に確定給付企業年金（DB）においては、負債側の積立要件や給付のキャッシュフローへの対応、企業の財務会計へ与える影響など、基本方針立案の際に考慮すべき要件・制約が多岐にわたり、留意すべきリスクも多様になる。また、運用サイドにおいては、新しいテクノロジーやオルタナティブ投資などのいわゆる伝統的資産ではない投資対象は、その運用を成立させるために選択される一つの手段、ツールに過ぎないのであって、それをを用いること自体が運用の高度化ということでもない。それによって、どのように目的達成の可能性が従来以上に高まったのか、新たにどのようなリスクや課題を背負うことになったのかを吟味した上でないと、高度化されたか

どうかは語れない。

資金運用の目的に対する基本的な考え方を示している例として、GPIF を採り上げてみよう。現在、国内外の債券・株式の4資産への均等配分を基本としている GPIF の政策ポートフォリオは本当に最適なものであるか議論の余地はあるものの、GPIF が掲げている「必要な収益を出来る限り低いリスクで達成する」ことを目指すというのは、上述の点に通じるところがあるだろう。なお、GPIF の場合は、企業の DB 年金のようにより複雑な負債側の要件と併せてリスク等を考察しなくてよい分、運用のことだけに特化した対応ができる点を付け加えておきたい。

繰り返しになるが、運用において最初から特定のツールやテクノロジーを使用することや、特定の投資対象に運用することが高度化であるなどということはありません。その資金目的、資金特性に最も合う運用方法の追求の中で、多様な選択肢の中から最適で相応しいものが選択されていくという、運用のプロセスの中で検討されていく問題である。

大事なのは、資金の性格と運用対象の特性、運用ツールの長所・短所等をとことん理解して最善の選択ができるかどうかということである。そこに専門的な知識やスキルが必要となる。

この専門的な知識やスキルという点で、米国のエリサ法では、受託者責任の中のいわゆる注意義務において、年金の受託者が「同等の能力で行動し、同様の事項に精通しているプルーフデント・マンが同様の性格および目的を有する事業の管理にあたり行使する注意力、技量、思慮および勤勉さをもって権限を行使すること」を求めている。また、わが国の確定給付企業年金法の下での受託者責任ガイドラインにも「管理運用業務を執行する理事は、管理運用業務に精通している者が、通常用いるであろう程度の注意を払って業務を執行しなければならない」とある。これらは当分野に精通している専門家が、しかるべき検討のプロセスを経たうえで、注意深く意思決定を行っていかなければならないことになっているということで、今まで述べたことと通ずるところである。

3.3 オルタナティブ投資の問題

近年の投資対象はいわゆるオルタナティブ投資のさまざまな分野に広がっている。それぞれの個々の対象の持つリスクの種類、発生する可能性、その時の程度等を知り尽くしたうえで、それが資金の目的を達するためのパーツとして相応しいものであるのなら選択していけばよい。運用の高度化は、向こう見ずに新しい分野に投資することでは無い。リスクの所在もよく分からず、管理をきちんとできないものに投資をすれば、運用の高度化から遠のくばかりでなく、受託者責任も全うできない。

伝統的資産といわれる従来の債券・株式の分野に対して、オルタナティブの分野はリスクが複雑なものが多く、個別性も強い。また、最終投資家にとってはリスクやコストについてブラックボックスな部分も存在することがある。より注意深い対応が必要である。

もう 10 年以上昔のことであるが、2012 年 4 月 2 日にニューヨーク・タイムズ紙は「公務員年金の高リスク運用、必ずしも奏功せず」という各公務員年金の実名入りの記事を、運用実績や手数料等のデータとともに掲載した。米国の公務員年金は積立不足の縮小を意図して、PE(プライベート・エクイティ)、不動産、ヘッジファンドといった、よりリスクの高いオルタナティブ投資に乗り出したのだったが、記事の内容は過去 5 年間で見るとオルタナティブ投資の比率が高い公務員年金ほど運用手数料と経費率の水準がかなり高くなっている一方で、結果として運用の収益率は劣後していたということであった。特に運用手数料については、オルタナティブ投資の比率の高低により 10 倍を超える格差が見られていた。米国公務員年金等ではこの頃からオルタナティブ投資の見直しの機運が広がった。この分野の投資が頭から否定されるものではないが、成功のための条件やコスト等をよく吟味して行うことが必須であることの教訓であろう。一部の成功者はいるとしても、皆が同じようにできる訳ではないことにも留意が必要であるだろう。

同分野の話として、2009 年 10 月 9 日にチャールズ・エリスがわが国の第 24 回日本証券アナリスト大会において記念講演を行っているが、その中で氏はエール大学の寄贈基金の運用について触れている。エール大学は絶対リターン戦略、PE、不動産、ベンチャー・キャピタル、国際投資、エマージング市場、森林への投資を実施しており、伝統資産よりオルタナティブ投資の比率が高い。開始直後のパフォーマンスも、28%、4%、▲25%とダイナミックに変動した。エリスが語ったエール大学の運用の特長を簡潔に表すと、「グッド・ガバナンスのための規律」と「高いプロフェッショナリズム」だという。前者は、大学にとっての本当のゴールは何か、長期的な目標を果たすために何をするかをしっかりと関係者が認識し、そのミッションを繰り返し確認、あくまでも長期に投資することを徹底、一貫性を以って合理的であり、ぶれのない運営を行っているということである。また、後者は学界の知見を活用し、大学の研究者の理論と実務とが結びついて合理的なイノベーターになることを目指しているということである。そしてエリスは、このような運用を行うことができるのは非常に高い水準の条件があり、他の年金基金で同じことをやろうとしても 80%のところは失敗するであろうから普通のファンドであればやらない方がいいとアドバイスする、と語った。このあたりのこともひとつの教訓となるであろう。

3.4 あらゆる投資対象に共通に通じる洞察法

投資のポートフォリオを検討していくのにあたって、洞察していかなければならないことは伝統的資産にもオルタナティブ分野にも共通である。

まず最初は「その投資対象からのリターンはどのようにして生じるのか、何がリターンの源泉であるのか」をきちんと把握することである。例えば、債券の場合は発行体が約束した利払いがベースとなる。株式の場合は前章でも触れたように投資対象となった企業がその活動によって利益を稼ぎ出し、その一部を配当として受け取ったり、内部留保された分が新たな価値を生む源泉となったりする。インフラ投資の場合は、道路や港湾など対象物から生まれるキャッシュフローがベースとなる。ヘッジファンドでは投資対象そのものがキャッシュフローを生むことを活用しているよりも裁定取引等の売買によってキャピタルの利益を得ている場合が多いと言えるであろう。

それらのリターンの源泉の次に把握する必要があることが、「期待したリターンから乖離する可能性は、どのような場合か、それがどのくらいの大きさである可能性があるか等」ということである。伝統的資産の場合は、長年にわたる価格変動等の統計データが整っており、リスクの大きさや発生確率もそれによってある程度把握し、また類推していくことが可能となる。事業債等における格付に応じたデフォルト率等のデータも整っている。

一方で、オルタナティブ投資の場合は、全体的な統計データ等が整備できていないか、容易に入手できないもの、またきわめて個別的なもの、短期間であるもの等が多い。具にそのリスクひとつひとつを拾い上げて把握する作業を行っていかなければならない。そのあたりが厄介で、判断できるだけの根拠が十分に揃うのかを慎重に吟味していく必要がある。契約も相対で個別性があり、その契約の中に潜むリスクの把握がまず必要である。インフラ投資では、災害が起きた時の投資家の負担はどうなるか気になるであろう。ヘッジファンドで種類によっては取引の薄い商品市場へ投資したりするものもあるが、時価が付いていても取引が無くて実際にその値段でファンドを売ることができないなどのケースもある。また、ファンド売買の諸制約なども多く、流動性も限定される。このように、リスクの種類、場合分け、発生可能性、その時の大きさなど、細かく分類して把握したうえで、資産全体のポートフォリオにプラスの効果をもたらすかどうかの投資判断を行っていく必要がある。そのような検討を経て投資価値ありと根拠をもって判断したということでないとは注意義務を果たしたことになる。

プライベート・エクイティ等の市場も、もっと統計データが整備されて広く共有されているとよいと思うが、なかなか入手に苦勞する。筆者が過去に見てきた資料では、ビンテージごとに、また投資期間の区切り方により、パフォーマンス

が大きく異なること、さらに長期的に平均的にはメジャーな株式市場のインデックスには勝っておらず、ここでパフォーマンスを上げるためには上位何分の一かのファンドの中から選択されていなければならないということであった。

3.5 ケインズの指摘からの考察

ジョン・メイナード・ケインズは『雇用・利子および貨幣の一般理論』の中で、まったく異なる2つの投資スタイルを明確に区別している⁴。その1つは真正の長期投資、すなわち価値を創造する投資であり、新しいテクノロジーとイノベーションを具現化し、新規雇用と新しい富を生み出すもの、そしてもう1つは短期の“美人コンテスト”投資であり、すでに存在している富の一部を金融サービス業界に高い手数料を払って取り合いをする“ゼロサムゲーム”の投資である。

資本主義経済の自由な市場の下では、新たな価値を創造する主体は企業であり、その意味で企業は唯一無二の存在である。企業がエンジンとなって効率的に新しい価値を創出して世の中に提供していかないと、企業自身も経済全体も成長しない。そのように考えると、ROEというのはリスク資本への単位当たりの投資額に対して企業がどれくらい効率的に価値創造を行ったかの大きな指標である訳である。そして、その価値創造の水準が株式市場の長期的なパフォーマンスに決定的な影響を与えるのである。

この点からオルタナティブ投資を考えると、例えば不動産投資やインフラ投資は特定の対象物件から上がる収益を獲得するもので、物件単位で見ればそれ自体が新たな成長を行っていくものではない。ヘッジファンドの多くは、市場変動や裁定機会を利用して価格差等によって投資収益を得て行こうとするものであり、それらについてはケインズの言う「価値を創造する投資」の範疇には属さない。プライベート・エクイティ、ベンチャー投資、そしてヘッジファンドの一部の再生ファンド等は新しい富の創造に結び付く可能性がある。ただし、そこで成功するのは何分の一という世界であり、投資家が見極めていくのはエリスがエール大学の運用について語ったごとく非常に難しい。

ケインズの言う“ゼロサムゲーム”には伝統的資産のアクティブ運用部分やヘッジファンドの裁定取引のファンド等が含まれると考えられるが、マクロの視点でこれらの効用を考えると、市場価格の歪みを是正し適正な水準に保つ作用があり、それによってリスクマネーの配分の効率性が損なわれないようにするという意味がある。その点では、価値を創造する長期の投資を補完するものと言えるが、やはり決定的に重要なのは長期に投じられた資本が生み出す価値創造力なのである。

⁴ この文節の表記についてはキース・P・アムバクシア『年金大革命』（野村総合研究所・野村證券・野村アセットマネジメント共訳、きんざい）を参考にした。

4 年金のアセットオーナーを巡る課題

4.1 総括が必要なこれまでのコーポレート・ガバナンス活動

年金運用の分野におけるコーポレート・ガバナンスの歴史を語る際に、1998年はひとつの起点となった年であった。この年にはその後の活動に影響を与えた2つの報告書が公表された。どちらも厚生年金基金連合会（現在の企業年金連合会）に設置された研究会によるものであるが、その一つが「コーポレート・ガバナンスに関する研究会」の報告書であり、もう一つが資産運用研究会の報告書である。

前者の「コーポレート・ガバナンスに関する研究会」はその名の通り、年金資金によるコーポレート・ガバナンスに特化した報告書である。そこで謳われたのは、「長期的な資産運用から獲得される収益が年金基金の財政的基盤であり、投資先の企業の健全な発展こそが堅実な年金財政を実現する」という考え方で、そのことを具現するために年金基金はまずは議決権を適正に行使することから行動を開始しようということであった。ただし、年金基金における諸々の制約から、運用受託機関に委託者たる年金基金のために行動することが求められた。

後者の資産運用研究会の報告書は「運用自由化時代の基金の資産運用」という副題が付けられており、年金の運用規制の撤廃等を目前に控え、21世紀を睨んだ企業年金の資産運用の在り方全般について述べられたものであった。コーポレート・ガバナンスに触れている部分はほんの僅かであるものの、「マクロ的にみて、基金の運用パフォーマンスがわが国の経済の回復に大きく関わり、資本効率の向上がコーポレート・ガバナンスと関連している」ことから、「年金資産の価値を維持し更に投資収益の向上を図る上で重要な課題」と述べられている。このように、わが国の経済全体の問題と関連づけた表現がされているのが特徴的であった。

このような報告書が出された背景について少々触れておきたい。わが国の企業年金に占める国内の株式への投資割合は1980年代後半から顕著に増え始めていて、バブル崩壊後もそのトレンドは変わらず、運用規制が撤廃された1999年に歴史上最高の36.5%に達している。（この年には、外国株式も18%に達していたので、実に企業年金資産の約55%が株式投資となっていた。）そのように、期待を込めて投資を続けてきた国内株式であったが、そのパフォーマンスの低迷は年金運用を非常に苦しめた。それが年金基金にコーポレート・ガバナンスへの関心を抱かせた大きな事由のひとつとなった。上述した2つの報告書に込められた期待、主眼としたところは、受益者の利益のために企業に健全な発展を促

して企業価値の増大を求めていくということであった。そこには、今日のスチュワードシップ・コードにおけるものと大きな違いはなかった。

これらの報告書を契機に当事者であった厚生年金基金連合会は運用機関に対して従うべき「議決権行使に関する実務ガイドライン」(2001年)を提示するなど、積極的に行動を開始した。それに同調する大手の厚生年金基金もあったが、公的な機関である地方公務員共済組合連合会等もガイドラインの公表等コーポレート・ガバナンス活動に乗り出し、それらによって年金分野の動きが加速した。これらの行動は企業経営者に年金という投資家の存在を意識させる大きな契機となり、年金を受託する運用機関と投資先企業との対話の頻度は飛躍的に高まった。2004年当時は新聞記事においてもこのような動きが大きく採り上げるなど、注目を集めた。

この時期のコーポレート・ガバナンスで注目された議案や論点と言えば、不祥事のあった企業や業績低迷企業の役員の再任や退任慰労金の贈呈、十分な議論・迅速な意思決定がされるとは思われない規模の取締役会を有する企業における役員選任、独立した社外取締役の不在の企業の役員選任、などの是非についてであった。それは、企業が執行役員制度を導入して取締役の人数を抑制したり、役員の退任慰労金を廃止したりする動きにつながった。だが、そのような形式要件等の各論に終始した感があり、本来の目的であった企業価値の向上、そして投資成果にどれほど結びついたかという点では、なかなか目立った成果について語れない状況であった。年金分野においては、次の新たなステージをさらに検討していくべき局面にあったように思われるが、そこに国家的な戦略に基づいたスチュワードシップ・コード等の動きの出現となった。

2014年に「日本版スチュワードシップ・コード」が制定されて、その活動にスムーズに入ることができたのも、年金分野等で企業と運用機関との対話が密になっていた点が大きいと考えている。ただ、スチュワードシップ活動となつてから10年近くが経って、昨今、ガバナンス問題では取締役会の多様性の議論、またESGへの対応の議論等は目立っているが、企業価値の向上に向けての経営が軌道に乗ったかと言えば、まだ道のりは遠いと言わざるを得ない。この間、平均ROEの水準の微増はあっても、わが国企業群の資本効率が他の先進諸国に近づいたという実感には乏しい。

年金分野がコーポレート・ガバナンス活動を開始してから通算すると20年以上過ぎているが、その間、企業も運用機関も莫大な時間を費やしている。そこにかけてきているエネルギーに対して、起こってきた変化が有意な水準であると認めるのはなかなか難しい。それが何故か、もっと効果的に成果に結びつけるのにはどうしたらよいのかを過去の歴史に学んでよく考えていく必要がある。

4.2 スチュワードシップ活動を成果に結びつけるために

年金運用分野の議決権行使ガイドラインもそうであるが、スチュワードシップ・コードも非常に多岐にわたることに触れられている。企業と運用機関がひとつひとつの項に関して対話を行っていくとすれば際限ない時間が必要となる。今まで20年以上に亘って掛けてきた時間とその効果から考えると、同じようなことを続けて行っても他の先進国の市場とはさらに水を開けられる可能性が大きい。そのところをよく考えた行動が必要であろう。

スチュワードシップ・コードが目指しているのは、アセットオーナーや運用機関が企業との目的を持った対話などを通じ、「当該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・受益者」の中長期的な投資リターンの拡大を図る責任」を果たしていくことである。今、対話していることがどのように企業価値の向上や持続的成長に結びつくのか、具体的な道筋をイメージして取組んでいく比重を上げていく必要がある。対話すること自体や、コードの中の各論が目的化してしまうようなことは避けなければならない。

例えば、以下のような論点は資本効率や企業価値の向上に結び付きやすいと考えられる。

- ✓ 「伊藤レポート」にはわが国の企業の中期の目標達成度合いが大変低い記述があったが、しからば中期目標達成に向けて、取締役会はどのように経営執行陣を監督しているか。そこに利益相反のようなことは起きていないか。
- ✓ 事業のセグメントごとの数年間の投下資本利益率（ROIC）はどのようになっているか。企業全体のROEの低下要因になっているようなセグメントについて、存廃を含め、どのような戦略でいるか。
- ✓ 長期保有の投資有価証券と常時残高がキープされている現預金について、その時価ベースで評価した年あたりのトータルリターン（総合利回り）はどのような状況か。それは総資産利益率（ROA）をどれくらい落とす要因となっているか。

これらはほんのいくつかの例に過ぎず、言ってみれば企業側から当然に開示されてしかるべき事項であろう。だが、ここからさらに突っ込んだ議論を行えば、より企業の財務改善や収益性の改善に向けてインパクトのあるものになると思われる。

4.3 大手アセットオーナーが行うべきこと

わが国の年金市場は公的年金のセクターに資金が大きく偏在している。したがって、これらの大手アセットオーナーの行動が市場や運用機関等に与える影響は非常に大きいものになる。

「国内株式を1兆円以上保有するアセットオーナー」という切り口で見ると、その顔ぶれは図表5のようになる。

これらの大手アセットオーナーの影響力は三重の意味で大きい。ひとつは大量の株式を間接的に（注. 一部の機関は直接保有もあり）保有していることであり、もうひとつはその運用に対する考え方や意向が運用機関に対してインパクトを与えるということである。さらに三点目として、他の公的機関や中小の年金基金の行動にも影響を与えていることが挙げられる。

二番目の点についていえば、運用会社はこのような大手アセットオーナーから運用資金の委託を受けられるかどうかは、その会社の運用資産総額を大きく左右してビジネスに大きな影響を与える。したがって、これらの大手アセットオーナーが何を志向しているか、自分たちはどのような基準で評価されようとしているかということに対しては大変に敏感である。

図表5 国内株式投資額が1兆円以上のアセットオーナーと保有額
(2023年3月末現在)

機関	株式保有高(兆円)
日本銀行	53.1
年金積立金管理運用独立行政法人	50.3
地方公務員共済組合連合会	7.3
全国市町村公務員共済組合連合会	3.4
国家公務員共済組合連合会	2.0
企業年金連合会	1.9
日本私立学校振興・共済事業団	1.0

このリストの中で、日銀が株式を多く保有していることは市場に歪みを生じさせる点で問題なしとはしないが、性質が異なるためにその点は他の機会に言及することにして、ここでは年金分野での桁違いの保有者である GPIF について触れてみる。GPIF の WEB サイトを見ると、ESG や SDGs についてはどのような観点から取り組もうとしているかがよく分かる説明がされているが、企業の資本コストや資本効率に関する点にはほとんど触れられていない。年金積立金管理運用独立行政法人法では「年金積立金の運用が市場その他の民間活動に与える影響に留意しつつ」という表現があるが、大量に保有して何も発言しないことは大きな負の影響を与え得る。長く資本コスト割れが続く企業に対しては、その継続可能性が疑われることにもなり、その点からも強い発信が必要であると考えられる。

上述の資本コスト以外にも、果たすべき点として2点ほど挙げておきたい。

1つ目の点として、スチュワードシップ・コードの精神からすれば、大手のアセットオーナーは「乗組員」として投資額に応じた大きな責任がある。運用機関に対して何を求めるか、どのような基準の下に選定を実施するか、その際にどのような対話を行っているのかの詳細を開示していくことは、運用機関に対して大きなメッセージとなり、影響力を持ちうる。インベストメント・チェーンの起点として、わが国の資産運用業のクオリティの向上のためにも、そのような行動をして役割を担っていくべきであろう。ファンド選定の際には着眼点をそのファンドの運用戦略のみに限定することなく、運用機関側で経営資源配分の責任を持つトップとの面談等を通じて、その運用機関がクオリティを維持し続けるためにどのような業務戦略で臨み、資源配分についてどのように考えているのか等をよく確認することが必要である⁵。また、公的機関であるアセットオーナーのトップも、そのような議論を行うのに相応しいキャリアと知識を持った人材であることが肝要である。

もう1つの点として、ベンチマーク選定の問題である。アセットオーナーにおけるベンチマークの選定は、それによって委託する運用機関の投資対象銘柄群のユニバース、そしてポートフォリオの軸を決めることになり、運用の行方を決定づける大きな仕事である。大手アセットオーナーがどのようなベンチマークを採用するのかは他の年金基金も注目しており、資本市場へも大きな影響を与え得る。そのことを再認識する必要がある。その重大性に鑑みれば、自らの運用においてどのような観点からそのようなベンチマークが相応しいと考えて採用しているのか、公に説明をすべきであろう。特に長年に亘って資本コスト割れが続いている銘柄、市場の価格形成からして持続可能性が問われるような銘柄が数多く入っている市場指数については、どのような意図でベンチマークとしているのか疑問なしとはしない。その行動が市場の価格形成の歪みを温存してしまいう可能性も含めて、市場に与える影響についてどのように留意しているのか、言及することが必要である。

前節で触れたようにスチュワードシップ・コード等の対話によって企業の資本効率を上げていくことに多大なエネルギーと年月がかかるとすれば、幅広い銘柄群をカバーしたベンチマークではなく、例えば長期に亘って資本コストをクリアしているなど、絞り込んだ銘柄群のベンチマークを採用することも検討すべきであろう。長期の年金運用として相応しくない銘柄群を外すことは企業

⁵ この課題については、独立行政法人勤労者退職金共済機構がWEBサイトで公開している「マネジャー・ストラクチャーの見直しについて—選考過程・結果の総括—」（令和元年11月）https://www.taisyokukin.go.jp/assets/PDF/manager_structure_r0111.pdf などが参考になるものと思われる。

と市場に対して大きなメッセージとなり、それなりの効果があると考えられる。

4.4 中小の企業年金基金に対して求めることの留意点

企業年金にもっと人材を投入して運用を充実させるべきという議論がある。例えば、スチュワードシップ・コードの受入れ表明をしている企業年金の数はその総数に比して極めて少ない。その辺りも、人材の強化を求めるべきとの論拠になっていると思われる。企業年金基金の理事等が負う受託者責任や、スチュワードシップ活動の推進の観点からすればもっともなところもあるであろう。だが、その辺りは大局的に見ての判断が必要と思われる。

この10年来、確定給付企業年金（DB）の総残高は70兆円台でほぼ横這いである（企業年金連合会を除く）。わが国の人口ピラミッドからした今後の生産年齢人口の減少と比較的多い高齢者層の引退による給付の増加、また若年層においては人材の流動化等に伴い確定拠出型年金（DC）がとって代わる可能性が大きいこと等を勘案すると、DBは減少に転じる可能性が大きい。後述する人材資源の効率活用の点からも、一企業に縛られやすいDB制度は縮小させてDCを充実させるのがよいであろう。米国ではDBとDCの残高は遙か昔に逆転している。そのようなわが国の環境と、また後で触れるがDBには小規模な年金基金でも選択可能な広く分散された運用のファンド群が存在することも踏まえると、そこにどれくらい人材を投入するのがよいかは、企業がそれぞれ経営戦略上の費用対効果を考えて判断すべき問題であろう。

わが国の企業年金の国内株式の投資額についても触れておきたい。わが国のDBにおける国内株式への投資比率は、1999年の36.5%というピーク時から大きく減少して現在は10%を割っている。先ほどの総残高70兆円程度に対して8%強ということで計算すれば、投資額にして約6兆円程度といったところである。これは表5における大手アセットオーナーの地方公務員共済組合連合会1機関よりも小さい額である。それが1万を超える数のDB企業年金の総合計値なのである（企業年金連合会を除く）。国内株式市場の時価総額ウェイトに占める割合にするとせいぜい1%程度といったところであろう。そして、その大半が信託銀行の合同運用ファンドや投資顧問会社のマザー／ベビーのファンド構造を利用しており、直接投資で保有する株式も僅かであると推定される。すなわち、企業年金1基金あたりの影響度は極めて小さいのである。スチュワードシップ活動と言っても大手アセットオーナーとは市場へのインパクトが違い過ぎる。この辺りもよく考えるべき点であろう。

わが国では一分野のあるべき論にこだわるのが、トータルの資源配分の歪みを助長させて、結果として全体としての効率が上がらないようなことがしばしば起きる。部分最適は必ずしも全体最適には結び付かない点をよく勘案して

全体効率を考えながら判断していくことが重要である。まして企業年金を強化しようとするれば、その分野への投入が相応しいのは、ファイナンスの知識やコーポレート・ガバナンスに精通した人材である。そのような人材は無尽蔵にいる訳ではない。投資家目線で見ると、現在のわが国企業の状況からすれば、そのような人材が確保できるのであれば、まずは経営部門や財務部門に配置して企業自身の経営・財務戦略の強化を図ってもらうことが優先させた方がよいとも考えられる。大局的に見て、企業が経営効率を向上させ、企業価値を上げていくために限られた人材をどのように優先して配置を行うべきかという議論と判断が必要であるだろう。

また、中小の資金規模の年金基金でも様々なカテゴリー、また運用戦略に幅広く分散投資ができる仕組みについて触れると、まずは信託銀行が提供している「年金投資基金信託（いわゆる合同運用ファンド）」がある。これは、わが国企業年金の発足の頃から 50 年以上にわたって存在し続け、時代と共に債券・株式の運用戦略等が進化・多様化してきている。さらには、生命保険会社の特別勘定においても、近年複数の運用戦略のファンドがマザー／ベビーのファンド構造に提供されている。投資顧問会社においても同様である。

また、信託銀行の例では、基本的な資産配分の下に資産ごとには複数の合同ファンドの戦略を組合せてパッケージした、いわゆるバランス型ファンドのメニューを複数提供しており、年金基金が自ら考える期待収益率やリスク許容度によってそのメニューの中から選択可能なように工夫がされている。これらを活用することによって、規模が小さい年金基金でも大手と比べて遜色のない資産配分から複数の運用戦略の採用等の分散投資を行うことのできるようなプラットフォームが整っているのが現状である。中小規模の基金が非効率な点を挙げるとすれば、資産残高が大きくなれば遡減率が働くような運用報酬体系の恩恵を受けにくいことや年金数理等の費用も規模比で割高になり易い点であろう。一部の議論として、中小基金のために新たな仕組みを検討する議論があるようであるが、この辺りの歴史と現状をよく研究したうえでの判断が必要であるだろう。

5 資本市場の効率性と経済システムの効率性

5.1 市場の効率性と資産運用の効率性

金融庁の WEB サイトで公開されている「プログレスレポート 2023」では、日米欧の比較でアクティブファンドがどのくらいの割合でベンチマークを凌駕していたかについてのデータが掲載されている。それによると、アクティブファ

ンドがベンチマーク対比で超過リターンを獲得できていた割合は、過去 10 年間で大雑把に米国は約 1 割、欧州は約 2 割、そしてわが国は約 3 割となっている。勝率だけで見るとわが国のアクティブファンドは超過リターンをとれていた割合が高い。それについて、当該レポートでは、「わが国の資本市場は欧米と比べて非効率であり、アクティブ運用の拡大による企業の選別を一層進めることで、ベンチマーク自体のパフォーマンスを高める余地が大きいと捉えることもできる」というようにアクティブ運用拡大とその効果への期待について言及している。

ここで述べられているアクティブ運用の拡大について、まず考えてみる。効率性が低いとされる市場でも、アクティブ運用のパフォーマンスは「平均的には」パッシブ運用に劣後する。このあたりは、アセットオーナーにとっては厄介で悩ましいところである。先ほどのデータで、わが国では約 3 割のアクティブ運用が市場ベンチマークに勝っているとしても、言い方を変えれば 3 割しか勝っていないということである。将来に向けてそのようにベンチマークを凌駕するファンドを選び抜くことはプロの運用者でも難しいことである。それは、アクティブ運用自体を行って市場に勝つと同様に難しいことであると言っても過言ではない。

GPIF は「中期目標」の中で、パッシブ運用とアクティブ運用を併用してベンチマークに対して超過収益の獲得を目指すとしているが、アクティブ運用については「過去の運用実績も勘案し、超過収益が獲得できるとの期待を裏付ける十分な根拠を得ることを前提に行うこと」としている。その方針の下に実際に選抜されているアクティブ運用の割合をみると、国内株式全体の運用額 50.3 兆円のうちアクティブ運用を行っているのは 3.5 兆円であり、7%程度である(2023 年 3 月末時点)。プランスポンサーの中で最も運用に携わっている人材の数が多いと目される GPIF でも、なかなかアクティブ運用の発掘には苦心しているのが窺われる。実際の運用の結果としては、2013 年度から 2022 年度までの過去 10 年間において国内株式アクティブ運用で超過収益率がプラスである年とマイナスである年は 5 年ずつである。10 年通算の収益率ではかろうじてプラスの超過収益が得られているものの、年ごとのボラティリティの大きさから考えれば誤差の範囲内で、プラス/マイナスどちらに転んでもおかしくないと言えるだろう。一般論にすれば、効率性の低い市場でもパッシブ運用は確率的には勝算の高い運用戦略であることに変わりないのである。将来に向けて超過リターンを獲得できる可能性の高いアクティブファンドを選び抜くための具体的な方法論を語って実践できる人は、プロの運用の世界でも僅かであろう。アクティブ運用の拡大については、ただ政策として行えばよいということではなく、そのような理論面、実証面の根拠を前提として、どのように取り組んでいけば受託者責任に

も適うかの議論を行っていかなければ、実践可能性を欠く空しいものになる。

もう一方で、先ほどのレポートで、わが国の資本市場は欧米と比べて非効率と述べている点について考えてみる。当該レポートでは、アクティブ運用の拡大による企業の選別を一層進めることでベンチマーク自体のパフォーマンスを高める余地が大きい点に触れられている。現在の年金資産等の運用管理のスキームでは、アクティブ運用といえどもベンチマークにかなりの程度支配される。年金に提供されるアクティブファンドは運用方針ないしは運用戦略で謳った方法で銘柄選択等を行って超過リターンを目指すのであるが、大きく負けないようにベンチマークからの乖離を一定の枠内でコントロールしていくファンドが大半である。いわば、ベンチマークが太陽系のある惑星とすれば、彗星のような存在ではなく、惑星の周囲を回る衛星のようなもので、遠方から見ればほぼベンチマークの近辺に群がっているように見えるのである。プランスポンサーにとっても毎年度ごとにベンチマークから大きく上下にリターンが乖離するファンドの評価は難しく、ベンチマークとの乖離を一定範囲に保ちながら比較的安定した超過リターンが得られることが期待できるファンドが好まれる。それがファンドのリスク管理として定着している。大手プランスポンサーが採用しているパッシブファンドの高い比率と、アクティブファンドについてもそのようなベンチマークからの乖離が大きい性格のものが多いことを考えると、そこで企業の選別を一層進めることを期待することは極めて限界があるだろう。

これらのことを考慮すると、もう一つの選択肢としてより効率性が高いと見做し得る新たなベンチマークを検討する方がより効果的なのかも知れない。前章まででも触れたように、わが国の市場では資本コスト割れがずっと続いているような企業でも淘汰されずに長らえていくことのできるような環境にある。そのような企業においても、公的年金は（さらには日銀も）まるで安定株主のような存在になってしまっている。そうした企業に対して投資家との対話によって改善を期待するのにはものすごく長い年月を要するであろうし限界もある。それは年金分野が議決権行使を始めて20年以上経っても、非常に緩やかにしか改善がされていないことでも分かるであろう。わが国の国内株式投資では、もっと選抜されたベンチマークを採用してよいのではないだろうか。求められる一定の水準がクリアできていなければ、年金運用の分野では長期投資の不適格企業と見做されて投資対象から外されるという方が、その選抜から外された企業は年金のパッシブ運用という安定株主を一挙に失うことになり、緊張感が走って市場改革が早まるものと想像する。

5.2 市場の効率性と経済の効率性

投資のセオリーからすれば、効率性の低い市場はリターンの極大化がなされ

にくいので、そのような国の市場への投資額は少なくすればよいということになる。あるいは、パッシブ運用は行わずに、厳選された銘柄にのみ投資すればよいということになるかも知れない。

投資の理論において「市場の効率性」とは、新たな情報が瞬時に市場参加者に遍く行き渡り、それによって市場参加者が速やかに行動することによりその情報が直ちに適切に市場価格に反映されるような状態のことを指す。その市場の効率性を阻害するものは、市場取引における制約や摩擦の大きさ、また情報によって動かない市場参加者の割合の多さなどである。

市場の効率性の高低は、単に資産運用のリターン・リスクに関わる問題だけではなく、「リスク資本が効率的に配分されているか、そのような配分機能を市場がどれだけ果たしているか」という問題でもある。リスク資本の配分が効率的に行われれば行われるほど、市場全体が新たに創造する価値が極大化される方向に向かっていくのである。それは経済システム全体の問題と表裏の関係にある。わが国の市場の効率性が低いということは、市場の価格形成の歪みが大きいことを示唆していると同時に、わが国の経済システム全体が非効率であり、リスク資本の配分が歪んでいること、もしくは投下されたリスク資本が活かしきれていない状況にあることと受け止めなければならない。

わが国は周知のように ROE が先進国で一番低いことに加えて、労働生産性で見ても先進 7 か国中最下位である⁶。これは、逆の言い方をすれば、同じ量の付加価値を創造するのに経営資源であるカネもヒトも余計に投入していることを意味している。すなわち、他国に比して“エコでない”経済を運営しているということである。ましてや、わが国は資源に富んだ国でもない。少子高齢化が最も進んだ国であり、将来の労働力の確保も危ぶまれている。経営資源を最大限に活かすことが最重要課題であるはずなのである。製造されたモノに対してだけでなく、経営資源に対しても国全体で「もったいない」という思想を植え付ける必要がある。マクロ的に見て、経営資源の配分が効率的でないと、そこから生じる新たな価値創造、すなわち富の創出は極大化から遠くなって、ますます他国との乖離が大きくなり、国全体が相対的に貧しくなっていく。経営資源をより生産的に、効率的に活用するような変革をしていかなければならない。そして、それは資産運用における投資パフォーマンスとも直結するのである。

5.3 わが国の経済を非効率にしている要因

⁶ 公益財団法人日本生産性本部が公表している「労働生産性の国際比較 2022」による 2021 年の就業者 1 人当たりのデータを参照した。当数値は日本は OECD 加盟 38 カ国中でも 29 位という低位である。なお、ROE 等のデータについては上場企業が対象であるが、労働生産性関係のデータは全国民が対象になる点には注意。

前節で市場の効率性と経済の効率性の関係について触れたが、わが国の経済の非効率性を改善していくためには他の先進国と比べてどこが異なるのか、それが市場全体の価値創造を極大化する妨げになっていないか、ひとつひとつ事実を並べて検証し吟味していく必要があるだろう。巷でしばしば指摘されていることの中から代表的なものを選んでいくつか並べてみると、次のような点が挙げられる。

- ✓ 資本コストに対する意識の希薄さ
- ✓ 手元資金の多さや持ち合い株式等によるバランスシートの非効率性
- ✓ 一業種あたりの競合企業数が多く、M&Aも起きにくいことに起因する低収益性の継続
- ✓ 事業を多角化して低収益の事業でも存続し続けることが多いこと
- ✓ 人事・雇用制度の硬直性がもたらすモチベーション、労働生産性の低下
- ✓ 投資に関するマインド・考え方の普及が不十分
(いわゆる「投資リテラシー」の問題)
- ✓ 他人と異なることを行うことを躊躇し、また異質なものをなかなか受け入れない風土
- ✓ 本質や核心に迫る重要で大きな部分の追求・議論は棚上げにしがちで、各論や現象面への対応に終始しがちなこと
- ✓ 従来の既得権益を聖域と考えたり、縄張りに関して忖度したりする意識の強さ

これらの中には、投資家と企業との議論に乗るものもあれば、その外側の大きな環境面の事象として存在するものも多くある。すなわち、スチュワードシップ活動による対話だけでは解決しないことを意味している。それらを棚上げにしているのは、改善できる余地は限られるのである。

5.4 雇用慣行と効率性

前節で挙げた中で、人事・雇用制度に関することに触れてみたい。

米国においては雇用における年齢制限が禁止されているが、その分、従業員は厳しい状況に晒されることがチャールズ・エリスらの著作による『老後資金がショートする』に描かれている。本著によれば、米国の従業員は自身が実際に予定していた時期よりも早く退職している傾向にあるようだ。企業が50歳以上の従業員に対して抱く主要な関心は、柔軟性があることと必要とされる技術的なスキルに熟達していることだという。ゆえに、従業員が自らの勤続期間を長期化させるためには、スキルアップを続け、雇用主のニーズに答えていくために計画的

に取り組んでいく必要があるというのである。

欧州各国も定年制の廃止に動いてきているが、その一方でわが国では「高年齢者雇用安定法」により、企業に70歳まで雇用する努力等を促している。これはいわゆるメンバーシップ型の期間延長のようなメッセージである。

日本の企業においては従業員のエンゲージメントが各国企業に比べてかなり低いことが様々な調査によって指摘されている。筆者はそれは個々の企業経営や従業員一人ひとりの責任であるとは思わない。かなりの部分は日本型の雇用システムがそのような状況と低い労働生産性をもたらしているのである。大勢の人が長年、硬直的な人事の下で、しかも自分で仕事を選ぶのも限られる中で、高いモチベーションを保ち続けるような仕組みはそう簡単ではない。従業員にとっても不幸な状況である。

また、この人事制度問題は、単なる人事・雇用の問題だけではない。効率性や生産性の判断よりも雇用の義務を果たすことが優先されて、前節で挙げた項目のひとつである低収益でも事業を存続していく経営判断に結び付きかねない。このことは言うてみれば、一企業の問題というよりも国の経済システムに関わる問題なのである。一企業内で極力、適材適所を心がけたとしても、一国の経済全体からすれば異なる。部分最適が必ずしも全体最適にならないことに留意が必要である。

経済学の常識からいえば、人の頭数が揃っていたからと言って、簡単に高い収益をもたらす事業が生まれる訳ではない。高年齢者雇用安定法制定の際、それがどれだけ企業の国際競争上の制約・足枷となり得るかの議論は行われたのであろうか。企業に過重に社会福祉政策の一端を担わせることは、従来の生産性の低い企業群をベースとした経済システムの持続につながる。国民が皆で、国際的にみれば相対的に貧しくなっていくような選択でもあるかも知れない。資本効率を求めるスチュワードシップ・コードと、ベクトルが違う方向に向いた政策である。国全体として、その双方を求めることが、企業に無理難題を押し付けている可能性もある。そのあたりについて、全体として何を目指していくのかを首尾一貫した考え方の下に明確にして、広くコンセンサスを得ていく必要がある。

5.5 投資教育の前提と経済リテラシー

もうひとつ、投資教育と経済リテラシーの問題について触れてみたい。

17世紀初頭にオランダで設立された東インド会社が、多くの人から出資を募って成立した初めての株式会社であることは、歴史の授業でも登場するので広く知られていることであるだろう。ここで重要なのは、そのような史実を記憶しているということではなく、一人のリスクでは当然に成し得ないことでも多くの人がリスクを分担することで大きな事業へのチャレンジが可能になること、

その事業の目的はこれまでにない新たな価値を生み出すことであること、そしてその事業からどのくらいの価値が生まれたかが出資した人たちのリターンすなわち資金の増減に直結することを学ぶことである。つまるところ、資本主義の市場経済というのは、そのような株式会社の集合体がエンジンとなって新たな価値を創造し、成長していくことを軸に据えたシステムである。

さらに大切なことはそのエンジンの出力機能、すなわち付加価値生産性や投資効率の水準である。言うまでもなく、経済学の土台は資源の希少性の認識から始まる。それをどのように活用しきれるかが鍵である。次のフレーズはG・クレイトン著『アメリカの高校生が学ぶ経済学』からの引用であるが、極めて経済の本質を突いた端的な表現がされている。

- ・何を、どのように、誰のために生産するのは、限りない欲求を満たすのに十分な資源がない以上、解決されなければならない問題といえる
- ・経済成長には多くの要素が関わっているが、生産性が最も重要である
- ・希少な資源が効率的に活用されているかどうかは、生産性という言葉で説明される
- ・生産性は労働力だけでなく、生産要素すべてと関係している

要は日常的にこのような考え方が浸透して国の経済活動に反映されていないと、金融や投資という特定の分野だけを取り出して学ぼうとしても上滑りになるということである。

前述したように、わが国は資本収益率も労働生産性も先進国で一番低く、他国に比べて同じ水準の新たな価値を創造するのに、カネもヒトも多く要している。すなわち、貴重な経営資源の効率の悪い使い方、言ってみれば無駄遣いをして、エコでない経済システムを運営していることになる。それが改善されて国全体がもっと効率的にならなければ、この国が投資対象として魅力的とはならない。企業にさらなる努力を求めることも必要であるが、並行して効率性を落とす要因となっている国のシステム全体を考えて解決していくことの方が極めて重要な課題である。

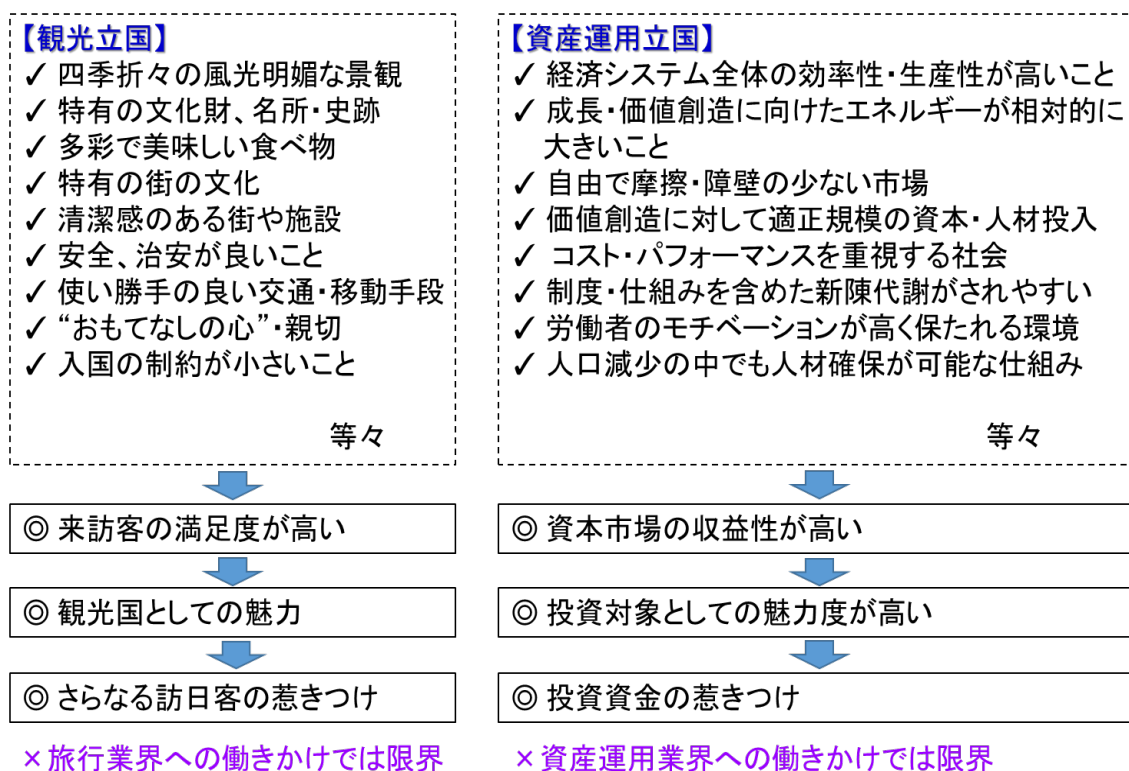
5.6 むすびに代えて

最近、顕著な増加をしているのはわが国を訪れる外国人旅行客の数である。その集客に際して SNS 情報などの力は大きく、通常の観光ガイドブックには大きくは採り上げられていなかったり、日本人もあまり注目していなかったりする史跡や場所に旅行客が多く集まっていたりする。そして、外国人旅行客が満足を得ているのは史跡や観光地だけではないようである。使い勝手のよい交通機関、清潔感を感じる街、バラエティ豊かで美味しい食べ物、そして「おもてなしの心」など、それらの相乗効果がさらに惹きつけることになっているように思われる。

今後もそのような魅力を提供していくことができるかどうかは課題であるだろうが、ここに挙げた多くはわが国の文化として根付いているものが多いと考えられる。

そのように観光立国を目指すために、旅行業界だけに頑張らせようという施策には限界があることは誰の目で見ても分かるであろう。それと同じように、資産運用立国を目指すのに資産運用業界だけに頑張らせようというのは自ずと限界がある。わが国自体が投資された経営資源を効率的に無駄なく活用して新たな人々のニーズを満たすための価値創造を行っていく気風に富んでいると感じさせることが重要である。それが実際の数値で裏付けられ、投資対象として今後も期待が持ち続けられることを合理的に結論付けられるような状況にしていかなければならない。

図表6 観光立国 vs 資産運用立国



世界中には巨額な投資マネーが存在し、それらが日夜、虎視眈々とより良い投資機会を探っている訳であるから、一定以上の投資効果が期待できるとあれば自ずとマネーは集まってくるのである。企業が資本コストを上回る一定水準以上の収益力を有していることなどは最低限の条件であり、その他の産業や国の仕組み、様々なルールや環境において合理性が感じられるものでないと、前述し

た外国人観光客が多く集まるような相乗効果が発揮される状況にはならないであろう。

"under the street light" joke というのがある。夜道で鍵を失くした人が、本当は他のところで落としてきた可能性が高いにもかかわらず、他は暗くて見えないことから光の当たっている街灯の下だけを探しているというものだ。「貯蓄」から「投資」への掛け声から約 20 年、また年金分野がコーポレート・ガバナンスに対峙して 20 年以上が経過しているのに、なぜわが国の企業群は相対的な投資魅力が高まっていないのか。それは、資産運用業界の改善や投資家と企業との成長に向けた対話等ばかりに目が向き、経済システム全体を俯瞰した対策がとられていなかったことが大きいのではないか。それは、まさに"under the street light" joke が示しているような状況である。

改革が必要なのは上場企業に限ったことでなく、わが国の経済システム全体の課題の方が大きい。先進国で一番少子高齢化が進んで労働力人口の確保も危ぶまれる中で、1 人当たりの付加価値生産性が低いとあれば、投資するには不向きなことは誰の目にも明らかである。どのように新陳代謝を進めてもっと価値創造ができていくような国体にしていくか、納得性のある説明が行われて施策が打たれていかなければならない。資産運用立国への道が開けるかどうかは、効率性や生産性を軸としてわが国の経済システムが再構築できるかどうかにかかっているのである。

以上

参考文献

- 井手正介（1994）『日本の企業金融システムと国際競争』東洋経済新報社
- 井手正介（2009）『バリュー株入門』日本経済新聞出版社
- 片岡淳・村上正人（2016）「ROE投資の可能性について」『みずほ年金レポート 2016 年新年号』
- キース・P・アムバクシア（2008）『年金大革命』野村総合研究所・野村證券・野村アセットマネジメント共訳，社団法人金融財政事情研究会
- ゲイリー・E・クレイトン（2014）『アメリカの高校生が学ぶ経済学』花岡幸子・山崎政昌訳、WAVE 出版）
- 厚生年金基金連合会（1998）「コーポレート・ガバナンスに関する研究会」報告書
- 厚生年金基金連合会（1998）資産運用研究会報告書「運用自由化時代の基金の資産運用」
- チャールズ・エリス（2009）講演「ガバナンスの重要性」2009 年 10 月第 24 回日本証券アナリスト大会にて、収録誌は「証券アナリストジャーナル 2010 年 1 月号」

チャールズ・エリス、アリシア・マネル、アンドリュー・エストウールズ（2016）
 『老後資金がショートする一米国に学ぶ破産回避法』 玉木伸介監訳、中央経済社
 遠山勲（2013）「米地方公務員年金の現状と改革への動き」『みずほ年金レポート
 2013年夏季号』
 バートン・マルキール（1993）『ウォール街のランダム・ウォーク』原書第5版、
 井手正介訳、日本経済新聞社
 ピーター・F・ドラッカー（2009）『マネジメント 基本と原則』エッセンシャル版、
 上田惇生訳、ダイヤモンド社
 日本年金学会編（2023）『人生100年時代の年金制度』第12章、法律文化社
 村上正人（2009）『「株主」としての年金ファンド』角川学芸出版
 村上正人（2011）『年金基金が賢明な投資家であるために』角川学芸出版
 村上正人（2016）「わが国の株式投資は投資家の期待に報いることができるか」公益
 財団法人年金シニアプラン総合研究機構WEBサイト
 村上正人（2023）「企業の枠を超えた人的資本活用の議論を」『企業活力 No.116』巻頭
 言、一般財団法人企業活力研究所
 村上正人（2023）「年金によるコーポレート・ガバナンス活動の回顧と昨今の状況に
 思うこと」『金融・資本市場リサーチ』No.10 2023年夏号 リレーエッセイ（株イ
 ノベーション・インテリジェンス研究所）
 ロシエル・カップ（2015）『日本企業の社員は、なぜこんなにもモチベーションが低
 いのか？』クロスメディア・パブリッシング
 企業年金連合会 資産運用関連情報に関するサイト
 金融庁WEBサイト 「資産運用業高度化プロセスレポート 2023 — 「信頼」
 と「透明性」の向上に向けて—」（2023年）
 経済産業省WEBサイト 「『持続的成長への競争力とインセンティブ ～企業と投資家
 の望ましい関係構築』プロジェクト最終報告書」（2014年8月）
 経済産業省WEBサイト 「サステナブルな企業価値創造に向けた対話の実質化検討
 会」資料（2019年）
 公益財団法人日本生産性本部WEBサイト 「労働生産性の国際比較 2022年版」
 国家公務員共済組合連合会WEBサイト 資産運用関連情報に関するサイト
 全国市町村公務員共済組合連合会 資産運用関連情報に関するサイト
 地方公務員共済組合連合会WEBサイト 資産運用関連情報に関するサイト
 東京証券取引所WEBサイト 「資本コストや株価を意識した経営の実現に向けた対応
 について」（2023年3月）
 独立行政法人勤労者退職金共済機構 資産運用関連情報に関するサイト
 日本銀行WEBサイト 会計・決算に関するサイト
 日本私立学校振興・共済事業団 資産運用関連情報に関するサイト
 年金積立金管理運用独立行政法人（GPIF）WEBサイト 「2022年度業務概況書」