

## 解題

証券アナリストジャーナル編集委員会  
第四小委員会委員 大橋和彦

金融論の標準的教科書では、政府・地方公共団体による公社債の発行や為替介入そして中央銀行による金融政策以外には、公的機関による金融市場への働きかけについて詳しく書かれることはあまりない。その一方、昨今では、「公的マネー」が市場（特に株式市場）に与える影響についてニュースを目にする日も多い。公的マネーが日本市場に大きな影響を与えていることは確かなのだが、それらをいったいどのようにとらえればよいだろうか。今月号の特集テーマ「日本の公的マネー」は、このような問題意識から企画されている。

とはいえ、この「公的マネー」という言葉、実は明確な定義はない。現実には金融危機時の公的資金注入から、金融政策の一環として実施されるETF買入政策、官民ファンドの設立・運営等、公的資金に関わる様々な活動があるが、とらえどころがないようにもみえる。そこで、本特集では(以下で紹介する光定論文に従い)、公的マネーを政府もしくは政府に準じる主体が運営する資金と定義し、こうした公的マネーがとりわけ株式市場で果たしている役割を取り上げ、その影響や功罪としてあるべき姿を議論する。

早速、特集論文の紹介に入ろう。第一の光定論文「株式取得に関連する日本の公的マネーの分析

—その株式取得の歴史・現状ならびにその功罪について—は、本特集の導入として、様々な日本の公的マネーを四つのグループに分類するとともに、それらの功罪を議論する。四つのグループの第一は、日本銀行の量的・質的金融緩和マネーによるETF購入である。2022年3月末現在、このETFの残高は時価ベースで51兆円、東証1部（現プライム）市場の約7%にも達している。中央銀行が株式を購入する例は世界でも稀である。確かに金融市場の混乱で上昇したリスクプレミアムを低減させる効果は認められたものの、それが常態化して業界再編を遅らせている可能性や、官製相場で市場の価格発見機能を低下させていること、さらに満期のない株式を日銀のバランスシートから外すために売却することで株価に悪影響を与える「出口問題」等、多くの問題を抱えていることが指摘される。(井出論文では、この問題への対応策が提案される。)

四つのグループの第二は、年金積立金管理運用独立行政法人（GPIF）等の公的年金基金による大規模な株式取得である。2022年3月末の国内株式投資残高はGPIFだけで49.5兆円、東証1部（現プライム）時価総額の約7%を占める。2014年以降の基本ポートフォリオの見直しで内外株式への投資額を増やしたことはその後の相場環境を

考えると成功であったが、パッシブ運用比率の上昇を招き価格発見機能や資源再配分機能が十分には果たせなくなる可能性があることや、投資決定に政府の影響を受ける可能性があることがデメリットとして指摘される。第三は、政策的必要性が高く、長期的にリターンが期待できて、民間だけでは十分にリスクマネーが供給できない分野への資金供給を目的とする官民ファンドである。2020年3月末の出資額は約1.1兆円（累積投融資額は約2.5兆円）、13組織のファンドが存在する。長期的なリスク性資金の提供による民間資金の呼び水効果が期待される一方、民業圧迫、政策目的の裁量的解釈、サンセット（ファンド設置期限）条項の不在、運用責任者が曖昧であること、実際に4機構の官民ファンドで大きな累積損失が出ていること等の問題が指摘される。（官民ファンドの問題点については、田中論文が議論する。）最後に第四は、2021年から科学技術振興機構（JST）に創設された大学10兆円ファンドである。これは、拠出された10兆円の運用益から認定された国際卓越研究大学に資金を提供するものであり、成功すれば大学の資金力と研究力の強化につながるメリットがあるが、原資は財政融資資金という借金を中心で運用の巧拙によっては返済原資が不足する可能性があること、運用機関が50年と長く運用責任の所在が不明瞭になること等の問題があることが指摘される。（原田論文は、この問題について詳細に議論する。）

光定論文は、主たる四つの公的マネーのグループについて、以上のように背景や目的、功罪を概観した上で、日銀保有ETFと公的年金基金については価格発見・資源配分機能の阻害、出口戦略や市場とのコミュニケーションへの対応を、官民ファンドについてはサンセット条項を機能させ民間への移譲を行うことを、大学10兆円ファンドに

については運用に関する積極的なディスクロージャーを提案している。

光定論文による以上の整理のもと、他の論文は各論を掘り下げる。まず、**原田論文「動き出した大学ファンドへの期待と懸念」**は、光定論文が指摘した第四の問題である大学ファンドに焦点を当て、その仕組みと役割を明らかにしつつ、体制面の議論を中心に今後の懸念材料を説明する。実際、多くの問題点が指摘される。まず、日本の大学ファンドは、JSTが設立する基金を運用し運用益を大学に配賦する仕組みであり、（寄付等で得た資金を運用する海外大学のエンダウメントファンドとは大きく異なり）その原資の大部分は財政融資資金という借金で、運用開始当初の自己資本比率は11.1%にとどまる。当然ながら利息や元本の支払いが発生し、返済できるかどうかは運用の巧拙に依存するが、長期の返済期限に対し損失が累積した場合への対応は想定されていない。（自己資本比率の積み上げは求められている。）また、JSTはそもそも資金運用が本業ではなく、ガバナンスやリスク管理体制を作り説明責任を果たす必要性も高い。運用面では、大学への資金の配賦（運用額の3%）に予想物価上昇率を加えた4.38%が、大学ファンドの運用目標とされているが、これはGPIFの収益率の目標である4%よりも高い。この目標を達成するために、目標株式投資比率が65%と設定されているが、これは低くない運用リスクを取ることを意味し、実際（市場環境が良くなかったという背景があるとはいえ）2022年9月末の収益率は-3.67%で1,881億円の損失となっている。このような大学ファンドの仕組み、そして運用結果によっては必ずしもファンドから資金が配賦されないリスクを参画する大学関係者にも周知させ、また継続して運用益が出ない局面

で国民負担が生じる可能性を考慮した制度設計がなされるべきことが指摘される。

次に、井出論文「日銀ETFを活用した資産運用立国への道—異次元金融緩和の遺産を国民益の長期的な拡大に—」は、光定論文が指摘した第一の問題である日銀のETF買入に焦点を当てる。そして、(2023年1月末時点で日銀のETF保有残高は時価51.4兆円(東証プライム市場の時価総額の7%超)に上るものの)すでにETFは事実上の買入停止状態にあり焦点は今後の取り扱いに移ったとして、日銀が保有するETFの処分方法について次のような提案を行う。まず、日銀保有ETFの今後の取り扱いに際して重要なこととして、第一に金融市場、企業、日銀の財務に(できるだけ)悪影響を及ぼさないこと、第二に国民益の長期的な拡大を最優先すること、第三に将来的な発展が期待できることを挙げる。その上で、有益な方法の一つとして、大学ファンドと同様に財投債で必要な資金を調達し、第三者が設定する新しい政府系ファンド(既存組織でも可)に日銀が保有するETFを移管して運用を継続、取得後はETFを個別株式に変換して信託報酬を減らすとともに一部株式を売却することを提案する。こうすることで、日銀による保有ETF売却の市場への悪影響が抑えられるだけでなく、移管先の新ファンドにおいては個別株式へのエンゲージメントが強化され、さらに日銀から国庫に納付されるETF売却益や新ファンドが受け取る配当金を国のために役立てることができると主張する。

最後に、田中論文「官民ファンドの再構築—政府の失敗を是正するために—」は、官民ファンドの経緯と現状を整理した後、問題点の指摘と再構築の提案を行う。2022年3月末の累積投融資額

が13組織合計で3兆円を超える官民ファンドだが、7ファンドは累積赤字であり、さらにそのうちの4ファンドは改善計画を作成・検証することが求められるほど赤字が深刻である。政府の資料では、民間からの投融資を促すなど、民業を補完しつつリスクマネーを供給しているとされるが、支援の方法やガバナンスに問題点が多い。その第一は、多くのファンドがあるため支援が重複し、競合する中、人材が不足し無駄も多い点である。実施主体が一元化されている英独とは大きく異なる。第二は、ガバナンスに役立つKPIが設定されていない点である。2020年度以前では、インプット、アウトプット、アウトカム指標のどれも達成が容易か検証が難しいものであり、収益性指標は損をしなければよい程度の緩いものであった。会計検査院や有識者の指摘を受けて2020年度に改定されたKPIでも、適切でないと思われる指標が多く、検証が毎年行われるわけでもない。第三に、すでに述べた通り、一部のファンドを除いて総じて赤字体質である。それにもかかわらず、ファンドの統廃合が直ちには行われない。田中論文は、以上を指摘した上で、官民ファンドの再構築のために、累積赤字を抱え業務が重なるファンドの統廃合、段階的な政府出資の引き下げと民間出資の引き上げ、KPIの見直しを提案する。

以上のように、本特集論文のどれもが、公的マネーの導入初期における効果を認めつつも、今後のあるべき姿については強い懸念を持っている。もちろん市場は完全ではない。放っておくと問題が深刻化してしまう状況が生じ、公的機関による対応が求められることもあろう。とはいえ、市場への公的な働きかけが正当化され、それが正しく機能するためには次のような条件が必要である。第一に、外部性が存在し市場に任せておくだけで

は非効率な結果になってしまうこと。第二に、正しい働きかけを行うための適切なガバナンスの仕組みがあること。第三に、結果の評価・検証を適切に行い効果が減少した場合には働きかけを止めることである。

必要な状況において正しい目的を持って開始された公的介入であっても、時間の経過とともに状況が変化し必要性が減少した場合や、そもそも予想した効果がないことが分かった場合、介入を続けることは予期せぬ副作用を生み出すことになるだろう。これは、公的機関による介入について回

る問題であり、本特集の「公的マネー」にとどまらない。例えば、わが国では、バブル後の金融危機、世界金融危機、東日本大震災、コロナ危機に対応して、融資条件を緩和する様々な企業支援が実行され倒産を防ぐことには成功したが、逆にそのことがゾンビ企業を延命させ産業の新陳代謝を阻害し生産性向上を妨げた可能性があることが問題となっている。(田中論文が指摘する)「政府の失敗」を深刻化させないためにも、本特集論文が提案する対応が喫緊の課題であると考え、読者の皆さんはいかがであろうか。