

2025年9月26日 全4頁

日銀のETF売却とスチュワードシップ責任

超長期投資家となる日銀のスチュワードシップ責任の果たし方

調査本部 フェロー
兼エグゼクティブ・サステナビリティ・アドバイザー

塩村 賢史

[要約]

- 今の日本銀行（日銀）のETF売却案では、簿価ベースでの売却を厳格に実施しない限り（時価ベースの売却額を適宜調整しない限り）、日銀が保有するETF残高は時価ベースでは減らずに、むしろ増加していく可能性もある。
- 時価ベースの売却ペースを柔軟に調整したとしても、超長期に亘って日銀が日本企業の大株主であり続けることには変わりがない。日銀が超長期投資家として、スチュワードシップ責任を果たすことで、「市場のリスク・プレミアム」の低下と日銀のバランスシートの健全化が期待できる。
- 日銀のスチュワードシップ責任の果たし方としては、日銀が保有するETFを運用する投資信託会社のスチュワードシップ評価を行い、その評価に基づき年間の売却先を決定するというような方法などが考えられよう。

超長期投資家であり続ける日銀

日本銀行（日銀）は、9月19日に開催された金融政策決定会合で、ETF及びJ-REITを市場価格で売却することを決定した。発表当日こそ、市場ではネガティブな反応も見られたものの、売却のペースは簿価で年間3,300億円（時価6,200億円）程度に抑えられており、市場へのインパクトは限られるとの見方が広がり、徐々に市場は安定を取り戻している。

金融政策決定会合後の会見では、植田総裁が、すべてのETFを売却するまでには「100年以上かかる」と発言した。しかし、この発言は、今後100年超の期間でETFを簿価ベースで厳格に売却していくことが前提になっており、企業の利益成長などを反映し、時価が上昇した際には、適宜売却額を引き上げていくことが前提となる。

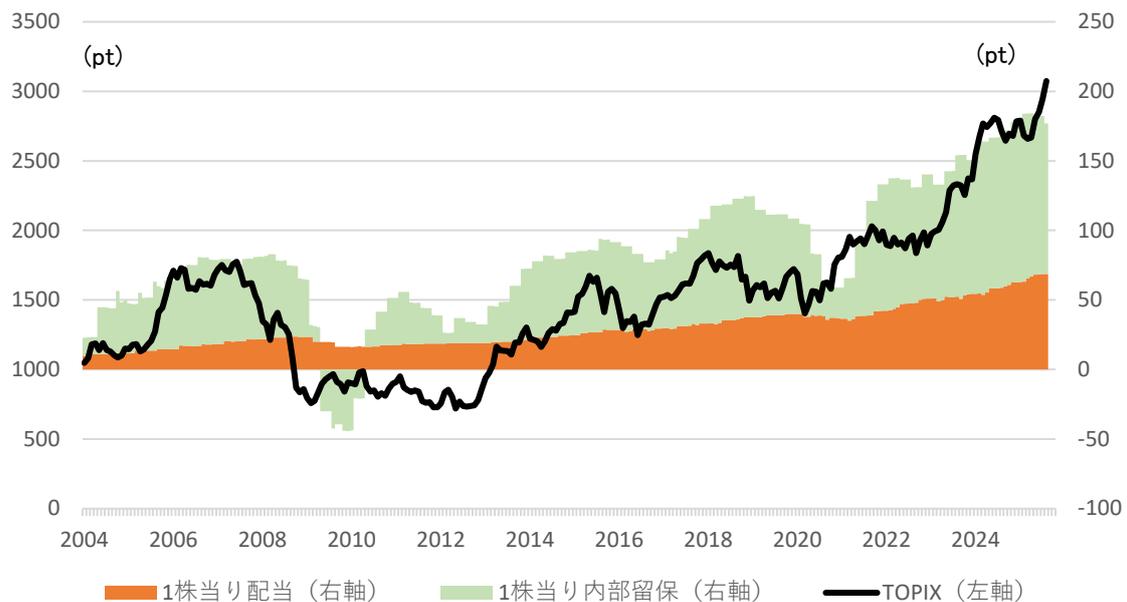
過去20年間（2005/8末-2025/8末）でTOPIXは年率約4.5%上昇している。同期間のTOPIXのETFの配当金はすべて分配金に回され、バリュエーションが一定という仮定の下でも、TOPIXのETFは、TOPIXの内部成長率並み（年率約4.0%）の拡大を見込むことができる。簿価ベースで厳格に売却を続けられない限り（適宜時価ベースの売却額を調整しない限り）、日銀が保有するETFの残高は、なかなか減らないことになる。実際のオペレーションがどのようなかたちでなされるかに注目したい。

図表 1 ETF等の処分に関する決定



（出所）日本銀行「ETF等の処分に関する決定（2025年9月金融政策決定会合）」（2025年9月19日）

図表 2 TOPIX と TOPIX の実績 EPS (1 株当り配当、1 株当り内部留保) の推移



(注) 内部留保は、実績 EPS－実績 1 株当り配当で計算

(出所) Bloomberg より大和総研作成

日銀の ETF 買入れの目的とステュワードシップ責任

日銀は ETF 買入れについて、「市場のリスク・プレミアムへの働きかけを通じて、市場の不安定な動きが企業や家計のコンフィデンス悪化につながることを防止し、経済・物価にプラスの影響を及ぼすことを目的としたもの」と整理をしている。また、コーポレートガバナンスに与える懸念に対して、当時の黒田総裁は「ステュワードシップコードを受け入れている投資信託委託会社によって、適切に議決権が行使される扱いになっています。」(2019年3月15日開催、総裁記者会見要旨)とコメントしている。

一方で、日銀が ETF 等の売却を決めた今回の金融政策決定会合の翌9月20日の日本経済新聞朝刊の社説で「日銀が事実上の日本株の大株主である現状は企業統治上も問題視される。売却に踏み出すのは妥当だ。」と指摘されているように、今なお、この問題を指摘する声は多い。

ここで比較対象となるのが GPIF (年金積立金管理運用独立行政法人) である。GPIF は、法令上の制約により、株式運用をすべて外部の運用会社に委託しているが、コーポレートガバナンスに与える影響を指摘されるケースは、日銀ほど多くない印象である。それは、運用委託先がステュワードシップ・コードを受け入れ、ステュワードシップ責任を果たしているのみならず、GPIF 自身がステュワードシップ・コードを受け入れ、運用委託先のステュワードシップ活動を運用会社の評価に反映することなどを通じて、株式市場の持続的成長を促進する取り組みを続けているからであろう。

確かに GPIF などの年金基金の場合は、投資顧問会社に運用を委託している一方で、日銀が保有するのは投資信託会社が組成する ETF という違いがある。ETF は個人投資家など数多くの投

資家が比較的少額の投資を行うケースが中心であり、投資信託会社のスチュワードシップ活動をモニタリングするコストを個々の個人投資家が負担することは考えにくい¹。しかし、日銀の場合は、間接的な保有とはいえ、日本企業の最大の大株主である。

日銀がETF買い入れの目的としていた市場のリスク・プレミアムへの働きかけは、単にETFを買うという手段でしか実現できないわけではない。日銀がスチュワードシップ責任を果たすことで、投資信託会社と投資先企業との対話が促進され、日本企業のコーポレートガバナンスやサステナビリティの取り組みが改善すれば、投資先企業のリスク・プレミアムが低下することも十分に考えられる。GPIFがTOPIX1000構成銘柄を対象に行った「エンゲージメントの効果検証」²においては、取締役会構成・評価をテーマにしたエンゲージメントが行われた企業と、エンゲージメントが行われていない企業とでは、平均で時価総額に6%の差が生まれたことが明らかになっている。日銀がスチュワードシップ活動を行うことにより、もし保有するETFの価値が0.01%でも改善すれば、数千億円の効果である。スチュワードシップ評価の体制整備などに多少のコストをかけても、十分にお釣りがくる計算になる。日銀がスチュワードシップ責任を適切に果たすことは、日銀自身のバランスシートの健全化にも寄与することになる。

日銀がスチュワードシップ責任を果たす方法としては、様々な方法が考えられる。例えば、現状「各銘柄の保有割合におおむね比例的なかたちで売却」（図表1参照）としている売却対象を「各銘柄を運用している投資信託会社のスチュワードシップ評価等を勘案し、売却対象及びそのウエイトを決定」と変更し、スチュワードシップ評価の如何で、売却ペースを変えることが考えられよう。もしそうなれば、投資信託会社のエンゲージメント活動にも力が入るのではないか。同様な効果が期待できる方法として、ETFを現物株に交換し、投資顧問（投資一任）で運用するという事なども考えられるが、そこまで大がかりなことをしなくても、前述の方法だけでも十分な効果が期待できると考えている。非伝統的な金融政策からの出口戦略には、中央銀行がスチュワードシップ責任を果たすという非伝統的な手段を検討する柔軟な発想も必要になるのではないだろうか。

¹ 実際のところは、投資信託と投資顧問の両方の事業を行っている運用会社は多い。

² GPIFのウェブサイト参照 (https://www.gpif.go.jp/esg-stw/project_report/engagement.html)