

## 株価指数の銘柄入替

産業構造の変化を反映するためと称して、株価指数の構成銘柄を大幅に入替えるケースが相次いでいる。中でも、日経平均の銘柄入替は、指数との連動性を重視する投資家の行動によって、株式市場に歪みをもたらした。ベンチマーク運用が主流の年金資金でも、投資判断を指数任せにすると、かえって運用の効率性が損なわれる可能性がある。

株式市場全体の水準を語る上で、一つの数字で事足りる株価指数（インデックス）は便利である。特に、長い歴史を持ち、社会に浸透した指数は、数字だけで感覚に訴えるものがあるため、広く一般に利用されている。一方で、多くの人々が注目している数字だけに、心理的な効果を通じて、実体経済に少なからず影響を与えるリスクもある。ただし、そもそも一口に株価指数といっても、コンセプトによって、対象とする銘柄数・マーケット、算出方法が異なり、単純に数字だけでは捉えきれない面がある（表1）。

表1：日米の代表的な株価指数

	指数の名称	銘柄数	算出ウェイト	マーケット
日本	J30（毎日新聞）	30	株価	東証1部
	日経平均株価	225	株価	東証1部
	NOMURA400	400	時価総額加重	全上場、店頭登録
	TOPIX	変動（約1400）	時価総額加重	東証1部
米国	ダウ工業株30種	30	株価	全上場、NASDAQ
	S&P500	500	時価総額加重	全上場、NASDAQ
	Russell3000	3000	時価総額加重	全上場、NASDAQ
	Wilshier5000	変動（約7000）	時価総額加重	全上場、NASDAQ

市場を網羅的にカバーした指数は、銘柄構成の点では文句のつけようがないが、流動性に乏しく、市場参加者の総意を反映した価格付けが困難な銘柄も含まれるなどの問題がある。一方、銘柄数を絞った指数では、こうした問題が回避される反面、銘柄の選定に工夫が必要である。一般に、銘柄選定の基準となるのは「市場の代表性（時価総額の大きさ）」「流動性」「業種バランス」であろう。銘柄構成が市場を代表しないと判断されれば、入替が必要になる。

4月15日の日経平均（30銘柄）、23日のJ30（3銘柄）、28日のNOMURA400（71銘柄）と、代表的な指数の構成銘柄の変更発表が相次いだ。従来は少数の入替にとどめていた日経平均、NOMURA400の両指数が、銘柄選定基準を改定してまで大幅入替に踏み切った理由は、産業構造の変化を反映するためである。

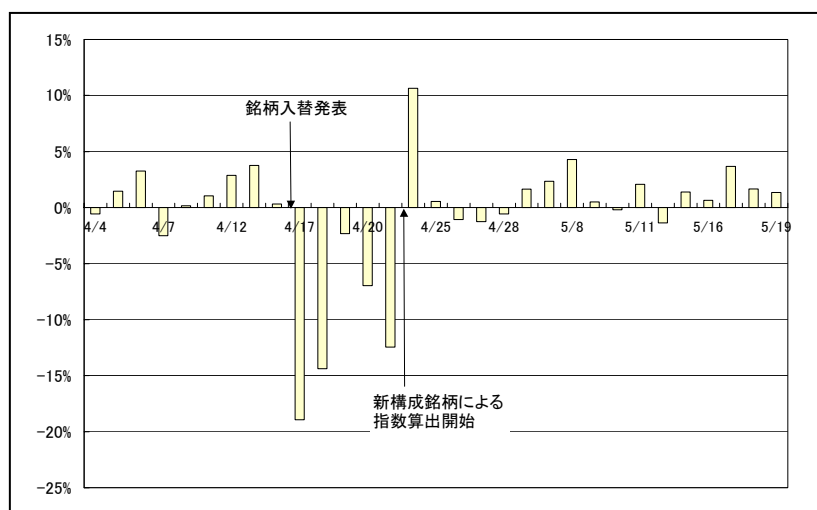
こうした事情は米国でも同じで、ダウ工業株30種は99年11月に4銘柄を入替え、100年を越える歴史上はじめてNYSE上場銘柄以外からMicrosoft、Intelの2銘柄を採用した。またS&P500でも、NASDAQ公開銘柄の数が約1割（52銘柄）にまで増加している。

株式市場を代表し、その姿を映し出すのが株価指数の目的であるが、特に、今回の日経平均の銘柄入替は、入替銘柄数の多さに、「低位株の除外と値嵩株の採用」という特殊要因も加わり、株式市場に混乱をもたらした。その結果、銘柄入替の是非をめぐる議論が高まっている。

たしかに、指数の連続性が損なわれた面もあるが、議論すべきは、指数の銘柄構成を意識した投資家の行動であろう。日経平均には、インデックス型の投資信託、デリバティブを利用した裁定取引業者など、指数との連動性を強く意識した投資主体が多く関わっている。彼らが同時にポジション調整を行ったために、需給が乱れ、価格形成が歪んだのである。

ただ、需給要因による株価変動は、ファンダメンタルを反映していずれ修正されるため、一過性のものである。問題は、指数との連動性確保を優先するあまり、経営実態と懸け離れた価格での取引が是認され、本来追求すべき運用成果が犠牲にされかねない点にある（図1）。

図1 日経平均の除外銘柄と新規採用銘柄のリターン格差



(注)

「新規採用銘柄群」「除外銘柄群」それぞれの平均リターンを計算し、その差異（除外—新規）をとった。

銘柄入替発表後、実際に指数算出が開始されるまでは、新規採用銘柄群が買い上げられ、除外銘柄群が売り込まれた。ただ、算出開始の直後には、大きな反動があった。

株価指数の銘柄構成を意識した運用が行われている点では、年金資金も同じである。株式資産への配分計画（PLAN）では、運用対象である株式の資産特性の代表として、指数のリスク・リターン特性が分析される。パフォーマンス評価（SEE）では、基準となるベンチマークに指数が利用される。したがって、実際の運用（DO）で、運用機関が指数を意識するのは当然である。

一般に、年金資金が利用する株価指数は、市場ポートフォリオに近いとされる TOPIX である。すべての東証一部上場銘柄が対象のため、銘柄入替とは無縁である。ただ、時価総額ウェイトによる指数を意識するあまり、時価総額の大きさに引っ張られた銘柄選択が行われる可能性は否定できない。大型の新規上場銘柄や、時価総額が大きく膨らんだネット関連銘柄に、TOPIX をベンチマークとする運用資金が流入したことは記憶に新しい。

共通の運用目標（リスクも含めた）を与える点で、算出の基準が明確で、情報の共有化が可能な株価指数をベンチマークとして設定することは、極めて有益である。ただ、指数を意識した運用が、指数に振り回される結果となるなら、釈然としない。既存の指数が完璧ではないことを理解した上で、有効に活用したいものである。