

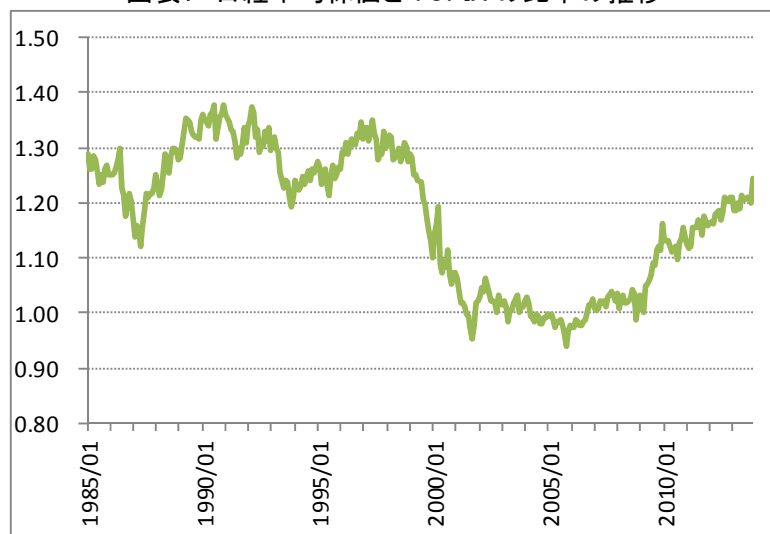
(年金運用)：株価指数、ベンチマークとして何が望ましいのか

TOPIX が株式投資のベンチマークとして望ましいのかどうか、疑問の声が強まっている。日経平均株価のように、銘柄選択することで元気のある株価指数を作ることが可能となる。新規開発の JPX 日経 400 のパフォーマンスは TOPIX を上回るが、日経平均株価に劣る。

昨年 11 月、「公的・準公的資金の運用・リスク管理等の高度化等に関する有識者会議」が報告書を公表し、年金積立金管理運用独立行政法人 (GPIF) 等の国内株式パッシブ運用に用いるベンチマークとして東証株価指数 (TOPIX) 以外の指数の利用を検討すべきとした。このこともあり、株価指数のあり方に注目が集まっている。

有識者会議の報告書では、日本取引所グループと日本経済新聞社が共同で開発した JPX 日経 400 の名前があがっている。では、その JPX 日経 400 にはどのような特徴があるのか。この JPX 日経 400 の特徴を考えるに際し、最初に、有識者会議が疑問符を付けた TOPIX と、もう一つの代表的な株価指数である日経平均株価とを比べておきたい。図表は、株価指数そのものの値を使って「日経平均株価÷TOPIX」を計算し、それを 10 で除したものである。

図表：日経平均株価と TOPIX の比率の推移



(資料) 日本経済新聞社、東京証券取引所の資料に基づいて作成

この図表から、次のことが判明する。第一に、2001 年頃まで倍率が低下していることである。その後、倍率の低下がほぼ止まり、2005 年 10 月の 0.94 倍がボトムとなっている。第二に、2006 年に入って倍率が上昇に転じ、それが今日まで続いている。2013 年 11 月末現在、1.24 倍である。一言で言えば、この 8 年間、日経平均株価の方が一方的に元気だったことになる。

株価指数の元気度の差は、その計算の仕組みによる。日経平均株価は、日経新聞社が選んだ 225 銘柄の株価の単純平均がベースになっている。TOPIX は東証第一部に上場されている全銘柄の時価総額がベースである。両者の倍率に大きく影響するのは、日経平均株価の 225 銘柄として何が選ばれるのかと、その 225 銘柄の株価のばらつきである。

株価のばらつきの影響について簡単に説明しておく。日経平均株価は株価の単純平均をベースに計算されるから、等株数ポートフォリオの価値の推移に近くなる。もしもポートフォリオに値嵩株が数銘柄入っていれば、この数銘柄がポートフォリオの価値に大きく影響する。

現実の市場と株価指数の関係を見ておきたい。1990年代の後半から2000年代の初めにかけて倍率が急速に低下した背景には、225銘柄の選定問題があったとされる。元気の良かった情報・通信関連企業の採用割合が小さかったため、1990年代の後半に日経平均株価が取り残された。それを挽回しようと2000年4月に日経平均株価は大幅な銘柄入れ替えを行ったのだが、それが裏目に出て、TOPIXとの差が急速に拡大した。この反省から、日経平均株価は銘柄入れ替えルールを明確にし、経済実態を反映した銘柄構成を着実に実現しようとしている。この結果、その後の日経平均株価の元気度がTOPIXを上回ってきたと考えられる。

実際、日経平均株価の構成銘柄として、ファナック、ファーストリテイリング、ソフトバンク^(注)のような、高売上高成長率・利益率を反映して株価に勢いがあり、かつ他の銘柄よりも桁違いの株価水準にある銘柄が採用されている。実質的に、これらの銘柄に比重をかけた等株数ポートフォリオの価値の推移が日経平均株価だから、TOPIXよりも元気なのは当然だろう。

では、新たに開発されたJPX日経400はどうだろうか。この株価指数はTOPIXと同様、時価総額をベースに計算される。TOPIXとの違いは、ROE（株価収益率）、営業利益、時価総額の3つを主な基準として、日本を代表する上場企業400銘柄を選び出し、毎年入れ替えを行うことにある。この結果として、元気のいい企業による株価指数になることを目指している。

東証によって公表された資料によると、JPX日経400の年平均リターンはTOPIXよりも約1%高い（幾何平均による比較）。2006年8月から今年8月までの7年間の累計では6%強、JPX日経400のリターンが上回っている。一方、同じ期間における日経平均株価の上昇率を計算してみたところ、JPX日経400の年平均リターンよりも年率1.8%上にある。つまり、JPX日経400は日経平均株価というよりもTOPIXに近い値動きの株価指数である。逆に、日経平均株価ほど構成銘柄の選択に左右されないため、安定性に優れているとは言えるだろう。

アセットマネジメント関連会社の識者と議論すると、異口同音に、JPX日経400の400銘柄が多すぎるとの批判が聞こえる。一方、筆者の研究によると、上場企業の中で、総じて大企業の利益率は中堅企業と比べて低い。このことは、時価総額を選別基準の1つとしつつ銘柄数を多くすれば、資本効率性の観点から不冴えな企業が選ばれることを意味する。

日経平均株価と並ぶ株価指数を、TOPIXと同じ時価総額方式で作り上げる難易度は高い。とはいえ、NYダウやDAXのように銘柄数を厳選すれば、より魅力的な株価指数を作り出せるのではないか。JPX日経400は究極の株価指数ではない。まだまだ工夫の余地があると考える。

（京都大学経営管理大学院 川北 英隆）

（注）ソフトバンクは、日経平均株価算出に際して導入されている「みなし額面方式」に基づき3株分の扱いがされているため、指数値に対して市場株価の3倍の影響力を有している。