

(年金運用)：企業数を絞り込んだパッシブ運用が望まれる

パッシブ運用では、ポートフォリオ理論でいうマーケットとは何か、真剣に考えるべきである。アメリカでも日本でも、株式市場を代表するインデックスの上昇率に明確な差異がある。日本の株式市場では TOPIX はインデックスとして不適切であり、企業数を絞り込むことが望まれる。

年金積立金管理運用独立行政法人（GPIF）の 2015 年度業務概況書によると、パッシブ運用の比率は、国内債券 82.5%、外国債券 64.9%、国内株式 81.5%、外国株式 84.1%となっている。この比率は、概ね 13 年度をピークに低下してきているものの、極めて高い。GPIF が依然としてパッシブ運用を重視していることの証拠だろう。他の公的年金も、GPIF を追随してパッシブ運用を重視してきている。

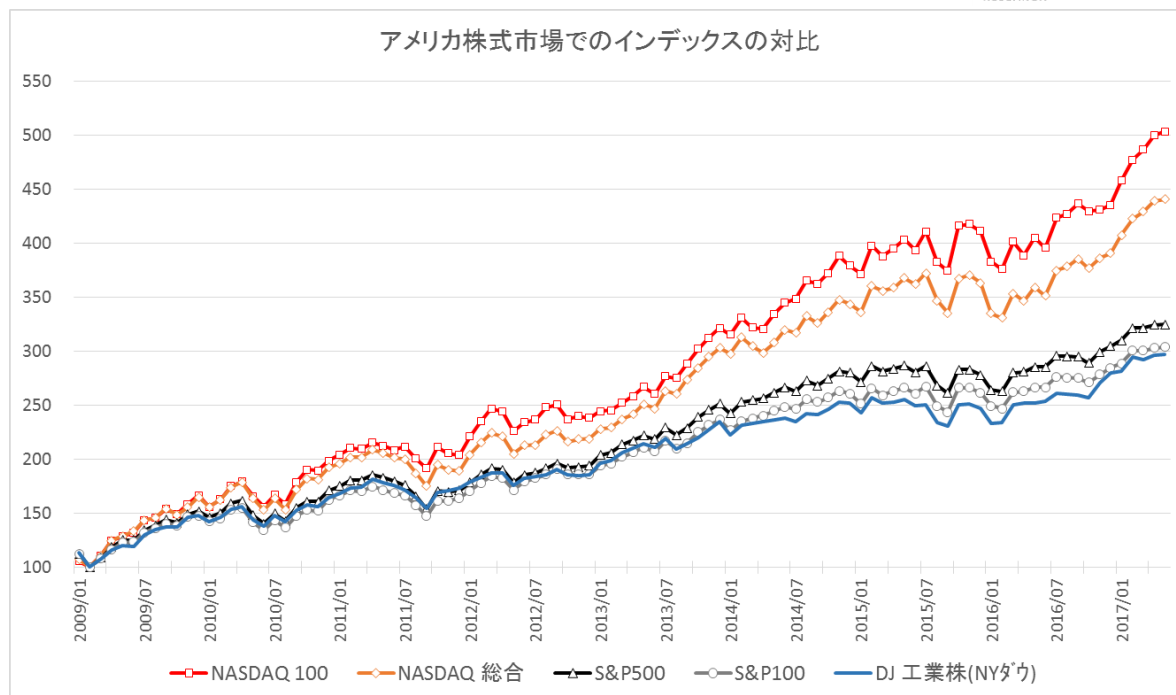
パッシブ運用はポートフォリオ理論に裏打ちされている。実際、アクティブ運用を行ったとして、投資パフォーマンスでパッシブを上回れないアセットマネジメント会社が数多い。では、今のパッシブ運用は望ましいのか。株式のパッシブ運用におけるインデックスの観点と、スチュワードシップ・コードの観点から考えたい。なお、アセットマネジメント会社の投資方針や能力の問題は横に置く。また、スタイル運用やスマートベータも取り上げない。

代表的なポートフォリオ理論は、「マーケット価格はすべての情報を反映している」とする。このため、アクティブに投資対象を選択したところで、マーケット全体のパフォーマンスを上回れないとの結論になる。ここで考えないといけないのは、ポートフォリオ理論というマーケットとは何なのかである。理論に忠実に考えると、リスク資産全体の取引市場がマーケットに近いだろう。この視点に立ち、F. ブラックはグローバルな投資を理論づけようと試みた。しかし、いまだに債券と株式を別のアセットクラスとして区分し、それぞれのアセットクラスごとに市場価格、すなわちインデックスを選定し、適当に資金配分するのが一般的である。

株式の場合、何をインデックスにするのかで、市場価格は大きく異なる。次葉に、アメリカでのインデックスの推移を図示しておく。リーマンショック後の最安値月を 100 としている。

図から明白なように、一般的なインデックスと NASDAQ のインデックスとは価格の上昇率がまったく異なる。念のために記しておけば、図のすべてのインデックスに組み入れられているアップルは NASDAQ の上場企業である。時価総額上位を占めるアルファベット（グーグル）、マイクロソフト、アマゾン、フェイスブックも NASDAQ の上場企業である。

アメリカでは、ニューヨーク株式市場で約 2,400 社、NASDAQ で約 2,900 社が上場している。アメリカ市場の価格として代表的に用いられるのが S&P500、すなわち 500 社で構成されるインデックスである。このインデックスには上記の著名企業も含め、アメリカを代表する企業が組み込まれている。NASDAQ100 は、図示した期間のパフォーマンスで S&P500 を上回るが、2000 年を挟んだ長期的な変動率が極めて大きいので、市場価格とみなされないのだろう。



出所：QUICK「Astra Manager」のデータを用いて作成

日本の株式市場はどうか。代表的なインデックス、日経平均株価と東証株価指数（TOPIX）を比較すると、2005 年頃から現在に至るまで、日経平均株価の上昇率が傾向的に TOPIX を上回っている。パフォーマンス上、一見、日経平均株価が望ましいように思える。

日経平均株価はダウ工業 30 種（NY ダウ）を模倣し、単純平均株価に基づき計算される。本家の NY ダウの採用企業の株価には大きな差異がない。これに対し、日経平均株価に採用された企業の株価には千差万別と表現していいほどの差異があり、一部の値がさ株の値動きが日経平均株価を大きく左右する。このため、日経平均株価が市場価格だとされることはまずない。

TOPIX にも大きな問題点がある。インデックスの構成企業は東京証券取引所第一部市場の全上場企業、約 2,000 社である。一旦上場された企業は、成長が止まり、業績が少々下を向いた程度では上場廃止にならない。言い換えれば、TOPIX の構成企業は玉石混交であり、「石」の企業が市場全体の足を引っ張る。このため、TOPIX は日経平均株価の上昇率に劣後する。

TOPIX に基づいてパッシブに運用し、スチュワードシップ・コードをコンプライするのなら、2,000 社との対話及び議決権行使が求められる。本気で対話と議決権行使を行うのなら、多大なコストとアナリストの投入が必要となる。片手間の対話と議決権行使なら、日本企業の経営に余計な負荷をかけ、混乱させてしまい、かえって日本の成長戦略に逆効果である。

結局のところ、TOPIX 風に全上場企業の株価を集めて市場価格とするのは、衰退企業まで計算の対象としてしまい、ミスリードである。S&P500 のように、市場の代表企業を選別し、計算するのが望ましい。かといって、鳴り物入りで投入された JPX 日経 400 は冴えない。市場規模との対比で企業数が多いからだろう。アメリカと日本の市場を比較すれば、せいぜいのところ日経平均株価と同程度の企業数が上限ではなかろうか。

（京都大学経営管理大学院 川北 英隆）