

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 原 田 喜美枝

天気予報と株価指数。ともに夕方以降の日々のニュースに不可欠で、程度の差はあれ、社会人であれば誰もが気にする情報である。翌日以降の天候が中心になる天気予報に対し、株価指数は日中の値動きや終値が報道される。通常は、ともにニュース番組の終盤にくるため、天気予報や株価指数の話題になると、次の番組の時間が近いと思う人は多いだろう。今月の特集タイトルは日々のニュースの常連「株価指数」である。

日経平均株価やTOPIXといった言葉は、お茶の間用語で、誰しも聞いたことがあるだろう。株価指数について詳しく知らなくても、短期的に上がったか下がったかということと、中期的な傾向が分かれば十分という人もいるかもしれない。株価指数で特集が組めるほど内容があるのか？と疑問に思う人もいるかもしれない。

もう一步踏み込んでみると、株価指数は日々のニュース以上に、私たちの生活や人生に関係している。日本の公的年金制度である厚生年金と国民年金では、現役世代が保険料を払い、その保険料は信託銀行や投資顧問会社によって運用されており、そのうちの何割かは株式で運用されている。この場合の株式とは、ほとんどの場合、株価指数に連動するパッシブ運用を指す。つまり、株価指数の動きは、将来受け取る年金にも影響するので

ある。

今月号で株価指数を特集する理由はいくつかある。第一に、東京証券取引所（東証）で2022年4月に開始が予定されている市場再編にあわせて、東証株価指数（TOPIX）の改革も予定されているから、である。第二に、世界的に株価指数に連動するパッシブ運用の資産規模が拡大していて、逆に、個別株の株価形成にも影響を与えているとしたら、学んでおいて損はない。そもそも株価指数とは何かを詳しく知らないのに、市場再編の影響といわれても分からない、という人も多いに違いないし、これを機に学びの機会を提供するのは時宜にかなっている。

日々のニュースで出てくる株価指数は、日経平均株価とTOPIXくらいで数が限られているように思われているが、実は非常に多様化している。株価指数を学び、その特徴や違いが分かれば、より正確にマーケットの動きを理解することができる。天気予報にも用途や予測範囲、予測方法は幅広くあり、どれも同じではない。株価指数にも複数の算出方法がある。天気予報をみて雨になる確率が高いと分かれば傘を持って外出するように、株価指数をみて調整局面にさしかかっているようにみえるなら、自分の資産再構築などの対策を講ずることもできよう。アナリスト等の専門家をは

じめ、多くの人に株価指数を学び直す機会を提供したいというのが今回の特集につながっている。

さて、本特集は座談会と2本の論文から構成される。座談会では、実務的な観点から、株価指数は何が問題なのか、新しい株価指数はどのようなものになってほしいかなどについて議論している。1本目の論文は、総論として、株価指数のデザイン、歴史、特徴、近年の問題も含めてまとめている。株価指数について詳しくない人には、座談会の前に、総論として執筆いただいた芹田・花枝論文を一読すると株価指数に関する全体像が理解できるはずである。もう1本の徳島論文は、巨大投資家の存在が株価指数に与える影響を中心に置いて論じていただいている。それぞれについて紹介する。

最初の座談会「**株価指数**」は、株価指数ユーザーを代表して年金積立金管理運用独立行政法人(GPIF)の塩村氏、金融審議会の議論の場におられた高田氏、大学に身を置く元投資家の内山氏に参加いただき、拙稿を書いている原田が司会を担当して執り行った。

座談会は2020年12月25日の午前に行ったが、同日午後には東証から市場再編に関する文書が発表されている。タイミングに関しては、微妙という見方もあるが、先入観を持たずに株価指数のありべき論を語れたという意味でよかったと思う。発表された内容を踏まえた議論ができなかったという点では心残りはあるが、発表された内容については必要に応じて論文のほうでカバーされていることから、特段のマイナスとはならないだろう。新基準を追うのは実務の世界では常だが、新指数や新市場の解説は他に任せ、アナリストジャーナルは歴史的な経緯を踏まえ、株価指数に関する諸

問題について考察し、今後の株価指数のありべき形について議論できている。

東証の市場再編に関しては、金融審議会の中のワーキング・グループの下に市場構造専門グループが立ち上げられ、そこで2019年から議論が開始された。詳細は審議会の報告書「市場構造専門グループ報告書—令和時代における企業と投資家のための新たな市場に向けて—」に譲るが、そこに参加していた高田氏からは、貴重な意見をいただいた。市場区分とTOPIXの範囲を切り離すという方向性が明確に打ち出されたこと、現在のTOPIXと連続性を意識せざるを得ないという認識は共有されていたが、流動性など現指数に関する問題への対応が必要とされたことなどが紹介された。この点は、現時点で明らかになっている改革路線でも引き継がれている。

座談会で共通に認識されたことは、株価指数はユーザーの立場から考えるべきであるという原則論と、東証に存在する潜在的な利益相反問題である。取引所の機能と株価指数の機能は別であるのだが、東証には市場の機能とインデックスを提供するという二つの機能があり、この問題が市場再編の過程で改めて重要と認識された。取引所としての機能を損なうような行動がないよう、監督官庁が監視すべき、独立性やプロセスの公正性が図られるべきという声もあがった。

現状のTOPIXをめぐる問題についても鋭い指摘は多く、新TOPIXに対する懸念も出されたが、それでも依然としてTOPIXは幅広く利用されていくだろうという認識も、多少後ろ向きだが共有した。GAFAと同じで、一度スタンダードになってしまうと変えられないという状況が株価指数についても存在する。投資家だけでなく、多くの国民が知らず知らずのうちに株主というステークホルダーになっている今、金融リテラシーとして株

価指数を知ってもらうことが将来のより良い株価指数につながるのだろう。

株価指数をテーマに2時間以上にわたって議論いただいたが、株価指数に関する理論的な側面や歴史については座談会ではカバーできていない。この点については、**芹田・花枝論文「株価指数とそれをめぐる諸問題」**にて詳述されている。

芹田・花枝論文では、株価指数には少なくとも四つの役割があり、それらの役割を果たすには基本的には五つの要件を満たす必要がある、としている。新TOPIXでは流通時価総額基準などで対象銘柄を絞り込むことが検討されているが、この論文で挙げられている要件のうち、「過去からの連続性（整合性）」を保ちつつ、「透明性」を高める工夫をしてほしい。そして、現TOPIXに内在する問題の一つである低流動性銘柄を組み入れないといった「投資可能性」についても工夫してほしいと考えた。理論的に重要な点は座談会でも指摘されたことであり、改革の現場でも重要視してもらえることを願う。

株価指数は多様化しているが、いくつかの側面から分類できる。算出方法による分類、投資対象による分類、提供者による分類、である。歴史は長いですが、主なイノベーションとしては、1970年代のインデックスファンドの誕生、1980年代前半のデリバティブの誕生、そして1990年代前半のETFの誕生、である。日本も例外ではないが、世界的にパッシブ運用が拡大した要因はETFが急増したことが主因と説明されている。

パッシブ運用の拡大がもたらしたことは様々であるが、論文では4点に絞って説明されている。個人的には、企業行動・投資家行動に及ぼす影響の中で、ESG指数の注目度を高める巨大な機関投資家側の行動変化など、前向きな影響があることを

うれしく思う。

よく知られているように、日本には巨大な機関投資家はいくつも存在し、それぞれが多少異なる形で株価指数を利用している。最後の**徳島論文「巨大機関投資家と株価指数」**では、資産運用で株価指数がどのように利用されているのか推測も交えて概観し、株価指数のあり方を考察している。

具体的には、GPIF、地方公務員共済、企業年金連合会・国民年金基金連合会、日本銀行が巨大な投資家として取り上げられている。例えば、GPIFの場合、2019年度末の資産運用額は155兆円を超えている。基本ポートフォリオに基づく株式への資産配分は国内株式25%であり、2019年度末で35.5兆円（22.87%）だった。この巨額な株式運用の大半はパッシブ運用に分類され、政策ベンチマークとされるTOPIXに基づくものが22.4兆円であった。その他は、何らかの特徴を持った株価指数に基づくパッシブ運用やESG指数に基づくものである。

座談会でも指摘があり、芹田・花枝論文でも言及があった事項が、徳島論文では明確な言葉で示されている。株価指数の課題、TOPIXがベンチマークになっていることの弊害である。日本人のマインドに刷り込まれていて払拭することは容易ではないが、東証第1部上場企業というステータス感は今や時代にそぐわない。徳島論文の一文を借りると、「TOPIXの弊害は、東証第1部に上場された全銘柄を含み、そこにステータス感を持たせ、あたかもそれが最良の取引市場であって、上場される銘柄が最良の取引対象であるかのように思わせてしまったことである」。

タイムスケジュールとしては、2021年7月末までに新区分に適合しているかが企業に通知さ

れ、年末にかけて新市場選択の手続き、年明け2022年1月に新区分での企業名の公表、4月に一斉に移行する流れになっている。同時に、TOPIXの見直し作業が開始され、段階的に実施し、2025年1月末に完了する方針が打ち出され

ている。長い道のりであるし、利益相反や透明性向上に関する問題は容易に払拭できるものではなく、刷り込まれた意識の改革も簡単ではない。個人が潜在的なステークホルダーであることを認識し、注視していくべきである。