



労働市場のトレンド
未来予測の羅針盤!

武藤泰明の 経営者目線で読む 景気動向

連載
第85回

東証の市場改革とインデックス投資



むとう やすあき
武藤 泰明

1955年生まれ。1980年、東京大学大学院修士課程修了。株式会社三菱総合研究所の主席研究員を経て、2006年から早稲田大学スポーツ科学学術院教授。専門はマネジメント。「スポーツファイナンス」(大修館書店)、『人手不足時代の人事戦略』(日本能率協会マネジメントセンター)など著書多数。

本号が読者に届くのは4月1日、翌週四日月曜日から東京証券取引所の上場区分が変わる。大きな事件がなければ日経は朝刊一面で扱うと思うので詳細は略すが、これまでの一部、二部、新興市場(ジャスダックの2市場とマザーズ)の五市場が、「プライム」「スタンダード」「グロース」の三市場に再編される。市場改革の理由としては、

- ・一部市場が玉石混濁であること
- ・二部上場企業が業績、株式流通ともに低調であること
- ・東証のマザーズと旧大証のジャスダックの性格の違いがはっきりしないこと

本稿で考えてみたいのはプライム市場である。「是正」してプライム市場が生まれるのだとすると、一部よりプライムのほうが数は少なくなるはずであろう。ただし、現一部上場会

社でプライム以外の市場に属することになる会社は皆プライムに「なれない」会社かというところでもない。プライム市場は流通株式比率が高くなければならないし、時価総額や売買代金などの条件がある。これを嫌って、あえてスタンダードを選択する(プライムになるための努力をしない)会社がある。

出来上がりとしては、一部上場2183社に対して、プライム市場は1841社でスタートする。この中には、市場選択時には条件を満たしていないが経過措置としてプライムに入ることを認められた約300社が含まれる。一部と比べるとプライムの社数は経過措置適用会社を含めても15%強減ることになる。激変かというところでもないが、重要なのは、上場はしているものの売買されず、市場制度の趣旨にそぐわない会社をトヨタや三井物産と並べておくべきではないということだ。

インデックス投資が増えている

なぜ「並べておくべきではない」のかというところ、並べておくと、トヨタ株や物産株と同じようにインデックスファンドが売買するからなのである。

インデックスは指標である。つまり、日経平均(日経225)やTOPIX(東証一部平均株価)、あるいは外国株ならニューヨーク・ダウやS&P500などが代表的なものである。TOPIXに連動することを目的とするファンド(投資信託だと考えればよい)は、TOPIXと同じ割合で一部上場銘柄を保有している。だからTOPIXが上がれば投信も価値が上がり、下がれば一緒に下がることになる。

このように、収益力や成長性に関係なく一定割合で株式を保有し続けるのをパッシブ投資と呼ぶ(パッシブ投資には他の定義もある指標であることを追求している。「お勧め」を選ぶか実直を選ぶかは投資家の判断だが、実直のほうには実は問題がある。人気のない株まで売買されるからである。株価とは、ある面において投資家と取引市場による企業評価の結果である。したがって、パフォーマンスのよくない会社の株は取引されない、または売られることになる。もちろん、相場師的な投資家がそういった会社の株を好んで売買することもあるだろう。とはいえ全体としては、ダメな会社の株は売買されなくなっていく。でも日銀はETF(上場投資信託)によってそういった会社の株も間接的に買っている。結果として、取引市場は上場会社に対する評価、つまりガバナンス機能を阻害されているのである。

日銀は公的機関だから銘柄の選り好みがないのではないかと思う人がいるかもしれない。でも、世界最大の機関投資家である日本の公的年金基金(GPIF)は、運用成果を最大化することが目的なので株式投資はすべてESGの原則にしたがっている。年金保険料を支払っている国民に対して運用責任があるので、銘柄を選り好みしなければならぬのである。これに対して日銀は、金融政策の一環としてETFを買っている。結果として低調な会社の株価が上がる。これは、株式市場に係る政策としては決定的な間違いだと言ってよい。ある面において、日銀が万遍なく買うので、取引所は一部市場を改革せざるを得なかったのではないか。



武藤泰明の 経営者目線で読む 景気動向

が、インデックス投資は典型的なパッシブ投資である)。パッシブはアクティブの反対語で、消極的とまでは言わないが、自分であちこち動かない、つまり利益を狙って売買しないことを指す。成長する会社や産業を投資対象にし、売買を頻繁に行うのがアクティブ投資である。そして観察できる事実として、意外な、というより資産運用のプロにとっては困ったことに、運用成果はアクティブよりパッシブ投資のほうが高い。もちろん個別には例外があるが、平均としてはそうなる。

ニューヨーク・ダウは平均株価ではない

ここで「何だ。運用のプロって大したことないんだな」と考えるのは半ば間違っている。一番古くからあるニューヨーク・ダウを例に説明してみたい。指標が生まれたのは19世紀末、30銘柄から合成される指標(ダウ平均)が公表されるようになったのは1928年である。なぜ30社なのかというと、昔はコンピュータがなかったからである。もちろん上場会社数が少なかったせいもあるだろう。そして驚かなければならないのは、今も30社だというところである。現在、米国の上場会社は5000社以上あるが、その株価の動きを30社で「表現」しているということなのだ。

つまり、ニューヨーク・ダウは米国の株価の平均ではない。米国を代表する企業の株価指標なのである。そして、銘柄の入れ替えがよく行われる。現在の30銘柄の中で、2010年以降に組み入れられたのはアップル(2

015)、アムジェン(2020)、医薬品)、ダウ(2019)、ゴールドマン・サックス(2013)、ハネウェル(2020)、ナイキ(2013)、VISA(2013)など、計10社である。

そして、ここで気づいておきたい点が二つある。第一に、ニューヨーク・ダウの30社は、その時点で米国を代表する「よい会社」なので、ダウ平均は上がって当たり前なのである。換言すれば、ニューヨーク・ダウの推移を見て、米国の株価は好調だと思っただけではない(好調ではないということではないが)。そして第二に、そうだとすると、ニューヨーク・ダウというインデックスと同じ銘柄・構成の投資信託は、米国の株式市場のパッシブな平均値ではなくて、「お勧め銘柄で構成されたややアクティブな」投資信託だということになる。

TOPIXは実直だが

ニューヨーク・ダウに10社が組み入れられたということは、10社が「外され」たということでもある。上場会社全体の平均株価を計算しようとする、これらの会社を含むことになる。つまり「お勧めのインデックス」ではなくなるということである。ここでTOPIXはどのような指標なのかというと、東証一部の平均株価である(厳密に言うと各社の大株主等の保有株を除く「浮動株」だけを加重平均している)。つまりダメな会社も見捨てずに加えて、言わば「実直」な平均株価の