

「株価指数」・「ベンチマーク」・「投資戦略」、 この3者の近くて遠い関係を巡って



中央大学 ビジネススクール 非常勤講師

広田 真人

■ I. 始めに

最近、スマートベータがブーム^(注1)となっており、合わせてその傾向を“株価指数の目的に合わせた多様化の進展”として肯定的に評価する向き^(注2)が進行中のように感じられる。

しかし、スマートベータとはバスケット運用様式によるアクティブ運用のことであって、「投資戦略」の一つの様式に過ぎず、「株価指数」とは全くその目的を別にする別物である。ところがファイナンス系マスコミの

マートベータの取り上げ方^(注3)等において、この根本的相違点が明確に認識されておらず、いささか混乱がみられるようであるので、以下「株価指数」・「ベンチマーク」・「投資戦略」3者の近くて遠い関係について整理してみたい。

■ II. 3者の定義と目的

[共通点]

3者はいずれも“バスケットの組み方”であり、その限りで多くの重複部分がある。その結果、例えば「株価指数」はいずれの目的にも転用されうる。

[目的]

3者は全く異なる^(注4)。

「株価指数」

・母集団であり現実に存在する株式流通市場

— <目 次> —

- I. 始めに
- II. 3者の定義と目的
- III. 最近のスマート・ベータ現象とは
- IV. パッシブ運用の正当性はあるか？
- V. まとめ

の動向を客観的に模写^(注5)することを目的とする。当然、マーケットへの代表性は強く求められる。

・従って、パフォーマンス（投資収益率）の多寡は無関係。

尚、マーケットの部分集団を対象とする株価指数は「サブインデックス」としてはあり得る。

例えば、規模別・業種別の株価指数

・客観性・透明性が強く求められる。

・連続性の維持は重要なポイント。

・メンバーの投資可能性（≒流動性）は強く求められることはない。

「投資戦略」

・バスケット運用という手法を使って高パフォーマンスを獲得するための“バスケットの組み方”の方法論を指し、いわゆる『市場指数』に対して『戦略指数』^(注6)とも呼ばれる。

分類して整理すると、

①個別銘柄特性に注目したものとして

クオリティ指数^(注7)、高配当銘柄指数、リスクウエイト指数^(注8)等

②ポートフォリオのリスク特性に注目したものとして

最少分散指数、リスクパリティ指数^(注9)、分散化比最大指数^(注10)等

・この目的性から、代表性など無関係といってよい。

・客観性・透明性を強く求められることはな

い。

・連続性はそれほど重視されない。

・メンバーの投資可能性は強く求められる。

「ベンチマーク」

・「パッシブ」・「アクティブ」を問わず、バスケット運用により高パフォーマンスを得るための「基準バスケット」のこと。従ってマーケットへの代表性は要求されないが、目的対象集団への代表性は求められよう。

「パッシブ」は勿論のこと、「アクティブ」であっても「ベンチマーク」から逸脱しない運用（トラッキング・エラーの最小化^(注11)）が求められる。

・委託者（エージェント）と受託者（プリンシパル）との相対で合意すればよいとはいえ、投資戦略上のルールの問題であることから、それなりの客観性・透明性が求められる。

その意味では、こうした条件が備わっている「株価指数」が転用されることも不自然ではない。

尚、「ベンチマーク」の場合、特別なスキルを前提とせずとも、何らかの合理的な投資方針に従って運用すれば、そこそこのパフォーマンスの獲得は可能なはずであるといった意味での「規範性」^(注12)が込められている。その意味ではパフォーマンスの要素も重視される。

・連続性はそれほど重視されない。

・メンバーの投資可能性は強く求められる。

[小結]

以上のように、一見共通項も確かに多い3者はそれぞれ固有の目的を持って存在しているので、例えばスマートベータを評価する際にもまず、3者の中のどこに相当するかを明確化することから始めねばならない。

■Ⅲ. 最近のスマート・ベータ現象とは

目的は明白に「投資戦略」であって、当然のごとく、低リスク・高パフォーマンスの追求にある。その意味で目的はアクティブ運用なのであるが、一般的なアクティブ運用と異なるのは個別銘柄ベースのアクティブ運用ではなく、銘柄選択コストを避けながら同時にリスク分散効果も享受したいという目的に沿って、原則的にはメンバーを固定させたバスケット運用即ちパッシブ運用の形態をとりながら低リスク・高パフォーマンスを追求する「投資戦略」の総称である^(注13)。

従って、個別銘柄次元でのFV探究行動は一切行わないことになり、その意味ではパッシブ運用に近い。

ただし、マーケットの動向を映すことを目的とする「株価指数」にトラックすることを通じて平均的パフォーマンスの獲得を目的にするのではなく、あくまで低リスク・高パフォーマンスを追求する「投資戦略」であり、

その意味ではアクティブ運用に属する^(注14)。

従ってブームとしてのスマートベータ現象は、“価格発見=資本コスト発見機能”を100%もたないという意味で「フリーライダー」の一種でしかなく、社会的には悪さをするわけではないものの“毒にも薬にもならない”という意味で最悪の「投資戦略」の категорияに属する。

■Ⅳ. パッシブ運用の正当性はあるか？

(1) 証券市場の社会的意義

あくまで建前上のこととはいえ、単なるギャンブルを超えて証券市場が何のために存在しているかといえ、個別銘柄のFVの発見であり、投資家の要求利回り（資本コスト）を推計しそれを経営者に提供することにあるという正論に異論を唱えることは出来まい。この機能を持たない証券市場は“ゲームセンター”に過ぎない。

勿論、このお伽噺のような機能が実際に機能するための前提条件はあまりに厳しく、現実のマーケットでその条件が充足されていると考える人はおめでたいと誰もが思うだろう。しかし、そうであっても“資金調達機能”がほとんど使われることない成熟資本主義社会にあって証券市場の普遍的存在理由はここにしか求められない。

株価が上昇すると世の中が元気となり実体

経済の景気回復を引き寄せるといふ現象は短期的にはあり得ても、中長期的には実体経済の回復がないまま証券価格だけが上昇し続けることなどあり得ないし、あってはならない。

証券価格の上昇は確かに株価評価上の分母である割引率（資本コスト）を引き下げるが、その余地は僅かなものであり、本来は株価評価上のもう一つの要素である分子を構成する企業収益の上昇に繋がる必然性は存在せず、ここからも証券市場の役回りは実体経済に追随するだけであって、それを主導することなど出来るわけがない。

その意味でも、パッシブ運用の正当性は存在しえない。

(2) 市場の効率性；再論

確かにマーケットの効率性が保たれているなら、アクティブ運用は超過収益をもたらさないから、その意味ではパッシブ運用にも一片の合理性があるかも知れないが、“マーケットの効率性”が成立するためには、投資家によるFVを求める間断なきアナリスト活動の存在によってのみ維持されるというパラドキシカルな関係こそが大切である。勿論投資家は金儲けのために投資するのであって直接的にFVの発見に努めるわけではないが、それでもFVの探究に全く無縁な投資行動、例えば罫線に基づく投資行動ばかりであるとするといかに熱心な投資行動がなされようともFVの発見には至らないだろう。

■ V. まとめ

2014年1月末、日経新聞はスマートベータ・ブームを想定しながら“進化を続ける株価指数”という記事を掲載したが、本稿の評価は全く正反対で、“退化を続ける株価指数”となることは別稿で既に述べた^(注15)。

しかし、この評価は正確には的を射ていたとは言い難い。確かに日経新聞の記事は“進化を続ける株価指数”というタイトルであったが、その中味はスマートベータの議論であって株価指数の問題ではなかった。スマートベータとはバスケット運用型の“投資戦略”のことであって、株式流通市場の姿を客観的に伝えることを任務とする“株価指数”とはその本質を異にする^(注16)。故に、スマートベータを“株価指数”の立場から批判するのは、お門違いなのである^(注17)。勿論、逆も成立し、“株価指数”であるTOPIXをそのパフォーマンスの悪さを理由に批判するのは同様な意味でやはりお門違いである。

実務の世界では、この3者の関係は曖昧そのものであり、その典型が前述の日経新聞の記事であるが、「ファンダメンタル・インデックス」で知られるアーノット氏の提案にしても、その本質は“投資戦略”であって“株価指数”との認識は皆無と聞いている。「ファンダメンタル・インデックス」と名乗っているのも、株価指数という客観的な装いを施すことで世間的な受け入れ易さを狙うという

営業戦略以外の何物でもないそうである。

他方、混乱が生ずる背景として「株価指数」が「ベンチマーク」ないし「投資戦略」としてもそのまま使われていることが少なく無いことが挙げられる。

例えば、日本の年金運用の「ベンチマーク」には最近見直されているとはいえ、依然として「株価指数」の典型であるTOPIXが2000年代後半時点で概ね85%前後と圧倒的シェアを維持している^(注18)。

これはまさに3者混同の代表例であるが、「株価指数の商品化」の進行と共に、株価指数作成者の側でも「ベンチマーク」・「投資戦略」等として使ってもらえれば収入に直結することから、混同を黙認もつと云えば推奨さえしている面は否定出来ない。

最後に、本稿は〈多様な株価指数への否定的見解〉を述べているからと言って、あるマーケットの動向を客観的に示す株価指数が唯一つしかあってはならないと主張するものではない。母集団の動向を示す指数には標本型も勿論存在しうる以上、標本の作り方は当然多様でありうる。しかし、「株価指数」を名乗る以上は、たとえその集団が“株式会社として本来こうあって欲しいという願いに基づくもの”であったとしても、また流動性の重要性は充分理解するものの、この両者の条件を充足する集団だけを対象とするものであってはならず、あくまで全体の動向を示すという目的に沿うものでなければならない。

〔主要な参考文献〕

- ・浅岡泰史 (2002) 「わが国のベンチマークの現状と年金資産運用の課題」(証券アナリストジャーナル、2002.8、34-44)
- ・浦壁厚郎 (2013) 「株価指数とアクティブ運用の進化」(金融ITフォーカス、2013.5、8-9)
- ・上崎勝巳 (2008) 「国内株式運用におけるベンチマークの潮流」(年金と経済、2008.10、78-85)
- ・小原沢則之 (2014) 「機関投資家とベンチマーク」(証券アナリストジャーナル、2014.10、16-27)
- ・坂巻敏史 (2013) 「解題；スマートベータ」(証券アナリストジャーナル、2013.11、3-6)
- ・日経新聞 (2014) 「進化続ける株価指数」(日経新聞、2014.1.29)
- ・広田真人 (2014) 「効率的でない市場でのベンチマークの在り方」(証券経済研究、2014.3、149-164)

(注1) 坂巻 (2013) の解説、及び同号の「スマートベータ」の特集記事等を参照。

(注2) 「株価指数とはその目的に合わせて多様であってよい」という見解は、『日経平均対TOPIXの優劣』といった一昔前の論争時代からある。

しかし、この議論の非合理性は、現存する株価指数の中で最も歴史が古く、最も著名度が高いと言えるであろう「ダウ工業30種」が米国株式市場全体の動向を客観的に模写しているか否かを見れば明らかである。5,000社以上で構成される米国上場会社の流通市場の動向を僅か30社の標本で表すことが可能かどうかは議論するまでもないだろう。

「ダウ工業30種」が母集団の代表ではなく、例えば抜群に社会的注目度の高い銘柄群であるにせよ特定の部分集団の動向を示していることは明白である。にも拘らず、「ダウ工業30種」は、株価指数の代表と誰にも認識されている。これこそ本稿が問題にしている「株価指数」・「ベンチマーク」・「投資戦略」の混同そのものである。

「ダウ工業30種」はいわば超大型優良株という部分集団の動向を示しており「投資戦略」としては

十分合理的を持ち得るし、関係者が同意するなら「ベンチマーク」としてもありえるかもしれない。しかし、米国の上場会社の流通市場の全体動向を示す「株価指数」としての条件は満たしているとは言えない。ただ、部分集団の動向を示す「株価指数」は充分ありえることから、その旨を明示すれば何ら問題ないわけであるが、全体を表すような素振りをするのはやはり看過出来ない。

加えて「ダウ工業30種」はウエイトを持たない“修正単純平均”あることから「株価操作され易い」という別の欠陥も持っており、「ダウ工業30種」を「株価指数」と呼ぶことは実務的にはありうることであり現にそうになっているが、アカデミックな判断は別である。

以上の意味で、「株価指数は多様であってよい」という議論は一見よく見られる議論であるが、アカデミックには認められない。

(注3) 例えば、日経新聞(2014)がその典型といえよう。

(注4) この3者の関係の整理に当たっては、浅岡泰史(2002)を参考とした。因みに、浅岡は「ベンチマークに求められる10の要件」として以下の論点を挙げている。①代表性、②規範性、③透明性、④投資可能性、⑤継続性、⑥データの正確性・利便性、⑦低い回転率、⑧関連商品の充実、⑨サブインデックスの充実、⑩普及性

(注5) 〈客観的に模写する〉といっても、これは実は容易ではない。勿論、ありがちなこととはいえ、あるマーケットのパフォーマンスの良さを顕示するために特定の部分集団の動向を全体の動向として示すという形で“お化粧を施す”ことは「株価指数」としては許されないことは自明である。しかし、例えば極端に流動性に乏しい銘柄群が存在した場合、「投資戦略上」その集団を外すのは当然ありうるが、〈客観的な模写〉を任務とする「株価指数」としても、値が付かない銘柄の取り扱いを巡っては見解が分かれるところかも知れない。

ある日取引がなかった場合、それは同銘柄へのマーケットの評価に変化がなかったと解釈するこ

とも可能であり、その解釈に従えば、同銘柄の過去の取引価格をそのままシフトさせることも必ずしも不合理ではないだろう。

しかし、こうした対応によって計算される株価指数の変化は当然のごとく必要以上に穏やかなものになり、〈刻々の変化の動向こそが市況である〉とする少なく無い投資家のニーズとは相容れない可能性も十分想定される。

このケースの場合、どちらが〈客観的な模写〉に相応しいのか、難しい問題である。

ただこのケースについていえば、今日の銘柄の取引量が多いか否かは事前には誰もわからない以上、流動性の少なさが極端でない限り、出来るだけ多くの銘柄、出来れば全ての上場銘柄を計算対象とするのが株価指数の役割に相応しいと考える。しかし、株価指数の対象を広範囲とすればするだけ流動性に乏しい銘柄が増えることも必至と思われる。因みに、TOPIXの場合、東証1部だけを対象とするため、現行のように全銘柄を対象とすることが可能であるが、もっと対象を広げ、新興市場を含む上場全銘柄を代表することになった場合でも全銘柄様式を貫けるかといえば、多分難しいかと思われる。

(注6) 浦壁厚郎(2013)を参照。

(注7) 例えば、ROEの水準で示される企業の「クオリティ」に注目する「指数」。

(注8) 個別銘柄のリスクの逆数等、低リスク銘柄のウエイトを大きくするよう加重した「指数」。

(注9) トータルリスクに対する個別銘柄の寄与度を均等化する「指数」。

(注10) 個別銘柄リスクの加重平均とポートフォリオのリスクの比率を最大化する「指数」。

(注11) 運用成果が委託者の意図から大きく乖離することを避けるために設定されている。

(注12) 規範性の代表がCAPMである。今でこそリスク指標としてのCAPM β など、一昔前の命題としてバカにされるだけの存在となっているが、CAPM β が登場した1970年代にあっては自らの資金をエクイティマーケットの時価総額構成比に合

わせて持つポートフォリオこそ最適投資戦略として認められていた。TOPIXが実務の世界でいまだにベンチマークとして幅を利かせているのは、CAPMに代わる信頼出来るリスク指標がいまだに開発されていないこともあるが、こうした規範性のなごりと想定される。

(注13) 『ラッセル・インベストメント』による「どのタイプの指数をスマートベータとみなすか」というアンケート調査によれば、低ボラティリティ、リスク・パリテイ、ファンダメンタル、スタビリティ（デフィニシブ／ダイナミック）、高クオリティ、モメンタム、均等加重、高配当利回り、最大分散効果、スタイル（バリュー／グロース）、時価総額規模、といった順になったことが報告されている。小原沢（2014）を参照。

(注14) ベンチマークとの乖離はむしろ肯定的に「アクティブシェア」と呼ばれることもある。

(注15) 広田（2014）を参照。

(注16) その意味では、「JPX-日経インデックス400」も、その本質は投資戦略ないし戦略指数であって、流通市場の動向を客観的に示すことを任務とする“株価指数”という範疇には入らない。

(注17) 例えば、スマートベータないし、その一部となるファンダメンタル・インデックスはその連続性維持のための設計が不十分であるといった批判は可能であるが、それは的を射た批判とは言えない。

(注18) 上崎（2008）の資料2-1を参照。

