

長期投資の手本となる株価指数

金融調査部 主任研究員
鈴木 裕

長期投資を評価するための株価指数

株式や債券に投資をしていると、自分の投資結果が優れているのか、あるいは何か問題があるのかを探る必要が出てくる場合があります。自分では得をしているつもりでも、他の投資家の平均的な収益より劣っていたとすれば、運用の改善を考えたくなるでしょう。問題を把握するきっかけとして、他の投資家の収益がどのくらいなのかを知らなければなりません。

株式投資をするときに、平均的な収益を測る指標となるのが株価指数で、日本株であれば東証株価指数、日経平均などがよく知られています。指数はインデックスと呼ばれることもあるし、目標値と言うところに重点を置くならベンチマークと呼んでもいいでしょう。

日本株を運用しているのなら、東証株価指数や日経平均がまず、投資結果の比較相手として思い浮かぶでしょうが、特殊な運用をしている場合には、これら平均的な株価指数では不都合があります。例えば、倒産等の心配が小さく、株式市場での売買が容易な大型企業にだけ投資をしたいのであれば、市場の平均を競争相手にするより、大型株だけを算出の基礎とする株価指数に勝っているか負けているかで、運用の優劣を評価すべきでしょう。

長期投資の場合にも、こうした比較対象としての指数が必要です。自分が行っている長期投資は、他の人が行っている長期投資に比べてどうなのかを知ることで、改めるべきは改めることもできるようになるかもしれません。こうした他の投資家との比較は、特に年金基金などの資産保有者が運用の委託先を考える際に必要になります。年金基金が日本株の長期投資をしようとする場合には、信託銀行や投資顧問業者に運用を委託するのが普通です。こうした委託運用の際には、多くの信託銀行や投資顧問業者の中から、長期投資の上手なところを選んだり、運用の契約を打ち切るか続けるかを検討したりする作業が必要になります。運用委託先を決める事前評価の場合も、契約後の運用成果を振り返る事後評価の場合も、何かの物差しがなければ、評価するのが難しくなってしまいます。

このような場合に評価の尺度として使われる指数は、様々な運用スタイルに合わせて多々作られており、国別、業種別、投資対象企業の規模別などさまざまであり、有料のものもあれば無料で提供されているものもあります。長期投資についても、こうした指数が作られています。

長期投資向け株価指数の事例

わが国では、2014 年初から指数が公表されている JPX 日経 400 が長期投資向けの指数となりそうです。これは、「投資者にとって投資魅力の高い会社」で構成される新しい株価指数で、日本企業の魅力を内外にアピールするとともに、その持続的な企業価値向上を促し、株式市場の活性化を図るために作られた指数です¹。

海外の投資情報提供業者も、長期投資の指数を新たに作っています。S&P Dow Jones Indices LLC が RobecoSAM やカナダ年金制度投資委員会 (CPPIB) と共同で S&P Long-Term Value Creation (LTVC) Global Index² を作ることを明らかにしています。指数を構成する銘柄を選択する際には様々な要因が考慮されますが、そのうちガバナンス面の評価については、RobecoSAM から提供される情報に依拠するとのこと。今後、長期投資を行う投資商品が多く作られるようになり、長期投資の評価が広く行われることがあれば、有料で提供されるこの指標が使われるようになるかもしれません。

JPX 日経 400 と S&P LTVC Global Index の概要は次の表の通りです。

JPX 日経 400	S&P LTVC Global Index
(1) 適格基準・市場流動性指標によるスクリーニング (2) 定量的な指標 (3 年平均 ROE、3 年累積営業利益、時価総額) によるスコアリング (3) 定性的な要素 (2 人以上の独立した社外取締役の選任、IFRS の採用、決算情報の英文開示) を加点したスコアリング	(1) 規模および流動性 <ul style="list-style-type: none"> • S&P Global LargeMidCap の構成銘柄 • 一日平均出来高が 500 万ドル以上 (2) ガバナンス面 (Economic Dimension Score) <ul style="list-style-type: none"> • 取締役会の独立性 • 取締役会の責任や関与の程度 • 取締役会の有効性強化の方針と手続き • 経営者報酬 • リスク管理および危機管理 • 経営倫理および顧客対応 (3) 財務品質 (Quality Score) <ul style="list-style-type: none"> • ROE (Return on Equity) 高い ROE は企業の競争力の強さを表す • Balance Sheet Accruals ratio (BSA) 売掛金勘定の相対的増加は企業の財務品質を引き下げる • 負債比率 (financial leverage ratio) 負債比率の低い企業の方が長期には高収益を上げる傾向がある

(出所) 脚注 1,2 をもとに大和総研作成

長期投資と ESG 投資

S&P Dow Jones Indices LLC は、多くの株価指数を既に作成、公表しています。その中には、ESG 投資の指標となる S&P Dow Jones ESG Indices もありますが、長期投資と ESG 投資は異なるところがあるので、別建ての指数を作ったとのこと。ESG 要因のうち、環境 (Environmental) と社会問

1) 株式会社日本取引所グループおよび株式会社日本経済新聞社「新指数『JPX 日経インデックス 400』の算出・公表開始について」(平成 25 年 11 月 6 日)

<http://www.jpjx.co.jp/files/tse/news/17/b7gje6000003yy0p-att/b7gje6000003yy3w.pdf>

2) S&P Dow Jones Indices LLC, "FREQUENTLY ASKED QUESTIONS S&P LTVC Global Index" (2016/1/22)

題 (Social) に関する評価を除外して、ガバナンス面だけを評価に取り込んだのは、長期投資と ESG 投資との違いを意識してのことでしょう。

長期投資には、様々な考え方があり、環境投資やインフラ投資を長期投資と呼ぶという見方があることは、この連載の第 4 回³で触れました。この立場からは、環境要因を除外する S&P LTVC Global Index には、違和感を覚えるかもしれません。

また、長期投資とは、株式を購入後長期間保有する投資であるとするれば、流動性の低い銘柄の方が長期投資の対象となっているとも言えそうです。「株式の時価総額÷年間取引総額」で計算される株式の平均的保有期間が長い方が、長期投資の対象となっていると考えるのであれば、株式市場での流動性が高い株は、短期志向の株主の投資対象だということになるからです。しかし JPX 日経 400 も S&P LTVC Global Index も、ある程度の流動性を必須としていることから、長期投資の株価指数の作られ方を見る限りは、平均的な保有期間の長短は長期投資か否かとは関係は薄そうです。保有期間と長期投資の関係については、この連載の第 3 回⁴をご覧ください。

モデルとしての株価指数

株価指数が株式投資の評価尺度、物差しとして使われることがあることは既に記した通りです。長期投資を行うのであれば、JPX 日経 400 や S&P LTVC Global Index に勝ったか負けたかが、評価の尺度となり得ます。

しかし、特定の株価指数の利用が広がってくると、その指数自体が運用のモデルとなる場合があります。例えば国際的な分散投資を行うにあたって、運用結果を評価するための尺度 (指数) を何にするか決めてしまうと、その指数を写し取るような運用になりがちです。尺度そのものと同じ運用をすれば、負けにくいからです。こうしたことが長く続くと、多くの人が指数と同じ運用を行うようになり、市場の多様性が失われることになりかねません。指数を作って販売する投資情報提供者が、機関投資家の運用の在り方を決めてしまうのではないかという懸念が生まれます。

長期投資の株価指数をコピーする運用が長期投資であるとなれば、例えば社外取締役がいらないという理由だけで、今後の成長が見込める企業が投資対象から外れるかもしれません。また、なかなか芽の出ない研究開発や製造設備に資金をつぎ込んでいるために ROE が低い企業にも投資をできなくなるため、もしかするとその後の急成長の果実を手にしなくなるおそれもあります。

長期投資の株価指数のような多くの価値判断を含んだ指数を使用する場合には、自分自身の考える長期投資と指数算出の基礎となる考え方の異同を十分に理解しておくことが望ましい様に思われます。

以上

3) 長期投資 VS 短期志向 第 4 回 「投資商品の性格に着目した『長期投資』」(2014 年 12 月 1 日)

http://www.dir.co.jp/research/report/finance/investment/20141201_009199.html

4) 長期投資 VS 短期志向 第 3 回 「『長期投資』とは保有期間を長くする投資ではない」(2014 年 11 月 25 日)

http://www.dir.co.jp/research/report/finance/investment/20141125_009159.html