

株価指数とは何か

MSCIジャパン指数先物の取引停止

吉川 真裕

二〇〇三年五月二日、大阪証券取引所は二〇〇二年七月二五日から取引をおこなってきたMSCIジャパン指数先物の取引を停止した。これは二〇〇三年五月三〇日の取引終了後、モルガン・スタンレー・キャピタル・インターナショナル(MSCI)がMSCIジャパン指数の構成銘柄を入れ替え、不動産投資信託(REIT)・二銘柄を組み入れることを決めたため、REITを含む株価指数はわが国の株価指数先物取引の対象として関係法令上の有価証券指数に適合しないためと発表されている。しかし、大阪証券取引所と同時期にMSCIジャパン指数先物の取引を開始したシンガポールのSGX・DT(旧SIMEX)ではMSCIジャパン指数先物が引き続き取引されており、取引が活発でないのと今のところ影響は小さいものの、わが国の取引所は国際競争上、不利な立場にあることが明らかになった。くしくも五月二三日には証券取引法等の一部を改正する法律が成立し、五月三〇日に交付され、二〇〇四年四月一日から外国証券取引所による国内への端末設置が認可されているのに、国内の取引所では取引できず、国内に端末を設置した海外の取引所では取引可能ということでは、国内市場の空洞化という事態が生じかねない。

本稿では、REITの仕組みを簡単に解説し、REITが含まれた海外の株価指数とそのデリバティブ取引を紹介した後、株価指数とは何かという問題について考察する。

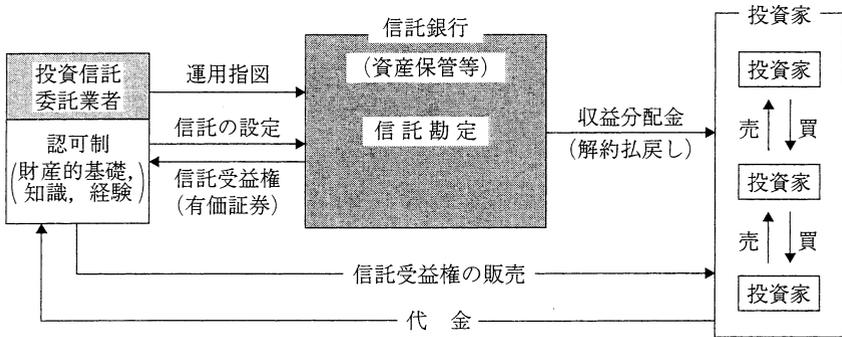
1 不動産投資信託（REIT）

不動産投資信託（REIT）は不動産を主な投資対象とし、それらから生じる賃貸料や売却益を投資家に分配する投資信託であり、二〇〇一年九月一〇日からは東京証券取引所で取引がおこなわれている。投資信託を株式と同様に投資家どうしが取引するという仕組みはわが国では一般的ではないが、一九九一年一二月には大阪証券取引所で会社型上場外国投資信託（カントリーファンド）の取引が開始され、一九九五年五月には全国八つの証券取引所（当時）で日経三〇〇連動型上場投資信託、二〇〇一年四月には東京証券取引所と大阪証券取引所で株価指数連動型上場投資信託（ETF）がすでに導入されている。

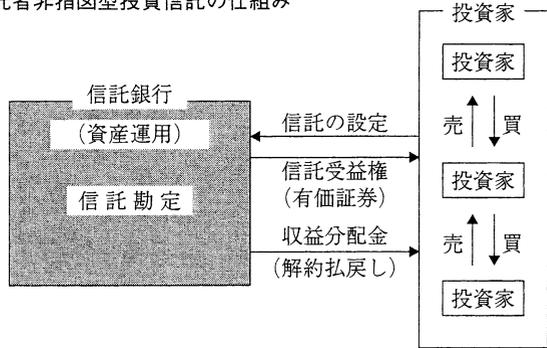
REITの組成は投資信託法に規定されている信託型の「委託者指図型投資信託の受益証券」、委託者非指図型投資信託の受益証券」、および会社型の「投資法人の投資証券」という二種類の形をとることが可能であるが、東京証券取引所に上場されているREITはいずれも会社型の「投資法人の投資証券」の形態をとっている。委託者指図型投資信託は運用会社が資産を保管する信託会社へ運用支持をおこなない、委託者非指図型投資信託は信託銀行が独自の判断で運用をおこなうのに対して、会社型投資信託は投資信託法上の法人である投資法人が資産を保有し、運用会社へ運用を支持するスキームである（図参照）。

REITの投資家にとってのメリットは小口の資金で不動産投資を可能とし、しかも市場で自由に取引できる流動性を確保できることにある。さらに、他の株式と価格変動特性の異なる対象に投資することが容易となり、

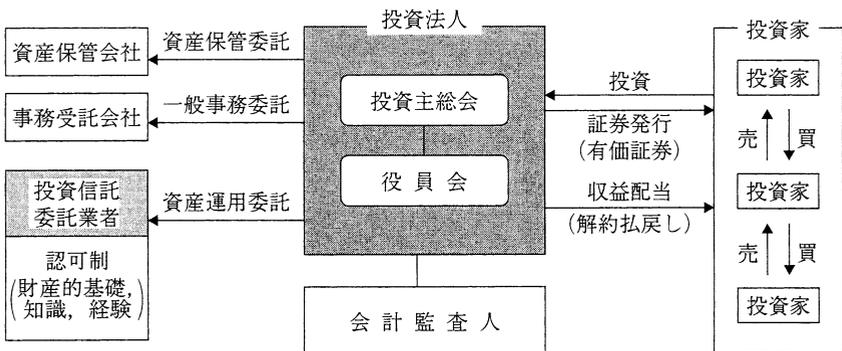
委託者指図型投資信託の仕組み



委託者非指図型投資信託の仕組み



会社型投資信託の仕組み
投資法人制度



〔出所〕『詳説 現代日本の証券市場 2002年版』(財)日本証券経済研究所

分散投資によるポートフォリオのリスク削減／リターン向上効果が高まることが予想される。なお、REITは法人税を非課税とするためには所得の九〇%以上を配当する等の要件を満たさなければならず、投資家への利益還元は配当が中心となるものと考えられ、低金利下の高利回り証券というユニークな特性を備えている。

2 REITを含んだ株価指数

今回、五月三〇日からMSCIが東京証券取引所に上場されている日本ビルファンド投資法人投資証券とジャパンリアルエステイト投資法人投資証券のREIT二銘柄をMSCIジャパン指数に組み入れたように、取引所で取引されているREITを株価指数に組み入れるということはアメリカをはじめとした海外諸国ではさほど珍しいことではない。アメリカでは二三種類の株価指数がすでにREITを組み入れており、オーストラリアでは一〇種類の株価指数、カナダ、ニュージーランド、香港、シンガポールでもそれぞれ一種類の株価指数がREITを組み入れている(表1)。しかもREITを組み入れた株価指数を作成しているのは、S&P、MSCI、FTSEといった世界的に有名な株価指数の算出企業であり、これを一部の国にのみ見られる特殊な例外として見過ごすことはできないであろう(表1)。

ちなみに、REITのみからなる指数としては、アメリカで四種類、オーストラリア、カナダ、わが国にそれぞれ一種類ずつの指数がすでに存在するが、知名度はいずれも高くはない(表2)。そして、ヨーロッパにREITのみからなる指数が存在しないのは、ヨーロッパ諸国ではREIT自体が導入されていないか、あるいは十分な規模に達しておらず、REITの存在がまだ十分に認められていないからである。

表1 REITを含んだ株価指数

名 称	対象国/地域	指数算出者
MSCI JAPAN	日本	MSCI
S&P 500	アメリカ	S&P
S&P Midcap 400	アメリカ	S&P
S&P Smallcap 600	アメリカ	S&P
S&P SuperComposite 1500	アメリカ	S&P
S&P 500/Barra Value	アメリカ	S&P
Russel 1000	アメリカ	Frank Russel Company
Russel 1000 Value	アメリカ	Frank Russel Company
Russel 2000	アメリカ	Frank Russel Company
Wilshire 5000 Equity Index	アメリカ	Wilshire Associate Inc.
NYSE Composite Index	アメリカ	ニューヨーク証券取引所
AMEX Composite Index	アメリカ	アメリカン証券取引所
MSCI USA	アメリカ	MSCI
FTSE USA	アメリカ	FTSE
FTSE Canada	カナダ	FTSE
FTSE Hong Kong	香港	FTSE
FTSE Singapore	シンガポール	FTSE
All Ordinaries	オーストラリア	S&P
S&P/ASX 300	オーストラリア	S&P
S&P/ASX 200	オーストラリア	S&P
S&P/ASX 100	オーストラリア	S&P
S&P/ASX 50	オーストラリア	S&P
S&P/ASX 20	オーストラリア	S&P
S&P/ASX Small Ordinaries	オーストラリア	S&P
S&P/ASX Midcap 50	オーストラリア	S&P
MSCI Australia	オーストラリア	MSCI
FTSE Australia	オーストラリア	FTSE
FTSE New Zealand	ニュージーランド	FTSE

表2 REITのみからなる指数

名 称	対象国(地域)	指数算出者
東証REIT指数	日本	東京証券取引所
Morgan Stanley REIT Index	アメリカ	Morgan Stanley
S&P REIT Composite	アメリカ	S&P
Dow Jones Equity Reit Index	アメリカ	Dow Jones Indexes
Dow Jones Composite REIT	アメリカ	Dow Jones Indexes
S&P/TSX Capped REIT Index	カナダ	S&P
S&P/ASX 200 Property Trusts Index	オーストラリア	S&P

3 REITを含んだ株価指数のデリバティブ取引

REITを組み入れた株価指数が七カ国で二七種類存在することはすでに紹介したとおりであるが、このうちアメリカ、オーストラリア、シンガポールの三カ国では一種類の株価指数がデリバティブ取引の対象として六つの取引所で取引されており、REITのみからなる指数についてもアメリカとオーストラリアでそれぞれ一種類ずつの指数がデリバティブ取引の対象として二つの取引所で取引されている(表3)。

このデリバティブ取引の対象となっているREITを組み入れた一種類の株価指数はいずれも知名度が高く、REITを組み入れるために新たに作られた株価指数ではないことは明らかである。とりわけS&P500指数はシカゴ・マーカンタイル取引所で取引されている世界最大の株価指数先物取引の対象であり、この株価指数がREITを組み入れることの意味合いは大きい。これをアメリカでのみ見られる現象、あるいはアメリカに追隨する国々でのみ見られる現象として片付けることはできないであろう。アメリカで一九七二年にはじまった金融商品を対象とした先物取引(シカゴ・マーカンタイル取引所での通貨先物取引)が世界中に広がり、一九七三年の株式オプション取引(シカゴ・ボード・オプション取引所)、一九七五年の債券先物取引(シカゴ商品取引所)、一九八一年の定期預金金利先物取引(シカゴ・マーカンタイル取引所)、一九八二年の株価指数先物取引(カンザスシティ商品取引所)はいずれもアメリカから世界へと広まっていったのである。

さらに、証券投資に関係するファイナンス理論もアメリカで発展し、この分野のノーベル経済学賞も一九九〇年のハリー・マーコヴィッツ、ウイリアム・シャープ、マートン・ミラー、一九九七年のマイロン・ショールズ、ロバート・マートンといずれもアメリカ人が獲得している。こうした理論を踏まえた投資行動が世界で最も実用に使われているのがアメリカであり、そこでの趨勢を見過ごすことはできないであろう。

表3 REITを含む指数を対象とするデリバティブ取引

現物指数	デリバティブの種類	上場取引所	取引高 (2002年)	建玉 (2002年末)
MSCI JAPAN *	先物	大阪証券取引所	12	0
	先物	SGX-DT	1,433	0
S&P 500	先物	CME	23,699,667	584,326
	先物オプション	CME	5,235,388	214,950
	オプション	CBOE	29,939,598	3,169,415
S&P Midcap 400	先物	CME	387,800	13,821
	先物オプション	CME	2,573	0
S&P Smallcap 600	先物	CME	191	4
	オプション	CBOE	0	0
S&P 500/Barra Value	先物	CME	17,238	1,207
	先物オプション	CME	0	0
Russel 1000	先物	CME	0	0
Russel 1000 Value	先物	NYBOT	646,455	1,237
	先物オプション	NYBOT	1,449	70
Russel 2000	先物	CME	843,479	25,304
	先物オプション	CME	4,602	152
	オプション	CBOE	386,262	95,467
NYSE Composite Index	先物	NYBOT	216,479	1,237
	先物オプション	NYBOT	89,791	6,652
S&P/ASX 200	先物	シドニー先物取引所	3,761,904	124,240
	先物	オーストラリア証券取引所	10,897	50
	オプション	シドニー先物取引所	414,598	92,405
	オプション	オーストラリア証券取引所	0	0
S&P/ASX 50	先物	オーストラリア証券取引所	11,970	539
Dow Jones Equity Reit Index	オプション	CBOE	0	0
S&P/ASX 200 Property Trusts Index	先物	オーストラリア証券取引所	2,908	379
	オプション	オーストラリア証券取引所	0	0

*ただし、2002年にはREITを含んではない

4 株価指数とは何か

株価指数の本来の役割はさまざまな株式の価格の動向を一つの指標であらわすことである。その意味では最も単純な指標は値上がり株式数と値下がり株式数であろう。しかし、この指標では大幅な株価変化と小幅な株価変化を同等に扱っていることが問題であり、市場の動向を正しくあらわしているとは限らない。そこで、株価変化の大きさを加味した平均株価が大幅に株価が変化した銘柄のウエイトを大きくし、小幅に株価が変化した銘柄のウエイトを小さくするという点でより正確に市場の動向をあらわしているということになる。とはいえ、配当受取権利確定日に株主に支払われる一株当たり配当を当日の株価から差し引いた価格が翌日の株価の基準価格となる配当権利落ち調整や、既存の株主に持ち株数に比例して株式を分配する株式分割がおこなわれた翌日の株価の基準価格が増加した株式数に比例して引き下げられる株式分割権利落ち調整がおこなわれれば、平均株価は企業業績とかわりなく変化することになるので、こうした変化を連続的にあらわすために考え出されたのが修正平均株価であり、アメリカのダウ指数やわが国の日経平均株価はこの方法によって計算された株価指数である。

ところが、修正平均株価は株式分割調整をおこなって株式分割に伴う株価水準の変化を除去しているが、発行済み株式数に対する考慮がおこなわれていないという問題が残る。ある株式会社が一株を二株に株式分割した場合（既存の株主に保有株数と同じ株数を新たに分配した場合）、株式分割後には株価の水準が半分になり、株価の変化も半分になるはずであるから、平均株価を計算する際の寄与度も半分になってしまう。また、同じ株式会社が自社株償却をおこなえば（株式市場で自社株を購入し、その株式を廃棄してしまえば）、株価は上昇し、平均株価を計算する際の寄与度は高まることになる。株式を発行している企業の株式数は各企業によって異なっているから、発行株式数の小さな企業ほど、他の条件が同じであれば、株価水準は高く、平均株価を計算する際の

寄与度は高まつてしまふことになり、平均株価や修正平均株価は市場の動向を正しくあらわしているとは限らない。そこで、発行済み株式数を考慮して、発行済み株式数の大きな企業の株価のウエイトを高くし、発行済み株式数の小さな企業の株価のウエイトを小さくするために、時価総額（発行済み株式数×株価）で各企業の株価をウエイト付けしたのが時価総額加重平均株価指数である。この方式を採用した株価指数としてはアメリカのNYSE総合株価指数、ナスダック総合株価指数、わが国の東証株価指数（TOPIX）、イギリスのFTSE100指数などが有名であり、現在はほとんどの株価指数が基本的にはこの方式を採用している。ちなみに、アメリカで機関投資家がベンチマークとして用いているS&P500指数は発行済み株式数から保有自社株を除いた株式数をウエイトとしており、近年では投資家が購入可能な浮動株をウエイトとする株価指数が増えつつある。

このように株価指数はもともさまざまな株価の変化をあらわす指標として生み出されたわけであるが、ファイナンス理論の発展につれて異なる機能を持つことになった。市場に存在するリスク資産全体をあらわす「市場ポートフォリオ」の代理変数として、投資するポートフォリオの構成比をあらわす基準（ベンチマーク）という役割を株価指数は担うことになったのである。この場合には市場に存在するリスク資産全体の代理変数であるから、あらゆる銘柄を含んでいることが理論的には必要であり、ニューヨーク証券取引所上場の全株式を時価総額加重平均したNYSE総合株価指数、ナスダック上場の全株式を時価総額加重平均したTOPIXなどがこの機能を果たしている。さらに、アメリカでは2000銘柄の株式の時価総額加重平均指数であるラッセル2000や5000銘柄の株式の時価総額加重平均指数であるウィルシャー5000といった株価指数も新たに作成されている。

ところが、多くの銘柄を取引することには費用がかかり、とりわけ取引の少ない銘柄は迅速に取引をおこなう

ことが困難であることから、時価総額の大きな銘柄や取引の活発な銘柄などの時価総額加重平均指数で市場全体の代理変数とすることがアメリカではファイナンス理論の普及以前からおこなわれており、五〇〇銘柄の優良企業の時価総額加重平均指数であるスタンダード・アンド・プアーズ社のS & P 五〇〇指数が機関投資家のベンチマークとしての役割を果たしてきた。現在でもアメリカの機関投資家の多くは実用性の観点からS & P 五〇〇指数を運用のベンチマークとしており、小型株に注目する一部の機関投資家だけがラッセル二〇〇〇やウィルシャ―五〇〇〇といった株価指数をS & P 五〇〇指数と併用している。また、株式の国際分散投資に一九六〇年代から注目し、同じような基準で実用的な各国の株価指数を作成してきたスイスのキャピタル・インターナショナルの株価指数はモルガン・スタンレーの傘下に入ってMSCI指数と名前を変えたが、世界で最も利用されることの多い株価指数の一つであり、時価総額や流動性を加味した時価総額加重平均指数である。そして、MSCIジャパン指数は日本を対象としたMSCI指数であり、多くの外国投資家に利用されている。わが国でも一九九四年から日本経済新聞社がMSCIジャパン指数とよく似た時価総額加重平均指数である日経三〇〇〇指数を導入しており、歴史のある日経平均株価やTOPIXを補完する役割を果たさせよつとしている。

このように、株価指数は今や株価動向をあらわすという役割のほかに、投資家のベンチマークとしての役割を担うことになったのである。とりわけ、株価指数を対象とした先物取引やオプション取引の導入は取引が容易な銘柄群から市場全体に近いポートフォリオをあらわす株価指数の必要性を高め、一〇〇銘柄のイギリス株式を対象とするFTSE一〇〇指数や四〇銘柄のフランス株式を対象とするCAC四〇指数、三〇銘柄のドイツ株式を対象とするDAX指数、さらには五〇銘柄のユーロを導入した一二カ国の株式を対象とするDJユーロSTOXX五〇指数などが近年に生み出されている。

それでは、こうした株価指数の役割の中でREITを組み入れた株価指数はどのように位置付けるべきであろうか。まず、REITが株式と同様に取引所で取引の対象となっている以上、投資家にとってはREITの株価変動を含まない株価指数はさまざまな投資対象の値動きをあらわす指標としては不完全であると言えよう。REITは会社型投資信託であり、一般企業が営業活動から得た利益を株主に分配すると同じように賃貸料収入等から得た利益を投資家に分配するのであるから、投資対象という点では投資家にとって違いはないはずである。独立した会社ではないという点からREITを別扱いするのは規制当局の考えであり、投資家の考えとは異なっている。さらに、ベンチマークとしての役割から見ても、市場ポートフォリオの代理変数としての役割を担う株価指数がREITを含まないことは市場全体をあらわす指数という性質をゆがめることになる。

ところで、現時点ではわが国だけでなく、アメリカやオーストラリアにおいてもREITが時価総額や取引金額から見て市場を代表する投資対象として少数の株式ポートフォリオの中に選ばれることには異論がある。個々の投資対象や投資対象グループの代表としてスクリーニングをしてもREITが少数の銘柄からなるポートフォリオに含まれる可能性は高くないだろう。しかし、ポートフォリオは個々の銘柄の特徴ではなく、ポートフォリオ全体との関係からより望ましい構成銘柄を選び出すというのがポートフォリオ選択理論の核心である。他の銘柄と値動きが反対（相関係数がマイナス）の銘柄は最も効率よくポートフォリオのリスクを削減できるものであり、こうした観点から時価総額や取引金額という基準とは別にREITがポートフォリオに組み入れられる可能性は高いのである。REITは景気変動にあまり影響されずに高配当をおこない、景気の動向に左右されるほかの株式とは明らかに異なる性質を備えているはずである。この特性は電力株等の公益企業株と共通するはずであるが、配当利回りが公益企業株よりも高ければ公益企業の代わりにREITを組み入れることで、同じリス

クのもとでよりパフォーマンスの高いポートフォリオができてあがるはずである。こうした観点からすれば、株価指数は株価動向をあらわす指標と市場ポートフォリオの代理変数という役割に加えて、模範的なポートフォリオという役割を新たに担う段階を迎えたとも言えよう。S & PやMSCI、FTSEといった世界的に有名な株価指数の算出企業が率先して株価指数にREITを組み入れている背景にはこうした側面があることも忘れてはならないであろう。これらの会社は取引所のように株価指数を独占的に提供できる公益法人ではなく、他社よりも優れた株価指数を開発することで顧客を獲得しようとして競い合っている民間企業なのである。

二〇〇三年五月二日、大阪証券取引所は二〇〇二年七月一五日から取引をおこなってきたMSCIジャパン指数先物の取引を停止した。これは二〇〇三年五月三〇日の取引終了後、MSCIがMSCIジャパン指数の構成銘柄を入れ替え、REIT二銘柄を組み入れることを決めたため、REITを含む株価指数はわが国の株価指数先物取引の対象として関係法令上の有価証券指数に適合しないためと発表されている。しかし、大阪証券取引所と同時期にMSCIジャパン指数先物の取引を開始したシンガポールのSGX・DT(旧SIMEX)ではMSCIジャパン指数先物が引き続き取引されており、取引が活発でないで今のところ影響は小さいものの、わが国の取引所は国際競争上、不利な立場にあることが明らかになった。くしくも五月二三日には証券取引法等の一部を改正する法律が成立し、五月三〇日に交付され、二〇〇四年四月一日から外国証券取引所による国内への端末設置が認可されているのに、国内の取引所では取引できず、国内に端末を設置した海外の取引所では取引可能ということでは、国内市場の空洞化という事態が生じかねない。すでに見たように、株価指数の担う役割が重層的になり、取引所が投資家に株価動向を伝えることだけを目的とする時代ではなくなってきているのであるから、REITの組み入れを不適切とする関係法令の改正に向けて速やかな取り組みが望まれる。