

株価指数と株式市場

小林 和子

はじめに

日経平均は東京証券取引所一部上場二二五銘柄を対象としたダウ・ジョーンズ式修正株価平均で、日本市場を代表する株価指標の一つである。

後述するように、日本市場で算出されたダウ式株価平均は継続発表の当初から二二五銘柄で構成され、ほぼ五〇年近く、ときおり入れ替えを繰り返して現在に至っている。今年に入り、まず三月二十一日に三井信託銀行の合併（四月一日中央信託

銀行に）と上場廃止（三月二十八日）に伴い、これを二二五種構成銘柄から外し、大和証券グループ本社を入れると発表され、三月二十八日に実施された。この合併は昨年から予定されたもので、入れ替え銘柄も同じ金融・証券業種であり、市場に影響は無かった。同様の合併に伴う入れ替えは最近の九月八日発表分にも多く見られる（共同持株会社みずほホールディングスを設立した日本興業銀行、第一勧業銀行、富士銀行等）。今後とも合併や共同持株会社設立は入れ替えの主因になるだろう。

しかし四月十五日(土)に行われた入れ替え発表は前記とはまったく異なる質のもので、銘柄選定基準をほぼ九年ぶりに改定した上で、その選定基準で三〇銘柄を入れ替えた。この間の産業構造の大きな変化に対応させて、取引が活発で「市場流動性」が高い銘柄を従来に増して重視する、と日本経済新聞社は説明している。たまたま四月十四日(金)にアメリカ市場で大きな下げがあり、週明けの十七日(月)には日本、アジア主要市場、欧州市場はその影響で大きく下げた。もっともアメリカ市場はこの日は反発している。入れ替えが実施されたのはこの一週間後の二十四日(月)で、この日、新規銘柄のうち二五の株価が下がり、除外銘柄のうち二五は上がった。発表以来の一週間に新規銘柄に対する日経平均連動型ファンドによる組入れ買いや一般の期待買いがあり、一週間経ったところで短期の利益確定売りが

でたということらしい。ともあれ、日経平均はこの日は上がったが、この後は二十八日(金)に六か月ぶりに一万八〇〇〇円割れとなり、五月、六月、七月と下げを繰り返した。ボトムは八月四日の一万五六七円(年初来安値)である。

この間に、日経平均の評価をめぐって様々な動きが生じた。

四月十七日 与党三党の政策責任者による株価対策(郵貯・簡保の自主運用資金活用の株式買い支え)申し入れに、大蔵・郵政・厚生各省等は慎重姿勢

五月十日 日経平均低迷に対して宮沢蔵相、入れ替え前後の日経平均の連続性に問題があり、そのため大きく下がり過ぎているのではないかと疑問提出

五月十一日 一万七〇〇〇円割れ

五月二十二日 経済企画庁広報室、今週の指標

No.一五一 「日経平均株価銘柄入替の影響」

六月——大蔵省、省内作成資料で平均株価を使用する際には「入れ替えで連続性が途切れたことを注釈として併記する、あるいはTOPIX等連続性のある指標を併用する」旨を各部署に通知(六月二十九日産経新聞)

六月十日 統計研究会理事長宮川公男「歪められた株価指数——日経平均銘柄入れ替えの再考を」『週刊東洋経済』

六月二十九日 入れ替え発表直前に、除外銘柄の売買高急増で関係者に「インサイダーの疑い」報道(東京新聞)

七月十五日 日本経済新聞「日経平均株価、指標性高まる、IT時代を反映」

七月二十一日 日本経済新聞「特集—激動の経済映し半世紀、日経平均株価、指標の大役、長期波動は景気に先行」

七月二十七日 朝日新聞「検証：東証平均銘柄入れ替え、数式、市場を惑わす」

入れ替えに対する宮川氏の統計学的な批判(ダウ・ジョーンズ方式の生命線である連続性に疑問、タイミング、発表後一週間の株価の除数が異常に大きい等)を根幹にして、今回の入れ替えに関する攻防戦が繰り広げられた感がある。この結果、東京証券取引所が発表している時価総額方式の「TOPIX」が再評価され、日経平均と併用、あるいは高く評価されるようになった。一般投資家からすれば「どこで?いつの間に?」という感がなきにしもあらずであるが——。

戦前の株価平均

一般に日本の株価平均はダウ・ジョーンズ方式で何十年と表示されてきた感があるが、もちろん

これは戦後のことで、戦前期は話が違う。そもそも、戦前は長く株価指標が存在しなかった。東京証券取引所の前身である東京株式取引所が設立（一八七八年）五〇年記念の事業として、初めて株価平均を算出したのが、金融恐慌の余波さめやらぬ一九二八年である（一九二一年に遡り発表）。

第一次世界大戦終了後、戦後の新たな世界平和の確立のために設立された国際連盟には「経済金融」に関する部門があった。アメリカは連盟に加入しなかったが日本は加入し、当初常任理事国でもあった。この国際連盟からの経済統計提出の要請の中に株価指標の算出があったようである。とはいえ、こういうものは今日いわれて、明日から算出できるわけではない。準備に数年をかけてようやく一九二八年から——となった。このときの指標はフィッシャー理想算式（月中平均価格、取

引数量加重、一九二一年一月一〇〇）を用い、

主に東株長期清算取引（個別銘柄先物取引）銘柄を対象に、月中平均として、翌月になって発表された。月中平均ではリアルタイムの株価指標にはならない。振り返って「ああそうだったのか」というだけである。価格、数量、流通代金の三指数があった。採用銘柄数は戦時下にだんだん増えて四十一年には二二六、うち東株上場銘柄一八九（長期清算銘柄が一四二）、大株二七であった。形の上では、日本市場全体を表す努力がされていたが、日常的には注目されなかった。他に加重算術平均の花形株価指数（一部人気銘柄のみで構成）があった。

では「市場」を表現するものとして注目されたのは何か。

東京株式取引所自体の発行する株式「東株」の値動きである。

戦前の取引所は一部の商品取引専門の取引所

（会員組織を採用）を除いて、株式会社組織を採った。当然に、発行株式を自らが経営する取引所市場に上場した。これらは「当所株」と呼ばれて、人気を博し、とりわけ市況が閑散とした時期には大いに取引を集中した。株式流通市場が狭隘で、過度に投機的であり、財閥系優良株式が上場されていなかったという特殊な事情の下ではあるが、「東株」取引量は長期清算取引の一割前後、より投機的な短期清算取引では過半を占めたのである。個別銘柄ではあれ、この取引量の圧倒的な大きさが、実態として「東株」に市場全体を表現させる力を与えたといえる。実際、世界的には大きなエポックである一九二九年十月二十四日ニューヨーク株式市場大暴落の日の日本市場の株価指標は「東株」で表現されるしかなかった。前掲の月中平均ではどうにもならない。

なお、株価指標としては、東株より早く一九一六年に東洋経済新報社が現物株指数を算出した。

しかし、現物取引（キャッシュ・トランザクション）は市場取引全体から見ればごく一部に過ぎず、とても市場代表性は認められなかった。

戦後、ダウ平均の導入

第二次世界大戦後、日本の株式市場は大きく変わった。取引所再開禁止後、各地で自然発生的に誕生した集団取引は実物取引であり（ときには差金決済に流れたが）、東京集団取引の株価指標は戦前来のフィッシャー理想算式で算出された。とはいえ、戦前の上場銘柄とこの集団取引銘柄とは継続性はなく、指標にも継続性はなかった。

取引所再開が成って後、今度はG H Qの示唆で、内部的に株価平均の試算が開始された。一九

五〇年代初めごろの市場では増資はほぼすべて株主割当（株主に引受権利付与）であり、株主に対する配当は（有配であれば）かなり高かった。すなわち、個別銘柄の株価は増資権利落ちや配当権利落ちで目立って下落する性格を持った。こうした個別事情による下落を市場全体の指標に反映させない方法であるダウ・ジョーンズ方式の採用が決定され、対象採用銘柄が二二五種に固定されて正式に発表されるようになったのは、一九五二年一月四日大発会である。同時に取引所再開時点に遡って、過去のダウ平均が発表された。再開時の一九四九年五月十六日に「ダウ一七六四二一銭」の数字が存在したわけではない。二二五種は五二年一月当時の東証上場銘柄六〇〇種に対して三七・五%に当たる。売買高では約八〇%に達した。業種構成も当時の市場をよく反映し、すなわち「市況を反映するのに十分な代表性をもつものと

いえるであろう」（『東京証券取引所一〇年史』年表諸表）。

ただし、かなり銘柄入れ替えは行われたようである。再開当時の所内試算段階二二七種から、四九年十二月二〇種に、五〇年六月に二二五種になって以後、この銘柄数に固定された。二二〇銘柄前後というのは戦前からの流れでもある。当初は銘柄差し替え方式だったので、権利落ち銘柄と予備銘柄をその都度差し替えたが、やがて差し替え銘柄が不足したため除数修正のダウ方式が採用された。これ以後、削除・追加は減ったが、五五年には二六種の入替えが行われた。中には日本銀行出資証券のように「上場廃止↓場外取引」（五〇年追加、五五年削除）等の例もある。「追加」の選定方針は業種別バランスと業種内の流動性銘柄だったと思われる。

ダウ式算定方法は個別銘柄の個別事情による下

げを市場全体を示す指標に「反映させない」よう修正を施すところが眼目であるから、時間の経過に従い単純平均株価とかけ離れる宿命である。このため、取引所再開時を基準にした当初のダウ平均は約一〇年（発表開始からは七年）で、五九年一月五日基準に改定された。同じダウ平均方式であるが、この日の単純平均株価（二二六・一九）から出発するものである。すなわち六〇年ごろにはダウ平均が二つあり、前者は旧東証株価平均指数、後者が東証株価平均指数と呼ばれた。

恐慌株価と時価総額方式の採用

五九年から算出された東証株価平均指数は、当時もっとも合理的な株価指数であったはずだが、必ずしも市場に受け入れられなかった。旧バージョンが頭にしみ込んでいたからである。ちょう

どこのころから経済の高度成長を反映して株価が急上昇をはじめ、心理的にも高い価格はより高く表現される旧バージョンが株式市場には受容され易かった。六〇年安保当時六月の下げは九六七円二二銭、六一年七月のピークは一八二九円七四銭と、市場には旧バージョンの数字が頭に刷り込まれた。因みに新バージョンでは前者は一八一円八二銭、後者は三四三円九五銭である。とても頭に入らない。マスコミでもこの後の株価の低落ぶりを示すのに、一一二〇〇円の攻防、一一〇〇円割れ、一〇〇〇円台の死守——といった表現が使われた。いかに市場の実態とかけ離れているといわれても、こうした高めの、キリのよい数字は、捨てがたかったといえる。

六〇年六月十九日、新安保条約の自然承認、七月に池田内閣が発足した後二ヵ月で一一二〇〇円台の新高値に乗せたというので、六三、六四年の株

価下落時にはこの「二二〇〇円」防衛が官民ともに旗印となった。しかし、「二二〇〇円」の計算に係わる二二五種銘柄は買い支えられたが、その他の銘柄は需給に任せて、すなわち市場に任せて下落していた。六四年秋に時価総額指数のようなものを試算してみるとすでに一〇〇〇円になっていたという（小林和子『昭和の証券アナリスト群像』）。ダウ平均新バージョンはやはり二二五種ダウ平均であるから旧バージョンと同じような動きをする。しかし、時価総額方式であれば、市場の実態をかなり正確に反映できるだろう。こういう感触は東京証券取引所も当然に持ったと思われる。

翻って世界最大のアメリカ市場に目を転ずれば、ダウ平均方式だけではない、S P指数のような時価総額方式があるではないか。ダウ平均方式を放棄しても差し支えないのではないか。下げが

過大に表現されるダウ方式で下げた下げたと恐れ

戦いた恐慌株価でさえ、時価総額方式で見ればもっと下げたという経験は重い。東京証券取引所は数年の準備期間を置いて六九年七月から東証一部上場全銘柄を対象とする時価総額方式の指数を発表し始めた(TOPIX、六八年一月四日基準)。同時に、ダウ平均方式の新旧二指数と、戦後も実は算出され続けていたフィッシャー理想算式の指数は廃止されたが、旧ダウのみはTOPIXが浸透するまで発表を続けた。基本は単純平均株価であり、しかも年月がたつにつれ上場銘柄数・取引高に占める比重が小さくなる二二五種のダウ平均指数に比べて、全銘柄の「上場株式数×株価」で算出される時価総額方式が「市場の全体像」を良く示すことはいままでもない。

しかし、数量的実態としては「市場の一部像」にすぎなくとも、質的にその「代表的な一部」であ

れば、戦後の取引所再開以来の継続性をもち、朝鮮動乱、スターリン暴落、六〇年安保の暴落、高度成長のピーク、恐慌株価と、数字が脳裏にしみついているダウ二二五種は、十分に魅力的であった。こう考えた人達があつておかしくはなく、東証が発表を止めた後、まずは七一年七月からNSB（日本短波放送）が、ついで七五年五月から日本経済新聞社が、ダウ平均方式で株価指数算出・発表を継続した。戦後の証券取引所再開以来五年たったが、ダウ方式は東証で前後二二年、NSBで四年、日本経済新聞社で二五年になる。この間ずっと、日本を代表する株価指数であり続けた。

因みに、他の証券取引所もそれぞれ自所の株価指数を算出・発表している。大阪は両方式、名古屋は時価総額方式である。

多様化し、利用される株価指数

現在発表されている取引所上場株式の株価指数は非常に数が多い。とりわけこの数年に細分化が進んだ。利用者のニーズがあつてのこととは思われるが、総合と規模別、全業種別の指数が存在すれば、もうこれ以上は要らない気がする。一般投資家には無縁なものも多い。

東京証券取引所

TOPIX：一部

第二部株価指数

規模別株価指数（大型株・中型株・小型株）

TOPIXニューインデックスシリーズ

Core30, Large70, 100, Mid400, Small)

S & P / T O P I X 一五〇株価指数
(円建て・米ドル建て)

業種別株価指数 (全三三業種)

大阪証券取引所

三〇〇種総合株価指数 (六八年一月四

日一〇〇)

製造工業二二五種 (同上)

その他八五種 (同上)

二五〇種修正株価平均…一部

四〇種修正株価平均…二部

名古屋証券取引所

総合株価指数 (六八年一月四日一〇

〇)…一部、二部

地元株価指数…一部、二部

日本経済新聞社

日経平均 (二二五種、東証一部)

日経三〇〇 (時価総額加重平均方式、

東証一部)

日経五〇〇平均 (ダウ方式、東証一
部)

日経スタイルインデックス (東証一
部、配当再投資加味の時価総額加重方
式、運用スタイル別ベンチマーク)

日経総合株価指数 (六証券取引所全銘
柄、配当再投資加味の時価総額加重平
均方式)

I S E / N I K K E I 五〇 (ロンドン

S E A Q インターナショナル取引日本

株から日経平均採用銘柄の五〇を選

定、ダウ方式)

業種別日経平均 (五〇〇種) 三六業種

株価の国際的連動性は昔からあったが、連動し

ないこともある。一九五〇年六月二十五日朝鮮動

乱勃発の翌日は東京 (上げ) とニューヨーク (下

げ) では反対の動きになった。一九六三年ケネ
ディ大統領暗殺による米株価大暴落は日本市場に
も大きく影響した。もっとも、その後の国際的な
大事件は、通信手段の飛躍的發展により、事件そ
のものの直接的影響と株式市場を通じての影響と
が混ざり合っている感がある。株価から影響を受

けるときは、通例アメリカを代表する指標として
ニューヨーク市場のダウ工業株三〇種に連動す
る。日米の経済関係、歴史的な一位市場アメリカ
と二位市場日本の関係として、けだし当然であつ
たろう。

実物取引のみで大きくなった戦後日本市場は、
先物・オプションの採用が遅れたが、八八年以後
採用された株式関係の先物・オプション (証券取
引所が設定) はほぼすべて株価指数を対象にして
いる (オプションについては九七年七月から、個
別株の株券オプション開始)。さらに株価指数構

成銘柄に投資するインデックス投資手法が評価さ
れ、株価指数連動型投資信託やワラント等が開発
され、指数運用型商品の品ぞろえは急拡大した。
一五年前、二〇年前とは比較にならない複雑な市
場構成になったのである。

東京証券取引所

T O P I X 先物

業種別株価指数先物 (電気機器・輸送

用機器・銀行業)

T O P I X オプション

大阪証券取引所

日経三〇〇先物・オプション

日経二二五先物・オプション

業種別株価指数先物 (ハイテク・フィ

ナンシャル・コンシューマー)

二〇〇〇年三月末に個人株主の延べ人数は三〇
〇〇万人を越えたが、個人にとって身近な指数型

商品は指数連動型・インデックス型投資信託である。これらを運用する投資信託委託会社、生命保険、年金基金等の機関投資家、および外国機関投資家や巨額の資産を持つ外国人投資家は、意識的なインデックス投資をしている場合、結果としてインデックス型に類似した場合を問わず、指数構成の変動から影響を受けるであろう。株主構成比で一二％を越え、かつは盛んに売買を行う外国人の判断には指数の変化が大きく係わるといわれる。採用銘柄を二二五種と限定した日経平均の三〇銘柄に及ぶ入れ替えは、商品構成が単純で機関投資家の運用額が小さかった時代には考えなくすんだ波及効果を持つことになった。他社が設定する指数型商品が増えれば指数使用契約の問題もある。証券取引所が株式会社化し、株式を上場するようになれば、それを含む指数にはまた新たな性格が付与されるだろう。グローバル分散投資や

確定拠出型年金の運用等、今後の指数型商品との関連には未知数の部分があるろう。

アメリカにもダウ方式（工業株三〇種は日経平均以上に限定的）と時価総額方式（代表的市場の複数業種を対象とするS&P指数）がある。日経平均二二五種は「産業構造全体の変化を反映」するよりもむしろ代表産業を適宜、弾力的に反映させるほうがよいのかもしれない。TOPIXと併用するしないを含め、連続性に留意したうえは利用者の判断に任せればよいのではないか。

（こばやし かずこ・当研究所主任研究員）