

「日本株設備人材投資指数を巡るフィデューシャリー上の問題点」

公益財団法人年金シニアプラン総合研究機構

特任研究員

三木隆二郎(CFA)

「賃上げETF」とマスコミで別称が付けられている「日本株設備人材投資指数」の報道を見る限り、日銀の当初の思惑からすると、思ったほど残高も伸びず流動性も低いようである。この小論では世間で言われている問題点以外に、このETFを巡ってフィデューシャリー上の問題があるのではないか、という見解を述べたい。

なお、本稿は私見に基づくものであり、所属先の見解ではない。

1. 「日本株設備人材投資指数」決定の経緯

そもそもことの発端は、2015年12月18日の日銀金融政策決定会合において「設備投資や賃上げに積極的な企業の株式を組み込んだETFを年3千億円買う」ことを柱とした金融緩和の「補完策」に関する黒田総裁の発表であった。

追加緩和を期待していた株式市場には当初からサプライズとして受け止められ、その「補完策」をいったん好感して日経平均株価は前日比500円以上急騰したもののすぐさま失望感が瞬く間に広がり、終値で1万9千円を割り込み高値と安値の差が880円を超えるという、「補完策」の評価をめぐって投資家が右往左往した実態が浮かび上がった。

その内容は、日銀が市場に供給する資金の量を年間80兆円増やす大規模緩和策の大枠を維持する一方で、株価指数連動型の上場投資信託（ETF）の買い入れ枠について、現在の年間3兆円とは別に年間約3000億円の特別枠を新設することを決定したというものであった。「設備・人材投資に積極的に取り組んでいる企業」の株式を組み入れた投信に限定し、「企業に設備投資や賃上げを促す」というわけである。その当時、そのような投信は市場にはなかったため、運用会社は日銀が購入するという以上準備せざるを得ない、という状況になったわけである。しかし翌春から買い始めるといきなり発表されたものの、準備期間が極めて短いのは当初から明らかであった。日銀の企画局も当初、準備不足は明らかで1月になってから指数算出会社にヒアリングを開始し、それから適格ETFとなるための選定基準を公表するというドタバタであった。

なぜ別枠として年間約3000億円の買い入れ枠を設け翌春からすぐ買い始めな

ければならなかったかという点、金融不安が強かった 2000 年代初頭に買い入れた金融機関保有株の売却が年 3000 億円ずつ 2016 年春から始まる、ということが先に決まっていたからである。従って「設備・人材投資に積極的に取り組んでいる企業」の株式を組み入れた投信購入額が、日本銀行が金融機関から取得した株式の売却額と見合う年間約 3000 億円とされ、この措置の導入時期が株式の売却を開始する 2016 年 4 月となったわけである。

日銀が決定した量的・質的金融緩和のこの「補完措置」について、政府は麻生財務相も甘利経済財政担当相も、企業の賃上げや設備投資を促す安倍政権の方針と親和性があるとして、日銀と一体で景気の好循環を後押ししていく考えを示す証左となると歓迎の意向であった。

しかし、日銀金融政策決定会合では満場一致で賛同されたのではなく、石田浩二、木内登英、佐藤健裕の三氏が反対票を投じたと明らかにされた。

日銀が翌月公開した議事要旨によると石田委員と木内委員からは「日銀の設備・人材投資に積極的に取り組んでいる企業へのサポートは、現在の年間約 3 兆円の E T F 買入れの枠内で対応すべきである。日本銀行は既に大規模な E T F 買入れを行っており、株式売却の市場への影響を中立化するために E T F 買入れを増額する必要はない。」と付け加えたとされる。また佐藤委員からは、「中央銀行は、本来、産業政策的な色彩の強い施策を行うべきではない。」という議論が展開された模様である。(注 1)

2. 「賃上げ ETF」上場に対する運用会社の対応

このように天から降ってきたような「賃上げ ETF」に対する各指数算出会社の反応はどうだったのだろうか。

表 1 にある通り、もっとも迅速に反応したのは野村証券(金融工学研究センター・クオンツ・リサーチ部)と MSCI の二社で、前者が野村 AM と組んで「野村企業価値分配指数」、後者が大和投信と組んで「MSCI 日本株人材設備投資指数」という二つの指数を 2016 年 5 月 19 日に上場できるところまで持ってきた。

次いで東証と S&P ダウ・ジョーンズ・インデックス社が組んで開発した「JPX/S&P 設備・人材投資指数」によって 5 月 25 日に日興 AM、6 月 10 日にブラックロック・ジャパンと DIAM による ETF が上場を果たした。

最後に三菱 UFJ 信託銀行がドイツの STOXX 社と組んだ「iSTOXX MUTB Japan 積極投資企業 200 インデックス」が 6 月 29 日に三菱 UFJ 国際 AM と組み上場された。

つまり半年という短期間で4つもの指数が誕生したのである。このそれぞれの指数の特徴を見てみよう。

「野村企業価値分配指数」の特徴は①収益性と還元度による、②一般に入手可能な財務データのみ使用、といった形で1992年5月から2016年5月末までのパフォーマンスでTOPIXを緩やかにアウトパフォームしてきたとする。しかしここで問題になるのは従業員への還元を人件費総額と従業員数増減率のみで表してそれによって人材投資に積極的に取り組む企業を割り出すという手法が十分かという点と、たとえば人件費総額を算出するための給与総額は全ての企業で開示されている訳ではないという点である。

「MSCI日本株人材設備投資指数」においては業種によってばらつきがある設備投資額を実額でなく業種内における売上高対比の投資比率で相対比較する、といった工夫をしている。また不祥事を起こした企業を除外し、加重においてもコーポレートガバナンスと財務クオリティで修正を加えるといった作業を組み込んでいる。

「iSTOXX MUTB Japan 積極投資企業200インデックス」においては設備投資と人材投資に積極的な企業を評価して各20%のスコアを持たせ、収益性スコア60%と総合スコアを作ってスクリーニングするという。人材投資スコア算出には社員の能力開発・スキル向上策、社員が働きやすい環境整備策、女性活躍支援策も評価している。データは東洋経済新報社CSR企業総覧を使っている。このデータソースはアンケートを基礎情報としているが果たして客観的なDB構築に耐えうる精度かどうか問題であろう。

「JPX/S&P 設備・人材投資指数」の方法論の特徴は設備人材の前にベータ上位3割の除外をした上で設備投資の成長性、効率性、人材投資の充実度でスコアを計算して上位銘柄群を選定するという手法である。また、この人材投資スコアの情報ソースはRobecoSAM社のESG評価スコアのうち、人材投資に関する3項目を用いている。ここでの問題はRobecoSAM社のESG評価のカバレッジが狭く、我が国の上場企業でも対象となっている企業が少数であって、そこをどう補正するかという点である。

3. 「賃上げETF」上場に対する投資家の反応

総じていえば「不人気」である。DIAMが運用するETFは14営業日連続で通常取引時間の売買が成立しなかった。各社とも商いが低調で流動性に課題があり銘柄も重複しているのでJPX日経400との差別化が出来ていない、との指摘がされている。

日銀の思惑としてはアベノミクスの第一の柱としての金融政策を主導するだけでなく、第三の柱の成長戦略においても、脱デフレに向け設備投資と賃上げを強く求める安倍政権に呼応するように、大量の資金を選別的に株式市場に投入することによって、特にその中でもアベノミクスを実践する経営者が設備投資や人材投資に更に前向きになる外部環境を株価という物差しで作りたいのであろう。

しかし最大の問題は、設備投資や人材投資に前向きな企業が市場をアウトパフォームするという投資理論はこれまでのところ寡聞にして聞かない、という根本的な問題点である。設備投資額の大きさだけで作る単純なポートフォリオを市場指数と相对比较させても中長期的に市場に割負けるというのが定説である。

第二の問題は、人材投資に積極的な企業を選別しようにも開示情報が全く不揃いで、業界内における相对比较や時系列比較において定量的に分析できない、という致命的な欠陥である。「人的資本」とは資本であって費用として考えられてはいけはずである。しかし、ESG投資の世界でもSについてはEやGの開示情報に比し数段、その開示レベルは低く、また各個別企業によって、その「人的資本」を見積もる為の情報にはばらつきがある。

第三の問題はメディアでも数多く取り上げられている「日銀が年間3000億円を上限に購入する。」という「お墨付き」自体である。そこでの問題は日銀が買い入れるのは純資産総額の半分まで、だから3000億円まで使い切るには総額が6000億円まで膨らまなければならない。現時点では4指数合計でも1419億円という現状である。

表 1

日本株設備人材投資ETF一覧表						
指数名	野村企業価値 分配指数	MSCI日本株 人材設備投資 指数	iSTOXX MUTB Japan積極投資企業 200インデックス	JPX/S&P設備・人材投資指数		
管理会社	野村AM	大和投信	三菱UFJ国際AM	日興AM	ブラックロック・ジャパン	DIAM
指定参加者	野村証券	大和証券	BNPパリバ、クレ ディ・スイス証券	SMBC日興 証券	みずほ証券、 SMBC日興証 券	みずほ証券、 SMBC日興証券
	SMBC日興証券	クレディ・スイ ス証券	三菱UFJモルガン スタンレー証券	野村証券	BNPパリバ等 全8社	大和証券等全6 社
上場日	2016/5/19		2016/6/29	2016/5/25	2016/6/10	
信託報酬	0.23% (税込0.2484%) 以内	0.35% (税込0.378%) 以内	0.22% (税込0.2376%) 以内	0.35% 税込0.378% 以内	0.19% 税込0.2052% 以内	0.17% (税込0.1782%) 以内
純資産総額 (2016/9/20 時点)	79.4億円	595.9億円	35.0億円	26.9億円	59.5億円	622.0億円
* 各社ホームページとYahoo Financeから著者作成					合計	1419億円

3. 「賃上げETF」のフィデューシャリー上の問題点

ここまでの話であれば、鳴り物入りで登場した「賃上げETF」が、不人気に終わって誰からも忘れ去られるのか、というだけの話であるが、筆者としてはこの問題は近年金融庁が声高に言っているフィデューシャリー責任上の大きな問題をはらんでいると考えている。

2016年6月15日に東証で開催された「日本株設備人材投資指数ETFセミナー」に筆者も出席したがそこで東証が行ったプレゼンテーションは、フィデューシャリー上の問題があまりにも無責任な取り扱われ方だったのである。(注2)

先にも触れたように東証では「JPX/S&PESG 日本株設備人材投資指数」の開発における方法論として、「ベータ上位3割の除外をした上で設備投資スコアと人材投資スコアを評価して指数を作る」としている。その指数の過去からシミュレーションしたパフォーマンスにおいて東証は「対TOPIXのプラスアルファにおいてはベータの高い3割を除外する効果が圧倒的であり、設備投資の効果は若干の上乗せだ」と述べるにとどまり資料上も人材投資への言及がなかった。

そこで人材投資はどうだったのかとフロアから質問された回答として東証は「人材投資はマイナスだった。」と述べるにとどまった。つまり、東証が設備人材投資指数のプレゼンテーションの中で重要な二つの要素のうちの一つである「人材投資」について資料上あえて触れず、質問されてもマイナスの詳細を語らず、聞かれなければ自分たちに不都合な情報を開示せずに済まそうとしたのである。これでは「看板に偽りあり」という商品を黙って販売しているのと同じであろう。

東証として利益を上げるために海外の取引所と同様、S&Pと組んで自ら指数を開発し、日興、ブラックロック、DIAMがその指数に連動した個人用のETFを販売することによりフィーを稼ぐというビジネスを行っているのは一定の理解はできる。

しかし事情がよく分からない個人投資家からすれば「東証が作っているのなら安心だ」という「情報の非対称性」を良いことに個人の投資資金を自分が作った指数をベースにしたETFに既に700億円以上も市場に呼び込んでいるにも拘わらず、全く誠実さに欠けるプレゼンテーションだったと言わざるを得ない。これではESG評価会社のガバナンススコアで高得点を挙げているとも言われる民間会社の東証に裏切られたと思う個人投資家もいよう。

何とか一番パフォーマンスが良いものを選ぼうと各社開発競争にしのぎを削った結果、過去データを組み合わせる中で相対的に TOPIX を上回るものを選別したのだとすれば、将来の状況は過去と同じでなく常に変化する以上、相場状況が変わることでアルファだと思われたものがその反動でマイナスに働く可能性は十分に考えられる。本来は設備投資も人材投資も将来の利益につながる優れたマネジメント力を示すという意味で、ESGの全体像の一部として認識されるべきであろう。目先の設備・人材に関するディスクロ・データだけでは企業の開示水準にばらつきがある以上、意味ある指数が出来るか元から不安視されていただけになおさら職業倫理としての誠実さは大事である。

また各社の発表を聞いてみると時間の制約で開発に十分な時間をかけられなかったということがうかがわれ、フィデューシャリーとして期待されるに相応しい十分な検討を行っていないのではないかという心配も残った。たとえば人材スコアをどのような情報で計算しているかというフロアからの質問に対しても東証は「Robeco SAM 社の日本株カバレッジは選ばれた社数のすべてをカバーしていないがカバーされていない企業が不利益にならないよう工夫している。」と述べ、なぜそのようにカバレッジが少ない Robeco SAM 社を使うことにしたのか理由を明らかにせず、デューディリジェンスが十分だったのかどうかも懸念された。自ら Robeco SAM 社のデューディリジェンスをした上でそのデータを使っているのならフィデューシャリー責任を果たした結果と言えるであろうが、開発パートナーである S&P 社がこの Robeco SAM 社を使っているために東証としては使わざるを得なかったというだけのことではないか、との疑念が残る。

そもそも金融政策決定の場で「ESGの観点も統合した優れた企業を選べ」という結論が出たのなら分かるが、「設備・人材」だけに絞ってそれに積極的な取組企業の指数を作らせ、それに連動したETFを国民に買わせようという政策当局者の発想が今回の問題の根底にあったと言わざるを得ない。その結果、各社のプレゼンを聞いていても、時間もなく、人材関連の開示データも少ない中で何とか指数を4つも作った各社の努力は大変なものだったとは思われるが、専門家から見るとかなり拙速で開発された指数が乱立しただけというようにしか見えないのである。

各社とも過去データでは対TOPIXではプラスだがよく見るとそのアルファと言われていているものの源泉は設備・人材以外から来ているものが多くまた、

直近数年ではアベノミクスの上昇相場で高パフォーマンスを挙げた銘柄が多く含まれている為により成果に見えるものの過去データは良いかもしれないが、将来の状況は過去を繰り返すと考えるのは余りにもナイーブであろう。

東証は「指数づくりに挑戦しないで不戦敗に終わる選択肢はあり得なかった。」と述べていたが、むしろ、自ら指数を作るよりも、東証としてのもう一つの役割として、人的資本に関する開示データを上場企業に求める適時開示基準作りにまい進する方が本来の役割ではないのだろうか。東証が自ら指数を作り各社が個人投資家の資金を呼び込んで運用した結果、所期の成果を上げられない時期が来たらどうするのであろうか。その原因が指数づくりの過程におけるデュエリジェンス不足だったとしたら、その時に東証はどう責任を取るのだろうか。また、そのような指数を認めた日銀に対してもフィデューシャリー責任が問われるべきなのではないだろうか。

J P X 4 0 0 は財務データに準拠した良い企業選びだったわけで、その次は非財務情報も統合した銘柄選別による新たな E S G 指数に準拠した株式投資であるべきであり、決して「設備・人材」だけに絞ってはならないと思われる。

今回のプレゼンで分かったのは「日銀が年間 3 0 0 0 億円も買うのだから」という日銀依存度が割高の価格に織り込まれた E T F を各社が作ってしまった、という「悪しき先例」であり、そこに含まれた優良銘柄の設備投資や賃上げ上昇が鈍った際に下落する度合いは、割高な値段となっている分だけ大きいと思われる。また、日銀の買い入れ終了となった際にも大きな下支えを失うわけで、決して長期投資を目的とした個人投資家に勧められる投資対象とは思われない。その重要な指数づくりのプレイヤーの一つが東証だということに利益相反の危険性を感じるのは筆者のみであらうか。また日銀もそのような指数を作らせ、さらにその指数を適格と認定した責任は極めて重いと言わざるを得ない。

本来あるべき E S G 指数を作る為には個別の要素だけをピックアップしたり、海外の E S G 調査会社が E S G の指標はこれだ、というのを単に受け入れて作るのではなく、我が国固有の S 課題（例：女性・高齢者・非正規の労働参加率を挙げて公的年金財政のサステナビリティを高める）を加味したものであるべきであり、その過程では財務情報と非財務情報のインテグレーションを深化させるべきものであろう。

低リスクのスマートβ型 ESG 指数については既に S&P ダウジョーンズが”Smart Beta ESG Index“として開発しているが、筆者の主張は、ESG 投資を本格的に開始する第一歩として「女性・高齢者・非正規」の労働参加率向上に貢献する企業かどうかをも勘案した日本株 ESG 指数を GPIF が主導して第三者に作らせてはどうか、という提言である。(注3) そうすることで市場の力を使って、労働参加率向上を含む ESG 高レーティング企業を核とした投資ベンチマークとして将来的には TOPIX に代替するベンチマークとなるのではないだろうか。

更に付言すれば、そもそも内外で分けている株式資産クラスを統合し、海外の ESG 評価機関にも「労働参加の状況があらゆる国で進む社会実現」を S 課題として取り上げさせた上で作成した長期投資家の為の内外株を包含した ESG 指数を作るべきであろう。このように同じ考え方で横串の通った投資ベンチマークとしての ESG 世界株指数が出来れば、世界の長期投資家に最終的に普及していくものになるのではないだろうか。

ところがこの主張を本年7月11日に当機構のホームページにアップしたところ、7月22日に GPIF から文書が発出され、ESG 指数を公募するということになって驚いているところである。筆者としては今回 GPIF から公募されている ESG 指数の構築の過程で「女性・高齢者・非正規」の労働参加率向上に貢献する企業も選ばれるようなロジックが組み込まれることを切に願うものである。

以上

(注1) 政策委員会金融政策決定会合議事要旨(2015. 12. 17-18 開催分)

(注2) JPX「日本株設備人材投資指数 ETF セミナー」2016. 6. 15 東証ホール

(注3) 20160711 『我が国が先行して直面するESGの課題とは何か

～「労働参加率向上による年金財政の持続性確保と GPIF の役割」～』

年金シニアプラン総合研究機構ホームページ：

http://www.nensoken.or.jp/researchreport/pdf/rr_28_05.pdf