

ついに動き出したTOPIXの浮動株化

金融研究部門 井出 真吾
side@nli-research.co.jp

1. 浮動株化とは

2004年2月、東京証券取引所（以下、東証）はTOPIX（東証株価指数）の浮動株化を検討すると発表した。4月末まで広く意見を求めた上で、6月下旬をメドにとりまとめ、実施は2005年以降を予定している。まず、浮動株について、「実際に市場で売買される可能性の高い株式」あるいは「上場株式から、大株主などの市場で売買される可能性が低い固定的所有株を除いたもの」と東証は定義している。そして、上場株式に占める浮動株の割合が浮動株比率である。

図表 - 1 浮動株の概念図

固定株	浮動株
<ul style="list-style-type: none"> ・大株主（親会社等） ・政府 ・持ち合い など 	<ul style="list-style-type: none"> ・個人投資家 ・年金基金 ・投資信託 など

(資料) ニッセイ基礎研究所

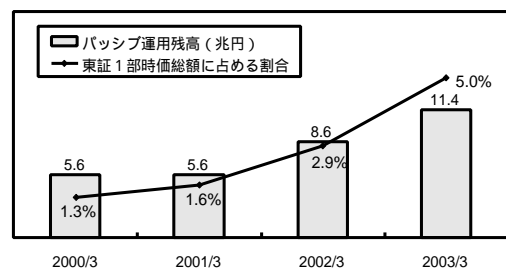
次に、指数の浮動株化とは何か、TOPIXを例に説明しよう。まず、現行のTOPIXは、東証1部全銘柄の時価総額（＝上場株式数×株価）を合計し、これを指数化したものである。株価が同じでも、上場株式数が多い銘柄ほど指数構成ウェイトが大きくなる仕組みだ。一方、TOPIXの浮動株化は、各銘柄の時価総額を「上場株式数×浮動株比率×株価」で算出する。このため、

上場株式数が多くても浮動株比率が低い銘柄は指数構成ウェイトが小さくなる。

2. なぜ浮動株化が必要か

TOPIXの浮動株化が検討されるに至った背景にパッシブ運用（インデックス運用とも言う）の急増がある。約1年前の統計だが、TOPIX連動型パッシブ運用の運用資産額は3年間で約2倍に増加し、東証1部時価総額の5%に達している。

図表 - 2 パッシブ運用の拡大



(注) パッシブ運用残高は、年金資金運用基金、信託銀行合同口、上場投資信託（ETF）の合計。

(資料) 年金情報（格付投資情報センター）所報（東京証券取引所）

パッシブ運用の中でも、TOPIXを構成する全銘柄を、TOPIXの指数構成ウェイトどおり機械的にファンドに組み入れるのが完全法である。しかし、このような完全法による運用ファンドが巨大化すると、浮動株比率が低い（TOPIX構成ウェイトに比べ市場で流通している株数が少ない）銘柄は、需給が逼迫し、株価形成に歪みが生じる恐れがある。TOPIXを浮動株化すれば、

このような銘柄のTOPIX構成ウェイトが下がるので、需給の緩和が期待できる。東証は1999年から、浮動株を考慮したS&P/TOPIX150を公表しているが、海外の主な株価指数は既に近年、順次浮動株化している。

図表 - 3 主要国株価指数の状況

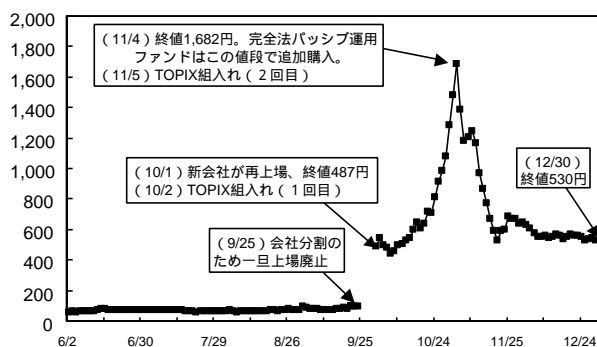
国/地域	年月	主な動き
欧州	2000年9月	STOXX株価指数(欧州)が浮動株化
英国	2001年6月	FTSE世界指数が浮動株化
米国	2002年5月	MSCI世界指数が浮動株化
独逸	2002年6月	DAX株価指数(ドイツ)が浮動株化
仏国	2003年12月	CAC40株価指数(フランス)が浮動株化

(資料) 東京証券取引所

3. なぜ、いま検討しているのか

そもそも、TOPIXは株式市場の動向を表す経済指標として開発されたが、株式投資のベンチマークとしても利用されるなど、その役割が広がると同時に、浮動株化の必要性も生じてきた。実は、TOPIX浮動株化の必要性は数年前から指摘されていたが(本誌2001年3月号参照) 昨秋に起こった東急建設の株価乱高下が東証を促したと推測されている。旧東急建設は一旦上場を廃止し、建設事業のみ新会社に移管したが、新会社のTOPIX組入れは、パッシブ運用ファンダへの影響を考慮して2段階で実施された。1回目は新会社の上場時で株価は487円、約1ヵ月後の2回目は1,682円と急騰していた。その後株価は急落し、年末には530円とほぼ新会社上場時の水準に戻った。

図表 - 4 東急建設株の株価推移



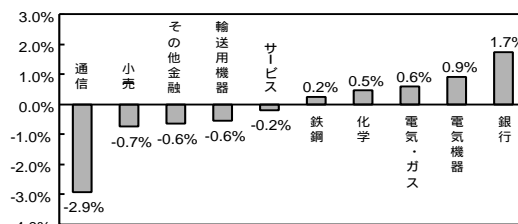
(資料) ニッセイ基礎研究所

株価乱高下の背後には巨大化したパッシブ運用のほか、ヘッジファンドや最近話題のコバンザメ投資家の存在があると言われている。完全法のパッシブ運用では、TOPIX連動性を確保するために、株価水準に関係なくTOPIX組入れ(1回目、2回目とも)の前日終値で同社株式を購入せざるを得ない。この事情を知っているヘッジファンド等は、難なく先回り売買して、収益の獲得が可能だったのである。

4. 東証試案の課題

東証試案を基にTOPIXの浮動株化による業種構成ウェイトの変化を試算すると、ウェイトが低下するのは通信や小売等で、上昇するのは銀行や電気機器等である(2004年4月末時点)

図表 - 5 ウェイト変化の大きい上下各5業種



(注) 試算には大株主データ(東洋経済新報社調べ)を用い、大株主上位10位までの持ち株、役員保有株及び自己株を固定株とした。但し、投資信託等、生保特別勘定、および資産管理信託銀行名義は浮動株とした。

(資料) ニッセイ基礎研究所

通信のウェイト低下は、NTTドコモやヤフーなど、親会社が株式を大量に保有している銘柄の影響である。一方、持ち合い解消が進んでいるとはいえ、銀行のウェイト上昇には違和感を覚える。これは東証試案では固定株とみなす範囲を、役員保有株と自己株のほか、大株主上位10位までに限定しているためである。銀行株は株主順位11位以下にも、多くの株主が保有する固定株とみなすべきものが相当程度含まれていると考えられる。東証試案は客観性や透明性を重視した結果と推測されるが、投資家の理解や納得を得るには更なる工夫が必要となろう。まもなく発表される東証の検討結果に注目したい。