

(年金運用)：浮動株修正で TOPIX の特性が変化？

東京証券取引所（以下、東証）が TOPIX（東証株価指数）の浮動株修正を検討中だ。TOPIX は年金運用の国内株式ベンチマークとして広く利用されており、関心が高い。そこで、浮動株修正による TOPIX の変化を概観する。

2004 年 2 月、東証は TOPIX の浮動株修正を検討すると発表した。一般から募集した意見を踏まえた上で、7 月末までに検討結果を公表し、2005 年以降に実施する予定としている。

まず、TOPIX の浮動株修正とは何か確認する。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。株価が同じ場合、上場株式数が多い銘柄ほど構成ウェイトが大きくなる仕組みだ。一方、浮動株修正 TOPIX 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ウェイトが小さくなる。浮動株比率は「1 - 固定株比率」で算出される。

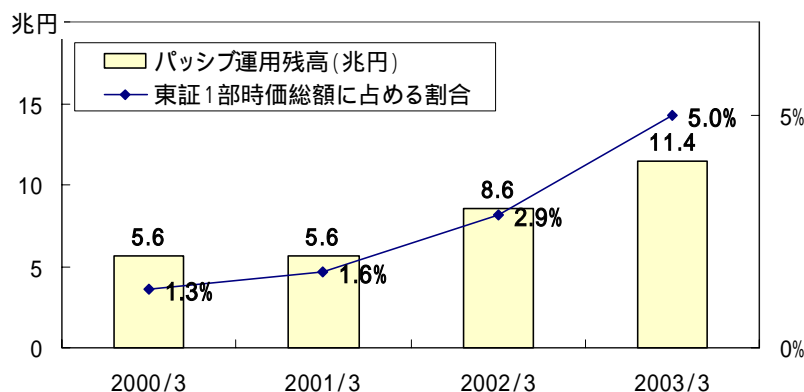
図表 1：東証試案における浮動株比率の求め方

定義	・浮動株比率 = 1 - 固定株比率
固定株と見なすもの	・大株主上位10位までの持ち株、役員保有株及び自己株。 但し、投信、決済機関などは固定株から除く。
浮動株比率の刻み	・構成銘柄毎に「1 - 固定株比率」で求めた数値を、 0.05刻みで切上げる。
浮動株比率の定期見直し	・年1回の定期見直しを実施。

資料：東証

このような TOPIX の動きは、株価指数の浮動株修正が、近年、世界的なトレンドとなっていることに加えて、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残高は 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。パッシブ運用（特に、完全法ファンド）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、株価形成に歪みが生じる恐れがある。TOPIX を浮動株修正すれば、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。

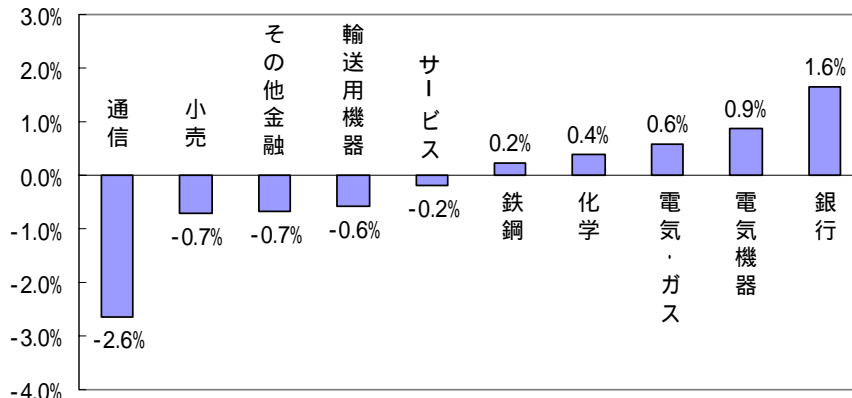
図表 2：パッシブ運用の拡大



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）

次に、浮動株修正による TOPIX 構成ウェイトの変化をしてみる。東証試案を基に、各銘柄のウェイト変化を試算し、業種別に集計すると、ウェイトが最も減少するのは通信で、反対に最も増加するのは銀行となった（2004 年 6 月末時点）。通信のウェイト減少は、NTTドコモやヤフーなど、親会社やオーナーが株式を大量に保有している銘柄の影響である。

図表 3：浮動株修正によるウェイト変化が大きい上下 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

一方、持ち合い解消が進んだとはいえ、銀行のウェイトが増加することには違和感を覚える。これは、東証試案では、役員保有株と自己株のほか、固定株とみなす範囲を大株主上位 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 位以下にも固定株とみなすべきものが相当程度あると考えられる。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考えられる。

浮動株修正によって TOPIX の特性も変化するだろうか。よく知られた投資指標である P B R（株価純資産倍率）と P E R（株価収益率）について、現行 TOPIX と浮動株修正 TOPIX（東証試案ベース）を比較すると、いずれの指標も浮動株修正 TOPIX の方が低い。この結果を見る限り、浮動株修正によって、TOPIX は現在よりもバリュー方向にシフトしている。

図表 4：浮動株修正による TOPIX の特性変化

	現行TOPIX	浮動株TOPIX
PBR(倍)	2.5	2.1
PER(倍)	23.5	22.8

注) 株価は2004年6月末時点。
PBRは直近本決算の連結純資産ベース。
PERは東洋経済予想の今期純利益ベース。
債務超過、赤字予想の銘柄は除外した。

年金運用の政策アセットミックス策定においては、国内株式のプロキシ（代理変数）として TOPIX を利用することが多い。P B R・P E R以外の多面的な分析や、長期間の分析を行わなければ結論付けることはできないが、仮に浮動株修正によって TOPIX の特性が大きく変化するのであれば、政策アセットミックスの見直しが必要となるかもしれない。プロキシとしての連続性確保や十分な情報開示などの面で、東証の適切な対応に期待したい。

（井出 真吾）