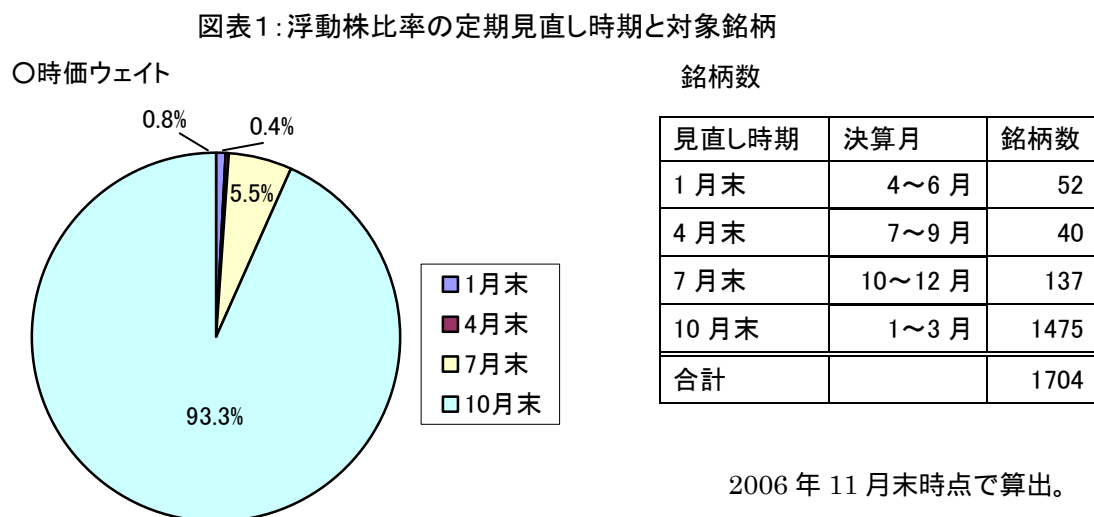


(年金運用)：TOPIX 浮動株比率定期見直しとインデックス運用

TOPIX の浮動株比率は、定期的に見直しが行われる。具体的な変更情報が事前に公表されるだけに、株価への影響が予想される。そこで、インデックス運用では、トラッキングエラーの抑制に加えて、実質的なファンド価値についても考慮することが重要になるであろう。

TOPIXの浮動株ベース指数への移行は、2005年10月から段階的に行われ、2006年6月末で完了した。浮動株とは、実際に流通する可能性のある株であり、決算時の株主情報を元に算出されている。各銘柄の浮動株比率は、決算の度に見直されるが、TOPIXには3ヶ月ごとにまとめて反映される。特に10月末の定期見直しでは、1～3月決算企業（11月末現在では東証1部時価総額の93.3%）が対象となり、他の時期より圧倒的に多い（図表1）。

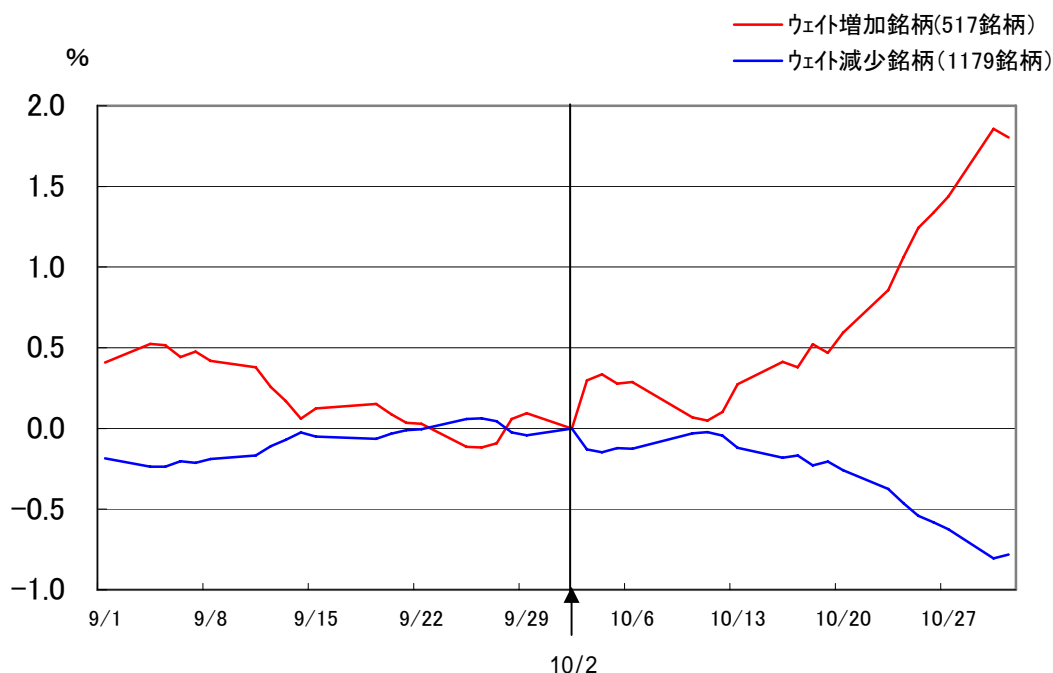


定期見直しでは、変更が実施される1ヶ月前に東証から浮動株比率が発表されるため、変更後のTOPIXに占める各銘柄のウェイトを事前に予測できる。よって、ETFをはじめとするTOPIX連動型インデックスファンドにより売買される銘柄が事前に推測可能になるため、それを見越した先回り売買が行われ、株価の変動要因となることが指摘されている。

2006年10月末、浮動株化が完了して以降初めての大規模な定期見直しが行われた。この見直しによるTOPIXの予想売買回転率は、片道2.9%（実際もほぼ同数値）と算出されたが、これはTOPIXが3回に分けて浮動株ベースに移行したうちの第1回目とほぼ同程度の、かなり大きなウェイト変更と言えよう。そこで、買いが予想される銘柄（ウェイト増加銘柄）と売りが予想される銘柄（ウェイト減少銘柄）に分けて、それぞれの株価の推移を見た。

図表2は、浮動株比率が発表された10月2日を基準として、前後1ヶ月のウェイト増加銘柄及びウェイト減少銘柄（それぞれリターンを単純平均）のTOPIXとの日次リターンの差を累積してグラフにしたものである。このグラフを見ると、10月末に向けて、ウェイト増加銘柄と減少銘柄で、明らかに差が拡大している。つまり、ウェイト増加銘柄は、減少銘柄と比較して相対的にリターンが高かったことがわかる。

図表2: 株価リターンの推移



それでは、インデックスファンドへの影響はどれ位あったのだろうか。10月末のTOPIX（浮動株見直し後）に合わせて10月2日に先行的にポートフォリオを構築した場合には、推定トラッキングエラーが17.0bpであった。これは、完全法のインデックスファンドとしては高い数値である。一方、超過リターンは12.3bpあった計算になるが、これは事前にウェイト増加銘柄を多く、減少銘柄を少なく組入れていた結果、図表2で見られる株価の動きを反映したためであることがわかる。

TOPIXに完全連動させた場合、推定トラッキングエラーは極小化され、また超過リターンも対TOPIXで計測する以上、大きくはならない。しかし、図表2から、10月末の直前になればなるほど高い価格で買い、低い価格で売らなければならず、完全連動させることが最良であるのか、という疑問が出てくる。また流動性が低い銘柄の場合、1日で必要な売買が成立しない恐れがあるなど、ファンドが実質的な不利益を被ることを回避せねばならない。

しかしながら、他の株価変動要因の発生等により、今回（図表2）のように予想通りの動きをすることは限らない。他のインデックスファンドによる先回り売買やスペキュレーターの動向などによって、毎回、異なる動きをする可能性がある。上述のように先行的にTOPIXから乖離させてポートフォリオを構築しても、かえって利益を損なうリスクも存在するのである。

このように、トラッキングエラーの極小化と実質的なファンド価値の維持は、トレードオフの関係になり得るが、両者の間でいかにバランスを取るかは、定期見直しの度に直面する課題であり、今後は重要な視点となる。インデックス運用と位置付けている以上、あえてTOPIXと乖離することによるリスクがどの程度まで許容されるかなど、顧客との間で連携を密に取り合い、運用方針についてしっかりと確認しておく必要がある。

（磐城 裕子）