

## (年金運用)：TOPIXの浮動株比率定期見直しと株価の関係

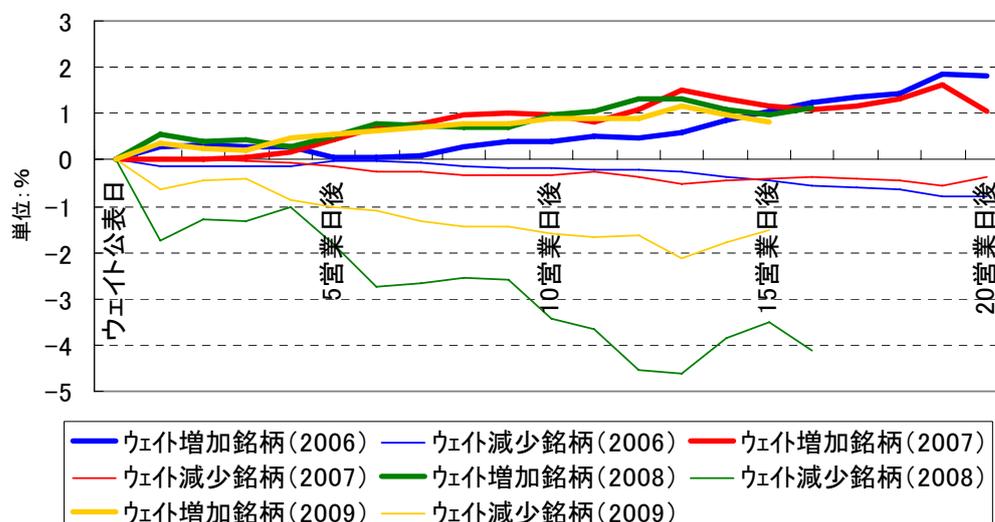
TOPIXが浮動株指数へ移行されてから、3年以上が経過した。移行時や移行直後の浮動株比率定期見直し時には、それに伴うウェイト変更を意識した動きが、株価に見られた。そこで、これまで4回の定期見直しを振り返り、リーマン・ショックや世界同時不況など市場が大きく変化した後も、引き続き株価に影響を及ぼしているのかを分析した。

TOPIX（東証株価指数）が浮動株指数に完全移行されたのは、2006年6月である。移行前のTOPIXは、発行済み株式数によって算出されていたが、TOPIXとの連動を目指すインデックス運用の増加に伴い、実際に流通していない株式を含んだ算出方法では、構成銘柄の株価形成に関して、需給不一致が生じる可能性があった。加えて、海外の主要株価指数のほとんどが浮動株を反映した指数であることから、発行済み株式数のうち浮動株分のみを算出対象とする浮動株指数への移行が行われた。

浮動株とは、市場に流通する可能性の高い株式であり、発行済み株式から固定株を除いた株のことである。TOPIXにおける固定株は、大株主上位10位の保有株、自己株式等（相互保有株式を含む）、役員等の保有株、その他取引所が適当とみなす事例、と東証で定義づけられている。これらの株数は、決算期の株主名簿によって判明するため、各銘柄の決算期に応じて、年一回の定期見直しを行っている。このうち、1～3月決算銘柄の定期見直しを行う10月最終営業日は、対象銘柄数が全体の9割を超えており、TOPIXを構成する各銘柄のウェイトが一気に変更される可能性があるため、投資家にとって注目すべきイベントである。

東証では、定期見直し後の浮動株比率を10月第5営業日に公表する。しかし、見直しを実施されるのは、10月最終営業日であり、事前に各銘柄のTOPIXに占めるウェイトの増減が推定出来るため、インデックスファンドの売買を見越した投機筋による売買が、株価変動に影響を与える可能性が考えられる。そこで、浮動株比率が公表されてからの株価リターンの推移を、ウェイト増加銘柄とウェイト減少銘柄に分けて見てみた。

図表1： 株価リターンの推移(2006年～2009年)



図表1は、過去4回（2006年～2009年）の浮動株比率定期見直しについて、浮動株比率公表日を起点として、浮動株比率が移行された10月最終営業日までの株価リターンの推移を表したものである。それぞれの銘柄群のリターンを単純平均し、TOPIXとの日次リターンの差を累積している。なお、年によって長さが違うのは、2008年より公表日が10月第1営業日から第5営業日に変更されたためである。図表1から、どの年においてもウェイト増加銘柄と減少銘柄で、リターン格差があることがわかる。特に、リーマン・ショック直後の2008年は、格差の拡大が大きい。他の株価変動要因が発生した場合には、浮動株比率の影響があまり出ないのではないかと考えられたが、どの年においてもそれなりの影響があるようである。

次に、先回り売買がインデックスファンドに及ぼす影響を見てみよう。過去4回（2006年～2009年）の浮動株比率公表日時点で、TOPIXに完全模倣させたポートフォリオと、見直し後に先行対応させたポートフォリオの2つを構築し、10月末最終営業日の定期見直し実施までの対TOPIX超過リターンを比較してみた。TOPIXに完全模倣させて運用すると、見直し実施時にウェイト増加銘柄をより高い価格で買い、ウェイト減少銘柄をより低い価格で売ることになり、いわゆる見えざるコストによるファンド価値の毀損を招きかねないはずである。

図表2：ポートフォリオの結果

(bp)

	完全模倣		先行対応	
	超過リターン	推定TE	超過リターン	推定TE
200610	-0.5	0.0	13.6	17.7
200710	-4.0	0.0	9.3	9.5
200810	-1.4	0.0	14.9	12.5
200910	-1.3	0.0	12.7	18.1

※ 推定トラッキングエラーは、ポートフォリオ構築日、すなわち浮動株比率公表日時点

図表2から、過去4回すべてにおいて、先行対応させたポートフォリオの方が、推定トラッキングエラーが一定期間急上昇する一方で、超過リターンも高くなっていることがわかり、先に述べたようなファンド価値の毀損を抑制することができたと言えよう。なお、完全模倣ポートフォリオでも超過リターンが生じているのは、公表日以降のベンチマーク異動（公募増資や第三者割当等）に対応させていないためである。年によって、ウェイト増減銘柄のスプレッドの大きさや拡大する時期は異なるものの、公表日直後であれば、ほぼ確実に見えざるコストを回避できていることがわかる。

以上のように、TOPIXをベンチマークとしたインデックス運用においては、浮動株比率の定期見直しは、引き続き無視することのできない重要な事象であることが改めて確認された。しかし、図表2に示されているように、先行対応するにあたっては、推定トラッキングエラーの上昇、すなわち一定のリスクを負うことを避けられない。ファンド価値の毀損を防ぐことは、運用者の義務であるものの、インデックスファンドの精度（超過リターンやリスクの極小化）という観点からは、マイナスの影響もある。いかに両者のバランスを取るかということは、今後も毎回直面する課題であり、引き続き考えていく必要があるだろう。

（磐城 裕子）