

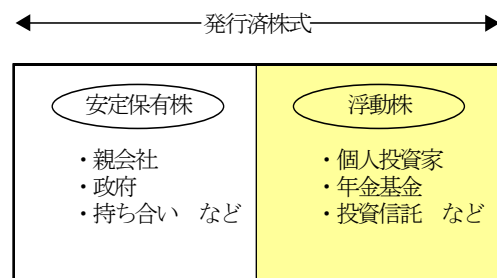
浮動株を考慮した株価指数（上）

多くの国内機関投資家は、国内株式運用のベンチマークに東証株価指数（TOPIX）を利用しているが、近年、TOPIX をベンチマークとした運用は不合理な点を含むと指摘されている。これを改善するために、浮動株を考慮した TOPIX（以下では修正 TOPIX と呼ぶ）にベンチマークを変更する方法が考えられる。

ここ数年、株価指数に浮動株を考慮するといった動きが世界的に進行している。たとえば、東証と米 S & P 社が共同で開発した S&P/TOPIX150 では、浮動株比率を独自に求めて指数を算出、海外でも、英 FTSE インターナショナル社や米ダウ・ジョーンズ社が、浮動株を考慮した株価指数を公表している。また、国際分散投資の代表的なベンチマークとして、日本の機関投資家に広く利用されている MSCI 指数も、2002 年 5 月末までに浮動株ベースに移行することが発表された。

そもそも、浮動株とは何だろうか。一般に「少し株価が変動すると市場で大量に売買される株式」（『金融実務大辞典』きんざい）と説明される。つまり、発行済株式数から市場に出回らない株式数を除いたものが浮動株数で、発行済株式数に占める浮動株数の割合が浮動株比率となる。市場に出回らない株式は「安定保有株」と呼ばれ、経営権のコントロールを目的として親会社が保有する子会社株式、政府保有株式、企業間の持ち合い株式などが代表的である。

図表 1 安定保有株と浮動株の関係



（資料）ニッセイ基礎研究所

さて、現行の TOPIX は、東証 1 部上場全銘柄の時価総額（上場株式数 × 株価）の合計を指数化したものである。NTT と NTT ドコモのように、親会社と子会社がともに上場している場合でも、両社の上場株数の全てを単純に組み込んで指数が計算される。市場全体の動向を見るための指数としては十分に機能すると思われるが、機関投資家がベンチマークとして利用するには、この計算方法ではいささか具合が悪い。

たとえば NTT ドコモは、TOPIX におけるウェイトが約 5.4% である（2000 年 12 月末）。従って、TOPIX をベンチマークに評価されるアクティブ・マネージャーは、NTT ドコモ株の株価見通しがニュートラルの場合でも、約 5.4% のウェイトでポートフォリオに組み入れる必要に迫られる。

図表 2 TOPIX のウェイト上位 5 銘柄

| 銘柄名 | ウェイト |
|-------------|-------|
| NTT ドコモ | 5.35% |
| トヨタ自動車 | 3.87% |
| ソニー | 2.05% |
| NTT | 2.04% |
| みずほホールディングス | 1.85% |

（注）2000 年 12 月末時点

（資料）ニッセイ基礎研究所

しかし、NTTドコモの発行済株式の約2/3はNTTが保有している（2000年9月末）。NTTがNTTドコモ株式を保有する目的は、経営権をコントロールするため、株価変動を理由にNTTドコモ株を短期的に売却する可能性がある純投資ではないと推測できる。

図表3 NTTドコモの大株主

| 大株主名 | 保有割合 |
|---------------------|-------|
| NTT | 67.1% |
| 住友信託銀行信託口 | 2.1% |
| ステート・ストリート・バンク&トラスト | 2.1% |
| 三菱信託銀行信託口 | 1.9% |
| 東洋信託銀行信託A口 | 0.8% |

(注) 2000年9月末時点

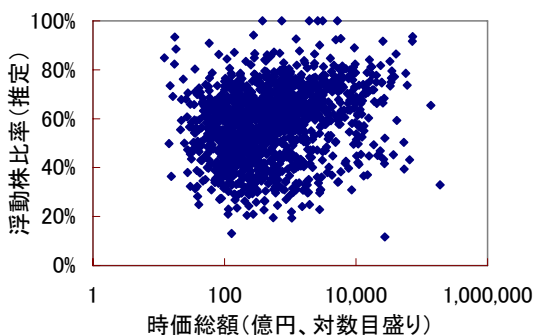
(資料) 会社四季報2001年1集(東洋経済新報社)

従って、投資家の立場から見れば、NTTドコモ株のうちNTTが保有する分は市場に存在しないと同義である。すなわち、ベンチマーク(TOPIX)を計算する際の株数に比べ、市場に流通している株数が極端に少ないことになる。この結果、NTTドコモ株の需給が逼迫して、価格形成に歪みが生じる可能性がある。

このような弊害を回避する方法として、浮動株を考慮した株価指数を機関投資家のベンチマークに用いることが考えられる。こうすれば、ベンチマーク計算上の株数と、実際に市場に流通している株数のミスマッチが起こらないため、株価形成に悪い影響を与えないで済む。勿論、浮動株を考慮した株価指数が機関投資家のベンチマークとして最適とは限らないが、少なくとも、現行のTOPIXをベンチマークとした場合に起こり得る弊害は回避されるであろう。

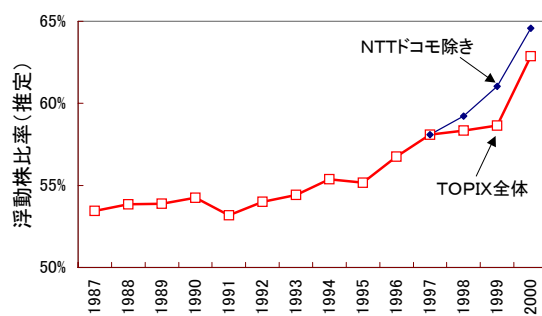
ところで、前述のような弊害はNTTドコモ株に限ったことではない。TOPIXを構成する全銘柄について浮動株比率を推定したところ、時価総額の大小に関係なく、浮動株比率は100%未満で、広く分布している(図表4)。TOPIX全体では、株式持ち合いが解消の方向に向かっていることなどもあり、浮動株比率は上昇傾向にある。しかし、依然63%程度に止まっている(図表5)。

図表4 時価総額と推定浮動株比率の分布



(注) 2000年12月末時点、TOPIX構成銘柄
(資料) ニッセイ基礎研究所

図表5 推定浮動株比率の推移



(注) 各年とも12月末時点
時価総額ベースのため、98年以降はNTTドコモ株価の影響が大きい。

現行のTOPIXは、全銘柄の浮動株比率を100%として計算していることに等しいが、これは、推定浮動株比率とは、だいぶ様子が異なっている。このことから、現行のTOPIXと浮動株を考慮した修正TOPIXでは、指数の特性や構成銘柄のウェイトに違いが生じることが予想される。

[次回は、修正TOPIXの試算を行い、現行のTOPIXとの比較や、修正TOPIXの導入が投資家のポートフォリオやマーケットに与える影響について検討を加えたい。]