

浮動株を考慮した株価指数（下）

前回は、TOPIX をベンチマークにした株式運用が、株価形成に弊害をもたらす可能性があること、および、これを回避するために、浮動株を考慮した TOPIX（以下、修正 TOPIX と呼ぶ）にベンチマークを変更する方法を紹介した。そこで今回は、修正 TOPIX の導入がポートフォリオやマーケットに少なからず影響を与えることを検証した。

前回は述べたとおり、浮動株を考慮した修正 TOPIX が機関投資家のベンチマークとして最適であるとは限らない。しかし、仮に機関投資家の多くがベンチマークを修正 TOPIX に変更すれば、少なくとも、TOPIX をベンチマークとした運用による株価形成の歪みという弊害は回避できるであろう。そこで、まず浮動株比率の推定を行った上で、修正 TOPIX を試算してみた。

まず、各銘柄の株価変動が指数に与える影響は、TOPIX と修正 TOPIX でどのように異なるのだろうか。修正 TOPIX では、浮動株比率が平均よりも低い銘柄のウェイト（指数への影響度）が、TOPIX に比べて低くなる。従って、このような銘柄の株価上昇は修正 TOPIX を TOPIX ほど押し上げず、逆に、株価の下落は修正 TOPIX を TOPIX ほど押し下げないという効果がある。

例えば、ITバブルと言われた99年は、通信セクターが相場上昇を牽引したが、同セクターの浮動株比率が低いため、修正 TOPIX は TOPIX ほど上昇していない。反対に、通信セクターの株価が大幅に下落した2000年は、修正 TOPIX の方が下落幅は小さい（図表1、2）。また、全期間（10年間）のリターンを見ると、修正 TOPIX は若干ながら TOPIX を上回っている。

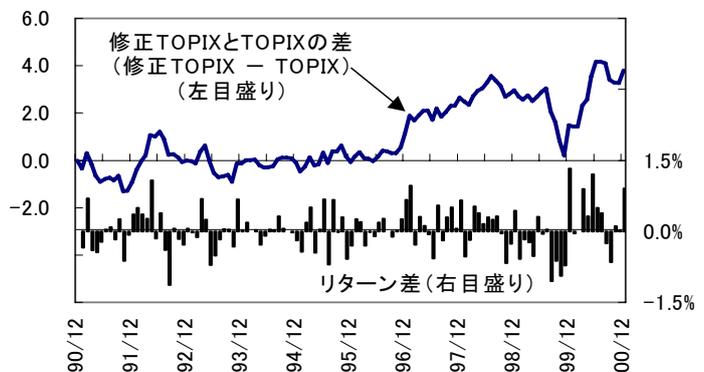
TOPIX をベンチマークとした運用による弊害で、浮動株比率が低い銘柄の買い需要が高まり、株価が釣り上げられているとしたら、持ち合い解消の動きは、そのような銘柄の株価を下落させる要因となり得る。この株価下落による指数への影響は、TOPIX よりも修正 TOPIX の方が小さいため、修正 TOPIX の長期的なリターンが優位となる可能性が考えられる。

図表1 修正 TOPIX と TOPIX のリターン

	修正TOPIX	TOPIX	差異
全期間	-2.2	-2.6	0.4
91年	-2.0	-1.1	-0.9
92年	-23.0	-23.7	0.7
93年	9.9	10.1	-0.1
94年	8.4	8.3	0.1
95年	1.2	1.2	0.0
96年	-5.5	-6.8	1.3
97年	-18.1	-20.1	2.0
98年	-6.7	-7.5	0.7
99年	53.5	58.4	-4.9
2000年	-22.8	-25.5	2.7

(注) 単位は年率%
 (資料) ニッセイ基礎研究所

図表2 修正 TOPIX と TOPIX の差



(注) 折れ線グラフは、1990年12月末を100として、TOPIXおよび修正TOPIXを指数化し、両者の差（修正TOPIX-TOPIX）をとった。棒グラフは、月次リターン差（修正TOPIX-TOPIX）。修正TOPIXの算出方法は下段参照。

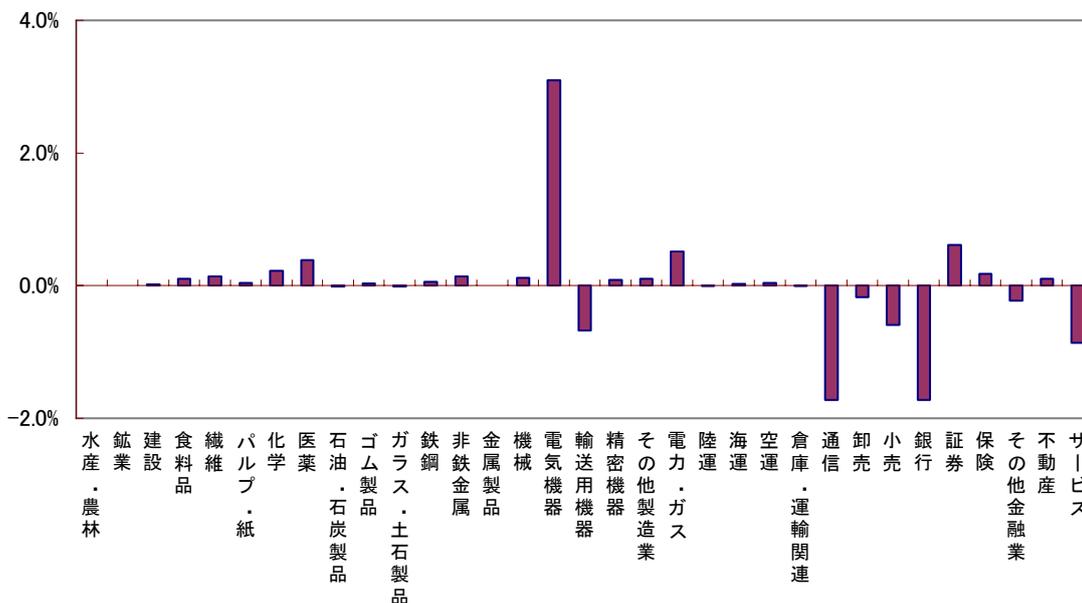
(資料) ニッセイ基礎研究所

次に、TOPIX をベンチマークにしているパッシブ・マネージャーが、ベンチマークを修正 TOPIX に変更すると仮定した場合の影響について考えてみよう。修正 TOPIX と TOPIX における各銘柄のウェイトの差（修正 TOPIX－TOPIX）を業種毎に集計してまとめると、全ての業種でウェイトの差が生じている（2000 年 12 月末時点、図表 3）。パッシブ・マネージャーは、ウェイトが低下する銘柄（通信、銀行、輸送用機器、小売、サービスなど）の売却と、ウェイトが高くなる銘柄（電機機器など）の追加購入を迫られることになるだろう。

また、このウェイト差の絶対値を合計すると約 22.2%となる。これは、完全法（TOPIX など、ベンチマークとする指数の構成比どおりに、全銘柄を保有する運用手法）でパッシブ運用しているポートフォリオのウェイト調整に必要となる回転率（売買金額÷ポートフォリオ全体の金額）を意味している。売買手数料や事務処理に要するコストは決して小さくないと言えよう。

更に、仮に修正 TOPIX のような株価指数が公表され、このようなウェイト調整のための売買が機関投資家によって一斉に行われると、一時的な需給要因とはいえ、市場に少なからず影響を及ぼすだろう。ただし、図表 3 は業種単位での相対的かつ平均的な方向を示しているに過ぎず、個別銘柄の売買を予測するものではない。

図表 3 修正 TOPIX と TOPIX のウェイト差



(注) 2000 年 12 月末時点、ウェイト差は（修正 TOPIX－TOPIX）。
 (資料) ニッセイ基礎研究所

持ち合い解消の動きなど、株式保有構造の変化が進む中で、仮に市場関係者の中で、現行 TOPIX のベンチマークとしての適格性に疑問が広まれば、新しい株価指数の登場に多くの時間を要しないだろう。そこで、機関投資家にとってより適切なベンチマークについて一層の議論が望まれる。ただし、仮に新指数が登場しても、ベンチマークを新指数に変更するかどうか、また変更タイミング（一気に、何度かに分けてか）などの問題は、投資家自身が自己責任に基づいて決定しなければならない。

<修正 TOPIX の計算方法>

修正 TOPIX の試算に際しては、毎年度末（3月末）を基準日として各銘柄の浮動株比率を推定し、この浮動株比率を8月初から翌年7月末まで適用した。（なお、毎年8月初からとしたのは、3月決算データの入手タイミングを考慮したためである。）その他は、東証が公表している TOPIX の計算方法に極力合わせ、日次データを用いて計算した。

浮動株比率の推定にあたっては、①全国上場企業間で相互に保有しあっていることが確認された株式（持ち合い株式）、②金融機関が関与する一方向的な保有株式、③上場企業が保有する関係会社株式、④株主順位5位以内の大株主（外国銀行、生命保険会社の特別勘定を除く）が保有する株式、⑤各種持株会が保有する株式、を安定保有株と見なした。ただし、信託銀行が保有する株式は、すべて浮動株と見なした。（これは、信託銀行名義株式には、安定保有でない投資信託・年金信託保有分も多く含まれているが、公表データから当該株式を完全に分離・把握できないためである。）

なお、上記①～③の合計は、ニッセイ基礎研究所が毎年発表している「株式持ち合い状況調査」の安定保有株式に相当する。浮動株比率の算出に使用したデータは、有価証券明細表（有価証券報告書付属明細表、日経 QUICK 情報により把握）、および大株主データ（東洋経済新報社によるアンケート調査）である。

【お知らせ】

「年金フォーラム」HP開設

年金フォーラムでは、年金問題を専門的かつ集中的に研究するため、所内メンバーに加えて、外部有識者を招き、年金民営化をテーマに検討を進めております。2000年12月より、基礎研HP内にページを設け、活動状況の発信を行っております。

アドレス http://nlri_web/www/stra/n-forum.html

発行：ニッセイ基礎研究所

〒100-0006 東京都千代田区有楽町1-1-1 日本生命日比谷ビル内

TEL：（03）3597-8644 FAX：（03）5512-7160

本誌記載のデータは各種の情報源から入手、加工したものです。その正確性と完全性を保証するものではありません。本誌内容について、将来見解を変更することもありえます。本誌は情報提供が目的であり、記載の意見や予測は、契約の締結や解約を勧誘するものではありません。なお、ニッセイ基礎研究所の書面による同意なしに本誌を複写、引用、配布することを禁じます。