

浮動株化後のインデックス運用

金融研究部門 磐城 裕子
yiwaki@nli-research.co.jp

1. TOPIXの浮動株化への移行

日経平均と並び、わが国の株価指数として定着しているTOPIX（東証株価指数）は、1968年1月4日の東証市場第一部全体の時価総額（株価×株式数）を基準に算出されている。そして、そのTOPIXの浮動株指数への移行が、2005年10月から3回に分けて段階的に行われ、2006年6月で完了した。浮動株指数とは、市場に流通する可能性のある株式（浮動株）に基づいて算出する指数のことであり、大株主や役員、持ち合い等で固定的に保有される株式、すなわち固定株を除いて構成される（図表 - 1）

図表 - 1 組入れ株式の比較

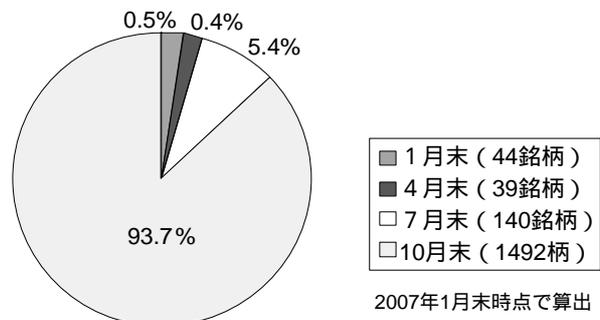


浮動株化が実施される以前のTOPIXは、発行済株式をベースに算出されていた。しかし、年金基金等によるインデックス運用やETF（上場投信）の増加に伴って、発行済株式数に比べて市場流通量（浮動株）が少ない銘柄の株価形成を歪める恐れが増大したことや、海外の主要株価指数の多くが浮動株を反映していることなどを背景に、浮動株ベースに移行された。

2. 浮動株比率の定期見直し

浮動株ベースへの移行完了後は、決算の度に各銘柄の浮動株比率が見直され、TOPIXには年4回、3ヶ月ごとにまとめて反映される。中でも1～3月決算企業が対象となる10月末の定期見直しは、時価総額ベースで約94%と、他の時期より圧倒的に多い（図表 - 2）

図表 - 2 見直し時期と対象銘柄の時価ウェイト

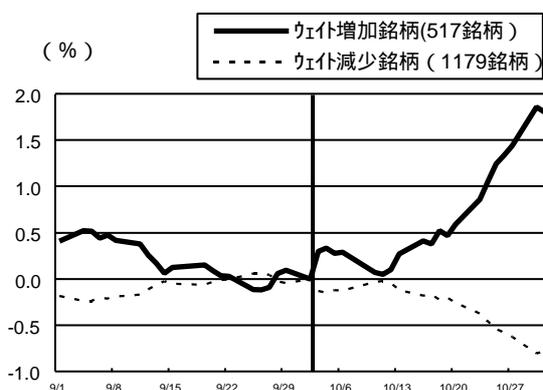


定期見直しでは、変更が実施される1ヶ月前に東証から浮動株比率が発表されるため、変更後のTOPIXに占める各銘柄のウェイト増減を事前に推定できる。このため、推定残高が約20兆円超と言われるTOPIX連動型インデックスファンドによる売買を見越した先回り売買が、株価の変動要因となる可能性が指摘されている。

3. 株価リターンへの影響

そこで、浮動株化完了以降、初めての大規模な定期見直しとなった2006年10月末の株価変動を見てみよう。この見直しによるTOPIX全体の売買回転率は片道2.9%と予想されたが（実際もほぼ同じであった）、これは浮動株化移行の第1回目と同程度で、大きなウェイト変更と言える。この見直しに際して、インデックスファンドによる買いが予想された銘柄（ウェイト増加銘柄）と、売りが予想された銘柄（ウェイト減少銘柄）に分けて株価の推移を見た。

図表 - 3 株価リターンの推移



図表 - 3 は、浮動株比率が発表された10月2日を基準とする前後1ヶ月について、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たものである。これを見ると、ウェイト減少銘柄よりもウェイト増加銘柄のリターンが高く、10月末に向けて両者の格差が拡大していることがわかる。

4. インデックスファンドへの影響

それでは、この株価推移がインデックスファンドに及ぼした影響はどれ位あったのだろうか。10月2日時点で、当日のTOPIXを完全に模倣したポートフォリオと、10月末のTOPIX（浮動株比率見直し後）に合わせて先行的に各銘柄

のウェイトを増減させたポートフォリオを構築し、両者を比較した（図表 - 4）。

図表 - 4 ポートフォリオの結果比較

	完全模倣	先行
超過リターン	2.6 (bp)	14.2 (bp)
推定TE	0.0 (bp)	17.0 (bp)

まず、推定トラッキングエラー（10月2日時点、ポートフォリオとTOPIXのリターンが乖離するリスクを事前的に数値化したもの）は、完全模倣ポートフォリオの0.0bpに対し、先行ポートフォリオは17.0bpとなった。同様に、TOPIXに対する超過リターン（10月2日～31日）も先行ポートフォリオの方が大きかったが、これは、図表 - 3の株価変動を反映したものである。

5. 今後のインデックス運用の課題

TOPIXを忠実に模倣した場合は、推定トラッキングエラー、超過リターンともに極小化され、TOPIX連動型インデックスファンドとしての精度は高かったと言えよう。しかし、完全模倣ポートフォリオでは、10月末が近づくにつれて、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安い価格で売らなければならず、これがファンドの投資家にとって最良であったのかという疑問が残る。

無論、今後の定期見直しでも図表 - 3と同様になる保証はなく、他のインデックスファンドによる先行売買や投機筋の動向などによっては、異なる動きとなる可能性もある。つまり、先行的にTOPIXから乖離させたことによって、かえって不利益を被るリスクもあり、インデックスファンドとしての精度（推定トラッキングエラーや超過リターンの極小化）と実質的なファンド価値の維持が、トレードオフの関係になり得るのである。今後、インデックスファンドは、定期見直しの度に両者の間でいかにバランスを取るかという課題に直面することになる。