

TOPIX の見直しと ETF 買入政策

中央大学商学部教授 原 田 喜美枝

目 次

- | | |
|------------------------------|----------------|
| 1. はじめに | 2.4 銘柄入替のインパクト |
| 2. TOPIX 改革 | 3. 日銀 ETF 買入政策 |
| 2.1 TOPIX の歴史 | 3.1 買入政策の変遷 |
| 2.2 2022年10月から始まる TOPIX の見直し | 3.2 近年の傾向 |
| 2.3 浮動株比率と流通株式比率 | 4. おわりに |

要約

2022年10月からはじまる TOPIX の見直しに先立ち、段階的ウェイト逡減銘柄への影響について定性的に考察している。株価指数 TOPIX 自体への影響は1%未満であるものの、株価指数から除外される流通株式時価総額が100億円未満の小型株のうち、インデックス型ファンドによる保有の多い銘柄への影響については調べる必要がある。

TOPIX に連動して運用される資産は70兆円を超えるが、このうち51兆円程度は日本銀行によって ETF の形で保有されている。日本銀行は旧東証第一部上場銘柄の半分以上で実質上位10位以内の大株主であったし、100社を超える企業では筆頭株主であった。TOPIX の見直しと同時に、ETF をはじめとしたインデックス型ファンドによる段階的ウェイト逡減銘柄の機械的な売りが始まる。本稿では、TOPIX の見直しと日本銀行の ETF 買入政策の関連性について、今後の懸念材料について、まとめている。

1. はじめに

本稿では、日本銀行が執り行う ETF 買入政策（「指数連動型上場投資信託受益権等買入等」と東京証券取引所の TOPIX（東証株価指数）改革の関連性について議論する。中央銀行の金融政策と日本を代表する株価指数の改革は表面的には無関係のようにみえるか

もしれないが、両者には大きな関連性がある。

東京証券取引所で2022年4月に実施された市場再編に続き、同年10月からは日本を代表するベンチマークである TOPIX の改革も開始され、2025年春までかけて完了する。この改革では株価指数 TOPIX 自体に与える影響は1%未満であることが推計されているが、TOPIX の構成銘柄から除外される銘柄への影響については言及がない。

2010年12月以降続いているETF買入政策により、日本銀行をはじめとする公的機関(年金基金等の準公的機関も含め)が保有するTOPIXに連動する投資信託やETF等は積みあがってきた。株価指数に連動するパッシブ運用の金融商品は多く、その中でもTOPIXに連動して運用される資産は70兆円を超える。

これまで株価指数を構成していた銘柄で、今後TOPIXの改革によって指数から除外される銘柄は、こうしたパッシブ運用の金融商品からも除外されていく。つまり、指数の構成要素ではなくなる銘柄は、自動的に売られることになり、そうした銘柄への影響について考察するのが本稿の目的である。

2. TOPIX改革

2.1 TOPIXの歴史

TOPIXは1968年1月4日の時価総額を100として、1969年7月から算出が開始されている。東京証券取引所の市場第一部(東証第一部)に上場される全銘柄を対象とした時価総額加重平均型の株価指数である⁽¹⁾。全銘柄について時価総額の増減を求め、基準時の時価総額と比較することで、市場全体の動きを表してきた。

新規上場、上場廃止、増減資や企業分割等によるTOPIX構成銘柄の修正はあったものの、東証第一部への出入りとは無関係な銘柄の入れ替えはなかった。この点は、定期的に銘柄の入れ替えをおこなう日経平均株価とは大きく異なる点である。時価総額加重平均型のTOPIXは、株価の水準を利用する日経平均株価と異なり、値がさ株の影響を受けない点も大きな特徴である。

指数の算出開始以来、TOPIXに関する見直しは何度かあった。2005年10月末から、3段階に分けて、時価総額加重平均型の株価指数から、浮動株に基づいた時価総額加重平均型の株価指数に移行している。これにより、

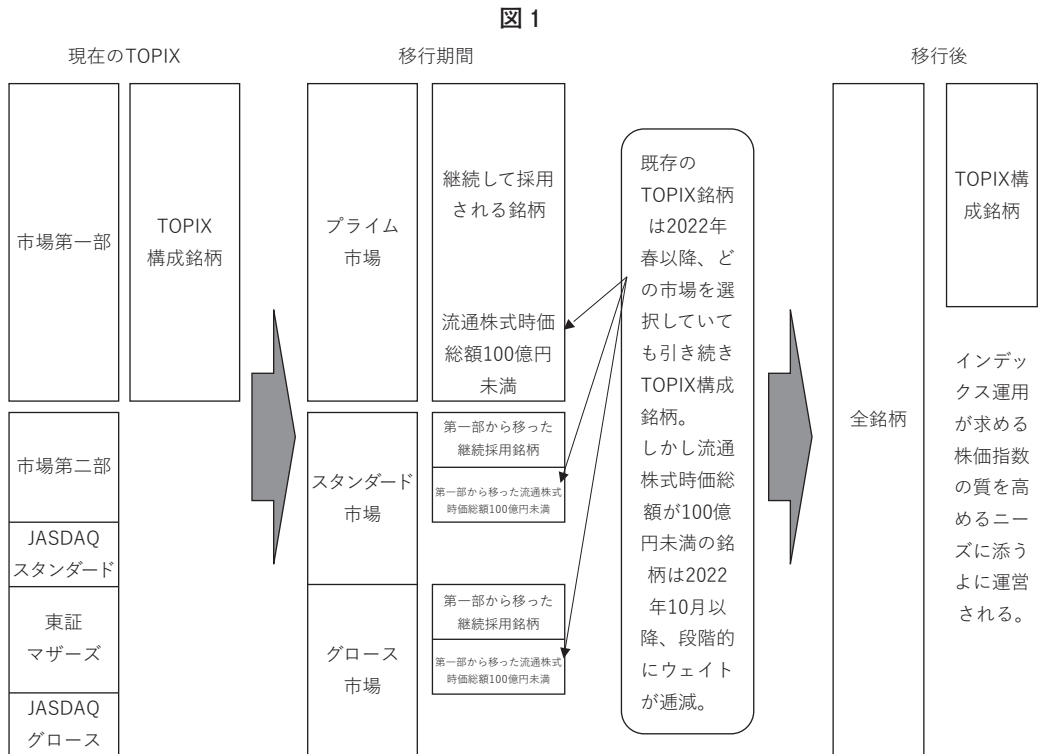
株の持ち合いによる時価総額のダブルカウントの問題が軽減されたと評価される⁽²⁾。

2.2 2022年10月から始まるTOPIXの見直し

2022年秋からはじまるTOPIXの見直しは、市場区分の見直しを契機とした今までにない大きな改革となる。最大の変更点は、TOPIXの構成銘柄が市場区分と切り離されることにあり、TOPIXは最上位市場(2022年の春まで存在した市場第一部)に上場する全銘柄から構成される株価指数ではなくなる(図1参照)。

TOPIXなどの株価指数に連動するパッシブ運用の金融商品の資産残高は81兆円を超えることから⁽³⁾、こうした多額のパッシブ運用資産や市場への影響を考慮して、2022年10月から2025年1月にかけて、段階的に移行することになっている。具体的には、TOPIXから除外される銘柄(段階的ウェイト逡減銘柄と呼ばれる)は、2年半かけて10分割で少しずつ除外されていく。たとえば、浮動株比率が0.6の銘柄の場合、TOPIXに反映される浮動株比率は、2022年10月に0.54(=0.6×0.9)、2023年1月に0.48(=0.6×0.8)と少しずつ逡減する。2024年10月に0.06(=0.6×0.1)、2025年1月には0となり、完全に除外される。TOPIXは浮動株調整済みの時価総額加重平均に基づいていることから、浮動株に移行係数を掛けることで、時価総額も下がっていき、TOPIXに占めるウェイトも徐々に小さくなっていく仕組みである。

なお、2023年10月に再評価の機会があり、流通株式時価総額と直近1年間の売買代金回転率の2つの物差しで測られ、その後の動きが異なる。流通株式時価総額が100億円以上となり、売買代金回転率が0.2未満の場合は、移行係数は0.6(2023年10月の係数)で停止され、その後逡減しない。流通株式時価総額が100億円以上で売買代金回転率が0.2以上の場合は、元の1に段階的に戻ることになっている。つまり、一度段階的ウェイト逡減銘柄



出所：東京証券取引所資料を参考に筆者作成。

に選ばれたとしても、2023年10月までに挽回することは可能となっている。しかし、依然として、流通株式時価総額が100億円未満の銘柄は継続して逡減する。

2.3 浮動株比率と流通株式比率

浮動株比率については、TOPIX 構成銘柄全体でも見直しがあった。2022年4月から浮動株比率算出方法が変更されている⁽⁴⁾。この算出方法の変更についての TOPIX への反映は2022年4月から毎月末に3段階に分けて、2022年6月までかけて行われた。具体的には固定株の定義に変更があり、新たに特定投資株式が固定株に含まれるようになり、浮動株比率の算出が変更になるというものであった⁽⁵⁾。

発行済の株式の中で市場に流通する可能性の高い株式が浮動株であるが、上場株式でも親会社の保有分、創業者一族やその企業の役

員などの大株主が常時保有していて市場に流通しない（出回りにくい）株式が固定株である。固定株が多い銘柄は市場での売買量が少なくなるため、TOPIX は浮動株を勘案した時価総額をベースにしている。

なお、個々の銘柄の TOPIX に占めるウェイトの算出に利用されるのが浮動株比率であり、市場の選択と TOPIX から除外されるかどうかの判定に利用されるのは流通株式比率であり、両者は異なる（表1参照）。

第一段階の段階的ウェイト逡減銘柄の判定は、旧定義に基づいて2021年7月に行われた。第二段階の判定は上記の浮動株比率算出方法の変更を経て、第一回目の判定の翌期の流通株式時価総額に基づいて2022年10月に行われる。この段階で基準を満たしていなければ、段階的ウェイト逡減銘柄となることが決定される。段階的ウェイト逡減銘柄の公表は2022年10月の第5営業日（10月7日）であり、こ

表1 流通株と浮動株

	主要株主が 所有する株式 (10%以上)	自己株式	役員保有 株式	国内の普通銀行、 保険会社、 事業法人等保有分 (純投資を除く)	その他 取引所が 認める株式
旧 非流通株式の定義	○	○	○		
新 非流通株式の定義	○	○	○*	○	○

	大株主 上位10位	自己株式	役員保有 株式	特定投資株式 (政策保有株等)
旧 固定株の定義	○	○	○	
新 固定株の定義	○	○	○	○

* 新しい日流通株式の定義における役員保有株式は細かな変更点がある。

出所：東京証券取引所資料より筆者作成。

の公表結果に基づいて10月末から TOPIX の見直しがスタートする。

段階的ウェイト逡減銘柄へのインパクトは10月以降に本格化すると想定される。明田 (2022) は、2022年4月の浮動株比率の定義変更に伴う TOPIX に連動するインデックスファンドの持高調整取引について分析している。明田 (2022) から示唆されるのは、TOPIX から段階的にウェイトが逡減する銘柄へのマイナスの影響が継続されるかもしれない、という点である。

TOPIX から除外される銘柄への影響は今後判明するが、TOPIX そのものへの影響は非常に限定的であることがわかっている。2022年9月時点の現行の TOPIX との比較で、時価総額の観点から99%が新 TOPIX に移行すると推定される (川北 (2021))。つまり、株価指数に与える影響は1%程度と軽微であり、インデックス (株価指数) を基準に運用している投資家に与える影響も限定的と予想されている。

問題は10月第5営業日の発表以降、段階的ウェイト逡減銘柄に与える影響である。本稿執筆時点である2022年9月時点では段階的に除外される銘柄が判明していないが、流通時価総額100億円未満という基準はわかっ

る。また、プライム市場の上場維持基準のひとつとして、流通株式時価総額は100億円以上とする基準が存在する⁽⁶⁾。つまり、流通株式時価総額が100億円に満たない上場銘柄はすでに判明しており、これらの銘柄群が TOPIX から除外されると推察される⁽⁷⁾。

これまでのところ、TOPIX から複数の銘柄が除外されるといったことがなかったことから、以下では日経平均株価の銘柄入替を対象とした実証分析を参考に段階的ウェイト逡減銘柄へのインパクトについて考察する。

2.4 銘柄入替のインパクト

TOPIX は浮動株ベースの時価総額をもとに算出されているのに対し、日経平均株価は東京証券取引所のプライム市場上場銘柄のうち取引が活発で流動性の高い225銘柄が選定され、ダウ式の平均株価を基にした計算方法で算出される⁽⁸⁾。1960年4月の株価の基準値を1,000として算出され、定期的に銘柄の入れ替えがおこなわれ、株式分割などの際は連続性を保つよう修正される。しかし、日経平均株価の算出方法に対する批判は統計学者等を中心に専門家の間で長い間指摘されてきた (宮川 (2001)、宮川 (2013) 等)。

日経平均株価の銘柄入れ替えイベントを実

証分析している先行研究は多い。銘柄入れ替えによってもたらされる個別銘柄への影響、非効率性や流動性への影響、ボラティリティの観点等から検証している先行研究が多い。個別銘柄への影響を見ている先行研究はイベントスタディの手法を利用しているものが多く、岡田 (2004)、Hanaeda and Serita (2003)、Okada et al. (2006)、原田 (2017b) などがある。

通常、銘柄入れ替えニュース発表直後に出来高が急増する (原田 (2017a) 参照)。これは、インデックスファンドによる銘柄入れ替えを期待した投資家による売買と考えられている。採用銘柄については、ニュース発表直後にあらかじめ買い、インデックスファンドが買うタイミングで売るという投資家の行動パターンがあるとされる。除外銘柄については、インデックスファンドによる機械的な売りが発生することが予め予測されることから、ニュース発表直後に売られる傾向がある。機械的な売買を予測した空売りも存在する。

日経平均株価指数を構成する225銘柄への採用・除外というイベントは、企業価値や企業の将来のキャッシュフローとは関係ないと考えられることから、理論的に考えると、株価への影響は小さいか一時的なはずである。しかし先行研究ではマイナスの有意な影響が観測され、影響が持続していたイベントも存在した。日本銀行によるETF買入政策実施後の時期に的を絞ってイベントスタディをおこなっているのは原田 (2017b) である。除外される銘柄の累積超過収益率は発表日に大きく下落し、その後も回復せず持続していたことが示されている。また、公的機関が保有するTOPIXなど指数に連動するパッシブ運用の金融商品が増えた結果、除外される銘柄への負のインパクトが大きくなった可能性を指摘している。当時は、日本銀行のETF買入政策によって購入されるETFの過半が日経平均株価に連動するETFであった時期であり、除外銘柄に有意な負の影響が継続した

ことも示された。

3. 日銀ETF買入政策

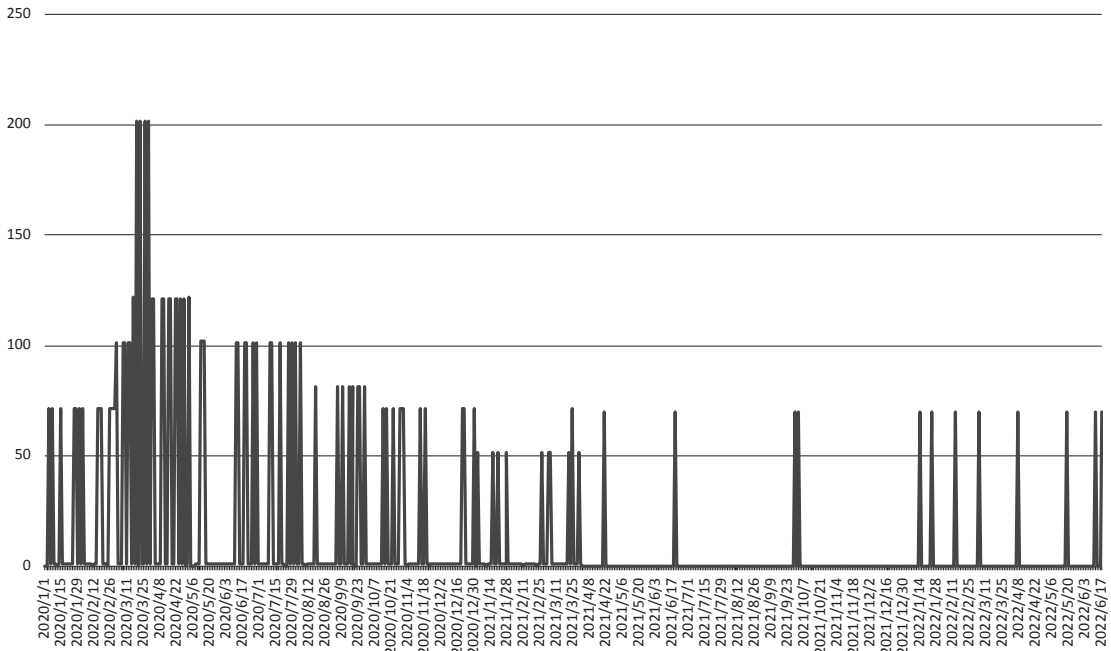
3.1 買入政策の変遷

日本銀行の非伝統的金融政策のひとつであるETF買入政策は、日経平均株価とTOPIXに連動するETFに限定して年間0.45兆円を限度に買い入れる時限的な政策として2010年12月に始まった。当初の予定と異なり、時限は撤廃され、年間の買入限度額は12兆円へと拡大されたまま、12年目を迎えている。2022年8月末時点のETF (「金銭の信託 (信託財産指数連動型上場投資信託)」) 保有額は簿価で36兆9,057億円と巨額である⁽⁹⁾。2019年8月末に27.1兆円、2020年同月で33.9兆円、2021年同月には36.2兆円だったことから、過去2年間は大きく伸びていない。

ETF買入政策についても大きな変更が何度かあった。2013年4月にはそれまでのルールであった「資産買入等基金運営基本要領」が廃止され、新たにETF買入のための基本要領として「指数連動型上場投資信託受益権等買入等基本要領」が制定された。年間の買入限度額については2014年10月に3兆円、2016年7月に6兆円、コロナ禍の2020年3月に12兆円へと複数回にわたって倍増した。現時点では年間買入額の上限として12兆円が存在するものの下限は存在しない。

買入対象に関する変化としては、2014年11月にJPX日経400に連動するETFが追加され、2016年3月には設備・人材投資に積極的な企業に投資するETFの購入枠が0.3兆円増額された。当初から日経平均株価とTOPIXに連動するETFを中心に買い入れられてきたが、2021年4月から日経平均株価に連動するETFは購入対象から外れ、TOPIXに連動するETFに一本化されている。この背景には日経平均株価の構成銘柄がTOPIXの構成銘柄にも含まれていて、一部銘柄で浮動株が枯渇したことなどが関係していると思われる

図2 日銀ETF買入額 (単位: 10億円)



出所: Bloomberg のデータより筆者作成。

る。

2021年4月に日経平均株価に連動するETFが対象外となる前から、買入れ額の割合配分が変更されてきた経緯がある。買入れ額の半分をTOPIXに連動するETF、残り半分を3つのインデックスに連動するETFに、個々のETFの時価総額に応じて配分するという時期があった。その後は、買入れ額の75%がTOPIXに連動するETFとされ、残りの約25%が3つのインデックスに配分され、最終的に日経平均株価に連動するETFが除外された。現在はマーケット全体を購入するという考えのもと、ETFの買入れが行われるときにはTOPIXに連動するETFのみが買われる。

しかし、近年の買入れ回数は減少している(図2参照)。2021年の買入れ額は合計で8734億円であり、2022年7月、8月は買入れはなかった。2020年は過去最大の7兆1,366億円を買入れたことと比較すると、

近年の買入れ額は落ち着いている。

3.2 近年の傾向

2020年5月からは市中流通残高に基づいた買入れへと変更されている。この時までは個々の銘柄の時価総額に比例する形で買入れてきたが、日本銀行自らが買入れてきた額を除く市中流通残高に応じた買入れへと変更された。この理由として、日本銀行が年金積立金管理運用独立行政法人(GPIF)を抜いて最大の日本株投資家になったことが背景にあると考えられる。

2022年7月末時点でETF全体の純資産残高(時価)は60兆7,866億円であり、このうち51兆円から52兆円のETFを日本銀行は保有していると考えられる⁽¹⁰⁾。この場合、日本銀行はETF市場全体の85%以上を保有していることになるが、保有しているETFは18本(TOPIXに連動するETF9本、日経平均株価に連動するETF9本)であり、上場本

数（2022年7月末時点で230本）のわずか8%未満である。つまり、日本銀行は政策のために一部のETFのみを巨額を投じて購入してきたことになる。自己増殖的な買い方をしてきた結果、残高の大きいETFの残高をより大きくしてきたことになり、自らが保有する分を除いた市中流通残高を考慮した買入れに変更されることとなったようである。

日本銀行が買っているのはETFであるが、TOPIXに連動するインデックス運用であり、間接的に個別銘柄を保有していることになる。日本銀行は、旧東証第一部上場銘柄の過半で実質的に上位10位以内の大株主になり⁽¹¹⁾、実質的に筆頭株主となっている企業は100社を超える⁽¹²⁾。

さて、日本銀行が筆頭株主・大株主の場合、保有しているETFはTOPIXの見直しに応じて機械的に同じ動きをする。段階的ウェイト削減銘柄の中で、日本銀行が筆頭株主や大株主になっている銘柄は、筆頭株主や大株主が株を手放すことになる。個別銘柄へのインパクトが段階的になるとしても、株価や収益率に与える影響は大きい可能性がある⁽¹³⁾。

4. おわりに

2022年10月に段階的ウェイト削減銘柄が発表され、2025年1月まで段階的にTOPIXから除外されていく。TOPIX自体への影響は1%未満でありベンチマークへの影響は小さいものの、株価指数から除外される段階的ウェイト削減銘柄は流通株式時価総額が100億円未満の小型株であり、その影響は未知数である。

本稿で論じたように、インデックス型ファンドの純資産総額は81.6兆円あり、TOPIXに連動して運用される資産は70兆円を超える。そのうち日本銀行が保有するのは時価で51兆円から52兆円である。個人向けに開発された金融商品であるETFを金融政策の一環として買入れ続けた結果、日本銀行は旧東

証第一部上場銘柄の半分以上で実質上位10位以内の大株主となり、100社を超える企業で筆頭株主になっている。段階的ウェイト削減銘柄として判明する銘柄の中インデックスファンドに多く保有される銘柄はどのくらいだろうか。TOPIXの構成銘柄から除外される銘柄の影響は今後推計可能となる。

長年続くETF買入政策により、日本銀行をはじめとする公的機関が保有するTOPIXに連動する投資信託やETF等は積みあがってきた。本稿ではTOPIXの見直しと日本銀行のETF買入政策の関連性と今後の懸念材料についてまとめた。TOPIXの見直し後の個別銘柄への影響を検証することは今後の課題とする。

【参考文献】

- 明田雅昭（2022）「4月27日に起きた段階的ウェイト削減銘柄の未来 TOPIX改革の浮動株比率定義変更が個別企業株価に及ぼした影響」証券経済研究所 トピックス
<https://www.jsri.or.jp/publish/topics/>
- 岡田克彦（2004）「日経225構成銘柄入れ替えにおける株価動向とトレーディングシミュレーション—1991年以降の全銘柄入れ替えの分析」『証券アナリストジャーナル』
- 川北英隆（2021）「新たなインデックスの要件とは 問われる株価指数としての質」『月刊金融ジャーナル』第62巻第12号
- 原田喜美枝（2017a）「日本銀行のETF買入政策と日経平均株価銘柄入れ替えのイベントスタディ」『証券経済研究』第100号
- 原田喜美枝（2017b）「日銀のETF買入政策と個別銘柄・平均株価の歪み」『証券レビュー』第57巻第1号
- 原田喜美枝（2021a）「ETF買入政策のミクロ面への弊害 ～低浮動株・小型株への影響～」『証券レビュー』第61巻第1号

原田喜美枝 (2021b) 「新市場誕生と投信窓販への影響 公募株式投信の行方」『月刊金融ジャーナル』第62巻第12号

宮川公男 (2001) 「日経225平均銘柄入れ替え (2000年4月) をめぐって—ダウ式平均についての無理解を正す」『麗沢経済研究』Vol. 9 (2)

宮川公男 (2013) 『日経平均と「失われた20年」』東洋経済新報社

Hanaeda, Hideki and Toshio Serita (2003), "Price and volume effects associated with a change in the Nikkei 225 index list: New evidence from the big change in April 2000", *The Japanese Finance: Corporate Finance and Capital Markets, International Finance Review*, Vol. 4

Okada, Katsuhiko, Nobuyuki Isagawa, and Kenya Fujiwara (2006), "Addition to the Nikkei 225 Index and Japanese market response: Temporary demand effect of index arbitrageurs", *Pacific-Basin Finance Journal* Vol. 14

【注】

(1) 東京証券取引所の市場第一部とは、2022年3月まで存在した最上位の市場区分である。同年3月までは、市場第一部、市場第二部、JASDAQスタンダード、マザーズ、JASDAQグロースの5つの株式市場区分が存在した。

(2) その他、TOPIX に関する詳細は以下の東京証券取引所を参照。
<https://www.jpx.co.jp/markets/indices/topix/>

(3) 投資信託協会によると、2022年7月末時点で公募投信の純資産残高は172.5兆円、このうち株式投信が146.6兆円、インデックス型ファンドの純資産総額は81.6兆円 (株式投信に占める比率は55.7%) である。原田 (2021a) によると、2021年8月末時点の数字はそれぞれ157.6兆円、143.5兆円、

77兆円超であった。インデックス型ファンドの残高は1年間で4兆円以上増加している。

(4) JPX 総研「浮動株比率の算定方法」2022年4月4日 版、https://www.jpx.co.jp/markets/indices/line-up/files/cal2_1_FFW.pdf

2022年4月の浮動株比率の見直しについては、明田 (2022) が詳しい。

(5) 特定投資株式とは「他の上場会社等が保有する株式のうち保有目的が純投資目的以外の目的である投資株式」、つまり政策保有株等である。

(6) プライム市場の上場維持基準は4項目あり、流通株式時価総額が100億円以上という基準の他に、流通株式数(2万単位以上)、1日平均の売買代金が0.2億円以上、流通株式比率が35%以上、という基準も存在する。そのため、流通株式時価総額が100億円未満という基準だけで判断することはできない。

(7) 2023年10月の再評価により逡減しない銘柄も出てくることは想定できる。

(8) 2022年4月以降、日経平均株価の銘柄選択のユニバースは、それまでの東京証券取引所市場第一部が市場再編により存在しなくなったことからプライム市場に変更になっている。

(9) 日本銀行 営業毎旬報告に基づく。
<https://www.boj.or.jp/statistics/boj/other/acmai/release/index.htm/>
日銀で保有されるETFは信託銀行を通じて買入れており、信託財産指数連動型上場投資信託受益権の形である。

(10) 2022年5月末に発表された日本銀行の2021年度決算によると、ETFの含み益は14兆6,854億円であり、簿価では36兆5,657億円の残高であった。ここから時価は51兆2,511億円と推測される。

(11) 日本経済新聞「金融政策点検の論点(中) 原田喜美枝・中央大学教授——ETF購入、

副作用是正遠く（経済教室）」2021年4月15日。

(12) 日本経済新聞「無言の大株主、示さぬ責任」2020年12月16日。

(13) ここでの議論ではもう一頭のクジラと

呼ばれる GPIF は議論していない。GPIF も株価指数に準じる銘柄群を保有しているが、日本銀行のように誰でも少額から購入できるETFを保有しているわけではないからである。

(はらだ・きみえ)