

解 説

日経平均採用銘柄選定基準 の変更について

新光証券株式会社
企業調査部 新藤龍秋

はじめに

4月15日に日経平均採用銘柄の大幅な銘柄入れ替えが発表された。日経新聞によると、情報通信技術革命の進展など、産業構造の変化を反映するための銘柄入れ替えとされている。日経平均の銘柄入れ替えについては、今までも各方面からさまざまな形で指摘があったが、この時期、こういう形で行われると予想していた向きは少なく、これに伴う特有の需給により日経平均は大きな下落を余儀なくされた。数字で見てみると、新聞紙上で発表される前の4月14日の終値が20,434.68円だったのに対して、入れ替え実施直前の21日終値が18,252.68円で、一週間で2,182円、率にして10.7%の大幅下落となった。同期間のTOPIXが1.2%の下落で済んだことを考えると、その影響がいかに大きかったかが窺えよう。

ただ、誰も予測していなかったとはいえ、注意深く見れば今回のような「産業構造を反映する銘柄入れ替え」の動きは1年前からあったと考えられる。即ち、NTTデータが採用された99年3月である。当時は、三菱石油とナビックスが合併に伴い除外されることがわかっていたため、市場関係者はこぞって新規補充銘柄の候補を試算した。採用基準は日経新聞から公表されていたため、各社の試算結果が大きく異なることはなかったが、実際には採用基準に沿った試算では採用されるはずのないNTTデータが補充銘柄となり、市場に大きな意外感を与えた。一部では、日経平均採用銘柄の基準が変わったのでは、との見方も出たほどである。当然、99年10月の定期見直しでもこういった動きが継続されると思われたが、結果的には今回の大幅入れ替えを待つこととなった。

変更のポイント

今回の採用銘柄選定の新基準の大きなポイントは以下の3点に絞られよう。第一に「高流動性銘柄群」の定義

の変更、第二に「業種区分」の変更と「入れ替え銘柄上限撤廃」、そして第三に「絶対除外(採用)基準」の適用である。

まず「高流動性銘柄群」の定義の変更であるが、これに関しては弊社が昨年8月の時点で、「売買高」から「売買代金」に変更されている可能性を指摘している。これは99年3月の銘柄入れ替えで、採用される可能性が少なかったNTTデータが採用されたことで、今までと違った別の基準があると考えた結果である。実際、99年3月時点で、当時の採用基準で用いられている「売買高」の部分を「売買代金」に変更するだけで、NTTデータが採用される確率がかなり高くなることが判った。

金融システム不安以降、「二極化」、「一極集中」、「勝ち組・負け組」といったキーワードで市場を語るが多くなったが、こういった動きを取り込むためには「売買高」では無理があった。極端な例だが、いわゆるNTT3社とソフトバンク、計4社の売買代金合計が東証1部全体の30%以上を占める日もあった。これは市場が銘柄の選別と集中を行った結果である。これが良いか悪いかは別としてもこれが市場の動きであり、市場の動きを表すべき指数として、こういった動きを反映できなければ、それが例え日経平均といえその地位を低下させてもおかしくはないであろう。加えて、S&P/TOPIX150やMSCI日本株インデックスなど、運用サイドにとって利便性の高い指数が表れたことも考えれば、「売買高」が「売買代金」に変更されるのは必然であったと考えられる。むしろ、日経平均は他の指数と異なり単純平均株価ゆえ、時価総額を反映できない分、もう少し早く変更を行った方がよかったのかもしれない。

次に「業種区分」の変更である。これも弊社レポートで一部指摘したが、業種区分の変更が日経平均を大きく変える近道であった。旧基準では定期見直し以外では、「除外銘柄が発生」「日経36業種別に不足率を計算」

「不足率の高い業種から銘柄を補充」という方法が採られていた。即ち、新規に採用されるには、当該銘柄が属する業種が重要だったのである。基準通りに考えれば、いかに市場を代表する銘柄であっても、その銘柄の属する業種の不足率が高くなければ、新規に採用される可能性は少ないのである。業種が細分化されているが故に、

数銘柄程度の高流動性銘柄の増減で業種ごとの不足率が大きく変わってしまう場合もあった。また、一回の見直しで入れ替え銘柄数の上限を6銘柄と決めていたため、恒常的に不足率が負、即ち常に採用銘柄数が多すぎる業種が存在し、すべての業種について不足率を是正するにはかなりの時間を要するという現象も見られた。

これを6セクターに集約したことで、銘柄の入れ替えがやり易くなると考えられる。例えば、恒常的に不足率の低い業種に属していた市場を代表するような銘柄にとって、業種が36から6に減ったことは、属する業種の不足率に変化が出ることを意味し、場合によっては採用されやすくなるからである。

最後に「絶対除外(採用)基準」の適用である。旧基準にも、高流動性銘柄群に属さない銘柄は除外されるという基準があった。しかし、旧基準での高流動性銘柄群は、東証1部全銘柄を「売買高」を基準にして高流動性と低流動性の二つに区分するだけであった。既存の日経平均採用銘柄は、SQ日を除いても通常の取引に加えてインデックス売買等で「売買高」は相対的に膨らんでおり、除外基準に抵触する銘柄が出てくることはなかった。しかし、今回からは流動性の順位が451位以下になれば除外されてしまう。今回除外された30銘柄を含めて、過

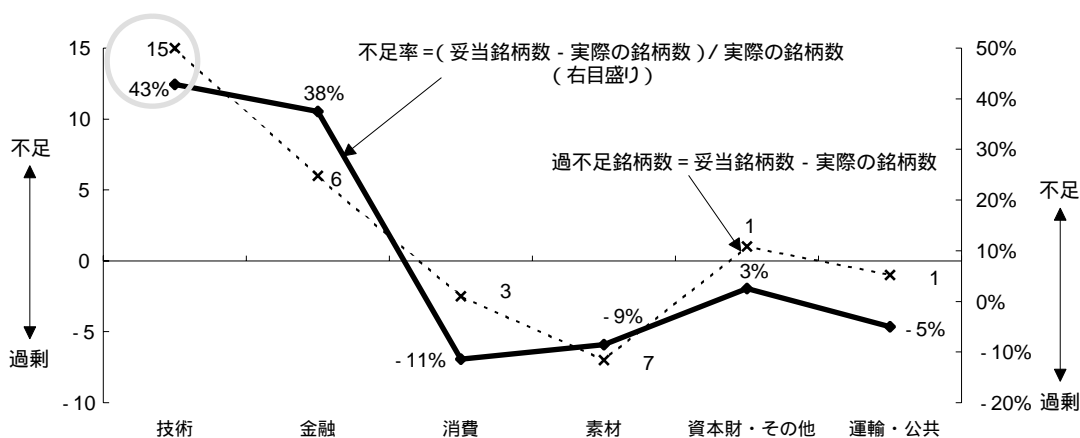
去の除外基準の順位が500位前後の採用銘柄はかなりあったことを考えると、次回の定期見直しでもある程度まとまった数の銘柄がこの基準に抵触する可能性はあろう。そういう意味でも銘柄入れ替えをやり易くなったと考えられる。これは絶対採用基準も同様である。

このように見ると、穿った見方になるかもしれないが、今回の基準の変更は銘柄入れ替えを行ない易くする方向に傾いているといえる。今までは指数といえば「日経平均」であったが、前述のようにS&P/TOPIX150等の新しい指数が開発されて、利用する立場からは指数の選択肢が増えてきており、指数間競争は激化している。このような環境を考えれば、今回の基準変更は遅れ馳せながら、しかし確実に他の指数と競合出来る条件を整えたともいえよう。

新基準による過去の銘柄入れ替えの検証

では、今回変更された新基準と旧基準を比較するため、旧基準による試算結果と実際の補充銘柄に大きく差が出始めた、直近2回の銘柄入れ替えと現時点を新基準で試算してみることにしよう。99年3月のNTTデータの件は前述の通り、また、2000年3月の三井信託銀行除外時も旧基準での試算では「小売」「サービス」「銀行」などの

1999年3月の入替え時(新基準の場合)

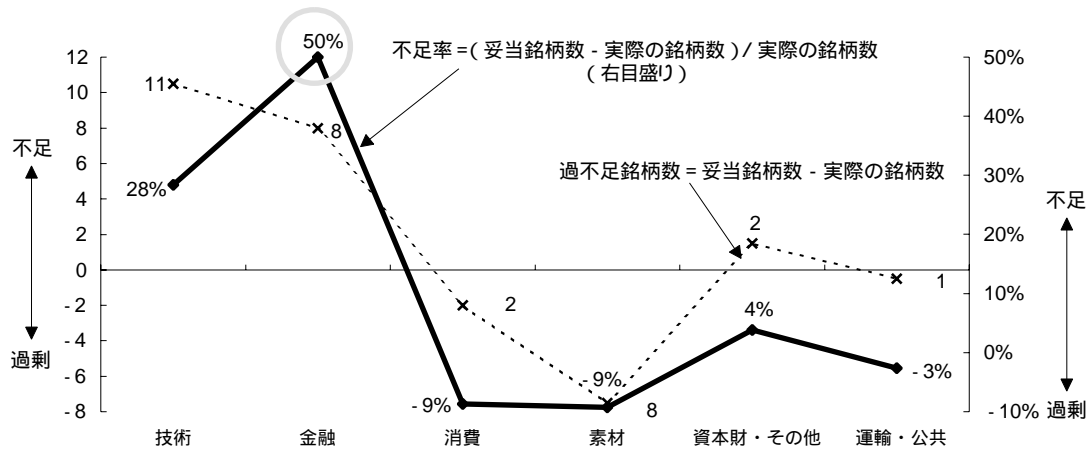


(注)この時、日経平均採用銘柄のうち11銘柄は絶対除外基準に抵触している可能性があるため、ここではその11銘柄を除外してある。

1999年3月1日時点の高流動性銘柄(「技術」セクターで非採用銘柄)

コード	銘柄名	流動性順位	コード	銘柄名	流動性順位
1	9437 NTTドコモ	2	6	9613 NTTデータ	164
2	7270 富士重	42	7	6796 クラリオン	172
3	7211 三菱自	58	8	6507 神鋼電	183
4	6991 松電工	100	9	7735 スクリン	195
5	6952 カシオ	143	10	4523 エーザイ	198

2000年3月の入替え時(新基準の場合)

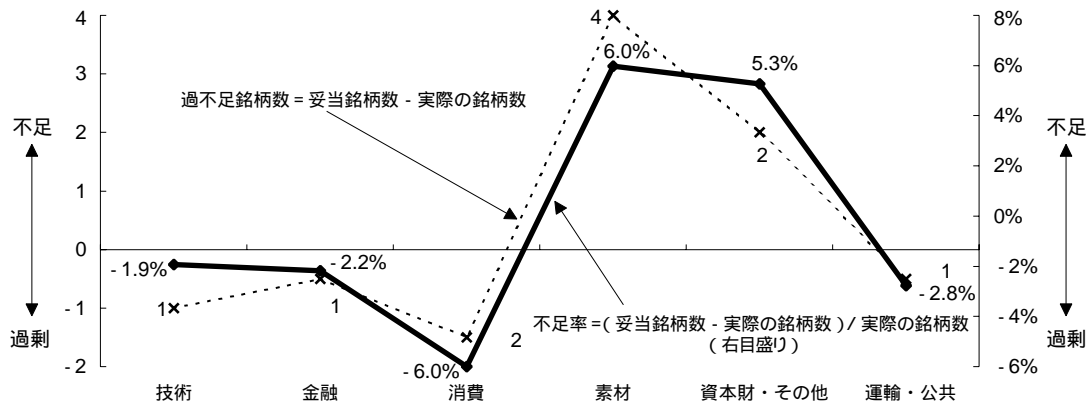


(注)この時、日経平均採用銘柄のうち10銘柄は絶対除外基準に抵触している可能性があるため、ここではその10銘柄を除外してある。

2000年3月1日時点の高流動性銘柄(「金融」セクターで非採用銘柄)

コード	銘柄名	流動性順位	コード	銘柄名	流動性順位
1	8601 大和	17	6	8404 安田信	83
2	8319 大和銀	41	7	8753 住友海	107
3	8302 興銀	44	8	8607 勤角	165
4	8403 住友信	56	9	8606 新日本	166
5	8321 東海銀	75	10	8332 横浜銀	170

2000年5月1日時点(新基準の場合)



(注)この時、日経平均採用銘柄のうち2銘柄は絶対除外基準に抵触している可能性があるため、ここではその2銘柄を除外してある。

業種から補充される可能性が高かったが、実際には大和証券グループが採用された。この結果が新基準で導かれるかどうかを検証してみる。なお、試算に用いるデータは週次データで、「売買高」、「売買代金」は週間累計データを、株価データは週足のデータを用いる。ただし、先物・オプションのSQ週は除いてある。

まず、NTTデータが採用された1999年3月の試算の結果をみると、不足率、不足銘柄数上位は「技術」セクターとなっており、日経36業種では医薬品、電機、自動車、精密機器、通信が該当する。これらのうち、日経平均非

採用銘柄で相対的に流動性の順位が高かった銘柄が、図の下に示した銘柄である。NTTドコモは上場して日が浅かったとしても、NTTドコモ以下は富士重、三菱自、松電工となっており、実際に採用されたNTTデータ、クラリオンは上位にいたものの相対的に採用される確率は高くはなかった。逆に旧基準で計算した場合、クラリオンは採用される確率が高く、旧基準の「売買高」を「売買代金」に変えた場合NTTデータの確率が高かったのは前述の通りである。これらから、1999年3月時点では今回の新基準への過渡期で「売買高」と「売買代金」を

混在させたと考えた方が良いでしょう。

次に、2000年3月の大和証券グループが採用された時をみてみよう。不足銘柄数は「技術」セクターが11銘柄と高いものの、不足率では「金融」セクターが50%と極端に高い数値となっている。日経平均非採用銘柄のうち、「金融」セクターで流動性順位が高いのは、大和証券グループ(17位)、大和銀行(41位)、住友信託銀行(56位) ...となっており、新基準で試算すれば大和証券グループが補充銘柄の最有力候補であったことは間違いなさそうである。また、示した「金融」セクターの銘柄群のうち、上位7銘柄までが今回の大幅入れ替えで新規に採用されている。この時、旧基準で試算すると、「小売」、「サービス」の銘柄が補充銘柄の候補として出てくることを考えると、2000年3月の時点で新基準による補充銘柄の選別が行われていたと考えられる。

では30銘柄を入れ替えた現在はどうなっているのだろうか。セクターごとに若干の過不足はあるものの、今回の大幅な入れ替えで過不足銘柄数、不足率ともに是正されており、不足率が2桁を越えるようなセクターはなくなった。ただ相対的には「素材」セクターが不足、「消費」セクターが過剰となっており、この状態が続けば10月の定期見直しで修正されるであろう。

参考までに、7月1日に日経平均採用銘柄である東燃がゼネラル石油と合併し、日経平均採用銘柄から除外されることが決まっている。新基準では特例として、合併会社が採用される場合もあるが、そうでない場合、「素材」セクターから相対的に流動性の高い銘柄が採用される可能性がある。5月1日現在、日経平均非採用銘柄の「素材」セクターで、流動性順位が高いのは、資生堂(106位)、積水化学(118位)、三井化学(119位)などである。

残された問題点

今回変更された基準でセクターごとの不足率などが是正されたが、問題点が全くないわけではない。例えば、業種区分を6セクターに集約したが、そのベースは日経

36業種のままであることである。良い例がソフトバンクであろう。ソフトバンクは銘柄入れ替えの度に市場関係者が注目していたが、属する業種が「商社」(日経36業種区分)であったため、旧基準では採用される可能性が極端に低かった。今回の業種の集約で「商社」は「素材」セクターとなったが、これではソフトバンクが「素材」セクターということになる。同様の不都合はまだあろう。これは、日経36業種の見直し、若しくは各銘柄の日経36業種内での業種見直しが必要ということである。前者は影響が大きく実際に実施されるかどうかは疑問だが、後者については定期見直しに伴う銘柄入れ替えと比較すると頻繁に行われてきた(キヤノン、ミネベアなど)だけに、今後見直される可能性もあろう。特に市場への影響が大きいネット関連や、この数年のリストラで業態が大きく変化した企業などの扱いが注目される。

最後に、今回の入れ替えでも経験したように、入れ替え銘柄数の上限を撤廃したことで、低位株の除外、値嵩株の採用が大幅に行われた場合の指数に与える影響がある。指数自体は除数に変更されるためニュートラルだが、投信や裁定取引などによって採用銘柄への需給が歪み日経平均が大きくブレてしまうことが心配される。今回の30銘柄という大幅な入れ替えが日経平均が新しく生まれ変わる過渡期に必要なことで、一時的なものであれば良いのだが、今回の基準変更が銘柄入れ替えを行ない易くするためと考えた場合、先般のような波乱が続く可能性があり問題となろう。混乱が生じることが予想される指数に、市場参加者が指標性を求めるかどうか、ということである。逆に、指数が大きくブレる可能性とその時期が判っていれば、短期的な投機的資金が採用銘柄や派生商品などに集中することも考えられ、ブレを増幅させる可能性すらある。今回の基準変更は思い切ったものだと考えられる。しかし、これが定着するまでは今しばらくの時間が必要となろう。また、S&P/TOPIX150など新しい指数との競合も考えれば、日経平均の変化はこれからも続ける必要があろう。