

株価指数連動型ファンドの普及と価格形成 —日経 225 型 ETF 普及の影響—

成蹊大学 俊野雅司

日銀の長期間にわたる大規模な金融緩和政策に関しては、2%程度のマイルドなインフレ率の達成という目標がなかなか達成できない中、金融機関の経営に対する悪影響など様々な「副作用」が発生しているという指摘が見られる。このような環境の中、直近時点では年間6兆円に達する株価指数連動型ETFの購入に伴う株式市場への影響について考察を行った。その結果、日銀によるETFの購入政策が開始された2010年以降、2017年までの間、継続して日経平均株価の構成銘柄であった197銘柄の価格形成において、個別銘柄固有の要因に基づく株価変動の要素が薄れ、株価指数のインデックス売買に伴う市場要因に基づく株価変動の要素が高まっていることを示唆する検証結果が得られた。

わが国では、日経平均株価に連動する運用を目指すインデックスファンドは90本以上設定されてきたが、2001年にETF（上場投資信託）が解禁され、インデックスファンドよりも低コストで日経平均株価へのエクスポージャーを確保できる金融商品が提供され始めてからは、インデックスファンドに関しては、純資産額、純設定額（設定額－解約額）ともに、伸び悩む状況が続いている。これに対して、日経225連動型のETFはこれまで8本設定されてきたが、日銀によるETFの買入政策が開始されたころから、純資産額、純設定額ともに急上昇してきた。特に、2014年10月以降、株価指数連動型ETFの買入総額が6兆円に増額されてからは、両指標ともに上昇のスピードは加速している。

日経225連動型ファンド（インデックスファンドとETFの合計）の純設定額の変動と日経平均株価の構成銘柄197銘柄の価格変動の関係について計測を行ったところ、純設定額が増加すると、株価指数のリターンと構成銘柄のリターンの間のマーケットモデル（計測期間は、純設定時の翌日から20営業日）におけるベータが1に近づき、自由度調整済決定係数が上昇するという傾向が見られた。この結果は、日経225連動型ファンドの純設定額が増加して、日経平均株価の構成銘柄に関して一律に株式を購入する取引が発生することによって、構成銘柄の株価変動における個別銘柄固有の要因が薄れ、市場要因が増加していることを示唆していると考えられる。純設定額の増加に伴って構成銘柄のボラティリティがTOPIXのボラティリティに近づく傾向が見られたことも、個別銘柄固有の要因に基づく株価変動の希薄化と何らかの関連があると考えられる。

今後、日銀によるETFの購入がこのまま継続された場合には、日経平均株価構成銘柄の株価形成要因がますます市場連動型に偏っていき、個別銘柄固有の要因の影響がますます希薄化していく可能性も懸念される。このような状況が継続すると、コーポレート・ガバナンスの緩みなど、様々な副作用が発生する可能性も否定できない。