

野村証券株式会社 インデックス業務室



Vol. 020



業務室の室内会議室は西側にあるせいか、夕方には蒸し風呂のようになってしまい、会議のたびに夏の訪れを体感しています。皆様はいかがお過ごしでしょうか？
業務室ではこの度、「野村日本株トップ 400 除く金融インデックス」を公表しました。
時価総額上位 400 銘柄から金融銘柄を除いた等金額型指数となっています。

<http://qr.nomura.co.jp/jp/ntpexf/index.html>

今月は 7 月から開始される東証の ETF 市場におけるマーケットメイク制度に関するコラムと、
株価指数の配当落ちの取り扱いの違いに関するコラムをお送りいたします。

日常生活と経済学の関係性を説いている室長から一言が、今月もあります。
ところで、室長は経済理論を使って奥様を口説き落とすのでしょうか？
今月もおまけとしてお読みいただけますと幸いです。

(業務室だより編集委員会 委員)

コラム1 「実は指数ごとに違うんです：配当落ちの取り扱い方法」 小見山 奈々

コラム2 「ETF の流動性改善なるか…、7 月から新制度導入」 権代 紘志
室長から一言…言わせてください

業務室だよりの定期配信（月 1 回）やバックナンバー含めた閲覧をご希望で、下記「メール配信サービス利用規約」にご同意いただける方は、大変お手数ですが、必要事項 1.~6. をご記入の上、野村証券インデックス業務室までお知らせくださいますようお願い申し上げます。

■ 必要事項

1. 「[メール配信サービス利用規約](#)」に同意します。
2. 貴法人(貴基金)名：
3. ご部署：
4. お名前：
5. メールアドレス：
6. お電話番号：

連絡先

野村証券株式会社 インデックス業務室

TEL 03-6703-3986

E-mail idx_admin@jp.nomura.com

URL <http://qr.nomura.co.jp/jp/index.html>

スマートフォンをお持ちの方は右記の QR コードを読み込みアクセスすることができます。



実は指数ごとに違うんです： 配当落ちの取り扱い方法

小見山 奈々

指数の配当金反映

株式の配当込み指数。だいぶ前の話ですが、お客さまから配当落ちの取り扱い方法についてお問合せをいただいた際に、改めて他のベンダーさんの計算仕様を眺めてみたところ、なんと計算方法が違うことに気が付きました。(当時、自身の担当する指数計算仕様にしか目が行っていなかったことはお恥ずかしい限りです。)

指数計算での配当金の反映は2度に分けて行われます。1回目は配当落ちの時。配当落ち日時点では、各企業の当期配当金は未定のため、配当落ちした価格をその時点の予想配当金で補完した上で¹、その日の配当込指数が計算されます。2回目は決算短信等で各企業の当期の配当金が確定した時で、これまで指数に反映されていた予想と実績の配当金の差額を埋めるために調整が行われます。前者は配当落ち日に行われ、後者の実施日は指数ルールによって異なり、例えば、Russell/Nomura 日本株インデックス(以下、R/N)では、月末営業日にまとめて1ヶ月分の差額調整を行います。…というのが私の当時の理解でしたが、実は前者も指数によって異なってい

て、指数ルールの中にある計算式を確認しなければならなかったことがわかりました。(何度も言いますが、お恥ずかしい限りです。)

指数の計算仕様を比較してみると…

ここではR/NとTOPIXの2つの株価指数を例に、考えてみましょう。

配当込み指数の日次リターンの計算仕様を比較するため、表記を統一し、簡易的な式にすると以下の通りになります²。

$$\begin{aligned} \text{TOPIX 配当込リターン} &= \frac{\text{当日時価総額}}{\text{前日時価総額} + \text{修正時価総額} - \text{配当落ち金額}} - 1 \\ \text{R/N 配当込リターン} &= \frac{\text{当日時価総額} + \text{配当落ち金額}}{\text{前日時価総額} + \text{修正時価総額}} - 1 \end{aligned}$$

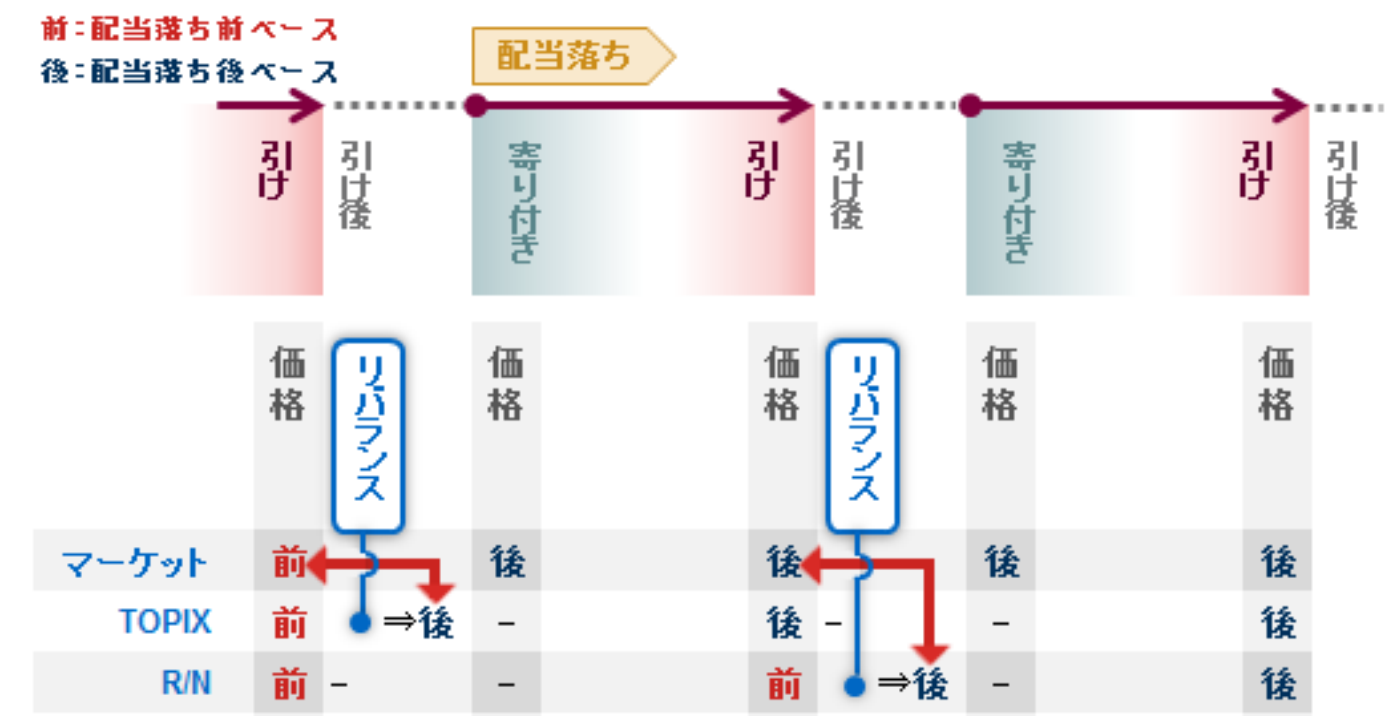
配当落ち日を“当日”と考えると、TOPIXは配当落ち後ベースの価格を基準に指数値計算されているのに対し、R/Nでは配当落ち前ベースの価格を基準にしていることがわかります。また、分子の計算からみるに配当落ち日終値ベースの指数構成銘柄ウエイトについても同様で、TOPIXでは配当落ち後ベースに対し、R/Nでは配当落ち前ベースとなっています。

この計算式を基に、配当落ち日前後の価格の変化について整理すると、(図表1)のようになります。マーケットの価格と並べてみると、TOPIXは配当落ち後ベースの価格に切り替わるタイミングが同じで、マーケットの実勢に合った概念で計算されていると言えます。また、パッシブ運用において、引けで取引を行い、かつ配当落ち分を現物に再投資すると想定した場合、TOPIXは配当落ち日の前営業日引け後にリバランスを行う前提で指数値の計算がされています。マーケットの価格が配当落ち前ベースであるときに、配当落ち後ベースの指数構成銘柄ウエイトに合うようリバランスをすることは、か

なり難しいのではないかと思います。それに対し、R/Nは配当落ち日当日の引け後にリバランスを行う前提で指数計算がなされていて、マーケットも指数構成銘柄ウエイトも配当落ち後ベースの価格になっているため、構成銘柄ウエイトを合わせやすい設計になっていると言えます。マーケットの実勢を反映すべきか、運用のしやすさを追求すべきか。指数を設計する上でいつも我々の前に立ちはだかる壁です。

他の指数はどちらのパターンでしょうか…? 興味のある方は業務室までお問い合わせください。

(図表1) 指数における配当落ちの取り扱い方法と価格の変化



(注)ここで言う“リバランス”を行うタイミングは、引けで取引を行い、かつ配当落ち分を現物に再投資することを想定。(出所)野村

¹ どのソースの予想配当を使って計算するかは、インデックスごとに取り決められています。
² 実際の計算式とは異なります。詳細については各インデックスのルールブック等をご参照ください。

ETF の流動性改善なるか…、7 月から新制度導入

権代 紘志

マーケットメイク制度が始まります

2018 年 7 月 2 日から、東京証券取引所（以下、東証）の主導のもと ETF（上場投資信託）市場のマーケットメイク制度¹⁾が開始されます。本制度の導入により取引所の立会内取引における ETF の流動性が改善し、ETF 市場が従来よりも使い勝手の良いものになるのではないかと期待されています。

ETF の取引には、発行市場（設定・解約（交換²⁾）と流通市場（立会内取引と立会外取引）での売買が考えられます。現在、個人投資家は流通市場の立会内取引を中心に行っている一方で、機関投資家は発行市場や流通市場の立会外取引（OTC など）を主に利用しており、図らずも“棲み分け”が起きています。これは、流動性の低い ETF については執行コストや執行可能数量を見通しづらいことから、機関投資家は立会内取引に消極的にならざるを得ないからであると考えられます³⁾。

本制度の導入によって機関投資家の立会内取引が促進されれば、市場参加者の多様化、取引量の増加、ひいては ETF の流動性向上が期待できます。

1) 日本取引所グループのホームページの以下のリンクを参照：<https://www.jpex.co.jp/equities/products/etfs/market-making/index.html>
 2) 一般に株式などの投資資産のバスケットで受け取ることを「交換」、金銭で受け取ることを「解約」という。
 3) 機関投資家が立会外取引を選ぶその他の理由として、例えば、運用の手口を見られたくない、立会内で大きな売買があると憶測を呼んでしまう、OTC(店頭)市場では売買委託手数料が取引価格に織り込まれるため消費税がかからないことがある…などが挙げられる。
 4) 気配提示時間は月次判定で、義務履行のためにはその月の累積した立会内取引時間のうち 80%以上で気配提示を行う必要がある。
 5) 2018 年 3 月時点、本制度対象の ETF の平均日次売買高の合計は約 287 億円であり、年換算だと約 7.1 兆円(野村集計)。

マーケットメイカーに気配提示義務

新制度の目玉は、ETF の流動性を生み出すマーケットメイカー（以下、MM）に『気配提示義務』を課し、義務を履行した MM に対しては『インセンティブ（報酬）』が支払われる仕組みとなっているところです。東証は参加申請をもとに銘柄ごとに MM を指定します。気配提示義務には、気配提示銘柄数、気配提示時間⁴⁾、スプレッド・気配提示数量の三つの義務があります。このうち気配提示銘柄数では(図表 2)、MM は①～③のいずれかを満たす必要があり、流動性の低い内国 ETF や海外指数 ETF に対しての積極的なマーケットメイクが求められます。なお、現在、立会内取引の売買代金⁵⁾の 9 割弱を占めるレバレッジ・インバース型 ETF は本制度の対象から除外されています。

MM にはインセンティブを付与

東証は気配提示義務を充足した MM に対して約定金額に比例したインセンティブを支払います。インセンティブは ETF の種類と取引相手によって単価に差がつけられており、流動性（立会内日次平均売買代金）

の低い ETF ほど高く設定⁶⁾され、MM 同士の間の取引には低く設定されています。また、国内株式を除いて、資産形成に特に必要だと東証が考える「資産形成指数銘柄」（2018 年 3 月時点で 25 銘柄）に対しては通常よりも高額な単価が設定されています。

MM に対する空売り規制の一部緩和

MM はマーケットメイクする指定銘柄に限り、空売り規制の一部が適用除外されます。特に手元に借入れた ETF がない状態での空売り(Naked Short Selling)が可能になり、これによりマーケットメイクのために必要な ETF の在庫保有を減らすことができます。MM にとってより少ない在庫保有量で済むならば資金調達や信託報酬などのコストを抑制でき、タイトな売買スプレッドを提示しやすくなります。

流動性改善後の ETF 市場への期待

本制度の導入により、多くの ETF でタイトな売買スプレッドと、まとまったデプス（気配提示数量）が提示されることが期待できます。また、立会内の市場参加者にとっても、各 ETF の執行コストや執行可能数量に対して一定の目安を持てるようになるでしょう。

ETF の利点は、リアルタイム売買、少額での分散投資、豊富な品揃え、低い売買手数料と信託報酬、資産内容の透明性の高さなどが挙げられますが、流動性の改善によってこうした利点を投資家が最大限活用できる市場環境になることが望まれます。業務室では現在、ETF の連動対象となっている指数を 8 本ほど管理運営しており、今後も投資家に広く受け入れられるような指数の提供を目指していきたいと思えます。

(図表 2) マーケットメイク制度における気配提示銘柄数の条件

| | 気配提示を行う最低銘柄数の条件 | 備考 |
|---|---|---|
| ① | 30銘柄以上 うち低流動性銘柄から20銘柄以上 | 銘柄タイプを比較的自由に選択できる一方で、最低銘柄数は多く設定 |
| ② | 海外指数ETFから15銘柄以上 | 国際分散投資を可能にする海外指数ETFを選択する場合、最低銘柄数を少なく設定 |
| ③ | 内国ETFで低流動性銘柄から10銘柄以上 かつ海外指数ETFから10銘柄以上 | 内国ETFと海外指数ETFの両方をマーケットメイクする必要があるが、最低銘柄数はやや少なく設定 |

(出所) 東証公表資料より野村作成
 ・日経 225、TOPIX、JPX 日経 400 を対象とする ETF は低流動性銘柄としてはカウントしない。
 ・低流動性銘柄とは日次平均売買代金 1 億円未満の ETF であり、2018 年 3 月時点で 160 銘柄が対象となっている。
 ・海外指数 ETF は 2018 年 3 月時点で、52 銘柄が対象となっている。
 ・図表 2 の①～③のいずれも満たさない場合、義務を履行する銘柄があったとしてもインセンティブは支払われない。
 ・各 MM は、本制度への参加から最初の 6 か月間は、図表 2 の①～③で示した気配提示銘柄数よりも少なくともすむスタートアップボーナス期間が適用される。図表 2 の①～③はスタートアップボーナス期間終了後の気配提示銘柄数。
 6) 流動性(立会内日次売買代金)の大小で 5 段階の階層(ティア)に分けられ、流動性の低い ETF ほどインセンティブ単価の高いティアに含まれる。各 ETF がどのティアに含まれるかは四半期ごとに見直される。

室長から一言…

言わせてください

二人の男が「会う、会わない」で世界中が振り回されている感のある今日この頃。一旦は会談することを約したのに、相手が失礼な行動をとるから中止だとか、それでも会う用意があるから水面下で交渉を続けるとか。そんな時に思い出しちゃったのが、シルヴィ・ヴァルタン^{*}の超有名曲、“Irrésistiblement”です。“抗えないほどに”という副詞なのですが、邦題は“あなたのとりこ”…意識はいいとしても、何故ひらがな？

*Tout m'entraîne, irrésistiblement vers toi,
a chaque instant* どうしようもなくあなたに惹かれる、いつも
Tout m'enchaîne, irrésistiblement a toi, je le sens * どうしようもなくあなたと繋がっていると分かる

この歌は恋人に会いたくてしょうがないというそれだけのメッセージ。恋人でもなく、仲良しですらないだろう二人の男の物語とは距離があります。それでも、二人は「会わずにはいられない」という気持ちが抑えられないのでしょう。あるジャーナリストは一連の流れを嘆きながら「これは、危険なゲームだ」と評していましたが、これは、ちょっと惜しい。私見では、「はは～ん、これはゲーム論なのだ」という感じです。

そもそも二人の間には、会う努力(協力)をすることで得られる利得が確実にあります(血みどろの対決をひとまずは避けることができます)。しかも、互いに会おうと協力しながらも、駆け引きをすることでその後の交渉を有利に進められるわけですから、どうしても紆余曲折があるわけです。交渉日程の急な変更に見られるタイミング操作、ぶっそうなオプションを匂わせながらツイッターで発信するコミットメント、第三者(第三国)を利用したコミットメントの応酬、(効果的だったのかどうか判定が難しい)爆破パフォーマンスによるシグナリングなど。これらは全て、交渉によって今後自分が獲得できるであろう利得を極力大きくしようとする合理的な行為です。要は、こうしたもろもろの行為が相手に信頼されるかどうか。

とはいえ、日々刻々と変わる一連の報道に翻弄されてしまうのは詮無きことでしょうね。一番迷惑しているのは会談予定地の会場関係者の皆様かも。「会う、会わない」の行く末もさることながら、その一歩先、そのまた先の未来には何があるのでしょうか。大事なものはむしろそちらなのではないかと思えてなりません。何が起こるか判らないので下手な予想をする気は毛頭ありませんが、シルヴィ姐さんが唄う歌詞の中に、

Comme la joie revient après les pleurs 涙のあとに喜びが戻るように
Après l'hiver revient le temps des fleurs 冬のあとには、花の季節が巡ってくるように
Au moment où l'on croit que tout se meurt すべてが死に絶えてしまうと思われる時でも
L'amour revient en grand vainqueur * 愛は偉大な勝利者として戻ってくる

…とあるのを、超長期的な(?) 予定調和として、ポジティブに見てとりたいたいと思います。

最後に、全くの余談であり、まさに蛇足ですが、この辺りで「シルヴィ・ヴァルタン？ ああ、あの“ワンサカ娘”か」と思った方、ほぼ確実に私より年配です。

本資料中の論評または見解は執筆者のものであり、野村グループ内の他の関係者の見解と一致しない場合があります。当社で取り扱う商品等へのご投資には、各商品等に所定の手数料等(国内株式取引の場合は約定代金に対して最大1.404%(税込み)(20万円以下の場合)、2,808円(税込み))の売買手数料、投資信託の場合は銘柄ごとに設定された購入時手数料(換金時手数料)および運用管理費用(信託報酬)等の諸経費、等)をご負担いただく場合があります。また、各商品等には価格の変動等による損失が生じるおそれがあります。商品ごとに手数料等およびリスクは異なりますので、当該商品等の契約締結前交付書面、上場有価証券等書面、目論見書、等をよくお読みください。

野村證券株式会社
金融商品取引業者 関東財務局長(金商) 第142号
加入協会/日本証券業協会、一般社団法人 日本投資顧問業協会、一般社団法人 金融先物取引業協会、一般社団法人 第二種金融商品取引業協会
Copyright © 2017 Nomura Securities Co., Ltd. All rights reserved.

* Sylvie Vartan, "La Maritza" 1968, RCA Victor 収録の "Irrésistiblement" より引用。