



野村証券株式会社 インデックス業務室

業 務 室 だ よ り

Vol. 039



先月号でご案内しましたが、「SDGs 債市場の拡大と『NOMURA-BPI SDGs』」と題し、12月9日(月)にセミナーを開催いたしました。多くの方にお越しいただき、どうもありがとうございました。また、ご都合によりあいにくご参加出来なかった方も、当日の資料にご興味がありましたら、ぜひ業務室までお問合せください。

今月は、定期入替時に我々“も”着目している売買コストに関する指標と、この12月で7周年を迎えるインデックスの2本のコラムをお届けします。

今月の一枚。今回もおまけとしてご覧いただければと思います。

(業務室だより編集委員会 委員)

コラム1 ▶ 「回転率から売買コストって分かるもの？」

梶村 侑加

コラム2 ▶ 「7周年を迎えた高配当 70」

大塚 小百合

今月の一枚

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。



回転率から売買コストって分かるもの？

梶村 侑加

2019 年定期入替回転率

2019 年 11 月 20 日は Russell/Nomura 日本株インデックス(以下、R/N)の定期入替日でした。今年の入替回転率(以下、回転率)は、全ての R/N サブインデックスにおいて平均値よりも低い水準となりました(図表 1)。一般に、Value, Growth といった投資スタイル別指数においては、市場全体を表す R/N Total Market インデックス(以下、R/N Total)と比べて大きく銘柄が変化するため、回転率の水準や変動幅が高い傾向にあります。また、R/N Large/Small Cap インデックスといった規模別指数(以下、Large, Small)¹においても、R/N Total と比べると回転率の水準は高くなりやすく、特に Small は値動きが激しい小型株を構成銘柄としている分、銘柄の入替わりも多く、回転率は高くなる傾向にあります。

回転率とは

回転率は、銘柄入替の前後で各指数の構成銘柄のウェイトがどれだけ変化したかを表し、入替による売買コストへの影響を測る指標の一つです。運用者や投資家にとっては、入替に伴うコストをどれだけ抑制できるかが鍵となってくるので、指数設計時もあることながら、定期入替時に行う検証作業

で我々が最も着目する数値と言っても過言ではありません。

組入除外銘柄数が多い＝回転率が高いと思われがちですが、必ずしもそうではありません。回転率はウェイトの変化を表しているため、ウェイトが大きく変動しているか、もしくは銘柄の入替わりが激しいかで、回転率の水準は異なってきます。また、各指数の構成ルールによっても回転率の水準が異なります。例えば、RN Prime インデックス(以下、Prime)は、採否決定の境界付近の銘柄(時価総額 901 位~1100 位の銘柄)に限って既組入の銘柄を優先して採用するルール“リバランスバンド”を導入していることで、R/N Total と比べてみても、回転率を抑えることができています。

回転率だけでは見えない売買コスト

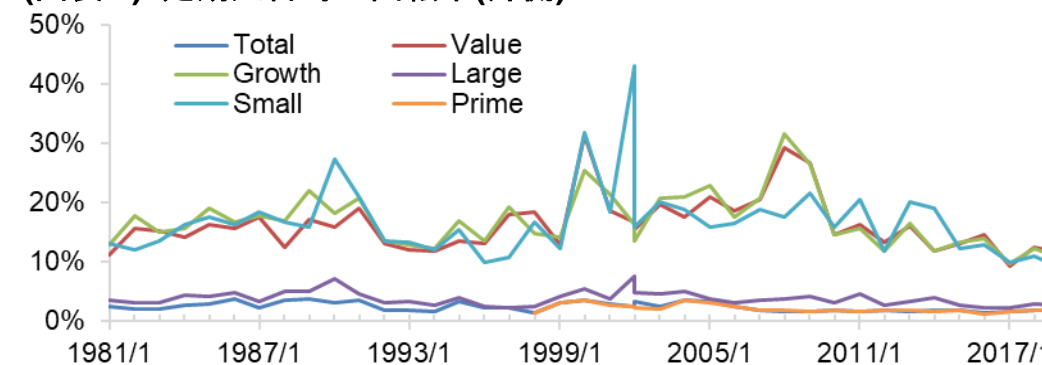
基本回転率は低い方が売買コストを抑えられるのでよいとされていますが、インパクトコスト(自身の売買の影響で市場価格が変動して生じるコスト)の観点から考えると、回転率だけでなく、インパクト日数²も重要な指標です。インパクト日数は、回転率が高いことに加えて、流動性の低い銘柄の入替が多いほど長くなります。例えば、R/N Total Value/Growth インデックス(以下、Value, Growth)³の過去 5 年の推移をみると(図表 2)、Value の回転率は 2017 年が最も低いにもかかわらず、インパクト日数は 2019 年よりも 2017 年のほうが長くなっています。つまり、回転率が低くても、流動性の低い銘柄の入替わりによって、結果的にインパクトコストが高くなる可能性があります。

す。Prime においては、リバランスバンドによって回転率は低い水準となっていますが、年によっては低流動性銘柄によるインパクトコストに悩まされることもあります。

業務室の任務

時間の経過とともに市場環境や制度などは変化していきます。“今”の時代に求められる指数にすべく、業務室では、定期入替時に必ず、各銘柄のサイズの変化、組入除外の理由などを調査し、指数のルールや投資スタイルに則った入替になっているか、その結果として、例年と比べて回転率がどうなったかを検証しています。とはいえ、よりよい指数を運営するためには、皆様のご意見が必要です。来年も引き続き、どしどしご意見をいただければと思います。お待ちしております。

(図表 1) 定期入替時の回転率(片側)



(注) 図表 1: 1981 年から 2019 年の定期入替回転率の推移を表す。ただし、Prime は 1998 年以降。「 $\frac{1}{2} \left[\frac{\text{入替前時価総額} - \text{入替後時価総額}}{\text{入替前時価総額} + \text{入替後時価総額}} \right]$ 」により定期入替日の前営業日時点の株価を用いて算出。
図表 2: 2015 年から 2019 年までの R/N Total Value/Growth インデックスの回転率とインパクト日数を表す。

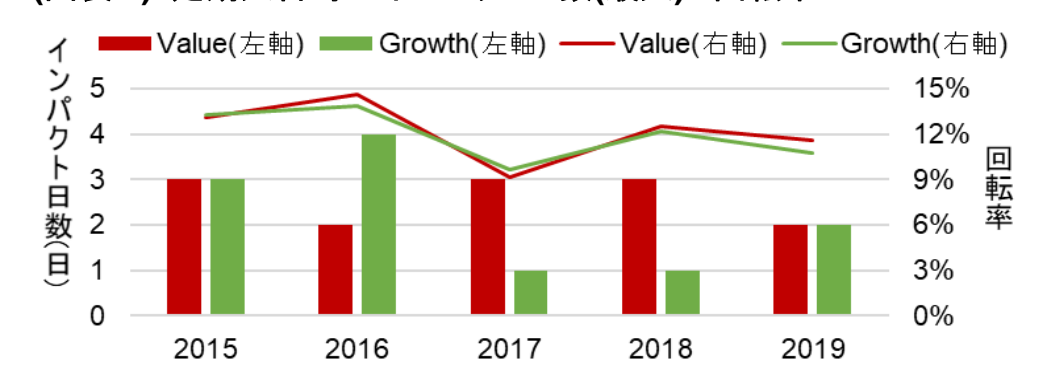
(出所) 野村

¹ R/N Large Cap インデックスは、R/N Total の浮動株調整時価総額上位約 85%からなる。R/N Small Cap インデックスは、R/N Total の浮動株調整時価総額下位約 15%からなる。

² インパクト日数(最大)は「 $\max \left(\frac{\text{入替前時価総額} - \text{入替後時価総額}}{\text{日次平均売買代金}} \right)$ 」により 1,000 億円規模の完全法パッシブ・ファンドの定期入替に要する日数を推計した。日次平均売買代金は定入替基準日における直近 1 年の平均。

³ R/N Growth/Value インデックスは、修正 PBR を判定基準に用い、R/N Total Market インデックスの浮動株調整時価総額が二分されるように構成銘柄と Value/Growth 比率が決定される。

(図表 2) 定期入替時のインパクト日数(最大)と回転率



7周年を迎えた高配当70

大塚 小百合

野村日本株高配当70(以下、高配当70)は2012年の公表から今月で丸“7”年が経過しました。高配当70は、国内上場株式の中から予想配当利回りの高い70銘柄を構成銘柄とする等金額型指数です。

思い起こせば、指数開発当時にも、長期的な低金利環境が続く中、相対的に高い利回りが期待できる高配当株投資が注目されていました。高配当70は、こうした投資ニーズに対するETF用の指数として開発されました。

高配当株投資を指数化する意義

高配当株に投資したいとき、少数の銘柄を選んで個別銘柄投資をすることも一つの方法です。しかし、選んだ銘柄が突然大きく減配することになった場合のリスクを懸念し、複数の高配当銘柄に投資することでリスク分散を図ることが好ましいと言えます。例えば、高配当を投資テーマとする指数に連動する運用商品に投資することにより、透明性が高く、相対的に低コストで高配当株投資を行うことが可能になります。

高配当70では、定期的に銘柄入替を行う仕組みを内包し、その都度新しい情報に基づいて今期予想配当利回りの高い70銘柄

を選定するため、運用商品に一度投資を行えば、自動的に常に最新の高配当株に投資することができます。

指数ルールで減配リスクに配慮

高配当70は、過去3年間に経常利益がマイナスとなったことのある銘柄は組み入れないといったルールや、期中に予想配当がゼロとなった銘柄を早期に除外するといったルールを採用し、減配リスクの低減を目指しています。さらに、70銘柄が均等に組み入れられる等金額型指数であるため、銘柄分散にも配慮しています。

高配当株投資をETFで行うと…

法人会計上、高配当株投資をETFで行うことにより、相対的に高い分配金を利益計上することができます。

一般的な追加型株式投資信託の収益分配金(以下、分配金)には、課税扱いとなる「普通分配金」と非課税扱いとなる「元本払戻金(特別分配金)」があります。普通分配金は運用収益に基づいた分配金のこと、利益計上が可能であるのに対し、元本払戻金は、分配金落ち後の基準価額が個別元本(平均取得価額)を下回った部分(いわゆる元本の取り崩し部分)のことで、利益計上

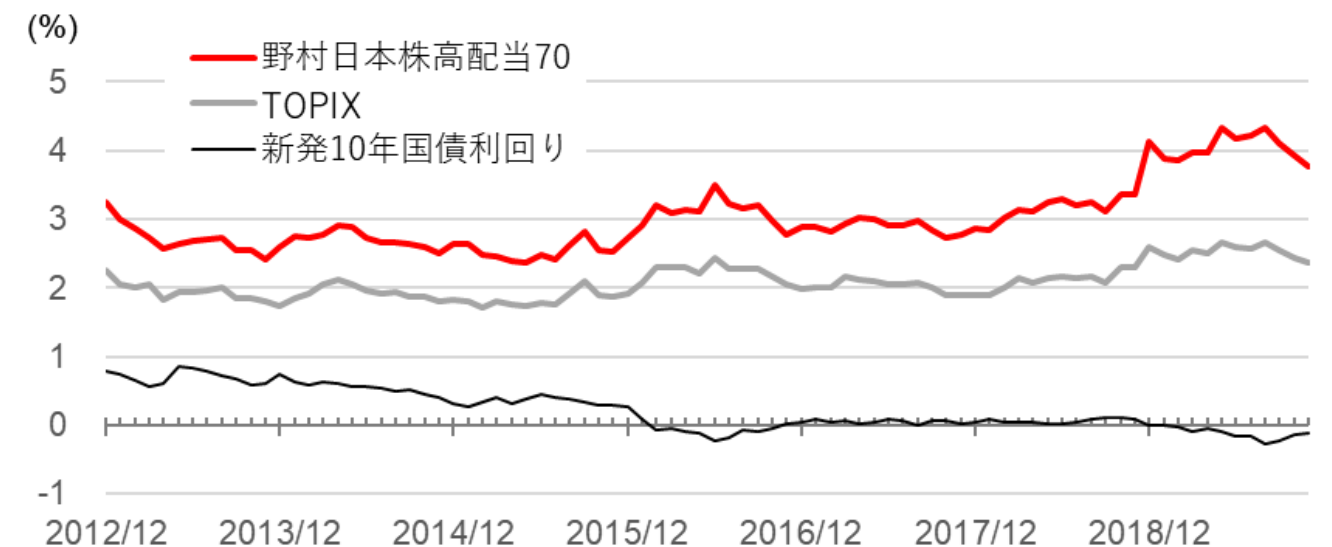
ができません。ETFでは、全ての分配金が普通分配金として扱われ、利益計上が可能です。

分配金の希薄化への配慮

高配当70は、構成銘柄の配当タイミングを考慮した指数ルールにより、“分配金の希薄化”を低減できるようにしています。

ETFでは一般に、保有銘柄の配当の権利確定からETFの分配金の権利確定までの間に口数が増加すると、1口あたりの分配金が減少します¹。高配当70のルールで決算月(=権利確定月)が3、6、9、12月の銘柄に絞り込み、決算月後早めに分配できるようにETFの決算日を設定することで分配金の希薄化低減に配慮しています。

(図表3) 予想配当利回りの推移



(注)2012年12月末から2019年11月末の月末値。指数の予想配当利回りは、構成銘柄の今期予想配当利回りを指数構成銘柄ウェイトで加重平均して算出。

(出所) 野村

¹ 分配金が課税対象であることを考慮しなければ、“分配金の希薄化”によって、分配金を含む投資資産全体の資産価値は変化しない。
² 2012年11月末から2019年11月末の配当込み指数の幾何平均リターン(年率値)。
³ 2012年12月末から2019年11月末の月末時点の指数の予想配当利回りの平均値。

今月の1枚



「2020年の干支」 出展者：宮野 俊英

来年の干支は庚子(かのえね)ということで、電子機械のネズミに集まってもらいました。最近ではスマートフォンやタブレットの画面タッチも増えていますが、オフィスではまだまだマウスで操作する方が多いかと思えます。弘法筆を選ばずというか、どんなマウスでも気にしないという方もいますし、疲れにくいデザインのものなどこだわりがある方もいるかもしれません。新しい年、直接手で握る大事な仕事道具を見直してみるのもいいのではないのでしょうか。新しい気分で運氣も効率もアップするかもしれません。

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1.43%（税込み）（20万円以下の場合は、2,860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 © 2019 Nomura Securities Co., Ltd. All rights reserved.

(2019/12/25 発行)