

## 株価に「興銀効果」は存在したか

原田 喜美枝

俗に「興銀効果」という呼称は、「一九八〇年代後半から一九九〇年代はじめにかけてのいわゆるバブル期に、銀行業株価のTOPIXに占める割合が高くなりすぎた」ことを象徴的に表している。その結果、TOPIXに銀行業株価の与える影響が大きくなり、TOPIXの指標としての正確性が問題にされた。<sup>(1)</sup>

TOPIXに関する問題を指摘する声を聞くことが時々ある。日本の株式市場の株価水準をあらわす指標のなから代表的なものを二つあげる

### 一、日本経済の動きをあらわす 二つの指標

二〇〇〇年一月四日火曜日の主な数字を拾うと、

	終 値	前日比
日経平均	一九〇〇二・八六円	十六八・五二円 (+〇・三六一%)
TOPIX	一七二七・四七	一四・七三 (+〇・二七四%)

となっている。日経平均は上げているのに対して、TOPIXは下げている。二つの指標はともに日本の株式市場の水準をあらわしているのに、なぜ一致しないのだろうか。

この違いをもたらす主な理由は、第一に、日経平均が二二五銘柄を対象としていてTOPIXが

とすると、「日経平均株価(以下、日経平均)」「東証株価指数(以下、TOPIX)」になるだろう。なぜ、この二つの中で、TOPIXのほうが批判を受けやすいのだろうか。

この理由を考えるために、二つの指標のなかでもTOPIXに重点を置きつつ、どんな長所・短所をもっているか、どういった経緯で改良されてきたかについて調べるとともに、過去のデータから興銀効果が実在したか検証する。

東証一部上場全銘柄を対象としていることである。第二に、日経平均は単純平均で計算されているが、TOPIXは加重平均で計算されている点である。この二つの指標の説明は証券広報センターQ&A (<http://www.stc.or.jp/ga>) がわかりやすいので、一部引用する。

Q:「日経平均株価」の計算方法を教えてください。

A:株式市場の株価水準をあらわす指標には、いくつか種類がありますが、もっとも使われることの多いのが日経平均株価です。「二二五種平均」とか、単に「平均株価」などと表記されることもあります。

日常的な考えでは平均株価というと、たとえば一〇〇〇円と一五〇〇円と二〇〇〇円の三銘柄では(一〇〇〇円+一五〇〇円+二〇〇〇円)÷三=一五〇〇円というように考えます。「単純平

株価に「興銀効果」は存在したか

均」といって、この考え方に基づいた指標も実際使われています。

ただし、この考え方は株価を時系列でみるとき、不都合が生じます。たとえば会社が「株式分割」といって一株を二株に分割したりすると、株価は二分の一に修正されます(権利落ち)。たとえば、先のケースで一五〇〇円の銘柄が一株を二株に分割されたとすると、その後七五〇円になりますから、単純な平均では(一〇〇〇+七五〇円)÷二=一三七五円(一三〇〇円)÷二=一三〇〇円になってしまいます。

この場合株価は半分になっても、株数は二倍になりますから、その会社の株式の時価総額は変わりません。実質的な株価の値下がりとは意味が違います。日経平均株価はこのような特殊な株価の変化を修正し、株価に連続性をたもたせるよう計算されています。

つまりこの場合一二五〇円を一五〇〇円に修正しなおせばよいので、一二五〇円を一・二倍すれば一五〇〇円になります。これを「修正倍率」と

いいます。あるいは(一〇〇〇+七五〇円)÷二=一三七五円(一三〇〇円)の除数を修正して一五〇〇円になるようにしてもよいわけです。この場合除数は二・五となります。これを「恒常除数」といいます。

実際の日経平均は東証第一部上場銘柄のうち一二五銘柄の株価で算出されています。一九九九年九月九日現在除数は一〇・七四三、修正倍率は二〇・九四四です。除数と倍率を掛けると一二五、つまり銘柄数になるわけです。

なお、日経平均株価をみる場合、対象が一二五銘柄に限られているため市場全体の趨勢を把握するには限界があること、あくまで株価の平均がベースなので株価の高い銘柄の動きに左右されやすいこと、などを注意する必要があります。

となっている。一方、TOPIXのほうは、

Q:「東証株価指数(TOPIX)」とはどういう指標のですか。

A:東証株価指数(TOPIX)は、東京証券取引所第一部に上場されている全銘柄を対象に時価総額を指数として算出します。時価総額とは株価と上場株式数をかけたものです。東証株価指数は、一九六八年一月四日の全銘柄の時価総額を合計したものを一〇〇とし、その後毎日指数の発表が続けられています。

ただし有償増資や新規上場、上場廃止などがあると、株価が変わらなくても時価総額が変化してしまうため、こういうケースでは時価総額を修正して計算します。また、日経平均株価とは違って、株式分割などでは、株数が増えたぶん株価が下がりますから時価総額に変化がありませんから修正は行いません。

となっている。

日経平均の説明で「もっとも使われることの多いのが日経平均株価」となっているが、これはメ

ディアの影響が大きいのではないだろうか。たとえば、日本経済新聞夕刊の金融欄には、大きな枠の中に日経平均株価(当日の一二時四五分時点のもの)、ダウ平均(前日終値)が載っているが、TOPIXは「東証株価指数」と書かれ、小さな枠の中に存在する(朝刊では、TOPIXは大きな枠の中に表れる)。TOPIXは全銘柄を対象としているために指数の算出に時間がかかるのは、と考えるのは正しくない。TOPIXなどをはじめとする指数値は東証の相場報道システムによりリアルタイム(一分単位)で算出されている。

また、証券取引では絶対的な金額の変化は重要ではなく、むしろ収益率などのほうが重要になる。それにも関わらず日経平均がもっともよく使われているのは、日経平均のほうが直感的にわかりやすい、指数を知らなくてもわかる等の理由か

ら利用されているためではないだろうか。

本題に戻ると、日経平均は株価の平均をもとに計算されているのに対し、TOPIXは株数を考慮に入れて計算されている。したがって、日経平均は値がさ株の影響を受けやすいが、TOPIXは上場株式数の多い銘柄の影響を受けやすい。しかし、TOPIXは全銘柄の時価総額から計算されるため、大勢と違う動きをすることがない。

## 二、TOPIXの歴史

日本語に翻訳された書籍は、読み手にとっては外国語より読みやすく理解しやすいことからメリットを享受しているはずなのに、日本語訳が正しくない、表現が悪いなどといった批判を浴びることが時々ある。TOPIXも同じような状況におかれているのではないだろうか。

場株式数でウェイトをとって加重平均しているために値がさ株などの影響を受けない点、が代表的である。先ほどみた二〇〇〇年一月四日の値は一七・四七であるから、単純に考えて、三二年の間に株式市場の資産価値は一七倍以上になっている計算になる。

TOPIXを補完する意味で、大型株、中型株、小型株で分類される規模別株価指数も一九六八年一月四日を基準日として一〇〇で表し、計算されている。TOPIXは上場株式数の多い銘柄の影響を受けやすいと指摘したが、それに対する補完ととらえることができる。規模別株価指数は東証第一部の上場銘柄を上場株式数に応じて三つの規模に分類して株式指数を算出したものだから、である。

さらに、三三業種に分類された業種についても、それぞれの業種別に株価指数が算出されてい

TOPIXは、確かに日経平均よりも複雑な指標かもしれないが、日本の株式市場全体の動きを表す指標としての工夫がなされている。それにもかかわらず、バブル期には銀行株の影響がTOPIXに大きく出ているため指標として正確でないといった声や、最近ではTOPIXがNTTなど通信関連株の上昇の影響を大きく受けており、その他の業種の動きとかけ離れているといった声が聞かれる。果たしてこういった考えは妥当なのか、あるうか、妥当であるとすればどの程度なのか、TOPIXにまつわる歴史を整理したうえで問題を考えてみたい。

TOPIXとは、一九六八年一月四日の東証第一部全上場銘柄の時価総額を一〇〇として、毎日の時価総額がどれほどになるかを表している。長所としては、①全銘柄を対象としているので産業構造の変化や市場動向の変化を反映する点、②上

る。業種別株価指数をみることによって、時代とともに個別産業の時価総額の市況がどう変動してきたか、などを知ることができる。

業種別株価指数は、一九九三年七月五日から現在在三三業種になっているが、それまでは二八業種に分類されていた。多少複雑だと感じるのは、一九九七年二月一日に新設の八業種（化学、医薬品、銀行業、証券業、保険業、その他金融業、卸売業、小売業）の指数については、一九九二年一月六日を基準日として、これを一〇〇ではなく一〇〇〇に変更して算出されている点である。この八業種は、俗に一〇倍指数と呼ばれ、逆次算出によって一九八三年一月四日以降の指数が揃っている。

この規模別株価指数、業種別株価指数については、東証のホームページにある証券用語の説明 (<http://www.rse.or.jp/top/framesp.html>) か

株価に“興銀効果”は存在したか

株価に“興銀効果”は存在したか

表1

TOPIX	TOPIX 500	TOPIX Core30 時価総額、流動性の特に高い30銘柄	33.52%
		TOPIX Large70 Core30について時価総額、流動性の高い70銘柄	56.79%
		TOPIX Mid400 TOPIX100について時価総額、流動性の高い400銘柄	87.15%
	TOPIX Small TOPIX 構成銘柄から TOPIX500構成銘柄及び新指数算出対象外銘柄を除いた銘柄 (98年12月末現在、822銘柄)	100.00%	
		その他 (新指数算出対象外銘柄) 上場後まもない銘柄	

(注) 数値はTOPIXに対する時価総額比率 (98年12月末現在)

(出所) 東証要覧1999

ら、用語の説明を一部引用すると、規模別株価指数については、

規模別株価指数 (大型、中型、小型)

TOPIX (東証株価指数) を補完する指数の一つで、東京証券取引所の市場第一部上場銘柄を、上場株式数の多寡に応じて次の三つの規模別に分類し、それぞれの株価指数を算出したものです。

大型株：上場株式数二億株以上

中型株：上場株式数六千万株以上二億

株未満

小型株：上場株式数六千万株未満

なお、規模別の分類は、上場会社ごとに定款で定められた一単位の株式数異なるため、単位株数換算後 (上場株式数ラ、〇〇〇株/一単位の株式数) の株式数で行っています。単位株制度非適用会社については、一株を「一単位の株式数」とみなして計算しています。

業種別株価については、

業種別株価指数

TOPIX (東証株価指数) を補完する指数の一つで、東京証券取引所の市場第一部上場銘柄を、総務庁統計局の定める「日本標準産業分類」により、建設、化学、電気機器等の三三業種に分類し、それぞれの業種の株価指数を算出したものです。

となっている。

最近の指数で忘れてならないのは、「TOPIX Core30」をはじめとする「TOPIXニュー・インデックス・シリーズ」である。これは基準日を一九九八年四月一日、一〇〇〇ポイントとして算出されている。従来からあるTOPIXとの関係は表1の通りである。一言でいえば、これまではTOPIXを補完する意味で規模別や業種別に

分類されてきたが、TOPIXニュー・インデックス・シリーズは時価総額と流動性という点から分類されている点特徴である。一年に一度、毎年九月に構成銘柄の見直しがおこなわれている。この指数の長所は今までのサブインデックスよりもより適切に市場の実勢を反映する点にある、とされている。適次算出によって一九八九年一月四日以降の指数が揃っている。TOPIXニュー・インデックス・シリーズは新しい指標でもあるので、東証ホームページ上でいろいろな情報を手にいれることができる。

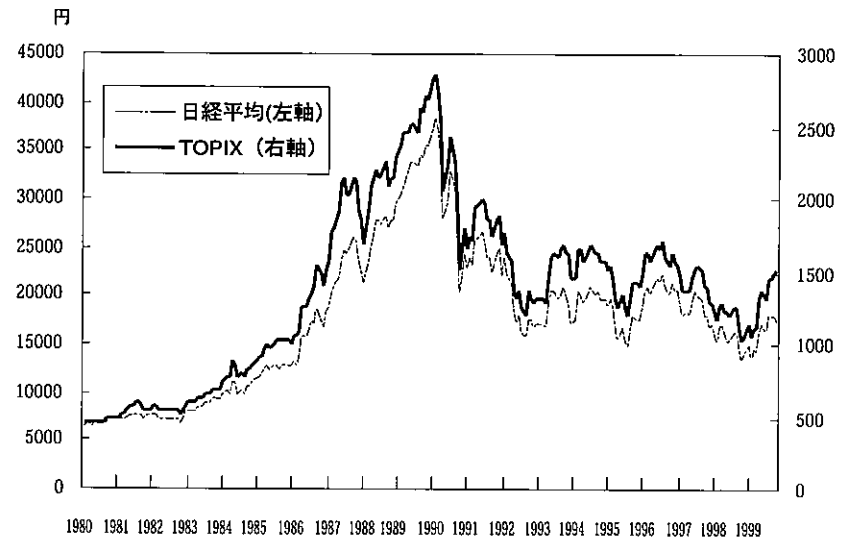
加えて、東証とスタンダード・アンド・プアーズ (S&P) によって「S&P/TOPIX150」という指数も算出されている。この指数は、東証第一部上場銘柄の中から流動性の高い一五〇銘柄を選び、TOPIXと同様に時価総額で加重平均し、基準日を一九九七年二月三〇日、一〇〇〇

ポイントとして算出されている。また、一九九九年二月一日からは配当込みTOPIXも併せて公表されている。

### 三、各指標の動き

では、TOPIXおよび日経平均はどのような動きをしてきたのだろうか。この二つの指標がどのように推移してきたか図に表したのが図1である。図1では、TOPIXと日経平均を同じ図表上で表して比較している。左軸に日経平均、右軸にTOPIXをとり、一九八〇年一月から一九九九年一〇月までの期間を取り出している。この図より、株価の変動が大きい時期には日経平均とTOPIXの間に差が生じていることがわかる。

図1 日経平均とTOPIXの比較



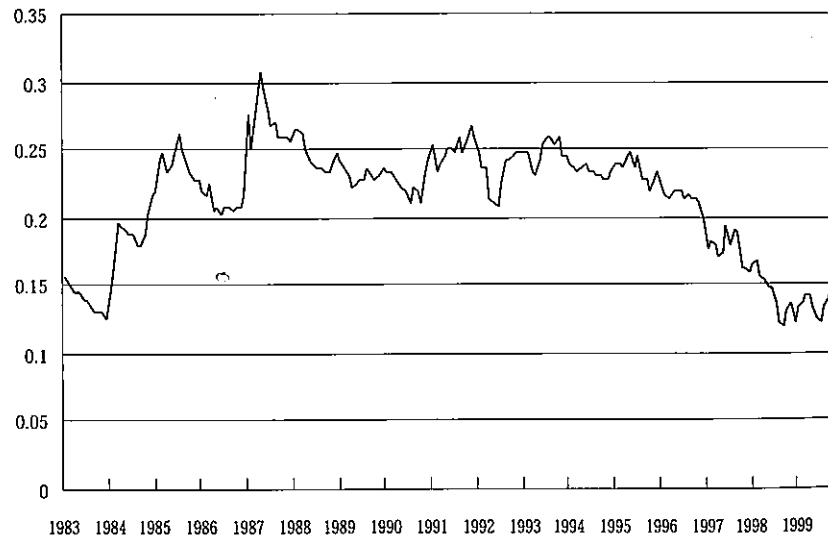
株価に“興銀効果”は存在したか

### 四、興銀効果の検証

一九八三年一月から一九九九年一〇月までの、東証一部時価総額(月末値)(以下、TOPIXの時価総額とよぶ)に占める銀行業株価指数の時価総額(月末値)の割合をみたものが図2である。

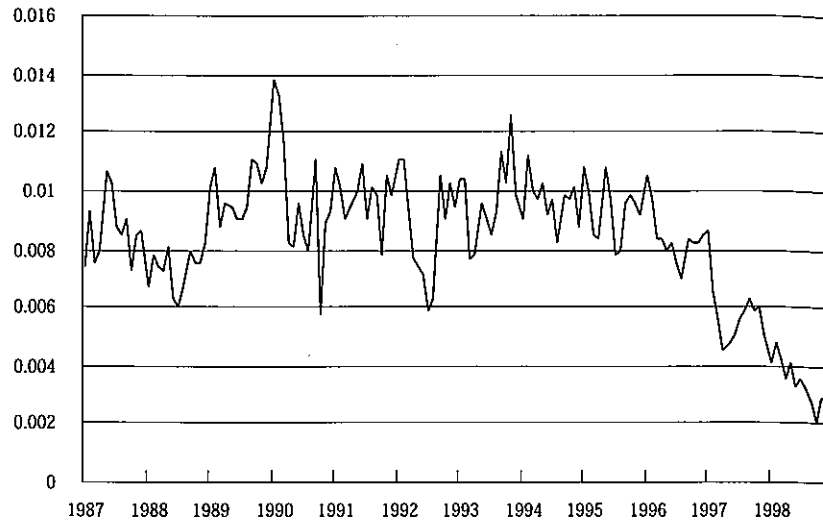
一九八五年頃から一九九五年頃にかけての一〇年をみると、一九八七年の一時期を除き、TOPIXに占める銀行業株価の割合は大体二〇%から二五%の間で安定して推移していることがわかる。二〇%に達していなかった一九八五年以前は、銀行株式の株式売買回転率が低かったこと、持ち合い株式が多かったこと、配当が横並びであったことなどに原因がある。そのため、株価の変動が小さかったと考えられる。また、一九九五

図2 TOPIXに占める銀行業指数の割合



株価に“興銀効果”は存在したか

図3 TOPIXに占める日本興業銀行株時価総額



年以降には、バブルの崩壊による地価・株価の下落、経済の長期低迷などから不良債権が増加した。これらのことが主な原因になり、金融機関の財務体質が悪化し、戦後初の上場金融機関の破綻が起り（兵庫銀行、一九九五年八月一日、再建断念発表）、その後も引き続き複数の金融機関が破綻した。金融機関に対する評価がゆらぎ、銀行業株価が軒並み下落していた。

よって、バブル期に、TOPIXに占める銀行業株価の割合が増えたということは確認できない。もちろん、ここでは月末時点の時価総額であり、正確には日々時価総額をみなければならぬという問題は残っている。しかし、TOPIXに占める銀行業株価の割合が三〇%を超えたのは一九八七年の一時期だけであった。

次に、「興銀」効果と呼ばれる理由が日本興業銀行株の動きと関係があるか調べた。バブル期以

降の日本興行銀行株の時価総額を計算し、TOPIXに占める割合を図にしたのが図3である。この図からも一九九五年以降の減少が目につくが、それ以前で大きな趨勢を探せば、一九八八年春頃から一九九〇年初頭にかけての急上昇をあげることができる。二年足らずの間にTOPIXに占める一銘柄の時価総額の割合が〇・六%から一・三%へと二倍以上も上昇しているのである。同時期にTOPIXに占める銀行業株価の割合が二〇%前半で安定していたことを考えると、日本興業銀行株の変動は大きかったと思われる。相対的にみてTOPIXに対する影響は大きくなったが、この〇・七三%の変化が実際のTOPIXの水準に与えた影響が大きいものだったか疑わしい。TOPIXの指標としての正確性が問題にされるほどのことはなかったと思われる。

## 五、おわりに

小稿は、興銀効果を検証するとともに、時代とともに改良が加えられ複雑になってきている株価指数、TOPIXの散在する情報をコンパクトにまとめて整理するという目的を持っている。

そこで、最後に、「日本債券信用銀行は特別公的管理（一時国有化）になったが、TOPIXや業種別の株価指数はどう影響を受けたか」といった素朴な疑問に答えるため、参考までに表2を追加しておきたい。これは、株式に修正事項があった場合に指数はどのような修正がなされるか一覧で示したものである。日本債券信用銀行については、特別公的管理が決まった日に東証、大証とも日債銀株を代用有価証券から除外し、上場廃止としている。

株価に“興銀効果”は存在したか

TOPIXに占める業種別株価指数銀行業の割合、日本興業銀行株時価総額の割合は、先に図で表したとおりであるが、バブル期、TOPIXに占める日本興業銀行株時価総額は二倍以上に増え、最大一・三三%を占めていたことがわかった。それに対して、同時期の銀行業株価指数は安定した動きをしていた。このことから、相対的にみて、バブル期に興銀株価の影響が増大したことが確認された。これが「興銀効果」の実態と思われる。

(注)

- (1) 同時期、日経平均に対する同様な批判に「片倉効果」がある。日経平均の採用銘柄だった繊維の「片倉」の値動きが激しく、株価指数採用銘柄であるという要因で株価が変動し、企業価値と無関係な株価形成をすることは俗に「片倉効果」と呼ばれていた。
- (2) 日本興業銀行株時価総額は以下の方法によって求めた。データベースから日本興業銀行の日次株価を得て、資本移動のあったときに、移動変更前の株価を、移動変更後の株

表 2

修正事項	修正日	修正に用いる株価等
新規上場	上場日以降最初に約定値段又は特別気配値段が生じた日の翌日	上場日以降最初に約定値段又は特別気配値段が生じた日の最終約定値段(以下「終値」といいます。)又は最終特別気配値段(以下「最終気配」といいます。)
上場廃止	上場廃止日	上場廃止日の前日の終値又は最終気配
整理ポストへの割当て	割当日	割当日の前日の終値又は最終気配
市場第一部銘柄への指定	指定日	指定日の前日の終値又は最終気配
市場第二部銘柄への指定替え	指定替え日	指定替え日の前日の終値又は最終気配
有償増資権利落ち	権利落ち日	1株当たりの払込金
公募(発行日取引を行わない場合)	変更(追加)上場日	変更(追加)上場日の前日の終値又は最終気配
公募(発行日取引を行う場合)	発行日新株式の上場日	上場日の前日の終値又は最終気配
第三者割当て	変更上場日	変更上場日の前日の終値又は最終気配
転換社債又は優先株の株式への転換	翌月末日	翌月末日の前日の終値又は最終気配
新株引受権付社債の新株引受権の行使	翌月末日	翌月末日の前日の終値又は最終気配
合併(合併新株として上場のとき)	上場日	上場日の前日の終値又は最終気配
合併(合併新株が変更上場(旧株に追加)のとき)	変更上場日	変更上場日の前日の終値又は最終気配
利益による消却のための自己株式取得	翌月末日	翌月末日の前日の終値又は最終気配
ストックオプションの権利行使に伴う株式数の増加	翌月末日	翌月末日の前日の終値又は最終気配

最終気配は、終値に優先して用います。

- (注1) 修正に用いる株価の採用については、次項「採用株価」を参照してください。
- (注2) 現金配当落ちについては、基準時価総額の修正は行いません。
- (注3) 毎年7月末の時点において東証市場第一部銘柄のうち、東証上場後6ヶ月以上経過していない銘柄は、指数の算出対象外となります。

(出所) New Index Series Guidebook Version 1.2, April 1999.

価水準に換算するための資本移動係数を掛け、連続性のある日次の株価に直した上で、月間の単純平均をとって、各月の株価として用いた。月次の株価に、会社四季報から得た発行済株式数を掛けて、月次時価総額としてあらわした。会社四季報によると、資本移動は以下の通り。

一九八七年一〇月 中 一・〇〇・〇五(二一〇〇円) 二二七、七二八万株  
 一九八八年一〇月 中 一・〇〇・〇八(二六〇〇円) 二三五、一四六万株  
 一九九六年一月 中 一・〇〇・〇八(二〇〇円) 二五三、九五七万株

「中」は「中間時価発行」、括弧内は発行価格、株数は発行済株式数。

本稿の作成にあたり、作新学院大学高橋元先生に歴史的事実の確認等でお世話になりました、ここに記して感謝いたします。ただし、文責は筆者にある。

(はらだ きみえ・当研究所研究員)