

TOPIX除外銘柄の視覚的分析

原 田 喜美枝

本稿では日本を代表する株価指数であるTOPIX（東証株価指数）から段階的に除外される銘柄に焦点を当てる。TOPIXから段階的に除外される銘柄（正式には「段階的ウェイト逓減銘柄」と呼ばれるが、長い名称なので、以下では「除外銘柄」と呼ぶ）の対象となったのは四九三銘柄（その後四三九銘柄。詳細は本文参照）と多い。銘柄数は多いものの、超小型株が過半を占め、除外銘柄の全体像について業界の関心は薄く、分析されることは限定的である。

TOPIXへの影響が1%にも満たないことは

公式にアナウンスされているが、除外銘柄に与える影響に関しては何も発表されていない。TOPIXに連動するインデックスファンドやETFによつて受動的に買われてきた超小型株は、TOPIXから除外されることで何らかの影響を受けていると考えられる⁽¹⁾。本稿では、少々複雑な除外の仕組みについて解説した後、除外銘柄への影響について視覚的に考察する。

はじめに

東京証券取引所改革の一環として、二二年四月の市場区分の見直しに続き、同年一〇月からはT O P I Xの見直しも始まっている。市場区分の見直しとは、従来あった市場第一部、市場第二部、マザーズ、J A S D A Q（スタンダードとグロース）という市場区分から、プライム市場、スタンダード市場、グロース市場という三つの市場区分への見直しのことをいう。

T O P I Xは従来の市場第一部上場全銘柄を対象とした株価指数だったが、市場第一部がプライム市場となった際に、市場区分と構成銘柄が切り離された。二二年四月以降のT O P I Xは、暫定的に旧市場第一部に上場していた全銘柄を対象に算出されていて、プライム市場に連動しているわ

けではない。以前と変わらず、T O P I Xをはじめとした指数は日々算出されているが、中身は少しずつ変革を遂げている。⁽²⁾

二二年四月時点のT O P I Xは二、一六九銘柄から構成されていたが、プライム市場には一、八三六銘柄、スタンダード市場に移ったのは三三三銘柄であった（合計二、一六九銘柄。除外銘柄は上述したように四九三銘柄なので、単純に考えるとプライム市場に残ったもののT O P I Xから除外されるのは一六〇銘柄⁽³⁾）。T O P I Xの見直しは、スタンダード市場に移った銘柄をT O P I Xから切り離すのではなく、市場区分とは別の基準で除外銘柄が選ばれる。除外銘柄に選定されても一気に除外されるわけではなく、二年以上かけて少しずつT O P I Xから除外されるし、途中で敗者復活もある。

二年以上かけてT O P I Xを見直しするのは、

TOPIX除外銘柄の視覚的分析

表1 TOPIXの見直し関連のイベント

日時	イベント
2020年12月25日	TOPIXの算出ルールを見直すことを発表
2021年7月	TOPIX第一回判定。流通株式時価総額が100億円が基準（2021年6月30日を基準とする「上場維持基準への適合通知」の値を利用）
2022年3月31日	TOPIX第二回判定に使う数値が確定
2022年4月～6月	TOPIXの浮動株比率の見直し
2022年10月	TOPIX第二回判定（2022年3月末の数値を利用）
2022年10月7日	段階的ウエイト低減銘柄493社を公表（相場終了後）
2022年10月末	ウエイト低減が始まる（1回目）。10月31日（月）月末取引日
2023年1月末	ウエイト低減（2回目）。1月31日（火）月末取引日
2023年3月31日	TOPIX再評価の判定に使う数値（流通株式時価総額）確定
2023年4月末	ウエイト低減（3回目）。4月28日（金）月末取引日
2023年7月末	ウエイト低減（4回目）。7月31日（月）月末取引日
2023年8月	TOPIX再評価の判定に使う数値（年間売買代金回転率）確定
2023年10月6日	TOPIX再評価（最終判定）
2023年10月末	ウエイト低減（5回目）。10月31日（火）月末取引日
2024年1月末	ウエイト低減（6回目）
2024年4月末	ウエイト低減（7回目）
2024年7月末	ウエイト低減（8回目）
2024年10月末	ウエイト低減（9回目）
2025年1月末	ウエイト低減（10回目）。TOPIXから完全に除外

〔出所〕 東京証券取引所各種資料より筆者作成。

指数の連続性に配慮するためや、マーケットへの影響を和らげるためなのだが、複雑でもある。表1はTOPIXの見直しに関するイベントを整理したもの、表2はTOPIXの見直し基準とプライム市場の上場維持基準を示したものである。

除外銘柄とは

TOPIXから除外される銘柄とは、流通株式比率を用いた流通株式時価総額が一〇〇億円に達しない銘柄で、二二年一〇月七日に四九三銘柄が公表された。TOPIXから除外される基準は、プライム市場の上場維持基準のひとつ（流通株式時価総額一〇〇億円以上）で、これを満たさない企業はTOPIXから除外される銘柄（四九三銘柄）となるのだが、上場維持基準を満たしていない企業は二二年七月時点で六六四社（この中でス

表2 プライム市場の上場維持基準と除外銘柄の選定基準

項目	プライム市場の上場維持基準	除外銘柄の基準に採用	算出方法
株主数	800人以上		事業年度末日に、1単位以上保有する株主数を算出
流通株式数	2万単位以上		事業年度末日の流通株式数を算出
流通株式時価総額	100億円以上	100億円以上	流通株式数×事業年度末日以前3か月間の日々の終値の平均値
流通株式比率	35%以上		流通株式数÷上場株式数
売買代金	1日平均0.2億円以上		12月末日以前1年間の売買立会での金額を日次平均して算出
純資産	正であること		事業年度末日の純資産の額
年間売買代金回転率		0.2回転以上	

〔出所〕 東京証券取引所各種資料より筆者作成。

タンダード市場へ移行したのは三三三社) だった。

その後の続報として、二〇二三年一〇月六日には、除外銘柄数は四三九銘柄となるという発表があった。一年間で四九三銘柄から四三九銘柄に減った理由は、除外銘柄に指定された後に上場廃止となった銘柄(表3参照)や、判定によりTOPIXに残留が決まった銘柄(四三銘柄)があるため、である。⁽⁴⁾

上場維持基準を満たさない企業のうち、プライム市場に残った半数近くの企業は、経過措置適用企業(二二年一二月末時点で二六九銘柄)と呼ばれる。上場維持基準を満たしていてもプライム市場に残る企業は「上場維持基準の適合に向けた計画」を提出し、「計画に基づく進捗状況」を報告すれば、時限的な措置としてプライム市場に残ることができる。⁽⁵⁾当初は、この時限的な措置に

表3 除外銘柄で上場廃止になった銘柄

コード	銘柄名	上場廃止日	上場廃止事由
4550	日水製菓	2022年11月11日	株式併合に伴い上場廃止
4653	ダイオース	2023年1月20日	株式併合に伴い上場廃止
5128	WOW WORLD GROUP	2023年6月5日	株式併合に伴い上場廃止
5807	東京特殊電線	2023年1月25日	株式等売渡請求による取得により上場廃止
6032	インターワークス	2023年7月28日	コンフィデンス(7374)を存続会社とする合併による上場廃止。存続会社であるコンフィデンスがインターワークス(6032)に変わって段階的ウエイト低減銘柄に追加
6175	ネットマーケティング	2022年12月16日	株式併合に伴い上場廃止
6205	ニデックオーケーケー	2023年2月27日	日本電産の完全子会社化に伴う上場廃止
6355	住友精密工業	2023年3月22日	株式併合に伴い上場廃止
6826	本多通信工業	2022年12月20日	株式併合に伴い上場廃止
7961	兼松サステック	2023年5月30日	株式併合に伴い上場廃止
8521	長野銀行	2023年5月30日	八十二銀行の完全子会社化により上場廃止

〔出所〕 公開資料に基づき筆者作成。

期限がなかったのだが、二〇二六年三月という期限が設けられた。この時点で上場維持基準未達であれば上場廃止になるという厳しいものである。この救済措置として、二〇二三年四月から九月の間は無審査でスタンダード市場への移行が認められた。期限を設けない時限的措置は、一年後に期限ができたことになるのだが、このテーマについては別の機会に扱いたい。

さて、注意することが二つある。流通株式比率という流通株式数をベースにした数値は公開されていないということと、除外銘柄の基準（流通株式時価総額一〇〇億円以上）はプライム市場の上場維持基準の一部であるということである。流通株式比率については、「二つの比率」で解説している。包含関係でいえば、上場維持基準の一部が除外銘柄の基準になっているため、上場維持基準を満たしていないと自動的に除外銘柄となる。し

かし、上場維持基準を満たしていなくても暫定的にプライム市場に留まることができたため、プライム市場においてTOPIXから除外されていく銘柄と、スタンダード市場に移りTOPIXから除外されていく銘柄に分かれる。さらに言えば、二年四月にスタンダード市場に移った企業と、二年四月から九月の無審査移行期間にスタンダード市場に移った企業に分かれる。

除外銘柄は二年一〇月七日に公表され、同月末から四半期毎に一回、TOPIXに占める個々の銘柄のウエイトが一〇%ずつ除外されている。二年一〇月末、一三年一月末、四月末、七月末、十月末とすでにウエイトは半減している。二年一〇月六日には再評価があり、敗者復活となる銘柄が四三銘柄あった(脚注(4)参照)。

もうひとつ注意するのは、TOPIXは浮動株調整済の時価総額ベースの指数という点である。

日本を代表する株価指数としてよく利用される「日経平均株価」は株価の水準が指数のウエイトとなる。指数に採用された時の株価の水準が高い銘柄(値がさ株という)は指数のウエイトが大きい。それに対し、TOPIXは浮動株ベース(固定株は除かれる)の時価総額をもとに算出されていて、各銘柄の浮動株調整済の時価総額でウエイト付けされる。時価総額の大きい銘柄のウエイトは大きい、時価総額の小さい銘柄のウエイトは小さいという特徴がある。

二三年六月末時点でTOPIXに占めるウエイトが一番大きいのは、トヨタ自動車(七二〇三)の三・八八%、次いでソニーグループ(六七五八)の二・八〇%である。⁶⁾一方で、最も小さいウエイトの銘柄は複数あり、デザインワン・ジャパン(六〇四八)、ポプラ(七六〇一)、シンシア(七七八二)、タカキュー(八一六六)、東天紅

TOPIX除外銘柄の視覚的分析

表4 TOPIXに占めるウエイト上位・下位6銘柄(2023年6月末時点)

銘柄名	コード	業種	TOPIXに占める 個別銘柄のウエイト
上位			
トヨタ自動車	7203	輸送用機器	3.880%
ソニーグループ	6758	電気機器	2.800%
キーエンス	6861	電気機器	2.080%
三菱UFJフィナンシャル・グループ	8306	銀行業	2.010%
日本電信電話	9432	情報・通信業	1.680%
三菱商事	8058	卸売業	1.370%
下位			
デザインワン・ジャパン	6048	サービス業	0.00010%
ポプラ	7601	小売業	0.00010%
シンシア	7782	精密機器	0.00010%
タカキュー	8166	小売業	0.00010%
東天紅	8181	小売業	0.00010%
アйдママーケティングコミュニケーション	9466	情報・通信業	0.00010%

〔出所〕 東京証券取引所各種資料より筆者作成。

(八一八一)、アйдママーケティングコミュニケーション(九四六六)は、それぞれのウエイトが〇・〇〇〇一〇%である(表4参照)。

TOPIXに占めるウエイトは一覧が公開されていることから、二三年六月時点で下位一〇〇銘柄全体を足したウエイトは〇・〇二五四%、単純に下位四九三銘柄全体のウエイトを足しこむと〇・三四%となる。つまり、TOPIXの見直しとは、二二年春に暫定的に旧東証第一部の全銘柄二、一六九銘柄を対象に算出されたTOPIXについて、全部を足しこんでもウエイト一%に満たない四九三銘柄を少しづつ除外する見直しといえる。TOPIX自体をみると軽微な変更となり、指数の連続性の観点からは一定の評価がある。

TOPIX見直しの歴史

TOPIXは一九六八年一月四日の時価総額を一〇〇として算出開始された歴史の長い指数であるものの、二〇〇〇年代に入るまで大きな改革はなかった。指数参入時の株価がウエイトとなる日経平均株価は値がさ株の影響を受けやすい指数だが、TOPIXは時価総額がウエイトとなるため値がさ株のような問題は生じない。一方で、政策保有株（持ち合い株）に関する問題は長い間指摘されてきた。⁽⁷⁾

政策保有株に関する批判は、大別すると議決権と資産効率に集約される。政策保有の株主は自社との取引維持が目的になるため、現経営陣を支持する傾向が強く、議決権が機能しにくいという批判がある。政策保有株を保有する企業は、企業価

値向上のために協力関係が必要で保有していると説明することが多いものの具体的な数値が示されることは稀で、資産の効率性の面からも問題がある。買収防衛策や株価対策としての意味もあつたとされる。こうした問題への対処が二〇〇〇年代に入り動き出した。

二〇〇五年一〇月末から、TOPIXのウエイトとなる時価総額を求める際に固定株を除き、浮動株基準での時価総額が利用されるようになった。指数への影響を鑑みて三回（〇五年一〇月末、〇六年二月末と六月末の四半期毎）に分けて実施された⁽⁸⁾。上場株式数のうち、株主が保有している市場で流通や売買がされにくい株（政策保有株も含まれる）が固定株なので、二〇〇五年に見直しがあつたことになる。

株主が安定して保有する政策保有株などを固定株と呼ぶのに対し、市場で流通し売買される可能

性の高い株式を浮動株と呼ぶ。固定株を除くという見直しは二〇〇五年、浮動株の定義を変更する見直しは二〇二二年四月にあった。一から固定株比率を控除して求められるのが浮動株比率だが、浮動株の定義が変わることで浮動株比率の算出方法が変更となった。具体的には、特定投資株式が固定株に加えられるので浮動株比率が下がる、というものである。

こうした変更に伴い受動的に動くのは、主としてTOPIXに連動するリターンを目指す投資信託やETFの商品である。多くの銘柄で浮動株比率が下がり構成銘柄のウェイトが下がるため、TOPIXに連動するリターンを追求するために株が売却される可能性がある。ただし浮動株比率の算出方法を変更するような変化は全銘柄が対象になることから、全体で同じような浮動株比率の低下という動きがあればウェイト自体に影響は少な

い。

TOPIXの見直しについて、政策保有株、固定株、浮動株、特定投資株という言葉とともに確認した。次に、流通株を考察に加える。

二つの比率

繰り返しになるが、TOPIXは浮動株をベースに算出されている。TOPIXから除外される銘柄の判定には浮動株ではなく、似た概念である流通株式が利用される。つまり、浮動株比率と流通株式比率という二つの比率が存在する。二つの比率の間には定義、公開の有無、小数点の刻みの相違などの違いがある(表5参照)。浮動株比率は5%刻みであるが、流通株式比率は東京証券取引所独自の計算に基づき、公開情報がなく、詳細は不明である。

表5 浮動株と流通株

	浮動株式	流通株式
算出方法	浮動株式数＝上場株式数 －（大株主上位10位までの株式数＋役員 保有株式数＋自己株式数＋他の上場会社 等が保有する当該上場会社の株式（政策 保有株））	流通株式数＝上場株式数 －（主要株主が所有する株式（10%以上 保有）＋役員等所有株式数＋自己株式数 ＋国内の普通銀行、保険会社、事業法人 等が所有する株式＋その他当取引所が固 定的と認める株式数）
目的	指数構成銘柄のウェイトを計算	上場制度上の基準の一つ
	構成銘柄の指数の中における相対的な水 準を把握	上場申請会社や上場会社が基準に適合し ているかを把握
公開の有無	公開	非公開
比率	浮動株式比率＝（浮動株式数／上場株式 数）×100	流通株式比率＝（流通株式数／上場株式 数）×100
刻み	5%刻み	（恐らく）1%刻み

〔出所〕 東京証券取引所各種資料より筆者作成。

両者は似ているものの、上場株式数から、大株主上位一〇位までの株式数、役員保有株式数、自己株式数、政策保有株を引くのが浮動株なのに対し、流通株式数では差し引かれる項目が多い。主要株主が所有する株式数（持株比率が一〇%以上の株主の持ち分）、役員等所有株式数、自己株式数、国内の普通銀行・保険会社・事業法人等が所有する株式（純投資は含まれない）、その他に取引所が固定的と認める株式数が控除される。つまり、流通株式は上場審査基準・上場廃止基準に使用されるので厳格に定められている。

東証によると「その他に当取引所が固定的と認める株式」に具体的な保有者が想定されているわけではなく、持株比率で一〇%以上を持っている株主の保有分を意図的に複数名義に分散化した場合などが該当するようだ。ブルはできない仕組みになっている。

除外銘柄の特徴

除外銘柄（すでに一一銘柄が上場廃止。表3参照。当初は四九三銘柄、二三年一〇月公表時点で四三九銘柄）は、時価総額は一様に小さく（流通株式時価総額一〇〇億円未満）、数億円から数十億円規模となっている。市場区分とTOPIX指数が切り離されたことから、プライム市場に残留している銘柄もあれば、スタンダード市場に移動した銘柄もある。

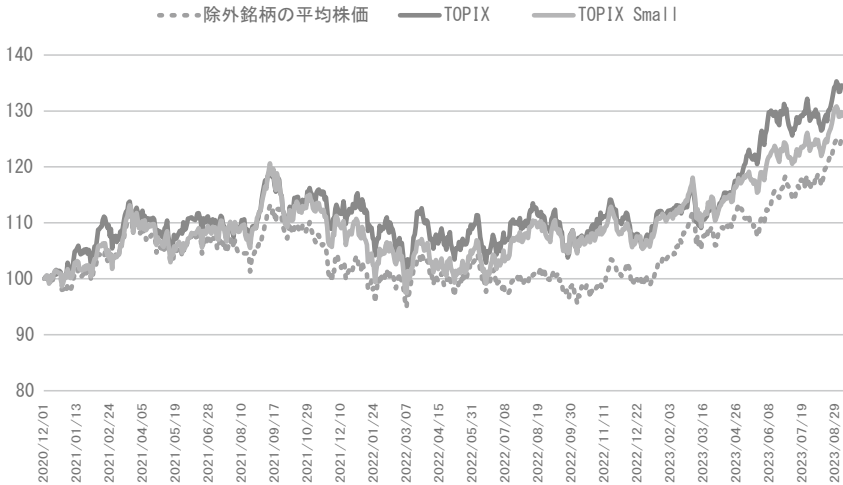
株価推移を目視する。TOPIXは時価総額と流動性に応じて大型株、中型株、小型株の指数に分けられる。大型株は時価総額と流動性が高い上位一〇〇銘柄で、中型株は大型株に次ぐ上位四〇〇銘柄である。大型株にも中型株にも含まれない残りの全銘柄が小型株の指数に含まれる⁹⁾。繰り返

しになるが除外銘柄は超小型株が多く、TOPIX小型株指数の一部を構成している。

図1は、二〇二〇年一月一日の各指数を一〇〇とおいて、株価の推移をみたものである。TOPIXの見直しがアウンスされたのは二〇二〇年一月二十五日、銘柄が公表されたのが二〇二一年一月七日、実際にウエイト低減が開始されたのが同年一月三十一日ということを押まえると、除外銘柄の株価は小型株（TOPIX Small）を下回っていることがわかる。二〇二二年七月に小型株と乖離し始め、その後乖離幅が縮小する時期（二〇二三年三月後半）もあるものの、一貫して小型株より低く推移している。

図1から除外銘柄の株価水準は低下傾向であること、他の指数と大きく乖離しているわけではないことはわかる。また、銘柄公表日などのニュース発表日に下落しているわけでもなく、除外銘柄

図1 除外銘柄の株価推移



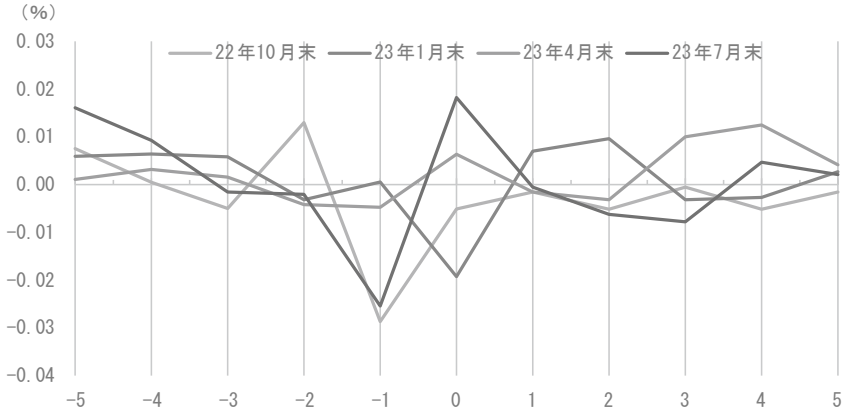
〔出所〕 筆者作成。

に対するアナウンスメントで株価が下落したとはいえないようである。除外銘柄については、時価総額別の分析や敗者復活組との違いなど、いろいろな分析が出来るのだが、誌面の都合上、今後の課題としたい。

ケーススタディ

TOPIXに占めるウエイトが最も低い六銘柄(表4に示す浮動株ベースの時価総額が小さい銘柄。二〇二三年六月三〇日時点)を選び、ウエイト削減日の影響を確認する。除外銘柄のウエイト削減実施日前後における収益率の推移を確認すると(図2)、四半期毎のウエイト削減実施日の動きに一貫性は見られないものの、削減実施日の前日の収益率はマイナスであることが観測される。ウエイト削減実施日前後の累積収益率をみても

図2 除外実施日前後の収益率の推移



〔出所〕 筆者作成。

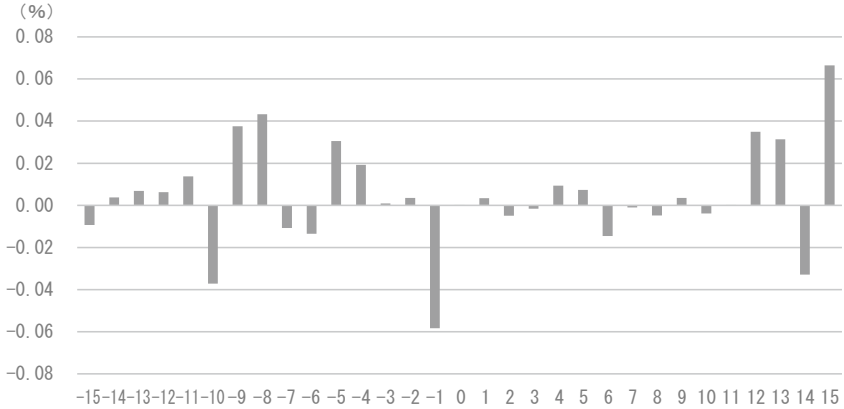
(図3)、同様に前日の収益率が大きく下がっていることが観察できる。

以上から、目視してわかることが幾つかある。除外銘柄に選定されたからといって株価はすぐに下落せず、除外銘柄に関するニュースに対する反応は鈍く、しかしTOPIX小型株と比較すると除外銘柄はじわじわと株価が下落している、などである。

おわりに

本稿では、TOPIXから除外される銘柄(超小型株が過半)について、仕組みと特徴を説明し、除外銘柄全体の平均株価の推移を示した。TOPIXに占めるウエイトが最小な複数銘柄について、ウエイト低減実施日の収益率の動きを確認した。視覚的な分析をすることで明らかになった

図3 除外実施日前後の累積収益率

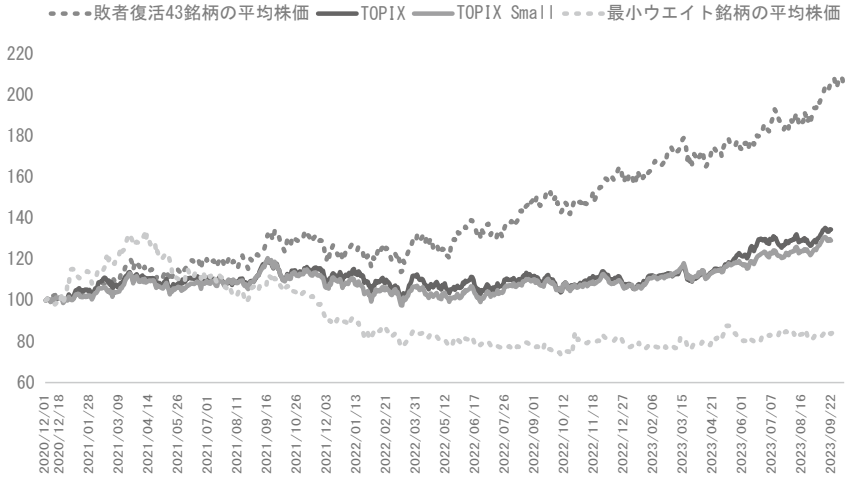


〔出所〕 筆者作成。

のは、除外銘柄の株価は小型株一般より下落傾向にあるものの、除外に関するニュースによって大きく下げているわけではないこと、除外実施日よりも除外実施の前日に収益率がマイナスになることであった。

これらのことから、TOPIXに連動するパッシブ運用の金融商品（ETF、各種投信や信託運用など）による機械的な売り要因が関係していると想定できる。こうした金融商品は、ウエイト低減の実施日に合わせるかたちでリバランスをおこない、対象指数とのトラッキング・エラーを回避している。パッシブ運用の金融商品を提供している運用会社が売買をおこなうタイミングに関する制度上の制約はなく、各社が最適と考えるタイミングで売買をしていることから、実施日の前日か夜間に持高を調整していると考ええると、前日にマイナスの収益率となる事実とつじつまが合う。

図4 敗者復活43銘柄、最小ウエイト銘柄の株価推移



〔出所〕 筆者作成。

最後に、本稿締切直前に、敗者復活銘柄（段階的ウエイト低減銘柄から除外となる）四三銘柄が発表された（脚注(4)参照）。除外銘柄からの除外であり、TOPIXに占めるウエイトが回復していく銘柄である。敗者復活の四三銘柄の平均株価とケーススタディで利用した六銘柄の平均株価の推移を図にしてみたところ（図4）、両者には大きな隔たりがあることがわかった。除外銘柄をひとつくりにするのではなく、TOPIXに占めるウエイト毎にグループ分けしたり、浮動株比率を掛けて時価総額を求めてグループ分けするなどして、更なる分析をおこなう予定である。

〔注〕

- (1) 同じ問題意識を持つ関連研究としては、原田（二〇二二（一）、明田（二〇二二（a）、明田（二〇二二（b）、森下（二〇二二（三））など、論文数としては少ないものの、少し存在する。
- (2) 本稿ではTOPIXの見直しに焦点を当てているため、

「東証第二部株価指数」など廃止された指数については触れない。廃止された指数については下記を参照。

<https://www.jpix.co.jp/equities/market-structure/revision-indices/02.html>

指数の取扱いについては「東証指数の停止及び移行に関する方針書」で定められている。指数利用者（ETF等）を組成している運用会社等）がいなければ指数の公表は停止できる仕組みになっている。指数利用者がいる場合は後継指数が用意される。例えば、「東証マザーズCore指数」の後継指数に「東証グロース市場Core指数」が作られた。指数利用者である運用会社は、例えば、東証グロース・コアETF（一五六三）などのように後継指数へ移行している。

(3) 現実は単純ではない。すでに上場廃止となった銘柄（日水製薬・証券コード四五五〇、ダイオーズ・証券コード四六五三等）もあれば、その後スタンダード市場へ移行した企業もある。

(4) 段階的ウエイト低減銘柄から除外となる四三銘柄は下記に公表されている。これらの銘柄は、二〇二三年一月三十一日以降の四半期毎に、ウエイトが一〇%ずつ回復して、元に戻る予定である。https://www.jpix.co.jp/news/6030/j44eth0000003hbqatt/TOPIX_re-valuation_j.pdf

(5) 二三年一月末に「上場維持基準に関する経過措置の取扱い等について」が公表され、経過措置は二五年三月以降に順次終了することとなった。

(6) 構成銘柄別ウエイト一覧は下記から入手できる。

<https://www.jpix.co.jp/markets/indices/topix/index.html>

(7) 東京証券取引所（二〇二二）参照。

(8) 三回に分けて段階的に導入とは、ある企業の浮動株比率が〇・七〇の場合（固定株比率が〇・三）、最終的にTOPIXを算定する時の時価総額のウエイトも一から〇・七になるのだが、二〇〇五年一月末に〇・九〇、二〇〇六年二月末に〇・八〇、二〇〇六年六月末に〇・七〇の浮動株比率を適用すること。

(9) TOPIXの規模別指数である大型株・中型株・小型株指数は、基準日一九六八年一月に一〇〇で算出されている。大型株指数はTOPIXニューインデックスシリーズの「TOPIX 100」、中型株指数は「TOPIX Mid400」、小型株指数は「TOPIX Small」と構成銘柄は同じだが、基準日が異なり、指数値も異なる。

（参考文献）

東京証券取引所（二〇二二）「東証上場会社 コーポレート・ガバナンス白書 二〇二二」

原田喜美枝（二〇二二）「TOPIXの見直しとETF買入政策」『信託研究奨励金論集』第四三号

明田雅昭（二〇二二a）「TOPIX改革―段階的ウエイト通減で起こるミクロの突風とマクロの無風」公益財団法人日本証券経済研究所 トピックス一〇月二二日

明田雅昭（二〇二二b）「TOPIX改革―段階的ウエイト通減実施日に起きたことと分かったこと」公益財団法人日本証券経済研究所 トピックス一二月一四日

森下千鶴（二〇二三）「段階的ウエイト通減銘柄の株価パフォーマンス ―東証市場再言語の課題―」ニッセイ基礎研究所 研究員の眼

（はらだ きみえ・中央大学商学部教授・
当研究所客員研究員）