

# 世界の株価指数の潮流と TOPIX改革の問題点

一橋大学大学院経営管理研究科 特任教授 **藤田 勉**



藤田 勉氏

## ■ 1. 進化する世界の証券取引所と株価指数

世界の株式投資においては、株式指数連動ポートフォリオ（以下、インデックス・ファンド）や株価指数連動上場投資信託（ETF）が成長している。その結果、株価指数の重要性が一段と高まっている。また、株式取引の手法も大きく進化しており、つれて証券取引所や株式指数算出会社の合従連衡が進んでいる。

日本では、インデックス・ファンドが独自の進化を遂げている。年金基金管理運用独立行政法人（GPIF）が巨額のインデックス・ファンドに投資しており、日本銀行が巨額のETFを購入している。海外の先進国では、政府系年金基金や中央銀行がこれほどまで巨額な株式投資を実施する例がない。

これらは株価を押し上げるという効果はあったと見られるが、同時に、その金額が著しく大きいため、株式市場において弊害が生じつつある。そこで、これに対応し、東京証券取引所の市場区分と東証株価指数（TOPIX）の算出方法の改革が実施されつつある。以下、海外の事例を紹介しながら、株価指数の在り方を検討する。

## ■ 2. 海外では取引所間の合従連衡と競争が激化

海外では、規制緩和に伴い、取引所間の経営統合や新規参入が相次いでいる。株式市場

(図表1) 米国の取引所別株式売買代金シェア (2021年3月)

取引所	3月の取引代金シェア	取引所	3月の取引代金シェア
NYSE合計	23.0%	Cboe合計	14.8%
NYSE	12.1%	Cboe EDGX	6.3%
NYSE Arca	8.7%	Cboe BZX	5.8%
NTSE National	1.4%	Cboe BYX	1.6%
NYSE Chicago	0.4%	Cboe EDGA	1.2%
NYSE American	0.3%	IEX	3.1%
ナスダック合計	22.1%	MEMX	0.9%
ナスダック	20.1%	MIAXパール	0.3%
ナスダックPSX	1.1%	LTSE	0.0%
ナスダックBX	0.9%	店頭取引	36.0%

(出所) Cboe Global Markets

の時価総額増大、高頻度取引（HFT）の増加、情報通信コストの低下など、取引所業務の魅力は増しているため、米国では、証券取引所の新規参入が活発化している。米国では、16の株式証券取引所があるが、そのうち、インターコンチネンタル取引所（ICE）、ナスダック、Cboeグローバル・マーケットの3大総合取引所運営グループが合計12株式取引所を運営している。そして、ICE傘下のニューヨーク証券取引所（NYSE）とナスダックが2大株式取引所である。

1792年発祥のNYSEは、主に伝統的な大企業が上場する。国内上場株式時価総額は2,800兆円（2021年2月末、1ドル110円換算）、国内上場会社数は2,363社である。2007年に、NYSEはユーロネクストを買収した（NYSEユーロネクスト）。2013年に、ICEがこれを買収し、NYSEを残してユーロネクストを売却した。こうして、ICEは、エネルギー、農産物、貴金属、排出権、株価指数、外国為替、金利、デリバティブなど多様な金融商品を扱う総合取引所となった。

ナスダックは、店頭市場の自主規制機関であった全米証券業協会（NASD）が、1971年に開設した市場である。ハイテク企業を中心に若い成長企業が多く上場している。国内上場株式時価総額は2,100兆円、国内上場会社数は2,489社である。2008年に、ナスダックは北欧の取引所OMXを買収した。

ナスダックには、①グローバル・セレクト・マーケット、②グローバル・マーケット、③キャピタル・マーケットの区分がある。グローバル・セレクト・マーケットは、世界で最も厳格な流動性、財務、ガバナンス基準が要求され、アップル、マイクロソフト、アマゾン、フェイスブック、アルファベットなどが名を連ねる。

(図表2) ナスダックの市場区分

区分	特徴	時価総額 (兆円)	上場企業数	2020年以降の IPO数
グローバル・セレクト・マーケット	世界で最も厳格な基準を満たした企業	2,591	1,665	148
グローバル・マーケット	国際的な優良企業	63	567	69
キャピタル・マーケット	資金調達を目的とした小型株企業	43	1,772	767

(注) 2021年3月末時点。1ドル110円で換算。

(出所) Nasdaq

欧州では、ユーロネクスト（フランス、オランダなどの大陸欧州の証券取引所が統合）、ドイツ証券取引所、ロンドン証券取引所グループの3大市場がある。2007年に、ロンドン証券取引所グループはイタリア証券取引所を買収した（ユーロネクストに売却予定）。2020年に、ドイツ証券取引所は議決権行使会社ISSの買収を発表し、多角化を推進している。

### ■ 3. 世界の株価指数は3社寡占が進む

米国では、投資信託のインデックス・ファンドやETFの純資産が大きく伸びており、結果として、指数算出企業は大きく成長している。公募型株式投信（債券とのハイブリッド除く）のうち、インデックス・ファンドの資産額は2010年末の91兆円から2019年末には381兆円と4.2倍になった。また、世界のETF資産額は、2010年末の163兆円から2020年末には880兆円と2.5倍になった。さらに、ETFが多様化しているため、指数が多様化しており、これらの収益の貢献もある。

世界では、株価指数算出において、MSCI（親会社はMSCI）、FTSEラッセル（同ロンドン証券取引所グループ）、S&P ダウ・ジョーンズ・インデックス（同S&Pグローバル）の3社による寡占が進んでいる。現在では3大指数算出企業が、それぞれ以下のような特徴を持つ。

MSCIは、1969年に資産運用会社キャピタル・グループが国際的な株価指数の算出を開始したのが発祥である。1986年に、モルガン・スタンレーがキャピタル・グループから権利を買い取り、MSCIと名付けた。2004年には、リスク分析モデルを開発したバーラを買収した。各国の株式指数は、その市場全体の浮動株時価総額の約85%を占めるように設計されている。グローバルな株式指数の強い特徴を持つ。

1962年に、ファイナンシャル・タイムズが英国株価指数である現FTSE All-Share

(図表 3) 米国時価総額上位10社の上場取引所

企業	セクター	取引所	時価総額 (兆円)
1 アップル	IT	ナスダックGS	225.6
2 マイクロソフト	IT	ナスダックGS	195.6
3 アマゾン・ドット・コム	一般消費財・サービス	ナスダックGS	171.4
4 アルファベット	通信サービス	ナスダックGS	153.2
5 フェイスブック	通信サービス	ナスダックGS	92.3
6 テスラ	一般消費財・サービス	ナスダックGS	70.5
7 バークシャー・ハサウェイ	金融	NYSE	64.7
8 ビザ	IT	NYSE	51.5
9 JPMorgan・チェース	金融	NYSE	51.1
10 ジョンソン・エンド・ジョンソン	ヘルスケア	NYSE	47.6

(注) 外国会社除く。ナスダックGS=ナスダック・グローバル・セレクト。2021年3月末時点。1ドル110円で換算。

(出所) ブルームバーグ、各社資料

Indexの算出を開始した。1995年に、ファイナンシャル・タイムズとロンドン証券取引所が、FTSEインターナショナルを設立した（2012年にロンドン証券取引所グループが完全子会社化）。2014年に、株価指数を提供するフランク・ラッセルを買収し、2015年にFTSEラッセルにブランド名を変更した。これによって、小型株指数を強化した。2017年に、シティグループから債券指数事業を買収した。その結果、株式指数のみならず、債券指数にも強い。

S&Pグローバルは、債券の信用格付けが祖業である。その一部門であるS&P ダウ・ジョーンズ・インデックス（2012年にS&Pインデックスとダウ・ジョーンズ・インデックスが統合）が、指数やデータおよびリサーチを提供している。米国で最も有力な株価指数であるダウ・ジョーンズ工業株価平均（1896年開始）やS&P500（1957年開始）を算出している。

米国の時価総額上位6社はすべてナスダックに上場しているが、すべての主要米国株指数（時価総額加重平均）に組み込まれている。つまり、上場している取引所と、指数は関係ない。

#### ■ 4. GPIFと日銀が大量に保有するインデックス・ファンド

日本では、GPIFと日銀がインデックス・ファンドを大量に保有しているという特徴がある。資産規模の大きい公募投信の多くはテーマ型投信である。また、日銀保有分を除く

---

と内国株式型ETF純資産額は20兆円（1月末）と米国の内国株式型のETF純資産（340兆円、2月末）の6%に過ぎない。

日銀は、ETFを年間5～10兆円購入しており、その残高は時価で50兆円近いと推測される。これは、東証一部時価総額の7%に相当し、日銀は最大の日本株保有者である。

日銀のETF購入は、リーマンショック直後の2010年に残高限度額4,500億円で始まった。その後、購入額は、2013年に1兆円（年間買入額に変更）、2014年に3兆円、2016年に6兆円、そして、2020年に12兆円まで引き上げられた。実際の購入額が最も多かったのが2020年の7.1兆円、次いで2018年の6.6兆円である。その結果、新型コロナウイルス感染危機を乗り越えて、日経平均は3万円を超え、「リスクプレミアムに働きかける」という日銀の所期の目的は概ね達成できた。

ただし、強力な政策であるため、株式市場では弊害が目立つ。ETF購入に対しては、①株式市場が官製相場化し市場の価格調整機能が阻害される、②日銀の株式保有比率の高い銘柄の株価が過度に上昇し流動性が低下する、といった指摘がある。特に、後者の問題は深刻である。日経QUICKによると、日銀の保有比率が発行済株式数の20%を超えるのがアドバンテスト、ファーストリテイリング、TDK、15%を超えるのが東京エレクトロン、ファナックなどがある。

2014年に、年金基金管理運用独立行政法人（GPIF）は資産構成比を大きく変更し、日本株保有額は2014年3月末の21兆円から昨年末には45兆円まで増加した。これらの多くの部分がTOPIX連動インデックス・ファンドである。そして、それ以外の手年年金基金の日本株の多くもTOPIX連動インデックス・ファンドであると見られる。

今年3月に、日銀はTOPIX連動のETFのみを購入することとした。これにより、日経平均構成比率の高い銘柄への投資は大きく減るが、一方で、TOPIXに多く含まれる流動性の低い小型株を購入する金額が増えると見られる。

結果として、市場の歪みは拡大するおそれがある。さらに、流動性の低い小型株を売買すれば、売買コストがかさみ、運用成績を毀損することがある。このように、TOPIX連動インデックス・ファンドが巨額に投資されることは、市場と日銀など投資家双方にとって、好ましくないといえよう。

## ■ 5. 市場区分とTOPIXの改革を実施へ

現在、東証の制度改革が実施されつつある。金融庁の金融審議会の報告書は、現状の間

(図表4) 東証上場企業数

	第一部	第二部	マザーズ	JASDAQスタンダード	JASDAQグロース	Tokyo Pro Market	合計
内国上場会社数	2,186	473	353	662	37	45	3,756

(注) 2021年3月末時点。外国企業除く。

(出所) 日本取引所グループ

題点として、①5つの市場区分のコンセプトが曖昧である、②上場企業の持続的な企業価値向上の動機に乏しい、③「TOPIX = 東証市場一部」となっており、投資対象としての機能を備えてない、ことを挙げている(注1)。

日本取引所グループは、傘下に東京証券取引所(以下、東証)を持つ。歴史的に、東証の現物取引所は、東証、大阪証券取引所、ナスダックジャパン、ジャスダックが統合され、形成された。取引所が合従連衡を繰り返したため、東証では、市場一部、市場二部、マザーズ、JASDAQスタンダード、JASDAQグロースの5つの市場が運営されており、上場基準もそれぞれ異なる。また、取引所間で上場企業の誘致合戦が激化したため、上場基準が緩和された。

TOPIXは、東証一部上場企業全体を構成銘柄とし、対象社数が2009年末の1,684社から2021年3月末の2,186社に増えた。結果として、時価総額が小さく、流動性の乏しい銘柄がTOPIXに多く含まれるようになった。

米国の国内上場企業数は、ピークの8,090社(1996年)から昨年末は5,153社に減少した。東証が3,759社なので、日米の上場会社数の逆転は時間の問題といえよう。ただし、時価総額は、東証が716兆円とNYSEとナスダックの合計4,900兆円の約7分の1である(今年2月末時点)。つまり、日本は小規模な企業が多く上場しているといえる。

2022年4月より、東証の現物市場は3区分される。プライム市場は、高い時価総額・流動性、より高いガバナンスを備え、投資家との建設的な対話を中心に据える企業を対象とする。既存の市場第一部上場企業は、選択により引き続き上場が可能である。新たに上場する企業は、流通時価総額等の上場・退出基準を厳格化する。

プライム市場の基準として、流通時価総額(流通株式数×株価)100億円以上とする。流通株式数株式の定義が見直され、上場株式数から役員所有株式数、自己株式数、上場株式数の10%以上を所有する者が所有する株式数、役員以外の特別利害関係者が所有する株式(新規上場・一部指定時のみ)を引いたものとされる。

スタンダード市場は、一定の時価総額・流動性、基本的なガバナンスを備えた企業が上場を対象とする。グロース市場は、高い成長可能性を有する一方、相対的にリスクが高い

---

企業が上場を対象とする。

もう一つの改革は、TOPIXの構成銘柄、入れ替えルールを変更することである。TOPIXの構成銘柄は、主に、プライム市場から選定される見込みである。現在のTOPIXとの連続性を考慮しつつ、より流動性を重視して選定される。

TOPIXの新算出ルールは、流通時価総額100億円を目途とし、2022年4月4日より算出開始予定である。2022年4月1日時点の旧TOPIX構成銘柄について、市場区分にかかわらず、継続採用する<sup>(注2)</sup>。プライム市場への新規上場・市場区分変更銘柄については、新TOPIXに追加される。

ただし、流通時価総額100億円未満の銘柄について、「段階的ウエイト低減銘柄」として指定し、2022年10月以降、10段階に分けてTOPIX組入比率の逡減を開始する。指数組み入れ比率を決める浮動株比率については、政策保有株が固定株となる見込みである。

東証によると、2019年4月末時点で流通時価総額が100億円を下回る一部上場企業数は301社である。このため、TOPIXから100銘柄単位で除外されることがあろうが、改革後も、TOPIXの銘柄数は1,500～2,000前後になることが考えられる。

除外される銘柄の時価総額の合計は小さいため、新旧指数はそれほど相違が生じないであろう。その結果、TOPIX改革後も、TOPIXをインデックス・ファンドのベンチマークとすることの弊害は解消できないと考えられる。

## ■ 6. 株価指数の多様化が必要

改革後も、TOPIXは流動性の少ない多くの小型株を含むため、その弊害はほとんど解消されないであろう。ただし、それらの弊害の問題は、TOPIXやそれを算出する東証ではなく、TOPIXをベンチマークとするアセットオーナー（GPIFや年金基金など）側に起因する。TOPIXがインデックス・ファンドのベンチマークとして不適切なのであれば、投資家がTOPIX以外の適切なベンチマークを採用することによって解決する。

そもそも、1968年に算出が開始されたTOPIXは、インデックス・ファンドのベンチマークとして設計されたわけではない。TOPIXは市場全体の株価動向を示すことが本来の目的である。よって、連続性の観点から、TOPIXの構成やそのルール自体を大きく変更することは好ましくない。インデックス・ファンドのためにTOPIXの指数構成を変更することは本末転倒であるし、その必要もない。

現在、多くのアセットオーナーのベンチマークは、国内株がTOPIX、海外（先進国）

---

株がMSCI ACWI（除く日本）である。よって、国内株のベンチマークをTOPIXからMSCIジャパンに変更することで、この問題は概ね解決する（短期的な株価に対する影響には配慮する必要がある）。

元々、MSCIはインデックス・ファンドのベンチマークとして十分に機能するように設計されている。MSCIジャパンの銘柄数は301であり、これは東証一部2,186銘柄の14%を占めるに過ぎない。しかし、これで東証一部時価総額の85%をカバーしており、層化抽出法によって、投資収益率は市場全体との乖離が小さくするように設計されている。実際に、TOPIXとMSCIジャパンの投資収益率は、長期的には概ね同水準である。さらに、時価総額と流動性を重視して銘柄構成しているため、海外からの大型資金の売買にも対応できる。

日銀が日本株に投資する必要があるのであれば、TOPIX連動ETFではなく、日本株を直接購入することが望ましい。日銀がETFを購入しなければならないというルールはない。実際に、日銀は2002年から2010年まで個別株式を購入していた。ピーク時の2004年には残高が2.0兆円あり、現在でも5,782億円保有している。

さらに、日銀がインデックス・ファンドに投資するのであれば、その指数は、TOPIXではなく、MSCIジャパン、TOPIX100、日経株価指数300など大型株のみで構成され、流動性に問題がないものを選ぶことが適切である。同様のことは、他のアセットオーナーにも当てはまる。

これによって、流動性の乏しい小型株を大量に買うことがなくなるので、市場の歪みを最小限にできる。さらに、運用コストが低減するため、日銀にとってもメリットが大きい。日銀納付金の増加を通じて、政府の歳入を増やすことができる。

結論として、日銀などの大口投資家は、TOPIXではなく、MSCIなどベンチマークとして使われることを前提として設計された指数を採用することが適切である。これを機会に、日本でも、指数間競争が働き、欧米同様、株価指数の多様化が進むことを期待する。

(注1) 金融庁金融審議会「金融審議会市場ワーキング・グループ市場構造専門グループ報告書—令和時代における企業と投資家のための新たな市場に向けて—」（2019年12月27日）

(注2) 東京証券取引所「TOPIX算出ルールの見直しの概要」（2020年12月25日）

