

TOPIX等の見直しの方向性について



東京証券取引所 情報サービス部長

荒井 啓祐

1. はじめに

東京証券取引所（以下「東証」という。）は、本年2月21日に「TOPIX（東証株価指数）等の見直しに関する今後の対応方針について」を公表した。

本対応方針は、昨年12月に公表された、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の報告書（以下「報告書」という。）を受け、TOPIX等の今後の見直しに

際しての基本的な考え方を示したものである。

本稿では、TOPIX等の見直しの背景と今後の対応方針について説明する。なお、本稿で示した見解は筆者個人の見解によるものであり、筆者が所属する東証及びそのグループ企業を含む関連機関等の公式見解を示すものではないことを、あらかじめお断りする。

2. TOPIXの役割の変化

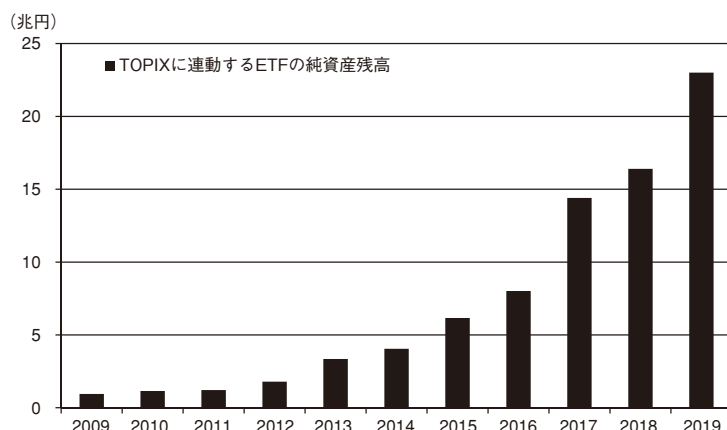
TOPIXは、東証市場第一部全体の値動きを示す指標として、1969年7月1日から東証が算出・公表をする株価指数である。東証市場第一部に上場する内国普通株式全銘柄を対象とし、浮動株時価総額加重型で算出している。

TOPIXは我が国の株式市場を代表する株価指数の一つとして、内閣府が公表する景気動向指数の先行指標として採用されるなど、

目次

1. はじめに
2. TOPIXの役割の変化
3. 各種指数の算出・公表
4. 報告書におけるTOPIX関連の指摘の概要
5. TOPIX等の見直しなどについて
6. おわりに

(図表 1) TOPIX連動ETFの年末時点の純資産残高の推移



(出所) Bloombergのデータをもとに東京証券取引所作成

経済指標・統計指標として重要な役割を担ってきた。また、日本株式投資を行う機関投資家の多くが、運用成果を評価する際のベンチマーク（ものさし）としてTOPIXを用いている。

近年、TOPIXは、年金基金や投資信託の運用など多額の資産を多くの銘柄に分散投資する際の連動指標としての利用が拡大している。これらパッシブ運用の隆盛により、TOPIXに連動する年金運用・ETF・投資信託の運用資産は50兆円を上回ると推定され、多額の資金がTOPIXを用いて運用されるに至っている。

東証にはTOPIXに連動するETFが8本上場しており（本年3月末現在）、個人投資家から機関投資家まで広く利用されている。また、日本銀行による金融政策の一環として、2010年12月からTOPIX連動型を含むETFの購入が開始された。

更に、大阪取引所にはTOPIXを原資産とする先物やオプションといったデリバティブが上場しており、株式市場における価格変動リスクをヘッジする手段などとして投資家に利用されている。

パッシブ運用の拡大の流れを受け、これまでもTOPIXは運用利便性向上などを目的として算出ルールの変更を行ってきた。このうち最も大きな変更は2005年から2006年にかけて実施した浮動株時価総額加重型指数への移行、いわゆる「浮動株化」である。

TOPIXは市場第一部全体の値動きを示す統計指標として算出を開始した経緯から、時価総額加重方式で計算されてきた。時価総額加重方式とは、上場株式数に株価を乗じて計算される各構成銘柄の時価総額の多寡により指数組入比率（ウェイト）を決定するものである。時価総額が大きい銘柄はより指数への寄与度が高く、時価総額が小さい銘柄は指数

(図表 2) 主要株価指数の浮動株化移行時期

浮動株化移行時期	主な指数 (対象地域)
2000年 9 月	Euro Stoxx 50 (欧州)
2001年 6 月	FTSE100 (英国)
2001年11月 (1 回目) 2002年 5 月 (2 回目)	MSCI ACWI (グローバル)
2002年 6 月	DAX (ドイツ)
2003年12月	CAC40 (フランス)
2005年 3 月 (1 回目) 2005年 9 月 (2 回目)	S & P500 (米国)
2005年10月 (1 回目) 2006年 2 月 (2 回目) 2006年 6 月 (3 回目)	TOPIX (日本)

(出所) 東京証券取引所発刊「学んでみよう！株価指数 (2007)」

への寄与度が低くなるため、株式市場の動向を示す指標として適している。

パッシブ運用では、この時価総額によって決定される割合に応じて個別銘柄をポートフォリオに組み入れることで指数に連動した運用を実現する。一方、個々の構成銘柄の保有構成に着目すると、例えば、役員や親会社が多くの株式を保有する上場会社の株式においては、これらの株主は長期保有する可能性が高いと考えられ、こうした上場会社の株式のうち市場に流通する株式の比率は低い可能性がある。このように、市場に流通する可能性の低い株式も含めた時価総額でウェイトを決定した場合、パッシブ運用を行う投資家が、ウェイトに見合った取引をできなくなる可能性がある。

浮動株化とは、上場時価総額を基準とした株価指数算出に伴うこうした問題点を解決するため、上場株式数から流通する可能性の低い固定株式を除いた浮動株時価総額で計算す

る方式へ移行するものであり、これにより、パッシブ運用の利便性をより高めることに繋がった。なお、諸外国の主要株価指数においても、パッシブ運用の拡大を受け2000年代に浮動株化が実施されている。(図表 2)

前述のとおり、TOPIXは東証市場第一部全体の値動きを表す統計指標として算出を開始したが、50年以上にわたる歴史の中で、経済指標としての役割、運用評価のベンチマークとしての役割、そして金融商品・年金運用等の連動指標としての役割とその機能を拡張してきており、東証はこうした環境変化に応じて、これまでも随時TOPIXの見直しを行ってきたところである。

3. 各種指数の算出・公表

現在、東証では300以上の株価指数を提供している。主な指数には、各市場全体の値動きを示す「市場別指数」、TOPIXを母集団(ユ

(図表 3) 東証の主な指数開発実績

算出開始時期	指数名称
1969年 7 月	TOPIX 東証規模別株価指数 東証業種別株価指数
1969年 8 月	東証市場第二部指数
1998年 4 月	TOPIXニューインデックスシリーズ (Core30、TOPIX100、TOPIX500 等)
1999年 2 月	配当込TOPIX
2003年 4 月	東証REIT指数
2003年 9 月	TOPIX1000 東証マザーズ指数
2007年12月	TOPIXー17シリーズ
2009年 2 月	TOPIXスタイルインデックスシリーズ TOPIXコンボジット指数シリーズ
2010年 3 月	東証配当フォーカス100指数
2011年10月	東証マザーズCore指数
2014年 1 月	JPX日経インデックス400
2015年12月	S&P/JPX GIVI S&P/JPX 配当貴族指数
2016年 4 月	JPX/S&P設備・人材投資指数
2017年 3 月	JPX日経中小型株指数
2017年 9 月	TOPIX高配当40指数
2018年 3 月	東証REIT Core指数
2018年 9 月	S&P/JPX カーボン・エフィシエント指数
2018年10月	TOPIX Small500
2020年 4 月 (予定)	東証インフラファンド指数

(出所) 東京証券取引所

ニバース) とする「規模別指数」や「業種別指数」などがあるが、近年では、金融商品の連動指標とすることを目的とし、テーマ性をもった新指数のニーズを受けて開発する指数も増えている。

例えば、2014年 1 月に算出を開始した「JPX 日経インデックス400」は日本株の新たなベンチマーク指数を目指し、日本経済新聞社と共同開発した指数である。本指数は、資本の効率的活用や投資家を意識した経営観点など、グローバルな投資基準に求められる諸条

件を満たす銘柄を選定することをねらい、浮動株時価総額に加え、ROE (株主資本利益率) や営業利益といった財務データといった定量的要素や独立した社外取締役の選任状況や英文資料の開示状況等といった定性的要素も考慮して銘柄選定を行っている。JPX日経インデックス400には、関連ETFが7本上場 (本年 3 月末現在) し、本指数を原資産とする先物・オプション取引も行われている。また、TOPIX同様に年金基金等の連動運用でも用いられており、こうした金融商品・年金運用

等の連動資産は約4兆円に上っている。

また、近年着目されているESGに関連した指数として、2018年9月にはS&P社と共同で、「S&P/JPXカーボン・エフィシエント指数」を開発した。本指数は、TOPIXをユニバースとし、環境情報の開示状況、炭素効率性（売上高当たり炭素排出量）の水準に着目して、構成銘柄のウエイトを決定するものである。本指数は、年金積立金管理運用独立行政法人（GPIF）によりグローバル環境株式指数に選定され、2020年2月には関連ETFが上場するなど利用が拡大している。

東証は、今後も投資ニーズを捉えた新指数の開発・提供を通して、投資環境の整備と市場の活性化に尽力する。

■ 4. 報告書におけるTOPIX関連の指摘の概要

2019年12月に公表された報告書では、「東京証券取引所の市場第一部全銘柄で構成されるTOPIXが、1969年の算出開始以来、我が国における主要な株価指数として参照され、同時に、国内年金基金の運用上のベンチマークや投資信託・ETFを含めたインデックス投資の指数としても広範に利用されるようになっている」と、TOPIXの市場代表性について言及する一方、「多くの機関投資家がベンチマークとしているTOPIXは、市場第一部の全ての銘柄で構成されているため、投資対象としての機能性に欠けており、足元、

TOPIXに連動したインデックス投資の隆盛により、時価総額や流動性の低い銘柄の価格形成に歪みが生じている懸念もある。」として、投資対象としての機能性について、市場区分とTOPIXの構成銘柄を切り離すことにより改善するよう求めた。また、TOPIXの見直しに際して、利益相反の懸念を排除するため、指数算出に当たって、独立性やプロセスの公平性を確保するための方策について検討することも併せて求めた。

■ 5. TOPIX等の見直しなどについて

東証は、報告書の内容に沿ってTOPIXの見直しに向けた具体的な検討を進めるとともに、指数算出者として更なるガバナンス強化に向けた施策を講じる方針である。

(1) TOPIXの見直し

報告書は、TOPIXが投資対象としての機能性に欠けている点について、東証市場第一部上場会社とTOPIXの構成銘柄が一致しており、これに伴いTOPIXの構成銘柄に流動性の低い銘柄も含まれることを挙げたうえで、市場区分の見直しと併せてTOPIXの算出ルールを見直すべきと指摘した。東証としては、この指摘を踏まえ、現在一体となっている市場区分とTOPIXを切り離し、流動性を重視した形で銘柄選定を行う方式へと算出ルールを変更することとしている。

TOPIXの見直しについては、現行TOPIXの算出ルールを変更する形で行うが、報告書でも指摘されているとおり、算出ルールの見直しに当たっては、既に多額の資産がTOPIXに連動する形で運用されている状況を踏まえ、指数の連続性の確保について十分に考慮して進めていく方針である。

また、報告書では銘柄選定の目安となる水準について「新たな定義による流通時価総額（浮動株時価総額）100億円を目途」と記載されていることを踏まえ、今後、具体的な構成銘柄選定基準を検討していく予定である。

更に、現行TOPIXの内容を変更するに当たっては、マーケットに過度な影響を与えないよう、見直しの内容について事前周知を行うとともに、上述のTOPIXを浮動株化した際の事例を踏まえ、数年程度掛けて段階的に移行を進めるなど慎重な対応を進めていく方針である。

加えて、上述のとおり、現行のTOPIXが幅広く利用されていることを踏まえ、当分の間、経過措置として継続算出する方向で検討を進める予定である。

なお、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における検討では、TOPIXについて、構成銘柄数に上限を求めて定期的に入替を行うことや、構成銘柄選定に際し、ガバナンスや環境などの観点といった質的な要素を加味してはどうかとの意見もあったことを踏まえ、これらについても対応の可否について検討する予定である。

(2) 浮動株比率の算定ルールの見直し

報告書においては、プライム市場（仮称）の上場基準の検討に際して、現在の流通株式の定義についても見直しを行うことが適当との考え方が示された。これと併せて、報告書では、今後のTOPIXの見直しにおいても、より実態に即したものとなるよう検討をしたうえで、見直し後の流通時価総額（浮動株時価総額）を基準として構成銘柄を選定すべきとの考え方が示された。

この点、現行のTOPIXの浮動株比率の算定方法では、上場会社各社の有価証券報告書に基づき、「大株主の状況」に記載された大株主上位10位や役員が保有する株式などを長期的又は固定的な保有者とみなして算出しているが、報告書の指摘を踏まえ、より実態が反映される方式となるよう見直しを進める。

また、浮動株比率の算定方法の変更に当たっても、現行の浮動株比率と見直し後の浮動株比率との間に変動が生じ、これに伴い各構成銘柄のウェイトが変動することにより、マーケット・インパクトが生ずる可能性があることから、段階的に新たな浮動株比率に移行する方針である。

(3) 指数ガバナンスの更なる強化

東証の指数運営は、証券監督者国際機構（IOSCO）が示す「IOSCO金融指標に関する原則」を遵守した指数運営を行っており、2017年から指数運営に関する外部監査を受けるなど、公正性・透明性を確保した運営を進

(図表 4) 指数コンサルテーション、指数アドバイザー・パネルの概要

項目	指数コンサルテーション	指数アドバイザー・パネル
制度概要	JPXウェブサイトにおいて、東証指数に関する施策の原案を公表し、広く意見を募集する。提出された意見を踏まえて、最終的な施策を決定する。	東証算出指数の利用者から委員を選任し、東証算出指数及び東証の指数運営に関して意見交換を行う。 指数アドバイザー・パネルでの議論等を踏まえ、東証が具体的な施策の決定又は指数を公表停止について検討する場合、指数コンサルテーションを通じて、広く意見募集を行う。
目的	東証指数の運営等に関する施策の決定に際し、多様な意見を聴取る機会を確保し、プロセスの公平性、透明性の向上を図る。	指数利用者との意見交換を通じて、東証指数の継続的な改善を図る。
対象事項	以下の事項について決定する場合、指数コンサルテーションにより広く意見を募集する。ただし、当該決定の内容が軽微の場合は、この限りでない。 (1) 算出要領の重要な変更※ (2) 算出要領に記載されていない新規コーポレートアクションの取扱い (3) 指数の恒久的な公表停止を行う場合（ただし、指数利用者がいない場合を除く。） (4) その他広く意見を募るべきと指数運営会議で決定した事項	以下の事項を指数アドバイザー・パネルでの議論の対象とする。 (1) 東証指数の運営状況 (2) その他東証指数の運営の観点から委員又は事務局が必要と認める事項 ただし、個別銘柄の指数構成銘柄への採否及び指数算出に関する具体的基準等、株式市場に影響を及ぼす可能性がある内容については、議論の対象外とする。
対象者	法人・個人を問わず、広く意見の提出が可能。	(1) 東証と指数の利用に関するライセンス契約を締結している者 (2) 第三者への委託等を通じて東証と間接的にライセンス契約を有すると東証が認める者
その他	提出された意見等を踏まえて決定した施策は、JPXウェブサイトにおいて、公表。（2020年4月1日にウェブページの新設を予定。）	委員には、指数アドバイザー・パネルにおける議論内容等について、守秘義務が課される。 原則として、年一回以上開催する。

※重要な変更とは、算出要領の変更に伴い指数の構成銘柄やその組入れ比率が変動し、構成銘柄の定期見直し以外のタイミングでパブリック適用者がリバランスを要する変更、指数の構成銘柄の選定方法の変更、コーポレートアクションの取扱いの変更及び指数値の計算方法の変更をいう。

(出所) 東京証券取引所

めてきた。一方で、報告書においては、主として投資家利益の最大化の観点から指数構成銘柄を選定する部門と、上場企業数を維持・増加させることにより収益を得る部門が取引所内に併存することにより、利益相反が生じるおそれがあるのではないかと意見の踏まえ、こうした懸念を排除するため、市場区分とTOPIXの構成銘柄を切り離すことに併せ、「独立性やプロセスの公平性を確保」すべきと指摘した。

東証としては、指数ガバナンスの更なる強化に向け、指数算出ルールを変更する際に、幅広い市場関係者が指数算出ルールの変更案に対し意見を提出する機会として、本年4月

から新たに「指数コンサルテーション」を導入することとした。

指数コンサルテーションは、指数の算出ルールの変更等に際し、事前に指数利用者をはじめとする広く一般の意見を募り、寄せられた意見を参考にしつつルールを策定していくための枠組みであり、諸外国の指数ベンダーでも同様の仕組みを設けている。今般、報告書における指摘も踏まえ、指数コンサルテーションを新たに導入し、東証指数算出プロセスの公平性、透明性の更なる向上を図ることとしたものである。

これまでも、東証では、前述のTOPIXの浮動株化など、算出ルールの変更により期中

のりバランスが発生する場合には、ルール変更前にパブリック・コメントを通じた意見聴取を実施してきた。今後は、指数コンサルティングを導入することで、従来パブリック・コメントの対象としてきた事項に加え、算出要領に記載のない新規のコーポレートアクションの取扱いを決定する場合など、広範な事項について意見聴取を行うこととなる。今後、TOPIXの算出ルールの見直しや、浮動株比率の算定ルールの見直しなどに際しては、指数コンサルティングを通じた意見聴取により市場関係者の意見を反映させながら決定していくこととしている。

指数コンサルティングの導入と併せて、東証の指数運営について指数利用者の意見を聴取する場として新たに「指数アドバイザー・パネル」を設置することとした。指数アドバイザー・パネルは、東証算出指数の利用者から委員を選任し、東証算出指数及び東証の指数運営に関して意見交換を行い、これらの意見交換を通じて東証指数の継続的な改善を図ることを目的としたものである。

指数アドバイザー・パネルでは、個別銘柄の指数採用可否や指数算出に関する具体的な基準等、株式市場に影響を及ぼす可能性がある内容については議論の対象外としている。海外の大手指数ベンダーにおいてもこうしたアドバイザー機能を設けているが、議論の対象については、指数の構成銘柄の採否など、漏えいすることにより先回り売買などの不公正取引に繋がりにくいようなセンシ

ティブな内容は対象外としており、こうした大手指数ベンダーにおけるベスト・プラクティスに倣った枠組みとしている。

東証はこれらの新たな枠組みを通じ、これまで以上に独立性やプロセスの公平性の高い指数算出体制を構築し、投資家にとって更に利便性の高い指標を提供していく。

(4) TOPIX以外の指数の見直しについて

今回の市場構造の見直しにおいては、東証市場第一部に限らず、市場第二部、マザーズ、JASDAQについても見直しが行われる。東証は、これらの各市場関連の株価指数も複数算出しており、今後、市場関係者の意見を踏まえつつ慎重に見直しの検討を進めていく予定である。

(5) 今後の検討スケジュールについて

今後のスケジュールについては、今般新たに整備した「指数コンサルティング」などの枠組みのもと、2020年4月以降、新市場区分が適用される2022年4月までに、TOPIX等の移行案について市場関係者の意見を募ったうえで、移行プロセスを確定・公表していく予定である。そのうえで、新市場区分が適用される2022年4月以降、市場影響等を考慮しつつ、TOPIX等を段階的に移行していくことを予定している。



6. おわりに

本稿では、TOPIXの見直しを検討する背景と今後の対応方針の概要について解説した。

TOPIXは、日本の株式市場の動向を示す重要な経済指標であり、年金基金や投資信託等の金融商品として幅広く利用されている金融指標である。

東証としては、今般の見直しを通じて、TOPIXについて、これまで備えてきた市場代表性を維持しつつ、投資対象としての機能性を更に高めた指数へと進化させていく方針である。

今般のTOPIX等の見直しについては、市場構造の変更という過去に類例を見ない対応に基づくものであり、東証では、今後ともTOPIXをはじめとする東証指数が広範に利用されるよう具体的な検討を進めていく方針であり、今後とも指数利用者・市場関係者等の御協力をお願いしたい。

〔参考文献〕

- ・加藤雅幸、「TOPIXの浮動株化__株価の価格形成の改善と国際的潮流との調和」月刊資本市場、2004年10月
- ・中村寛、保坂豪、「TOPIX浮動株化の完了と今後の取組みについて」月刊資本市場、2006年7月
- ・加藤雅幸、「東証株価指数（TOPIX）40周年を迎えて」月刊資本市場、2009年7月
- ・富田一成、島田周大「S&P／JPXスマートベータシ