特集 TOPIX改革は十分か？

解　　題

証券アナリストジャーナル編集委員会
第四小委員会委員　原　田　喜美枝

2022年４月から始まったTOPIX（東証株価指数）改革を特集として取り上げる。特集タイトルに「改革は十分か？」と疑問形が入っているので、おのずと「まだ道半ばだろう」とか「いや違う」と続けたくなる市場関係者は多いのではないかと思う。４本の論文では、それぞれの論者の視点から改革や指数のあり方が語られている。

「TOPIX改革って何のことだろう」とか、「TOPIX改革とはプライム市場などが誕生した市場再編のことかな」などと思う人たちも、本特集を通して、改めて基礎から学んでいただけると思う。日本を代表する株価指数であるTOPIXについて、これまでの改革を振り返り、続く改革への要望がまとめられており、残高が増えているパッシブファンドや除外される小型株との関係についても議論されている。

４本の論文は、改革の当事者、研究者（投資家でもある）、アナリスト、運用会社の視点で執筆されている。関係者でなければ、単なる株価指数という認識になるかもしれないが、TOPIXに連動する運用資産の残高は2023年３月末時点で約83兆円（ETFと年金信託の合計）あり、国内外のTOPIXに連動する投資信託などの残高も加わると、さらに多額の資産がTOPIXに連動して運用されていることになる。日本経済や資産運用にとって、重要な役割を果たしているのがTOPIXだと関係者は認識しており、今回の改革は大改革なのである。

各論文の関連性と、議論される重要な点について紹介する。

指数改革の意図、内容、スケジュールなどの全体についてまとめている総論論文は、**三浦論文「TOPIX等の見直しの現状と今後の予定について」**である。指数改革を進める当事者であるJPX総研による、これまでの指数に係る取り組み、諸外国の主要指数の見直し、TOPIX等の見直しについて解説されている。最後には今後のスケジュールについても軽く触れてある。

各国を代表する株価指数（TOPIXを含む）は時価総額で加重平均をとった指数が多いこと、2000年代初頭に海外と同様に浮動株比率を基にして求めた時価総額で加重平均をとる方式に移行したことが説明される。その後、プレーンな指数（業種別株価指数など）に加え、バリューやグロースといったスタイル別の指数が拡充されるなど、指数のバリエーションが拡大することになった。また、資産運用会社からの要望に基づいたカスタムメイドの指数の開発も進められている。

今般のTOPIX等の見直しについては、着手す

る前の準備段階から策定、実行フェーズまでが時系列に説明されている。今後はTOPIXルール案（ルール案の詳細は不明、三浦論文の記述「ルール案」をそのまま借用）を定めるための意見を募り、2024年中にはTOPIXルールが決定される予定になっている。論文の最後に、一つの指数ですべての投資ニーズを満たすことはできないので様々な指数を提供し、投資家に選んでもらえるようにすると記されている。

川北論文「ベンチマークとしての東証株価指数―投資目的に応じた株価指数の多様化を―」にも似たような表現が出てくる。「TOPIXだけに頼るには無理がある。期待する役割に応じ、多様な株価指数が求められる」という記述である。

川北論文では、株価指数に期待される代表的な役割が列挙され、説明されている。例えば、市場全体の株価動向を表すこと、投資理論上の市場を表すこと（デリバティブ取引の対象）、短期売買や長期運用の指針であること、などが株価指数の役割である。デリバティブ取引とはTOPIX先物取引などを指し、これによって投資対象としての役割が高まったと説明される。投資理論が広まり、株価指数の役割の多くを担ったのがTOPIXであり、日経平均株価は個人投資家にほぼ限定されるようになっている、と説明される。

川北論文を２文でまとめるなら、次のようにいえるだろう。日本で大きな役割を担ってきたTOPIXだが、そろそろTOPIXだけに頼るのではなく、多様な株価指数が求められる時代になっている。多様な株価指数を実現するためには、アセットオーナーが運用の目的をしっかり意識することや、指数ベンダーの貢献も必要である。

アセットオーナーにとって安心なのは、今般のTOPIX改革は、株価指数の特性やパフォーマンスをほとんど変化させない見直しという点である。この点に関しては、**森下論文「TOPIXから除外される小型株」**で分析されている。流通株式時価総額が100億円に満たない超小型株の439銘柄は2025年１月末にTOPIXから完全に除外される。439銘柄という銘柄数は十分に多いのだが、森下論文によると、銘柄数の減少20％に対し、TOPIXに占める439銘柄の大きさ（浮動株比率を基にして求めた時価総額）は0.2％でしかない。

これらの超小型株が除外されてもTOPIXの指数は今とほぼ変わらないということは、TOPIXには時価総額が小さい銘柄がたくさん入っていることを意味する。これには相反する意味があり、TOPIX全体でみると影響は軽微であるということと、除外される銘柄群には影響が出るだろうということである。森下論文では、パッシブ運用のリバランス（ポートフォリオ運用で、資産配分を定期的に見直し、調整すること）の影響などが推計されている。除外される銘柄の中でも流動性の低い銘柄ほど、リバランスに伴う売買のインパクトが大きいことが観察されている。その他の分析も非常に興味深い。

森下論文の「終わりに」では、TOPIXの見直しはここで終わりではなく、さらなる改善が見込めそうであることが紹介されている。パッシブ運用が隆盛の中、投資対象としての適切な市場代表性と機能性とは何かについて、議論が進んでいるようである。

パッシブ運用の隆盛と株価指数の関係については、**代田・栗田・入江論文「パッシブファンドにとってのインデックスの重要性」**で深掘りされている（以下、代田ほか論文）。長期資産形成の主軸はパッシブファンドが担うと想定される時代に

おいて、パッシブファンドにとって望ましい株価指数とは何かについて考察されている。

代田ほか論文は冒頭から面白い。国内個人の投資資金の動向は、ETF（上場投資信託）を除く公募株式投信でみるべきと説明される。ETFの残高のおよそ85％は日銀に保有されていて、個人の資金は２％程度と推定されるからである。そこで、国内の個人向け投信市場をみると、少額つみたて投資の広がりがあり、投資信託の資金純流入ランキングの上位はインデックスファンドが占めていることが示される。2024年から新しいNISA(注１)が始まると、インデックスファンドによるつみたて投資のスタイルは今後も定着し拡大すると予想される。

代田ほか論文で指摘される重要事項は多いのだが、その中から二つ紹介する。一つは、（株価指数は多くあっても）定番となった指数が独り勝ちとなる傾向が強く、結果として寡占化が進み、ライセンスフィー（指数使用料）が高止まりする問題が生じることである。この点はまだ解決されてはいない。もう一つは、望ましいインデックス（株価指数）の条件として、米国で増えている「セルフインデックス」連動型パッシブ商品と五つの指針案が紹介されていることである。

日本では聞きなれないセルフインデックスだが、米国では10年前の規制緩和により、インデックス算出に求められる銘柄入替などの予告義務が撤廃され、必須事項が事後報告となった。その後、ポートフォリオの変化を外部に対してブラックボックス化するという仕組みのパッシブ商品が出現し、主要な株価指数に完全連動する忠実型の商品（ETF）に迫る勢いをみせているようである。資産運用立国の実現を目指す日本にとって参考になる情報は多いので、詳しくは論文を読んでいただければと思う。

特集「TOPIX改革は十分か？」は、これまで紹介してきたように、TOPIXという日本を代表する株価指数に関連する４本の論文から構成される。どの論文も非常に読み応えがあり、重要な論点を挙げて論じている。TOPIXという株価指数をテーマにしているのだが内容に重複感はほとんどない。そして程度の差はあれ、どの論文からも改革を指向するメッセージが発せられる。

市場関係者から発せられるのは、TOPIX改革は「現時点では日本の株式市場の活性化には力不足であり、今後のさらなる改革が重要である」（森下論文）、「多様な株価指数が求められる」（川北論文）、「浮動株の算出方法、公表の仕組み、および指数への反映のタイミングといった点で改善の余地は残される」（代田ほか論文）というさらなる見直しへの期待である。指数算出側からは、「今後とも必要に応じた見直しを行う」（三浦論文）という声も聞かれる。引き続きの改革に期待したい。

TOPIXは大きく生まれ変わろうとしていると感じる。銘柄を除外するといった大きな見直しは、今まで一度もなかった(注２)。ここで終わりではなく、森下論文が述べるように「指数の見直しに合わせて市場全体の底上げをしていくことも非常に重要である」と思われる。今後のTOPIX改革に関する議論の行方を見守っていくに当たり、本特集が有益なものとなっていることを期待する。

（注１）　少額投資非課税制度のこと。英国のISA（Individual Savings Account）を参考に導入され、Nipponの頭文字NをとってNISAと名付けられているもの。

（注２）　原田喜美枝［2023］「TOPIX除外銘柄の視覚的分析」（『証券レビュー』第63巻第11号）参照。
https://www.jsri.or.jp/publish/review/pdf/6311/04.pdf