

# TOPIXの見直しに関する中間検証及び 今後の展望について

JPX総研 インデックスビジネス部  
総務企画・開発グループ課長

島田 周大



## 1. はじめに

2022年4月に設立された株式会社JPX総研（以下、「JPX総研」という。）では、2022年4月4日に実施された東証の市場区分再編以降、投資対象としての機能性を高めるためのTOPIX（東証株価指数）の見直しを進めている。TOPIXは従来、市場第一部に上場するすべての普通株式を構成銘柄とするルールであり、市場区分と密接にリンクしていたことから、市場区分の再編の議論に併せてTOPIXのルールについても議論がなされ、指数専用のパブリックコメント制度である

「指数コンサルティング」を経て、2022年4月から2025年1月までの間に適用するルールはすでに決定<sup>(注1)</sup>した（2021年4月に公表）。

本稿においては、2022年4月4日の市場再編以降、10月までに実施されたTOPIXの見直しの結果を検証するとともに、2025年1月までに今後予定されている見直しの概要について解説する。

なお、本稿で示した見解は筆者個人のものであり、筆者が所属する組織の公式見解を示すものではないことを、あらかじめご容赦いただきたい。

### 〈目次〉

1. はじめに
2. TOPIXの見直しについて
3. おわりに

## ■ 2. TOPIXの見直しについて

JPX総研では、TOPIXの性質について、1969年7月1日の算出開始以来、TOPIXが果たしてきた役割を踏まえて、「日本の株式市場を広範に網羅するとともに、投資対象としての機能性を有する我が国を代表するマーケット・ベンチマーク」と改めて定義した。この性質を維持するため、TOPIXはこれまでも外部環境の変化に応じて、投資対象としての機能性、換言すれば、パッシブ運用の容易さをより高めるために不断の見直しを続けてきた。例えば、大規模な変更としては、2005年から2006年にかけて実施した浮動株比率の導入がある。それまで、上場株式数に株価を乗じて計算される時価総額を加重して計算していたTOPIXを市場で流通する蓋然性が高いと考えられる浮動株式数に株価を乗じて計算される浮動株時価総額加重での計算に変更した。この変更の背景にも、TOPIXに連動して運用するパッシブ運用の隆盛があった。

今般の見直しも同様に、TOPIXがパッシブ運用等でより利用しやすくなるよう、投資対象として機能性を更に高めることを目的としつつ、これまでも具備していた市場代表性等の特性は堅持し、また、指数としての連続性にも配慮しながら設計した。

今般の具体的なTOPIXの見直しは、大別すると①浮動株比率の算定方法の見直しと、

②流通株式時価総額を用いたTOPIXの構成銘柄選定方法の見直しの2点であり、それぞれの見直しについて、概要、実施した施策の検証及び今後の予定をとりまとめる。

### (1) 浮動株比率の算定方法の見直し (概要)

TOPIXは、浮動株時価総額加重方式で計算される指数であり、市場で売買される可能性が高いと指数算出者が判断した株式を「浮動株」として特定し、この浮動株に株価を乗じて計算される浮動株時価総額の水準によって指数におけるウェイトを決定している。同じ時価総額の会社であれば、浮動株の割合を示す浮動株比率が高い会社のウェイトは高くなり、逆に浮動株比率が低い会社のウェイトは低くなる。

JPX総研では、浮動株比率を有価証券報告書の情報に基づき算定しているが、従来は、主に大株主上位10位の保有株式、自己株式、役員保有株式を固定株として算定してきた。今般の見直しでは、流動性の実態をより反映させるため、有価証券報告書の「コーポレート・ガバナンスの状況等」に記載されている「他の上場会社等が純投資目的以外の目的で保有する投資株式」（いわゆる「政策保有株式」）についても新たに固定株とすることとした。これまでも大株主上位10位にランクインするような比較的大規模な政策保有株式は浮動株比率に反映されていたが、この見直しにより、大株主上位11位以下であっても、政

(図表1) 浮動株比率の変動幅と銘柄数・割合

	銘柄数	割合
0.05超の下落	338	15.6%
0.05以下の下落	668	30.8%
変動なし	1,072	49.4%
0.05以下の上昇	56	2.6%
0.05超の上昇	35	1.6%
合計	2,169	100%

(出所) JPX総研のデータに基づき筆者作成

策保有株式が考慮されることとなった。

この算定方法の変更は、各社の浮動株比率の絶対水準に対しては一律に下落要因となる。一方で、TOPIXにおけるウエイトは構成銘柄間の相対的な浮動株時価総額に基づき決定されることから、相対的に小口（大株主上位11位以下）の他の上場会社から政策目的で保有される株式が多い会社のTOPIXにおけるウエイトが下落し、相対的に少ない会社のTOPIXにおけるウエイトは上昇することとなる。なお、算定方法の見直し後の各社の浮動株比率は、通常の浮動株比率の定期見直しと同様に0.05刻みで切り上げた値を浮動株比率として採用した。

#### (実施施策の検証)

この見直しは、パッシブファンドによる調整売買の市場へのインパクトを軽減するため、2022年4月、5月及び6月の各最終営業日に三段階で移行した。なお、本見直しに伴って浮動株比率が0.1超減少する銘柄については、2022年4月、5月及び6月の三段階合計の変動幅を0.1に留め、超過分は2022年7月以降の当該銘柄の決算期に応じて行う浮動

株比率の定期見直しに持ち越すこととし、市場への影響を限定するルールも取り入れた。例えば、仮にこの見直しにより浮動株比率が0.65から0.5に下落する会社があった場合、この2022年4月～6月の見直しでは、0.55までの変動に留め、今後実施される当該会社の浮動株比率の定期的な見直しのタイミングで改めて0.5にするというものである。これにより、市場への影響を抑えるだけでなく、上場会社からすると次回の定期見直しまで時間的猶予が生まれることから、その間に政策保有の解消等による浮動株比率の引上げも可能となり、改善の余地の大きい会社のそのようなアクションを反映する機会の確保にもつながったと考えている。

見直しの結果、2022年4月4日の市場再編時に適用された浮動株比率と2022年6月30日に適用された浮動株比率を比較すると図表1のとおりとなった。

図表1の対象は、2022年4月4日及び2022年6月30日のいずれにおいてもTOPIXの構成銘柄であった2,169銘柄としており、1,006社の浮動株比率が下落し、1,072社は変動な

(図表 2) 浮動株比率の平均値の推移

	2022年 4 月 4 日時点	2022年 6 月30日時点	変化幅
平均値 (単純平均)	0.514	0.488	-0.026
平均値 (加重平均)	0.642	0.606	-0.036

(出所) JPX総研のデータに基づき筆者作成

(図表 3) 浮動株比率の算定方法の見直し等に伴う指数への影響

リバランス	回転率
2022年 4 月	0.94%
2022年 5 月	0.92%
2022年 6 月	1.00%
合計	2.86%

(出所) JPX総研のデータに基づき筆者作成

しとなった。下落した企業のうち、338社は0.05幅を超える下落となった。政策目的で保有されている株式の比率は、企業毎にそれなりにバラツキがあり、その結果が今般の見直しにより浮動株比率に反映されたことがわかる。

なお、浮動株比率が上昇している銘柄が91銘柄あるのは、同時期に浮動株比率が上昇する可能性のある指数イベントである7月～9月決算期の銘柄の浮動株比率の定期的な見直し及び「時価総額に比べて流動性が低い銘柄」に適用する調整係数(0.75)の年に一回の定期見直しを同時に実施していること並びに浮動株比率の算定に用いるデータソースを変更したこと等が要因となっている。

TOPIX構成銘柄全体でみると図表2のとおり浮動株比率の水準が変化した。単純平均より加重平均の下落幅が大きいことから、大型株のほうが大株主上位11位以下という小口

の規模に限ると、広く政策目的で株式を保有されている実態が示唆された。

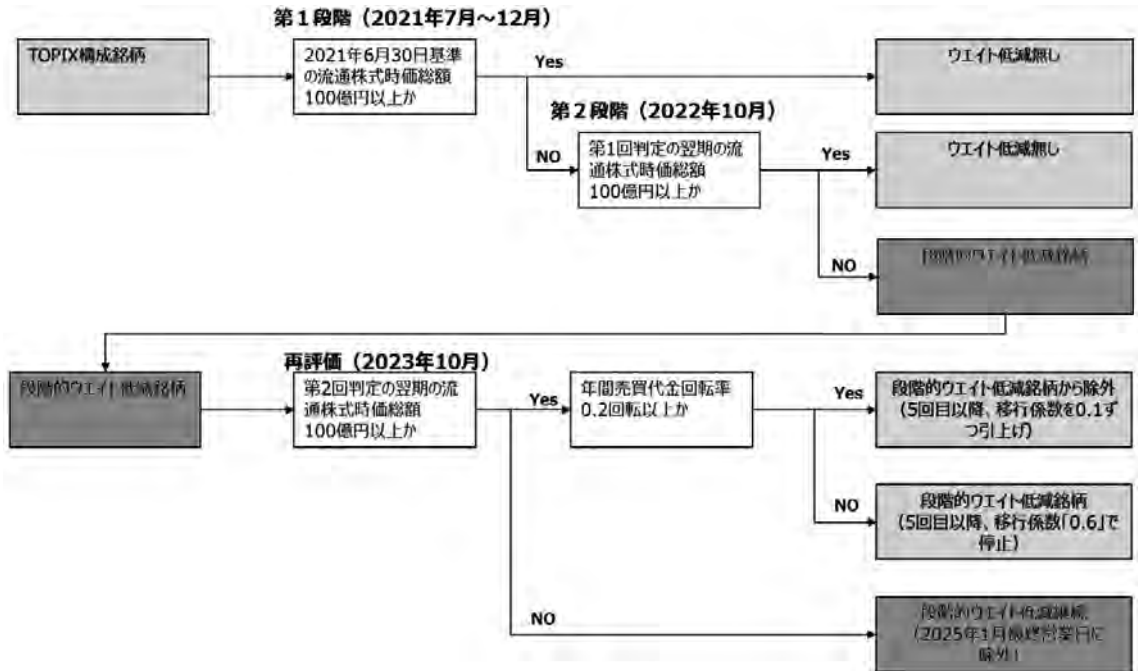
この見直しに伴う指数への影響については、リバランス日である2022年4月27日の引け後、5月30日の引け後、6月29日の引け後のポートフォリオの回転率(片道)を用いて計測した。ポートフォリオの回転率とは、TOPIXを完全法で運用しているファンドがポートフォリオ全体の何パーセントを売買する必要があったかを示す指標であり、各銘柄についてリバランス前のウエイトからリバランス後のウエイトを減じた値の絶対値を計算し、全構成銘柄分を合算のうえ、2で割った値として求められる。

$$\text{回転率(片道)} = \frac{\sum |\text{銘柄のリバランス前のウエイト} - \text{銘柄リバランス後のウエイト}|}{2}$$

結果は、図表3のとおりとなった。

2022年3月末時点において、TOPIXは

(図表4) 判定フロー



(出所) JPX総研

ETFや運用ポートフォリオを公開している年金基金の運用資産残高だけを集計しても、約80兆円もの運動資産があることから、回転率を一定水準に抑える必要があったが、図表3に示されているように3回に分けて実施したことで、回転率(片道)は各回、1%程度に抑えられており、3段階での移行による効果が確認された。

**(今後の予定)**

浮動株比率の算定方法の変更は、0.1の上限を超えて変動することとなった一部の銘柄を除き、すでに変更は完了している。一方で、浮動株比率は、決算期によって見直し時期は異なるものの、すべての銘柄が年に1回、定

期的に見直されることとなっている。そのため、今後、政策目的で保有される株式が減少した銘柄は、随時、浮動株比率が引き上げられることとなる。従来のルールと比較すると上場会社自身が政策目的で保有されている株式を放出してもらうよう株主に働きかけるインセンティブを高めるルールとなっており、これは、株式持合いの解消という本邦資本市場における大きな流れとも合致していると考えられる。

**(2) TOPIXの構成銘柄選定方法の見直し(概要)**

TOPIXの投資対象としての機能性の更な

(図表5) 段階的ウェイト低減銘柄の状況 (10月7日時点)

	構成銘柄数	段階的ウェイト低減銘柄数
TOPIX	2,168	493
うちプライム	1,835	205
うちスタンダード	333	288

(出所) JPX総研のデータに基づき筆者作成

る向上の観点から、今般のTOPIXの見直しにおいては、流通株式時価総額100億円未満の銘柄について、2022年10月最終営業日から四半期ごと10回に分けてウェイトを低減し、2025年1月最終営業日に除外することとした。

また、流通株式時価総額100億円の判定については、第1回判定及び第2回判定の二段階で判定するとともに、段階的ウェイト低減の開始後においても再評価の枠組みを設けている。

#### (実施施策の検証)

第1回判定は、2021年6月30日を基準とする「新市場区分における上場維持基準への適合状況の通知」(二次判定結果を含む)における流通株式時価総額が100億円未満かどうかを判定し、該当銘柄数は530銘柄となった。この第1回判定で流通株式時価総額が100億円以上であった銘柄は、ウェイト低減の対象となることなくTOPIXの構成銘柄として継続採用した。

そのうえで、第2回判定は、第1回判定において流通株式時価総額100億円に満たなかった上場会社に対し、第1回判定における決算期の翌期の流通株式時価総額を再度確認

し、493銘柄が引き続き100億円を下回っていることを確認したことから、段階的ウェイト低減銘柄と決定した(注2)。

第1回判定と第2回判定で37銘柄の差があるが、このうち7銘柄は整理銘柄指定等によりTOPIXから除外された銘柄であり、残りの30銘柄は流通株式比率の改善又は株価の上昇等のポジティブな理由により流通株式時価総額が1年間で増大した会社であった。

なお、段階的ウェイト低減銘柄となった493銘柄がTOPIX全体のウェイトに占める割合は、2022年10月7日時点(TOPIXの段階的ウェイト低減銘柄の公表日時点)で0.5%と僅少となった。このことから、当該見直しによるTOPIXへ与える影響は軽微であり、これまでの長期にわたるTOPIXのパフォーマンス特性等は維持され、統計的な連続性も保たれると考えられる。

また2022年10月7日時点でのTOPIXの構成銘柄及び段階的ウェイト低減銘柄の市場別の内訳は図表5のとおりとなった。

スタンダード市場の上場会社のうち、44銘柄は流通株式時価総額100億円の基準をクリアしており、また、プライム市場に上場する

銘柄であっても当該基準が未達となった会社は205銘柄に上った。

#### (今後の予定)

2023年10月においては、「段階的ウエイト低減銘柄」について再評価<sup>(注3)</sup>を実施し、流通株式時価総額が100億円以上となった銘柄は、ウエイトの低減を停止する。加えて、流通株式時価総額100億円以上となり、かつ、年間売買代金回転率<sup>(注4)</sup>が0.2回転以上の銘柄については、段階的にウエイトを引き上げ、TOPIXの組入れ比率を元の水準まで戻すこととしている。

このように、段階的ウエイト低減銘柄の判定・再評価において、プロセスを多段化した趣旨は、今般の見直しに伴うマーケット・インパクトに配慮したことに加え、移行プロセスにおける、上場会社の流通株式時価総額向上への取組みを可能な限り反映できるようにしたいとの考えに基づき設計したものである。

### 3. おわりに

上述のとおり、2022年4月から2025年1月のTOPIXの移行ルールについては決定しており、一部の施策については、実施のうえ、部分的な検証まで進んでいるが、引き続き、四半期ごとの段階的ウエイト低減及び2023年10月の段階的ウエイト低減銘柄の再評価について、マーケットや上場会社の混乱を招かぬよう着実な実施が求められる。その

うえで、今後、2025年2月以降のTOPIXの新ルールについて検討を進めてまいりたい。なお、TOPIXの新ルールはJPX総研が指数ルールを見直しする際に実施する「指数コンサルテーション」を通じて、JPX総研が原案を公表し、広く意見を募集することとなる。今後とも関係各位のご理解、ご協力を得られるようお願いし、本稿を終了する。

#### [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スマートベータシリーズの概要」月刊資本市場、2016年7月
- ・荒井啓祐「TOPIX等の見直しの方向性について」月刊資本市場、2020年4月

(注1) 詳細は、東証指数算出要領(TOPIX編)を参照  
[https://www.jpx.co.jp/markets/indices/line-up/files/cal2\\_30\\_topix.pdf](https://www.jpx.co.jp/markets/indices/line-up/files/cal2_30_topix.pdf)

(注2) 詳細は2022年10月7日 JPX総研マーケットニュース「TOPIX及び東証マザーズ指数の段階的ウエイト低減銘柄の公表について」を参照。  
<https://www.jpx.co.jp/news/6030/20221007-02.html>

(注3) 流通株式時価総額の算定対象となる決算期は、第二回判定の翌期となる。

(注4) 2022年9月～2023年8月の月次の売買代金回

---

転率の合計を用いる。月次の売買代金回転率は、(日次の東証の売買立会での売買代金の中央値×営業日数) ÷ 月末最終営業日の移行係数考慮前の浮動株時価総額で計算する。

