

TOPIXの歴史・現状等について



JPX総研

インデックスビジネス部長 **田中 大介**
インデックスビジネス部 調査役 **小笠原大将**

1. はじめに

TOPIXの算出者である株式会社JPX総研（以下「JPX総研」という。）^{（注1）}は、本年6月19日から8月18日まで、TOPIX等の見直しについて指数版パブリック・コメントにあたる指数コンサルテーション^{（注2）}を通じ、広く意見募集を実施した。

この見直しは、2022年4月4日に実施された東京証券取引所（以下「東証」という。）の市場区分再編を契機として2025年1月まで

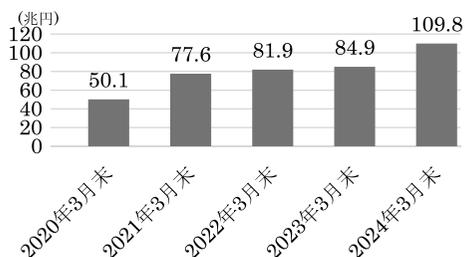
行われる第一段階の見直しに続く第二段階の見直しであり、TOPIXの巨額の連動資産や幅広い利用を踏まえ、指数の連続性を確保しつつ、TOPIXの「日本の株式市場を広範に網羅するとともに、投資対象としての機能性を有するマーケット・ベンチマーク」というコンセプトを深化させることを目指すものとなっている。

具体的には、東証の全市場区分に上場する内国普通株式を対象とした上で、流動性をより重視した銘柄の定期入替を導入するなど、広範に市場をカバーするというTOPIXの性質や投資対象としての機能性向上を意識した見直し内容となっている。ただし、本稿執筆時には指数コンサルテーションが終了していないため、詳細については指数コンサルテーションの結果を踏まえた最終的な決定内容として稿を改めて紹介することとし、本稿では、今回の見直しの背景となるTOPIXのこれま

〈目次〉

1. はじめに
2. TOPIX算出の経緯と利用の状況等
3. これまでのTOPIXの見直し
4. TOPIXサブインデックスについて
5. おわりに

(図表 1) TOPIX連動運用 (年金運用・ETF・投資信託) の純資産残高の推移



(出所) Bloombergのデータ、並びに一般社団法人投資信託協会、年金積立金管理運用独立行政法人、公立学校共済組合、警察共済組合、東京都職員共済組合、全国市町村職員共済組合連合会、地方公務員共済組合連合会、国家公務員共済組合連合会の公表情報を基に筆者作成

での歴史や特徴について、TOPIXを基に算出されるサブインデックスの体系についても触れつつお示しする。

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、筆者が所属する組織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算出の経緯と利用の状況等

東証は1950年から225銘柄（算出当初は227銘柄）を対象とした東証修正平均株価（注3）の公表を行っていたが、時価総額加重方式でないことから値の動きやすい品薄株や値がさ株の影響を受け、市場全体としての動きを反映しにくいなどの指摘がされていた。このような指摘を踏まえ、株式市況の動向をよりの確に反映する株価指標として、基準日（1968年1月4日）における東証市場第一部に上場する内国普通株式の時価総額を100ポイント

としたときの時価総額の推移を表すTOPIXの算出・公表を1969年7月1日に開始した。

以来、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、経済指標・統計指標として重要な役割を果たしている。

また、日本の株式市場全体の動きを反映するというカバレッジの広さ（注4）や長い過去データの蓄積などを背景に、日本株式投資を行う機関投資家の多くが、資産配分の決定や運用成果を評価する際のベンチマークとしてTOPIXを用いているほか、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も拡大している。1988年9月に東証に導入された株価指数先物取引を始めとするデリバティブ取引の原資産や、2001年7月から上場されている上場投資信託（ETF）が行うインデックス運用の連動対象など、さまざまな金融商品における活用も定着しており、2024年3月末

時点では、TOPIXに連動する年金運用・ETF^(注5)・投資信託の運用資産は109兆円を上回ると推計される(図表1)。

■ 3. これまでのTOPIXの見直し

TOPIXは日本株市場全体の動きを示す指標としての長い歴史の中で、その基本的な性格は維持しつつも、ポートフォリオ理論の進展とパッシブ運用の隆盛に伴う利用方法の拡大などの環境変化に併せて、個別銘柄への影響を抑える観点からの見直し^(注6)やポートフォリオの回転率の抑制の観点からの見直し^(注7)など、投資対象としての機能性を高めるためのさまざまな見直しが続けられてきた。

その中でも、大規模な見直しとしては、2005年から2006年にかけて実施した浮動株比率の導入が挙げられる。それまで、TOPIX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(ウエイト)を決定する、時価総額加重方式で算出していた。しかし、パッシブ運用の増加に伴い、TOPIX連動運用ファンドが巨大化することで、上場株式数に比して市場で流通する株式数の割合が低い銘柄の需給が逼迫し、パッシブ運用を行う投資家がウエイトに見合った取引を行うことが難しくなるおそれが生じていた。このため、同時期に海外主要株価指数においても採用されるようになって

いた、市場で流通する蓋然性が高いと考えられる「浮動株」の数に株価を乗じて計算する浮動株時価総額加重方式での算出に変更している。

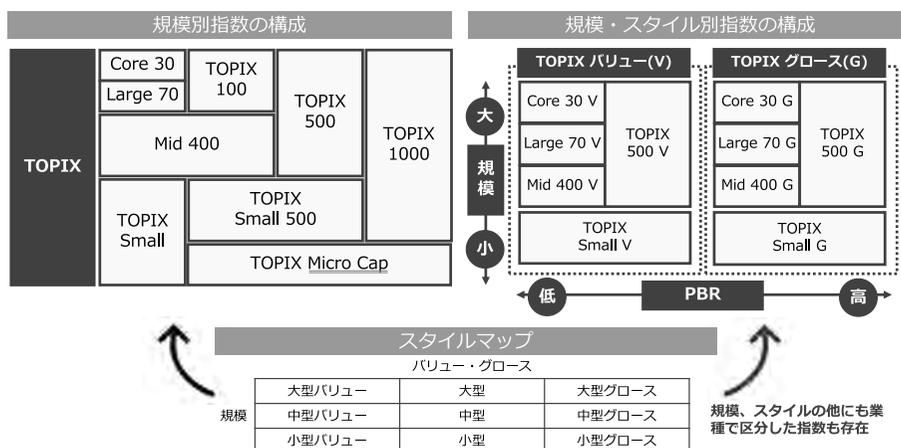
JPX総研では、TOPIXが果たしてきた役割を踏まえて、TOPIXを「日本の株式市場を広範に網羅するとともに、投資対象としての機能性を有する我が国を代表するマーケット・ベンチマーク」と位置づけており、この観点のもと、2022年4月4日に実施された東証の市場区分再編を契機とした見直しが現在進行中である。この見直しでは、これまでTOPIXが具備していた市場代表性等の特性を維持し、また指数としての連続性にも配慮しながら、投資対象としての機能性を更に高めることを目的として、①浮動株から政策保有株を除く等の浮動株比率の算定方法の見直し^(注8)、②流通株式時価総額100億円未満の銘柄の段階的ウエイト低減^(注9)に取り組んでいる。

更には、前述のとおり、TOPIXのコンセプトを深化すべく、これに続く第二段階の見直しに関する指数コンサルテーションを本年6月から8月にかけて実施したところであり、見直し内容の最終決定に向けて準備を進めている。

■ 4. TOPIXサブインデックスについて

JPX総研では、マーケット・ベンチマーク

(図表 2) TOPIXおよびサブインデックスシリーズのイメージ図



(出所) JPX総研の公表資料を基に筆者作成

であるTOPIXを主軸に置きつつ、パッシブ運用の機能性を高めるべく、より精緻な運用を可能とするためのラインナップとして、TOPIXの構成銘柄を規模や業種、各銘柄の連結PBR（株価純資産倍率）等で区分したサブインデックスを算出している（図表2）。以下、それぞれのサブインデックスの特徴等について紹介する。

(規模別指数)

構成銘柄の規模に応じて区分した指数としてTOPIXニューインデックスシリーズが挙げられる。これは、TOPIXの算出対象を、各銘柄の流動性と時価総額に応じた区分ごとに分けて1998年4月から算出している指数であり、各区分は図表3のとおりとなっている。

このほか、規模に応じた区分に基づく指数としてはTOPIX算出開始時の1969年から算

出している東証規模別株価指数があり、これは当初、各企業の資本金の額に応じて、各銘柄の区分が行われていた。

その後、1982年10月以降は、単位株換算した上場株式数を基準とした区分基準を用いて算出を行っていたが、2001年6月の商法改正により、「単元株制度」が導入され、企業が独自に1単元の株式数を定めることができるようになったことから、単元株換算後の上場株式数を基準とした規模別の分類は時価総額との比較で市場実態に合わないケースが出てきた。そのため、2005年4月25日から、TOPIXニューインデックスシリーズの区分を用いる方式へ変更し、TOPIX 100、TOPIX Mid400、TOPIX Smallの構成銘柄をそれぞれ大型、中型、小型に区分することとなった（図表4）。この結果、現在では、指数値の水準は異なるものの、大型株指数と

(図表 3) TOPIXニューインデックスシリーズの概要



(出所) JPX総研の公表資料を基に筆者作成

(図表 4) 東証規模別株価指数の区分方法の変遷

■1969年7月1日～1982年9月30日		■1982年10月1日～2005年4月24日		■現在の基準 (2005年4月25日～)	
大型株	資本金100億円以上	大型株	上場株式数2億株以上	大型株	TOPIX 100の構成銘柄
中型株	同30億円以上100億円未満	中型株	同6,000万株以上2億株未満	中型株	TOPIX Mid400の構成銘柄
小型株	同30億円未満	小型株	同6,000万株未満	小型株	TOPIX Smallの構成銘柄

(出所) JPX総研の公表資料を基に筆者作成

TOPIX 100、中型株指数とTOPIX Mid400、小型株指数とTOPIX Smallの指数値の日々の変動率は同じとなっている。

(業種別株価指数)

TOPIX算出開始時の1969年^(注10)から、TOPIXの算出対象を「証券コード協議会^(注11)が定める33業種」に基づき各業種別に分類した指数である東証業種別株価指数が算出されているが、業種によっては含まれる銘柄数が僅少となるなど、連動運用を前提とした利用が難しいという問題があった。このため、2007年から、33業種を17業種に集約し

た株価指数であるTOPIX-17シリーズを算出しており、ETF等のインデックス運用商品に利用されている。

図表5のとおり、市場全体の動きと個別業種ごとの動きには大きな違いが見られるため、当指数に連動するインデックス運用商品を用いることで、業種の特性に合ったパフォーマンスを享受することが可能となる。

(TOPIXスタイルインデックスシリーズ)

TOPIXスタイルインデックスシリーズは、TOPIXの各銘柄の連結PBR(株価純資産倍率)等に応じてバリュー(割安株)、グロー

(図表5) TOPIXとTOPIX-17シリーズの年間騰落率 (2019/4/1~2024/3/31)

2020		2021		2022		2023		2024	
医薬品	1%	鉄鋼・非鉄	79%	エネルギー資源	29%	銀行	23%	金融(除く銀行)	74%
情報通信・サービスその他	-1%	電機・精密	69%	商社・卸売	28%	鉄鋼・非鉄	22%	自動車・輸送機	73%
電機・精密	-1%	機械	67%	金融(除く銀行)	17%	医薬品	18%	銀行	69%
小売	-9%	情報通信・サービスその他	57%	自動車・輸送機	16%	商社・卸売	17%	エネルギー資源	64%
素材・化学	-10%	自動車・輸送機	53%	鉄鋼・非鉄	15%	食品	16%	商社・卸売	63%
金融(除く銀行)	-11%	商社・卸売	51%	銀行	12%	小売	12%	不動産	59%
TOPIX	-11%	TOPIX	48%	運輸・物流	4%	建設・資材	10%	電力・ガス	57%
機械	-13%	建設・資材	46%	TOPIX	2%	運輸・物流	9%	機械	46%
商社・卸売	-13%	銀行	45%	電機・精密	2%	機械	9%	建設・資材	42%
食品	-14%	小売	45%	食品	1%	エネルギー資源	8%	TOPIX	40%
自動車・輸送機	-17%	金融(除く銀行)	42%	不動産	-1%	電力・ガス	8%	電機・精密	35%
建設・資材	-18%	不動産	41%	機械	-4%	素材・化学	6%	鉄鋼・非鉄	35%
電力・ガス	-19%	素材・化学	40%	情報通信・サービスその他	-4%	TOPIX	6%	小売	32%
運輸・物流	-21%	エネルギー資源	37%	建設・資材	-5%	金融(除く銀行)	2%	情報通信・サービスその他	26%
不動産	-23%	医薬品	21%	医薬品	-8%	電機・精密	2%	食品	24%
銀行	-24%	運輸・物流	15%	素材・化学	-9%	自動車・輸送機	-2%	素材・化学	24%
エネルギー資源	-31%	食品	13%	小売	-10%	不動産	-3%	運輸・物流	19%
鉄鋼・非鉄	-37%	電力・ガス	10%	電力・ガス	-13%	情報通信・サービスその他	-3%	医薬品	9%

(出所) JPX総研のデータを基に筆者作成

※各指数は配当込みリターン、円ベース

※騰落率は、3月末最終営業日と前年度4月第1営業日の指数値の騰落率を表す

ス(成長株)に分類した株価指数であり、2009年^(注12)より算出している。規模別指数であるTOPIX 500、TOPIX Small等と組み合わせたものも算出しており、図表2の右側に記載のとおり、現在12指数が算出されている。

一般的に、金利などのマクロ経済動向によってバリュー株が強い局面とグロース株が強くなる局面が入れ替わると言われている。例えば、図表6は2023年7月から本年6月までのTOPIXバリュー指数をTOPIXグロース指数で割った値(バリュー/グロース比率。2023年7月1日の値を1として、値が大きくなるほどバリュー株が強いことを示す)と日本国債の10年利回りを比較したものであるが、金利上昇局面においてバリュー株が強くなる傾向にあることが見られた。

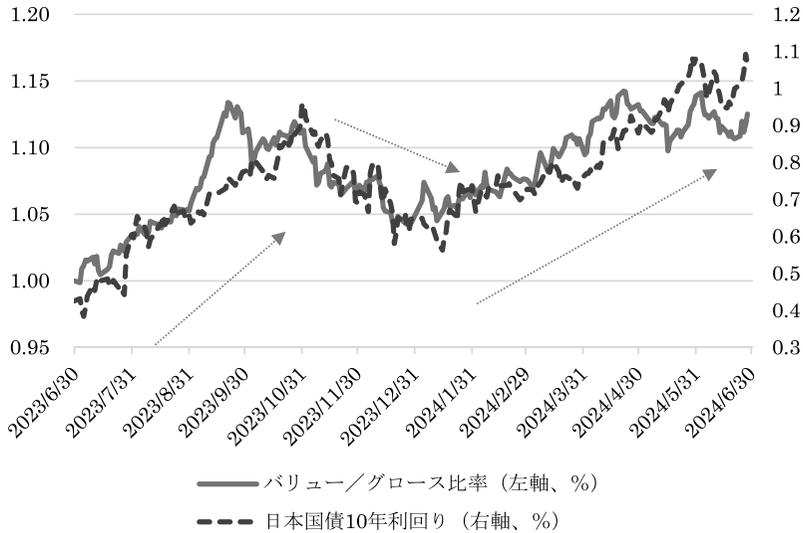
このように、JPX総研では、様々な用途に適したTOPIXサブインデックスのラインナップを取り揃えており、その時々の経済情勢等を踏まえ、各種指数を利用することで、より精緻で多様なニーズに即したパッシブ運用の実現を図ることが可能になると考えている。

5. おわりに

本稿では、TOPIXとそのサブインデックスシリーズについて、見直しの歴史を中心に解説した。

折しも、本年7月4日には、TOPIXが終値2,898.47ポイントを記録し、バブル期1989年12月18日の終値2,884.80ポイントを超えて史上最高値を34年7か月ぶりに更新したこと

(図表6) バリューストック／グロース比率と日本国債（10年利回り）



(出所) Bloombergのデータを基に筆者作成
 ※各指数は配当なし指数、円ベース

が話題となったが、このような比較が可能となるのも、環境変化に応じた見直しを行いながら、日本の株式市場の動向を的確に表す指標としての連続性を確保してきた長い歴史の積み重ねがあってこそだと言える。

今後とも、JPX総研では、TOPIXをはじめとするJPX総研指数の改善を続け、幅広く利用されるよう尽力していく。引き続き、関係各位の御協力をお願いしたい。

[参考文献]

- ・加藤雅幸, 「TOPIX（東証株価指数）の浮動株化一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
- ・東京証券取引所 情報サービス部, 「学んでみよう！株

価指数」, 2007年1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
- ・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
- ・島田周大, 「TOPIXの見直しに関する中間検証及び今後の展望について」 月刊資本市場, 2022年11月

(注1) 2021年12月1日に株式会社日本取引所グループの子会社として設立。2022年4月1日、東証からの業務移管により、TOPIXをはじめ東証が開設する市場に上場する株券、REIT 又はインフラファンド等の価格に基づいて計算される株価指数の算出業務等を開始。

(注2) <https://www.jpx.co.jp/markets/indices/governance/index-consultation/index.html>

(注3) 東証修正平均株価は、現在は株式会社日本経済新聞社が日経平均株価として算出している。

(注4) 2024年6月最終営業日現在の東証上場企業の時価総額(浮動株ベース)におけるTOPIXのカバー率は約98%である。

(注5) 同時点で東証にはTOPIXに連動するETFが9本上場しており、個人投資家から機関投資家まで広く利用されている。

(注6) 例えば、新規上場銘柄のTOPIX組入れを新規上場日の翌月最終営業日とすることでTOPIX連動ファンドの調整売買が円滑に行われるように配慮する見直しを実施。

(注7) 例えば、株式移転において上場廃止となった銘柄をその後も一時的にTOPIXの算出対象とすることで、TOPIX連動ファンドが上場廃止となる銘柄をいったん市場で売却してその後に新設会社の株式を買戻すという対応をする必要がなくなるように配慮する見直しを実施。

(注8) より流動性の実態を反映させるため、見直し以前に固定株とされていた大株主上位10位の保有株式、自己株式、役員保有株式等に加え、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等の変更。

(注9) 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」における流通株式時価総額及びその判定に用いた決算期の翌期末と翌々期末の流通株式時価総額がいずれも100億円未満であった銘柄について2022年10月最終営業日から2025年1月最終営業日までの間で、四半期ごと10段階で当該銘柄のウェイトを低減し、2025年1月最終営業日にTOPIX構成銘柄から除外。

(注10) 化学、医薬品、卸売行、小売業、銀行業、証券・商品先物取引業、保険業、その他金融業は1993年から算出。

(注11) <https://www.jpx.co.jp/sicc/>

(注12) 「TOPIX Core30 バリュエー」、 「TOPIX Core30 グ

ロー ス」、 「TOPIX Large70 バリュエー」、 「TOPIX Large70 グロース」、 「TOPIX Mid400 バリュエー」、 「TOPIX Mid400 グロース」は2024年3月から算出。

