

更なる機能性向上に向けた TOPIXの見直しについて



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 **向畑 周平**

■ 1. はじめに

株式会社JPX総研（以下、「JPX総研」）^(注1)は、TOPIXの第二段階の見直しに関し、2024年6月19日から8月18日まで指数コンサルテーション^(注2)を実施し、その結果を踏まえて9月27日にTOPIXの改訂算出要領等を公表した。

前編（本誌2024年9月号「TOPIXの歴史・現状等について」）において、これまでの

〈目次〉

1. はじめに
2. TOPIXの見直しの趣旨
3. 次期TOPIXのルール
4. 見直しの効果
5. その他の対応
6. おわりに

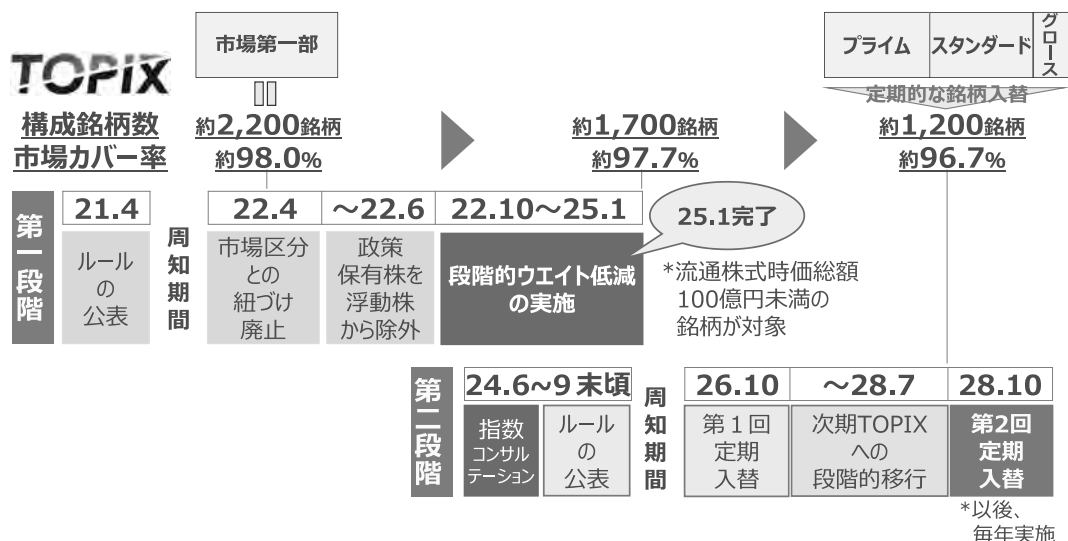
TOPIXの変遷や2022年4月4日に実施した東京証券取引所（以下、「東証」）の市場区分の再編を契機としたTOPIXの見直し（以下、「第一段階の見直し」）についてお示ししたが、本稿では第一段階の見直しが完了する2025年1月末以降のTOPIX（以下、「次期TOPIX」）のルールについて、その見直し（以下、「第二段階の見直し」）の趣旨、具体的な選定基準および見直しに伴う効果等についてお示しする。

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の見直しの趣旨

前編でも触れたとおり、TOPIXは1969年の算出開始以来、我が国の株式市場を代表す

(図表 1) TOPIXの見直しの流れ



(出所) JPX総研作成

る株価指数の一つとして重要な役割を果たしている。JPX総研では、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」と位置付けている。

第二段階の見直しは、前編で紹介した第一段階の見直しと同様に、TOPIXの巨額な連動資産や幅広い利用を踏まえて、これまでTOPIXが果たしてき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いる。上記TOPIXのコンセプトの更なる深化を図り、TOPIXを利用するパッシブ運用者やインデックス投資家全般の利便性や効率性の改善を目指すこと

もに、市場影響を緩和する観点から、新しいルールの周知や移行に時間をかけ、段階的に移行を行うなど、丁寧に進めていくこととしている。

3. 次期TOPIXのルール

ここでは、次期TOPIXのルールについて、現行のルールと比較しつつ説明する。

(対象市場)

2022年4月の市場区分再編前のTOPIXは旧市場第一部を対象としていたが、第一段階の見直しが適用されている市場区分再編後のTOPIX（以下、「現行TOPIX」）も原則、プライム市場のみを対象^(注3)としている。

(図表2) 次期TOPIXのルール (現行TOPIXからの主な変更内容)

	現行TOPIX	次期TOPIX									
対象市場	プライム市場 *新市場区分再編時の構成銘柄で、スタンダード市場やグロース市場を選択した銘柄は現行TOPIXに含まれる。	プライム市場・スタンダード市場・グロース市場									
定期入替	なし	年1回、10月最終営業日 (基準日：8月最終営業日)									
選定基準	なし *市場区分再編時などにおいて流通株式時価総額が100億円未満の銘柄の段階的ウェイト低減を実施中	<ul style="list-style-type: none"> 下記の流動性基準により銘柄を定期入替 <table border="1" style="margin-left: 20px;"> <thead> <tr> <th>指標</th> <th>追加基準</th> <th>継続基準*</th> </tr> </thead> <tbody> <tr> <td>年間売買代金回転率</td> <td>0.2以上</td> <td>0.14以上</td> </tr> <tr> <td>浮動株時価総額の累積比率</td> <td>上位96%以内</td> <td>上位97%以内</td> </tr> </tbody> </table> 追加基準はTOPIXの構成銘柄でない銘柄に適用し、継続基準は既にTOPIXの構成銘柄である銘柄に適用 * 指数の安定性や投資効率の観点から継続基準(バッファ・ルール)を導入 	指標	追加基準	継続基準*	年間売買代金回転率	0.2以上	0.14以上	浮動株時価総額の累積比率	上位96%以内	上位97%以内
指標	追加基準	継続基準*									
年間売買代金回転率	0.2以上	0.14以上									
浮動株時価総額の累積比率	上位96%以内	上位97%以内									
非定期の追加	プライム市場への新規上場・市場区分の変更銘柄	プライム市場・スタンダード市場・グロース市場への新規上場銘柄で、浮動株時価総額が、同累積比率上位95%に含まれる銘柄の最低浮動株時価総額を上回る銘柄									

(出所) JPX総研作成

これに対して次期TOPIXはプライム市場、スタンダード市場およびグロース市場を対象市場^(注4)として構成銘柄を選定することとした。対象市場の拡大によりTOPIXの広範網羅性やマーケット・ベンチマークとしての市場代表性は強化されるものと考えている^(注5)。

(定期入替)

現行TOPIXは、流通株式時価総額100億円未満の銘柄の段階的ウェイト低減を実施しているところであるが、定期的な銘柄入替という仕組みは存在せず、構成銘柄の追加・除外は、プライム市場への新規上場や市場変更に伴う追加および上場廃止等に伴う除外以外には発生しない。

一方、次期TOPIXは、流動性基準により年1回、10月最終営業日に銘柄の定期入替を実施することとしている。図表2のとおり、流動性基準として「年間売買代金回転率」と「浮動株時価総額の累積比率^(注6)」を指標とする「継続基準」と「追加基準」を設けている。定期入替基準日(毎年8月最終営業日)におけるTOPIXの構成銘柄には「継続基準」を、非構成銘柄には「追加基準」を適用し、「年間売買代金回転率」および「浮動株時価総額の累積比率」の水準を満たした銘柄を構成銘柄として選定する。なお、「継続基準」は「追加基準」より低い水準に設定しているが、これは過度な銘柄入替を抑制することで指数の安定性や投資効率を確保する仕組みであり、バッファ・ルールとも呼ばれ、国内外の主要

な指数でも採用されている。

「浮動株時価総額の累積比率」の水準は、指数の連続性確保の観点から、構成銘柄数や市場カバー率に示される広範網羅性と業種やファンダメンタルズなどの指数特性を見直し前後で維持する一方で、投資機能性の向上の観点から連動運用において必要な構成銘柄の流動性（浮動株時価総額や売買代金）の改善が見込まれる水準として設定した。「年間売買代金回転率」は、投資機能性の観点から最低限求められる水準としつつ、本基準自体で過度な銘柄入替が生じないような水準に設定したものである。

浮動株時価総額の水準は、「継続基準」、「追加基準」ともに、現行TOPIXが求める水準（流通株式時価総額100億円）を上回る水準であり、この基準による銘柄入替を毎年実施することで、次期TOPIXは現行TOPIXよりも高い流動性を維持することとなり、パッシブ運用やインデックス投資の投資効率が高まるものと考えられる。

また、かつてのTOPIXのように旧市場第一部銘柄であれば無条件で構成銘柄となるわけではないので、流動性基準による定期入替が企業価値向上を促す一種の規律として働くといった期待感も示されている^(注7)。

(非定期の追加)

現行TOPIXは、プライム市場への新規上場銘柄および市場変更銘柄を対象に、非定期の追加^(注8)を行っている。追加対象をプラ

イム市場に限定しているのは、プライム市場の上場審査基準において流通株式時価総額100億円以上を求めており、現行TOPIXが求める流動性の水準を満たす銘柄と考えられるからである。

次期TOPIXにおいては、2026年11月以降、対象市場を限定せず、プライム市場、スタンダード市場、およびグロース市場への新規上場銘柄のうち、直前の定期入替における浮動株時価総額の累積比率上位95%に含まれる銘柄の最低浮動株時価総額を上回る銘柄については、定期入替を待たずに新規上場日の翌月最終営業日に追加することとしている。

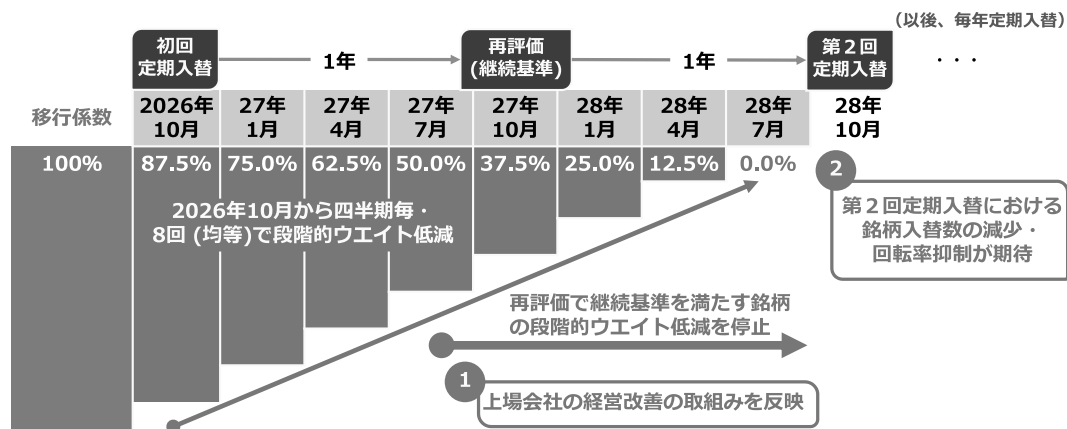
定期入替を待たずに非定期の追加を行うことで、浮動株時価総額が大きい新規上場銘柄の企業価値をより早期にTOPIXに反映することができる。

なお、非定期の追加においては、年間売買代金回転率を確認する十分な期間が取れないことから、年間売買代金回転率を基準から外したうえで、浮動株時価総額の水準は定期入替の「追加基準」で求める水準より高いものとしている。これにより追加された銘柄が直後の定期入替で除外されることを起こりにくくする効果が期待できる。

(移行措置)

TOPIXの巨額な連動資産や幅広い利用を踏まえて、市場影響を緩和する観点から、新ルールの周知や移行は時間をかけて丁寧に行うこととしている。初回の定期入替は2026年

(図表3) 次期TOPIXへの移行措置



(出所) JPX総研作成

10月最終営業日(定期入替基準日は2026年8月最終営業日)に行い、2028年7月までの段階的な移行を経て、2回目の定期入替は2028年10月最終営業日(定期入替基準日は2028年8月最終営業日)を行う。

初回の定期入替において継続選定されない銘柄(以下、移行措置銘柄)については、図表3のとおり2026年10月最終営業日から2028年7月最終営業日までの間、浮動株比率に移行係数を乗じて、四半期ごと8段階でウエイトを低減する。ただし、移行措置銘柄については2027年10月に再評価^(注9)を行い、定期入替の「継続基準」を満たす場合、ウエイト低減を停止^(注10)することで、企業の改善努力の反映や2回目の定期入替におけるリバランスに伴う回転率の低減を図ることとしている。

4. 見直しの効果

第二段階の見直しの効果について、2024年8月最終営業日を基準日とする試算に基づき確認していく。なお、初回の定期入替は、2026年10月(2026年8月最終営業日が基準日)に実施されることから、実際の数値は今後の株価変動等によって試算とは異なるものとなることにご留意いただきたい。

図表4に記載のとおり、本章において現行TOPIXとは、第一段階の見直しが完了する2025年1月最終営業日の状態、次期TOPIXとは、第二段階の見直しが完了する2028年7月最終営業日の状態を表している。

まず、構成銘柄の浮動株時価総額の合計は、現行TOPIXが約490兆円であるのに対し、次期TOPIXは約485兆円、同様に市場カバー率も現行TOPIXが約97.7%であるのに対し、次

(図表4) 試算結果 (2024年8月最終営業日基準)

	現行TOPIX (2025年1月末時点)	次期TOPIX (2028年7月末時点)	現行TOPIXとの比較
浮動株時価総額の合計	490兆円	485兆円	➢ ほぼ維持
市場カバー率	約97.7%	約96.7%	➢ ほぼ維持
浮動株時価総額 (中央値)	約392億円	約820億円 (※3)	➢ 約2倍に増加
1日あたり売買代金 (中央値)	約3.1億円	約7.5億円	➢ 約2倍の増加
銘柄数	約1,700銘柄	約1,200銘柄	➢ スタンダード、グロース市場から約50銘柄が採用

(図表注) 浮動株時価総額とは、上場時価総額に浮動株比率を掛け合わせた値。次期TOPIXにおける浮動株時価総額の最小値は約230億円。1日あたり売買代金(2024年3月から8月までの6か月間の平均)の最小値は4,600万円。次期TOPIXの銘柄数には、2023年8月最終営業日を基準日として初回定期入替を実施し、2024年8月最終営業日とした再評価で継続基準を満たした銘柄を含む。

(出所) JPX総研作成

期TOPIXは約96.7%である。いずれの項目も、次期TOPIXは現行TOPIXの約99%を維持できていることから、第二段階の見直しの前後で、TOPIXの広範網羅性は維持しつつ、指数の連続性を確保できているものと考えている。

次に、流動性について、浮動株時価総額(中央値)と1日あたり売買代金(中央値)を確認している。前者は現行TOPIXが約392億円であるのに対して、次期TOPIXは約820億円、後者は現行TOPIXが3.1億円であるのに対して、次期TOPIXは7.5億円と、いずれも約2倍の増加となっている。構成銘柄の流動性改善を通じてTOPIXの投資機能性の向上が実現できているものと考えている。

銘柄数は、現行TOPIXが約1,700銘柄であるのに対して、次期TOPIXは約1,200銘柄と

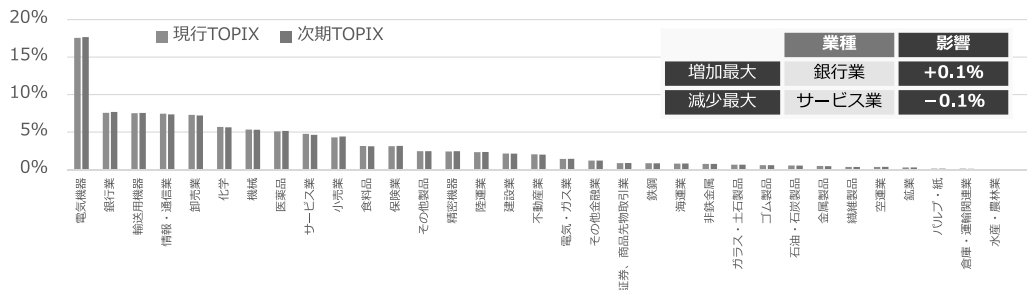
減少しているが、引き続き1,000を超える幅広い銘柄から構成され、スタンダード市場やグロース市場から約50銘柄が採用されており、市場カバー率がほぼ変わらないことも踏まえると(注11)、今後もTOPIXの広範網羅性やマーケット・ベンチマークとしての市場代表性は維持、強化されていくものと考えている。

また図表5において規模、業種およびファンダメンタルズの特性的についても確認をしているが、現行TOPIXと次期TOPIXとの間に大きな変化は認められないことから、こうした特性の面からも指数の連続性が確保できているものと考えている。

以上のように、指数の連続性の確保や、「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・

(図表5) 規模・業種・ファンダメンタルズ特性

業種特性 (※業種別のウエイト集計結果)



規模特性 (※規模別のウエイト集計結果)

	現行 TOPIX	次期 TOPIX	影響
TOPIX Core30(超大型)	39.7%	41.4%	+1.7%
TOPIX Large70 (大型)	26.4%	26.8%	+0.4%
TOPIX Mid400 (中型)	25.8%	25.3%	-0.5%
TOPIX Small (小型)	8.1%	6.5%	-1.6%

ファンダメンタルズ特性

	現行 TOPIX	次期 TOPIX	影響
PER (加重)	16.7	16.7	-
PBR (加重)	1.3	1.4	+0.1
配当利回り (加重)	2.1%	2.1%	-

(出所) JPX総研作成

ベンチマーク」というTOPIXの特性の深化が、試算から確認できる。広範網羅性と投資機能性はトレード・オフの関係(注12)にあるが、両者を両立できているものと考えている。

5. その他の対応

TOPIXの見直しに関連して、いくつかの対応を実施しているので、以下紹介する。

まず、規模別株価指数などTOPIXに関連する指数は、第二段階の見直し以降も、次期TOPIXを母集団として算出を継続する。

次に、小型株への投資ニーズに資するよう、TOPIXには選定されないものの一定の流動性が認められる銘柄で構成される『TOPIX

Next-tier』を、2026年10月30日から算出を開始することとする(注13)。

また、東証グロス市場250指数について、グロス市場もTOPIXの対象市場となることに伴い、東証グロス市場250指数の構成銘柄がTOPIXの構成銘柄と重複することを可能とするためのルールの見直しを実施する。

最後に、現在、TOPIX構成銘柄のうち「時価総額に比べて流動性が低い銘柄」に対して浮動株比率に乗じる調整係数(0.75)については、今般の見直しにから流動性基準による定期入替を行うことから、①初回定期入替における追加銘柄および②非定期の追加銘柄のみに適用する(初回定期入替前の調整係数適

用銘柄を含め、直後の定期入替において継続基準を充足した場合、調整係数を解除する)。

6. おわりに

本稿では、TOPIXの第二段階の見直しについて解説した。

今般の一連の見直しは、TOPIXの巨額な連動資産や幅広い利用を踏まえて、指数の連続性を確保しつつ、「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TOPIXの特性を深化するために実施するものであり、試算においてこれを確認している。

また、今般の見直しは、指数コンサルティングの意見にみられるようにパッシブ運用やインデックス投資の運用コスト低減につながり^(注14)、TOPIXを利用する投資家全般の利益に資するものと考えている。

指数コンサルティングにおいては、上場会社の中長期的な企業価値向上に向けた動機付けや取組みの推進につながるとの意見もいただいているが、投資対象としてのTOPIXの幅広い利用がなければ、そうした役割を十分に果たすことはできないことから、今後もTOPIXを利用する投資家の支持が得られるよう、機能向上に努めていきたい。

引き続き、JPX総研は、TOPIXを中核とするJPX総研指数の改善を続け、一層利用いただけるように尽力していく。関係各位の変

わらぬご協力をお願いしたい。

【参考文献】

- ・ 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12月号
- ・ 田中大介、小笠原大将「TOPIXの歴史・現状等について」、月刊資本市場、2024年9月号
- ・ 飯塚賢「TOPIXの第二段階の見直しについて」、証券アナリストジャーナル、2024年12月号

(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) 2022年4月の市場区分再編前のTOPIX構成銘柄(旧市場第一部銘柄)については、市場区分再編時の新市場区分の選択によりスタンダード市場やグロース市場に移行した銘柄であっても、引き続きTOPIXの構成銘柄としたことから、2024年9月末時点において、TOPIXはプライム市場1,637銘柄、スタンダード市場490銘柄、グロース市場1銘柄から構成されている。

(注4) 対象とする銘柄は、現行ルール同様、内国普通株式とし、新株予約権証券、優先株式および出資証券等は対象外としている。

(注5) 例えば米国では、「マグニフィセント・セブン」などと言われる特定のNASDAQ銘柄が指数をけん引している。本見直しによってTOPIXにおいてもプライム市場銘柄のみならずスタンダード市場銘柄やグロース市場銘柄などの成長を指数に反映することが可能となる。

(注6) 浮動株時価総額の累積比率とは「年間売買代金回転率の基準を満たす銘柄群において浮動株時価総額

が大きい銘柄から累積した浮動株時価総額÷当該銘柄群の浮動株時価総額の合計」である。

(注7) 指数コンサルティングには「東京証券取引所が進める「資本コストや株価を意識した経営」を中心とした一連の中長期的な企業価値向上に向けた取組みを、さらに推進する要素が盛り込まれている」、「定期入替が実施され、対象市場がプライム市場以外にも広がることで、各企業の価値向上に向けた改善も見込まれ、日本の株式市場の発展にもつながる」、「上場企業にはTOPIXへの採用に対するインセンティブが働き、企業価値向上の動機づけの契機となる」、「上場会社に流動性と株価の向上を意識させることになる」、「定期的な銘柄選定を行うことにより企業間の競争を促し、企業活動および経済活動にダイナミズムが生じ、経済全体の成長にも繋がるのが期待出来る」などの企業価値向上に係る意見が多く寄せられた。

(注8) 新規上場や市場変更があった日の属する月の翌月最終営業日にTOPIXに追加している。

(注9) 2027年8月最終営業日を基準日として、定期入替と同様の構成銘柄選定方法を用いて行う。

(注10) 移行係数50%の適用を継続する。

(注11) 試算上、次期TOPIXの構成銘柄の大半はプライム市場銘柄であり、TOPIXのリスク・リターン特性も大きくは変わらない。

(注12) 広範網羅性を高めるために市場カバー率を上げるほど流動性の低い銘柄が含まれることになり、ともすれば投資機能が犠牲になるという関係。

(注13) ルールの詳細は、「東証指数算出要領 (TOPIX Next-tier 編)」https://www.JPX.co.jp/markets/indices/TOPIX/tvdivq00000030ne-att/cal2_39_TOPIXnext_rev0927.pdfを参照。

(注14) 指数コンサルティングには、流動性向上による投資機能性の改善に関する多くの意見とともに、「マーケット・ベンチマークとしての網羅性を享受しつつ、投資し易さを高める点で非常に評価出来る」、「指数の

流動性や機能性が重視される形の変更となり、運用者としてもメリットがある」、「当見直しにより、TOPIXが金融商品として、投資家が長期に渡って安心して投資が出来、株式市場や経済全体の成長を低コストで享受することに資することが可能である」、「低流動性銘柄を起因とする取引コストを低減させる」など投資し易さやコスト低減に関する意見が寄せられた。

