

2021年4月30日
株式会社東京証券取引所

「TOPIX（東証株価指数）等の見直しについて」に寄せられた御意見の御紹介

当取引所は、「TOPIX（東証株価指数）等の見直しについて」2020年12月25日から2021年2月26日までの間、指数コンサルテーションを通じて意見を募集しました。その結果、今後の更なるTOPIX（東証株価指数）等の見直しの方向性などに関する御意見も多数受領いたしました。貴重な御意見をお寄せいただき、ありがとうございます。これらの御意見については以下のとおり、概要のみを御紹介いたします。

| 項番 | 御意見の概要 |
|----|---|
| 1 | <ul style="list-style-type: none"> ・ 2025年1月末の移行後の定期入替の方法については、今回の見直しで高められた流動性が維持される方向で見直しを進めるべき。また、その方針については、早いタイミングでアナウンスしてほしい。 |
| 2 | <ul style="list-style-type: none"> ・ 将来的なTOPIXについても、株式市場全体の動向を反映するという本来の指標性を担保してほしい。 |
| 3 | <ul style="list-style-type: none"> ・ TOPIXが単に市場全体を購入するインデックスではなく、TOPIXに組入れられる銘柄が持続的な成長が可能な企業であり、一定の流動性が確保される仕組みを担保するために、TOPIXの組入銘柄を入れ替えることで、企業に対する規律が生じるとともに企業および経済全体にダイナミズムが生じ、経済全体の成長にも繋がることを期待できると考える。 ・ こうした、TOPIXに組入れられる銘柄の持続可能性等が維持されることで、TOPIXが金融商品として、投資家が長期にわたって安心して投資ができ、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と考えます。 ・ TOPIXが持続的な成長が可能な銘柄で構成されるために一定の銘柄入替ルールを導入することは、企業に対して持続的な成長がより求められるという強いメッセージになると期待され、TOPIXを通じた投資資金を引き付けたい企業と投資家との対話の実効性向上に繋がると考えている。 ・ 上記理由から、当社はTOPIXに係る定期的な構成銘柄の入替へには賛成の立場である。是非、上記効用の実現に繋がる実態ある銘柄入替のフレームワーク構築を御検討いただければと考えている。また、当社としても、インベストメント・チェーンにおける責 |

| 項番 | 御意見の概要 |
|----|--|
| | <p>任ある投資家として、今後も TOPIX 等の改善に貢献したい。</p> <ul style="list-style-type: none"> ・ なお TOPIX には一定程度の銘柄数を組入れることが望ましいと考える。背景としては、金融商品として、現在既に投資されている多くの資金の投資可能性を維持すること、市場全体の値動きを示す代表性、および経済動向を把握する金融指標性の維持、一定の分散投資効果や投資機会の確保、一定の条件を満たした企業への投資多様性の確保、投資対象としての企業規模のバランス維持、などが挙げられる。 |
| 4 | <ul style="list-style-type: none"> ・ TOPIX の移行完了後における指数組入れ銘柄の除外ルールなどについては別途策定されるとのことであり、持続的な企業価値向上を動機づける厳格な内容とすることを望む。 |
| 5 | <ul style="list-style-type: none"> ・ 流通株式時価総額 100 億円未満の銘柄を TOPIX から除外することで、TOPIX の構成銘柄が実務で非常に使いやすいものになると考えられる。移行期間終了後も、「取引可能な銘柄集団」という性格を維持するとともに、各種サブインデックスの開発にも力を入れてもらいたい。実情に沿った業種別指数（階層構造を持つものが望ましい）、規模別指数、スタイル、ESG やスマートベータ型指数などが開発されれば、日本の株式市場の裾野が広がるとともに、投資家の利便性も高まると思われる。 |
| 6 | <ul style="list-style-type: none"> ・ TOPIX については指標性や継続性を担保する一方、その他のニーズについてはサブインデックスでカバーしてほしい。（例えば ESG 投資などは、TOPIX にその要素を内包するのではなく、必要に応じてサブインデックスを設けるべき） |
| 7 | <ul style="list-style-type: none"> ・ TOPIX 構成銘柄の残留条件として残っている流通株式時価総額 100 億円～250 億円銘柄も、将来的には構成銘柄から除外してほしい。 ・ 流通株式時価総額で TOPIX の構成銘柄を線引きすると、株式市場動向次第で投資対象銘柄数が変わってしまうため、流通株式時価総額での線引きは補完的な利用に留めるべきだと思う。 ・ 今回の改訂の方向性（低時価総額、低流動性銘柄の排除、ウェイト抑制）は間違っていない。更にもう一段進めてほしい。例えば、時価総額 200 億円以下かつ売買代金回転率●%以下銘柄にも対応する等。 |
| 8 | <ul style="list-style-type: none"> ・ 「流通株式」は上場適格性の審査等において、「浮動株」は TOPIX 算出等において、主に活用されているが、各々の数値が示す意味合いは類似・共通していると考えられるため、いずれかの定義に統一したほうが基準として分かりやすく、一貫性があるのではないかと考える。 |

| 項番 | 御意見の概要 |
|----|---|
| | <ul style="list-style-type: none"> ・ 同種の定義であるため混同されやすく、基準として併用すると複雑であるため。 ・ 流通株式時価総額は「段階的ウェイト低減銘柄」の判定基準となるほか、移行期間中にプライム市場に上場する銘柄（＝流通株式時価総額 100 億円以上）は TOPIX に組み込まれる等、上場適格性のみならず TOPIX に係る基準としても使用されるため。 ・ 流通株式数は開示されていないが浮動株比率は配信等により開示されているなど、同様の意味合いでありながら両者に係る情報の透明性に非対称性があるため。 |
| 9 | <ul style="list-style-type: none"> ・ 移行期間においては、TOPIX 構成銘柄（残留銘柄）の基準として、「流通株式時価総額 100 億円」とされている。プライム市場への上場基準との整合性をとる観点ではやむを得ないと考えるが、移行期間終了後は、時価総額の絶対額でユニバースを選定するのではなく、市場全体の（浮動株）時価総額のカバー率など相対的な基準を設定すべきと考える。時価総額の絶対額の場合は、市場全体の株価水準によって銘柄数が大きく変動することが懸念される。また「プライム市場」には、上場基準および維持基準を満たさないまま東証 1 部から移行する銘柄が少なくないと見込まれるので、プライム市場全体をカバーするのは適切ではないと思われる。 |
| 10 | <ul style="list-style-type: none"> ・ 将来的には、採用（維持）基準として、この時価総額・流動性水準はより厳しく見直されてしかるべきである。 ・ 将来にわたって時価総額基準を永続させた場合、例えばリーマンショックのような市場が 1/3 になった時には指数構成銘柄は大幅に減り、逆にバブルになると銘柄数が増える。つまり株式市場の動向次第で構成銘柄数が影響を受けるのではないか。 |
| 11 | <ul style="list-style-type: none"> ・ 今回の移行ルールは、あくまでも市場区分の変更に伴う対応であり、移行完了後に TOPIX の定期選定ルール等のコンサルテーションを予定していると記載してある。今回のルール変更において、「TOPIX は市場区分と切り離し、市場代表性に加え投資対象としての機能性の更なる向上を目指す」としている。現行 TOPIX のように東証 1 部に上場しさえすれば TOPIX に採用となると、上場基準の緩和が TOPIX 採用基準の緩和と等しくなり、指数採用銘柄が一定の基準を満たしているかという点に疑問が付くケースがある。 ・ また、流通株式時価総額 100 億円という絶対的な基準を設定した場合、構成銘柄の増加に伴い投資対象としての機能が将来的に毀損する可能性がある。移行期間後の銘柄選定ルールについては、構成銘柄数に上限を持たせる、流通株式時価総額の基準を臨機応変に変更できるようにする等の仕組みを導入し、指数のクオリティを維持することを検討してほしい。 |
| 12 | <ul style="list-style-type: none"> ・ TOPIX の役割は、米国の S&P500 指数のように、上場企業にとって絶え間ない価値向上のインセンティブになることと考えられる。「株主が保有株式の譲渡によって投下資本を回収する手段が確保されていること」が上場企業の必須条件であり株式市場の機能であ |

| 項番 | 御意見の概要 |
|----|---|
| | <p>るとすれば、単に譲渡する場が確保されているだけではその機能を果たすことはできない。株式の価値が向上するという期待があるからこそ、リターンを期待して購入する者が存在し、これまでの投下資本を回収したい株主は円滑な譲渡が可能となる。株式の価値向上が期待できなければ、短期的な売られ過ぎからのリバウンドや短期的な株価材料の好転を根拠とするトレーディング目的の購入者しか現れず、株主は限られた機会にしか投下資本を円滑に回収できない。つまり、株式の価値向上が期待できない中では中長期投資に意味は見いだせず、株式市場は短期的なトレーディングの場でしかない。したがって、アセットクラスを代表し、機関投資家がベンチマークとする指数は、その組入れ銘柄数に上限を設けることで、組入れを目指す企業間の継続的な相対評価を形成し、より高い評価を勝ち取る競争を促すことが求められる。選定基準にはもちろん価値向上が含まれるべきであり、価値向上能力に関する審査のわかり易さ、透明性、客観性が求められる。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」の報告書を踏まえ、こうしたことに関する検討が行われるものと期待している。なお、選定対象数であるが、上場企業にとって適切なインセンティブとして機能するよう一定の絞り込みは不可欠であり、例えば S&P500 は米国上場企業 5,000~6,000 社の中から 500 社程度が選定されており、日本においても上場企業数は約 4,000 社あることから 500 社程度が目安になると考えられ、1,000 社を超えるようではインセンティブとしての効果は期待できない点に留意する必要がある。</p> |
| 13 | <ul style="list-style-type: none"> ・ TOPIX の入替えは時価総額及び流動性に基準を付け、何らかの投資魅力度の低い銘柄は排除し、1,000 銘柄以下に抑えてほしい。できれば時価総額で線引きするのではなく銘柄数を固定したらどうだろうか。更に投資実現性の観点から単元株を引き下げることが合理的だと思う。 ・ TOPIX 以外の指数の必要性に疑問を感じている。例えば JPX 日経 400 ですら ETF オペレーションを除けば純資産の積み上げ部分が僅かであることでも分かるように TOPIX 以外の指数の需要はどこまで高まっているのだろうか。 ・ JPX 日経 400 の需要が高まらない背景は、良くも悪しくも TOPIX との差別化が困難だからではないだろうか。市場区分という点で見れば、大型株の区分に注力するよりはむしろ、上場間もない銘柄や小型株の選別を単純に括る市場のほうが魅力的だと思う。 |
| 14 | <ul style="list-style-type: none"> ・ 日本を代表する株式市場インデックス TOPIX は、海外を含む投資家にとって他国と比較して日本市場に投資するかどうか判断する重要な指標となる。新しい TOPIX には、単にプライム市場上場企業すべてのインデックスというより、投資家というお客にとって魅力的なものにすることが求められているのではなか。その観点からは、企業にとって入替えという緊張感の無い状況は良くないと |

| 項番 | 御意見の概要 |
|----|---|
| | 考える。実際、米国を代表する S&P500 や英国の FTSE 、独の DAX など入替えが基本にある。 |
| 15 | <ul style="list-style-type: none"> ・ 2019 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」の報告書に明記された「選定対象数に上限を設けて定期的に入替えを行うことや選定に当たりガバナンスや環境などの観点からの持続可能性等の質的な要素を加味してはどうかとの意見があり、これらについても引き続き検討することが考えられる。」について、具体的な検討結果が不明である。基本方針の 4 つ目「TOPIX に係る定期的な構成銘柄 の入替えの方法やスタンダード市場、グロース市場からの銘柄追加可能性などについては、今後、別途コンサルテーションを実施します。」に含まれ、今後別途コンサルテーションを実施するという理解でよいか。 |
| 16 | <ul style="list-style-type: none"> ・ グロース市場についても、せっかく上場区分の見直しをしたのに、いずれプライム市場に上場したい予備市場化してしまう可能性を懸念している。グロース市場は、成熟した日本経済の中でも、高い成長が見込まれる企業の市場であり、米国のナスダック市場のように、その高い成長のブランドイメージによって企業がグロース市場に残るインセンティブとすべきだと思う。海外を含め投資家が成長企業を探しにくる市場であり、時価総額の小さい企業から大きな企業まで成長企業がある魅力的な市場にすべきと考える。 ・ そこで、新しい TOPIX は、プライム、スタンダード、グロースの各市場に上場している全企業を対象とし、広く投資家が投資可能なベンチマークとして、例えば流通株式の時価総額順に並べて時価総額の合計が全体の 80% もしくは 90% となる銘柄群をユニバーサルとするインデックスとする。そうすれば、グロース市場を経由してプライム市場に上場することがステイタスという考え方から、グロース市場に上場したままで時価総額を大きくし、新しい TOPIX に採用されることがステイタスになると想定される。このようにすることで、①入替えがあることで企業の企業価値＝時価総額を高めるインセンティブが付く、②プライム市場と並ぶグロース市場という魅力的な市場を育成することができる、というメリットがあると考ええる。 |
| 17 | <ul style="list-style-type: none"> ・ 金融審議会市場構造専門グループ報告書の指摘も踏まえ、新 TOPIX においては、選定対象数に上限を設定したうえで、プライム市場のみならずスタンダード・グロース市場からも対象企業を選定できるようにすべきであり、こうした観点から、適切な市場規律が機能するような具体的な方策について指数コンサルテーションを実施すべき。 |
| 18 | <ul style="list-style-type: none"> ・ TOPIX を市場区分（東証一部）から切り離すことに賛同。TOPIX が機関投資家等の一般的なベンチマークであることを踏まえると、TOPIX そのものと、TOPIX をベンチマークとするアクティブ運用のパフォーマンス向上が我が国の成長戦略と資産運用高度化に不可欠と史料。 |

| 項番 | 御意見の概要 |
|----|--|
| | <ul style="list-style-type: none"> ・ 現在、政府で検討中の大学支援ファンドにも TOPIX でのパッシブ運用や TOPIX をベンチマークとしたアクティブ運用が組み込まれる蓋然性が高いこともあって、以下の提言を行うもの。①10年間程度のロードマップを明確化し、構成銘柄を 500 程度に段階的に絞り込む。②構成銘柄は、プライム市場とグロース市場に限定。③日経平均株価や TOPIX をアウトパフォームできない JPX 日経インデックス 400 のような定量スコア等での銘柄選定ではなく、銘柄選定を第三者委員会に委ね、取引所から切り離すことで利益相反を回避するとともに、市場参加者の先回りのな売買を防遏（ぼうあつ）する。 |
| 19 | <ul style="list-style-type: none"> ・ 市場区分については、企業のガバナンスや ESG 対応等を上場基準に加えることには賛成だが、時価総額加重指数である TOPIX にそれらを過度に反映し、連続性が失われることには慎重であるべき。 |
| 20 | <ul style="list-style-type: none"> ・ ESG には多様な項目（排出ガス、社会貢献、支配構造等）がある。全項目のスコアが未来永劫より高いリターンにつながる訳ではなく、まずは何が投資家（企業価値）にとって重要か議論を深める必要がある。そのような状況では、TOPIX が ESG スコアを考慮することはあってはならない。 |
| 21 | <ul style="list-style-type: none"> ・ TOPIX を市場区分と切り離すことで、TOPIX が抱えていた低流動性や投資適格性の問題に対処することができ、TOPIX の投資対象としての機能性の更なる向上が期待される。また、TOPIX の算出ルールの策定および運営において、プライム市場に上場する株式と特段遜色ない高いレベルで、一定の基準を満たす株式については、スタンダード市場、グロース市場に上場される株式についても、TOPIX に算入される可能性があるものと想定する。 ・ 今後の TOPIX の算出ルールの策定および運営について、客観性や透明性を含めた指数ガバナンスの一層の高度化を求める。 |
| 22 | <ul style="list-style-type: none"> ・ 今般の TOPIX の見直しにおいてガバナンスの観点に触れられていない。この点については、今春に予定されているコーポレートガバナンス・コードの改定後に各市場（プライム市場、スタンダード市場、グロース市場）における基準と併せて検討されるものと思われるが、今後はプライム市場=TOPIX ではなくることから、見直し後の TOPIX 採用銘柄における高いガバナンス水準を担保する仕組みが必要であり、重要な論点と認識している。 |
| 23 | <ul style="list-style-type: none"> ・ コーポレートガバナンス・コードの適用の度合いに応じて TOPIX 等株価指数の算出において何らかのインセンティブの付与を検討すべきである。 ・ 社歴が浅く経営基盤の整っていない新興企業にとってすべての原則を適用するのが難しいのも事実だが特に時価総額 1,000 億円を |

| 項番 | 御意見の概要 |
|----|---|
| | <p>超える企業に関してはプライム市場並みのガバナンス強化を求めないと企業の虚偽記載等が起きせつかく海外投資家も入ってきた新興市場の発展に水を差すことになりかねない。</p> <ul style="list-style-type: none"> ・またグロース市場の残留要件もマザーズ市場残留要件より時価総額の点で厳しくなったが基本原則以外のコーポレートガバナンス・コードを積極的に適用する企業について株価指数の算定等で優遇する等の対応はあってもよい。コーポレートガバナンス・コードを積極的に適用する新興企業に注目が集まるようアナリストに対しこの種の新興企業のレポートを積極的に出していくよう促すことも有益である。 ・市場区分の変更に伴いジャスダックインデックスやマザーズインデックスが廃止される予定になっているがグロース指数ではコーポレートガバナンス・コードの任意適用部分についても積極的に適用する企業を評価することにより ESG の強化に取り組む企業が時価総額で報われ他の新興企業にも影響が波及し SDGs の取り組みも進展していくことに期待したい。 ・スチュワードシップコード及びコーポレートガバナンス・コードのフォローアップ会議が継続的に行われているが経済界においても上述の五輪組織委員会に見られたような問題を他人事として傍観するのではなく男女共同参画を推進するなど取締役会の機能発揮と多様性の確保といった課題に取り組むよう JPX から上場企業各社に対して働きかけを行っていくよう強く要望する。 |
| 24 | <ul style="list-style-type: none"> ・2019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」の報告書においては、「選定対象数に上限を設けて定期的に入替を行うこと」や「選定に当たりガバナンスや環境などの観点からの持続可能性等の質的な要素を加味」することについて「引き続き検討することが考えられる」との指摘がある。これらのポイントについての検討方針はどのようなものになるかを教えてほしい。 |
| 25 | <ul style="list-style-type: none"> ・プライムの上場維持基準（株主数、流通株比率など）を満たさず降格する場合には、限定的な救済処置があってもいいのでは（突発事態対応）。 |
| 26 | <ul style="list-style-type: none"> ・2022年4月の見直し時には特設注意市場銘柄のみを構成銘柄から除外することが提案されているが、次の見直しの際は、ESG（環境、社会、ガバナンス）を含めたより広い観点から投資適格性の判断をすることを検討しても良いのではないかと考える。 |
| 27 | <ul style="list-style-type: none"> ・将来的に巨大な時価総額を持つ銘柄がユニバースに入るときは、市場の流動性を考慮に入れながら算入タイミングや段階的組入れを図るべきだと思う。（その逆もしかり） |

| 項番 | 御意見の概要 |
|----|--|
| 28 | ・先物の取扱銘柄を拡大して欲しい。開発においては、ヘッジ機能や投資可能性を担保できるような流動性を維持し、適正価格で取引できるよう努めて欲しい。 |
| 29 | ・市場区分は、上場基準の時価総額や利益、流通株式数の項目を厳しくする程度で良いと思う。 ・プライム、スタンダード、グロースと新区分を設けると同時に、新 TOPIX 構成銘柄の所属が複数市場に分かれるのなら市場区分をそれぞれ別に定義する必要は無く、混乱の原因となるのではないか。もし複数市場に TOPIX 構成銘柄が分かれるのなら市場区分は必要ない。市場区分を設定するなら区分どおり「TOPIX 採用銘柄＝プライム市場」の指数構成がふさわしい。 ・今回の市場区分の見直しでは、プライム、スタンダード、グロースの各市場が連続して繋がっている印象が強い。各市場の特徴を明確にすることで投資家の選好に資する市場になると思う。 |
| 30 | ・企業が株主に対して発行する新株予約権や優先株はなるべく市場で取引できるようにしてほしい。(市場外取引は適正な取引価格か否かの判断が難しい) |