

日本FP学会第23回大会

# 日本の株式インデックスについて

2022年9月3日

宇野 陽子

(所属：ニッセイアセットマネジメント株式会社  
ソリューション部)

発表内容は報告者個人の見解に基づくものであり、  
報告者が所属する組織の公式見解ではありません

# 日本における主な株式指数（インデックス）

	東証株価指数	日経平均株価	JPX日経インデックス400
銘柄選定方法	<ul style="list-style-type: none"> <li>・東証1部上場の全銘柄を対象とした指数であったが、市場区分見直しを行う東証改革を契機に、構成銘柄を見直し</li> <li>・2022年4月1日の構成銘柄については、新市場区分施行後の同年4月4日以降も選択市場に関わらず継続採用</li> <li>・ただし、流通株式時価総額100億円未満の銘柄については「段階的ウェイト低減銘柄」として、2022年10月末から2025年1月末まで、四半期ごとに10段階で構成比率を低減する</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>・日本経済新聞社が東証プライム市場に上場している銘柄の中から選定している</li> <li>①東証プライム市場上場銘柄の中から市場流動性の高い<b>高流動性銘柄群(上位450まで)</b>を選定し、この中の上位75銘柄は必ず採用する</li> <li>②高流動性銘柄群を6つのセクター(技術、金融、消費、素材、運輸・公共、資本財・その他)に分類し、<b>各セクターのバランス</b>がとれるように調整して、225銘柄を決定</li> <li>③新規採用銘柄の指数ウェイトを最大1%に制限</li> <li>④定期見直しでの入れ替え銘柄数を最大3銘柄に制限</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>・日本経済新聞社とJPXグループが東証プライム、スタンダード、グロースの各市場に上場している銘柄の中から選定している</li> <li>①上場後3年未満、過去3期いずれかの期で債務超過、3期連続営業赤字、3期連続最終赤字の会社を除外</li> <li>②選定基準日(6月最終営業日)から起算して直近3年間の売買代金合計額の順位が1,200位以内の銘柄の中から、時価総額の大きい順に1,000銘柄を選定</li> <li>③この1,000銘柄を以下の項目の順位でスコア付け <ul style="list-style-type: none"> <li><b>3年平均ROE(株主資本利益率) : 40%</b></li> <li><b>3年累積営業利益 : 40%</b></li> <li><b>時価総額(選定基準日時点) : 20%</b></li> </ul> </li> <li>④更に、<b>独立社外取締役が取締役総数の過半数、役員のうち女性役員が1人以上、IFRS採用、英文資料の開示</b>の定性項目で</li> <li>③のスコアを補完</li> </ul>
銘柄入替方法		<ul style="list-style-type: none"> <li>・年2回(4月と10月の第1営業日)の定期入替が原則だが、構成銘柄の上場廃止や2部降格などにより臨時入れ替えを行う場合がある(年2回の定期入替は、2022年10月から)</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>・年1回(8月最終営業日)に定期入替を実施</li> </ul>
算出方式	浮動株時価総額加重型	株価平均型	浮動株時価総額加重型(1.5%キャップ付き)
	構成銘柄の指数用時価総額の合計÷1968年1月4日(基準日)の時価総額×基準値(100)	構成銘柄の採用株価合計÷除数(採用株価 = 株価×株価換算係数)	構成銘柄の指数用時価総額の合計÷2013年8月30日(基準日)の時価総額×基準値(10,000)
構成銘柄数	約2200銘柄	225銘柄	400銘柄

出所：各種資料より報告者が作成

# 日本株式 3インデックスの特徴

## 東証株価指数 (TOPIX)

- 東証株価指数 (TOPIX) は、元々、東証1部の全上場銘柄を指数化したものであり、東証改革により市場の再編がなされたものの、今のところ構成銘柄はこれまでとほぼ同じ
- TOPIXは、時価総額加重型のインデックスであり、収益率の大部分は時価総額上位の特定銘柄 (大型株) のパフォーマンスで決まってしまう傾向がある
- 市場全体を表す指数として使用され、TOPIXをベンチマークとしたパッシブ商品は多い

## 日経平均株価

- 日本経済新聞社が日本を代表する銘柄として、市場流動性 (売買の活発さや取引のしやすさ) の高さをもとに、業種のバランスを考慮して、225銘柄を選定している
- インデックス算出の基本的な考え方としては、225銘柄の株価の平均をとる株価平均型であり、株価の高い銘柄の影響を受けやすい

## JPX日経インデックス400

- 資本の効率的活用 (ROEの水準) や利益規模などを主要な選定基準として銘柄選択を行う
- 「日本再興戦略」での働きかけに応えるかたちで、コーポレートガバナンスの強化につながるインデックスとして設定された。インデックスに採用されるための経営努力を国内企業に求める狙いがある
- パフォーマンスは、これまでのところTOPIXとあまり大きな違いがない。理念を追求しパフォーマンスが改善されていくには時間がかかると想定される

# 日本株式 3インデックスの収益率推移



注：いずれの指数も配当込み。グラフは2014年1月6日を100とし、2022年7月までの日次データ  
出所：Bloombergより報告者が作成

- JPX日経400はTOPIXとほぼ同じ値動きとなっており、最近では、日経平均がこれらのインデックスを上回っている状況

# インデックスに関する議論（１）

## TOPIX（時価総額加重インデックス）

### ➤ 時価総額加重インデックスに対する批判としては、

- 割高な銘柄のウェイトが大きく、割安な銘柄のウェイトが小さくなるため、インデックス自体が割高になる
- 構成銘柄間の相関については考慮されない
- 大型銘柄に偏り、指数の構成ウェイトに占める上位銘柄の集中度合いが高くなる
- 組み入れられる銘柄の財務状況や、ブランド力などは組み入れ可否に影響しない

### ➤ 擁護する意見としては、

- ベンチマーク・インデックスであるための制約条件は、市場を的確に表現するという役割だけであって、パフォーマンスの大小などは本来一切無関係である

そもそも

- 「市場が決めた株価や時価総額は常に適正であるので、そうであるならば、すべての資産を時価総額に応じて保有するのが最も効率的」という考え方が理論的な根拠となっている

# インデックスに関する議論（２）

## 新たなインデックスの潮流

例えば・・・

### ファンダメンタル・インデックス Arnott et al.(2005、2009)

- ① 売上高、フリーキャッシュフロー、株主資本、配当 の4つを総合した指標を作成
- ② 個々の企業についてこの指標を計算
- ③ 指数に組み入れる全ての銘柄の指標値を集計してそれぞれを相対化することによって、  
指数構成ウェイトを導き出す

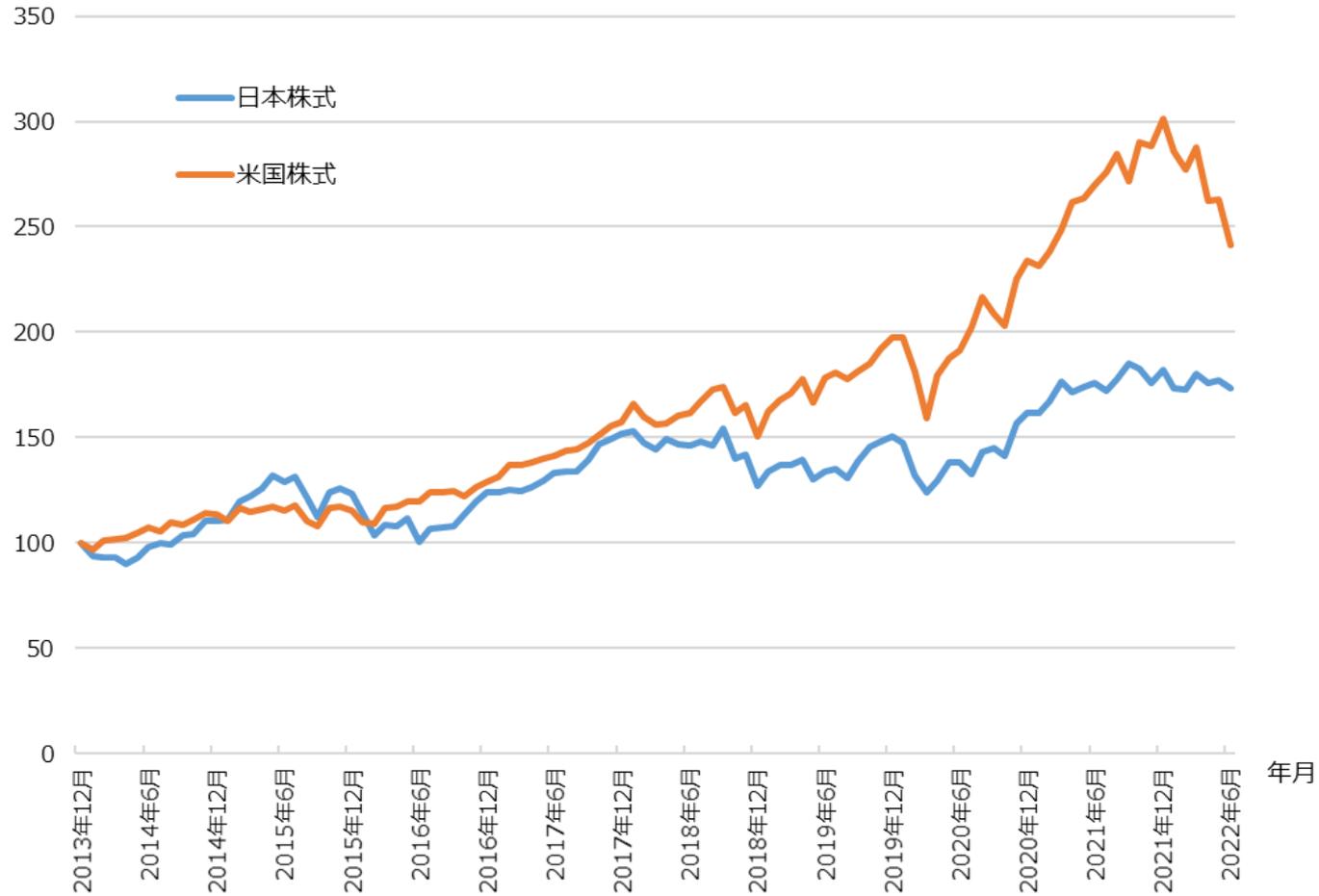
→「ファンダメンタル・インデックスは単なるバリュー・ティルト」

by John C. Bogle     Burton G. Malkiel

→「ファンダメンタル・インデックスの概念は、“正真正銘のバリューであり、それ以外の何物でもない”という  
レベルをはるかに超えたもの」 by Robert D. Arnott

# パフォーマンスに関する議論

## 日本株式と米国株式

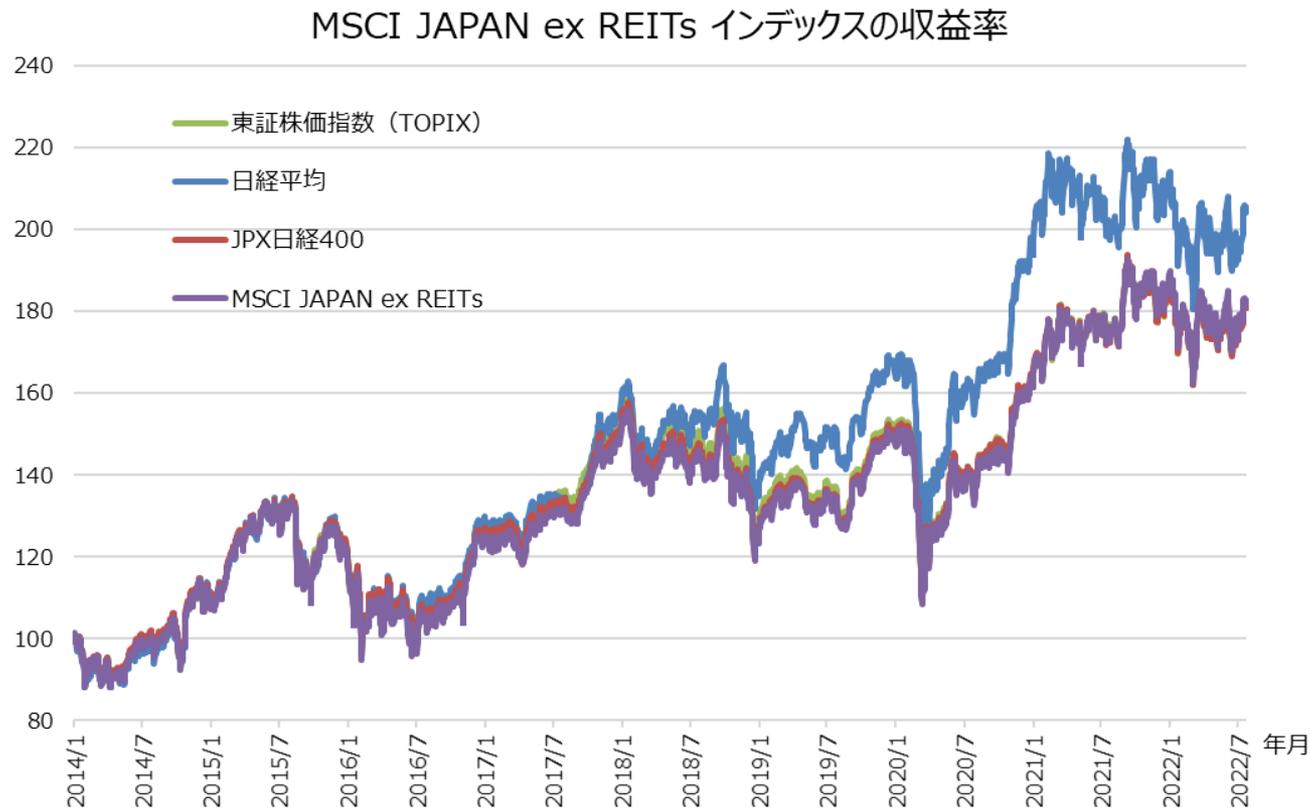


注：日本株式はTOPIX(配当込み)、米国株式はS&P500(配当込み)。グラフは2013年12月末を100として2022年6月までの月次データ  
出所：Bloombergより報告者が作成

# 米国のMSCI Inc. が開発した日本株式インデックス

## 米国のMSCI Inc. が開発した日本株式インデックス : MSCI JAPAN ex REITs

- 日本の株式市場に投資を行うことを目的としたインデックス
- 日本の約320銘柄を時価総額で加重平均し、指数化したもの



注：いずれの指数も配当込み。グラフは2014年1月6日を100とし、2022年7月までの日次データ  
出所：Bloombergより報告者が作成

➤ MSCI JAPAN ex REITs はTOPIXとほぼ同じ値動きとなっている

# JPX京都アカデミア株価指数（京都指数）

- JPX京都アカデミア株価指数は、長期投資に値する株価指数を目指して開発されたもの

	JPX京都アカデミア京都指数
銘柄選定方法	<ul style="list-style-type: none"> <li>・東証プライム、スタンダード、グロースの各市場に上場している銘柄の中から選定している(銀行など金融を除く)</li> <li>・市場時価総額1.5/10,000以上の銘柄（時価総額1,000億円程度以上）</li> <li>・京都大学にて定量基準に基づきランキングし、上位200銘柄を選定</li> <li>・ランキングは毎年度の決算データに基づき、毎年7月末に実施</li> </ul> <p><b>定量基準</b>  <b>売上高成長率、製品サービス利益率(独自性)、使用総資本効率性、株主資本効率性、資本構成、海外展開力およびこれら数値の安定性</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>・各銘柄当たりのウェイトは上限1%まで</li> </ul>
銘柄入替方法	定量基準に基づき、各年7月末時点において最大限10銘柄を入れ替え
算出方式	基準時点において等ウェイト(等金額投資)でスタート 2008年8月1日の株価を10,000とし、株価変動のみを反映させる
構成銘柄数	200銘柄

- 京都指数はインデックス（指数）でありながら、アクティブな性質を持つ
- 株式市場の平均をまるごと買うという考え方のインデックスとは基本的に異なるもの
- 透明なルールに基づき体系化されていると考えればインデックスであるし、そのルール自体が市場インデックスに対してアクティブな投資戦略を含んでいるという意味で捉えればアクティブ

出所：Journal of Financial Planning 2022.7より報告者が作成

## ご留意いただきたい事項

- 当資料は、現時点で信頼できると考えられる情報を基に作成しておりますが、情報の正確性や完全性を保証するものではありません。
- 掲載された情報またはその誤りなど、当資料に関連して生じた損害などに関しては、その理由の如何に関わらず、一切責任を負うものではありません。
- 当資料に関わる一切の権利は、引用部分を除き報告者に属し、いかなる目的であれ当資料の一部または全部の無断での使用・複製は固くお断り致します。
- 当資料は、原則として2022年8月現在で作成しております。