

# 資産運用のパッシブ化に おける株価指数

～東証改革の議論も含めて～

政策調査部 鈴木 裕／神尾 篤史

## 要 約

本稿では、パッシブ運用が増加する中で、生じる問題点、株価指数の使い方やその在り方、そして最後に東証再編の議論の中での指数の議論を検討した。

アクティブ運用よりもパッシブ運用の方が優れた運用成果を残すことが明らかになったため、パッシブ運用が増えるのは自然なことである。ただし、パッシブ運用は、物言わぬ投資家であり、企業ガバナンスを弱体化するという批判や、逆に経営介入的になれば、企業間の競争を阻害する恐れがあるとの指摘がある。

最近ではE S G要素を考慮するなど、様々な株価指数が公表されているが、広く一般に使われる指数に、例えばガバナンスのような特定の要因を含めることには、なお検討の余地があろう。

東証再編の議論の中で、市場区分の在り方と同時にT O P I Xの在り方も問われているが、増大するパッシブ運用の投資資金の流れを大きく変える可能性がある。

## 目 次

- 1章 はじめに
- 2章 資産運用のパッシブ化
- 3章 株価指数の設計
- 4章 東証再編の中での指数に関する議論
- 5章 まとめ

## 1章 はじめに

東京証券取引所（東証）の市場区分の見直しの検討をしている金融審議会「市場構造専門グループ」は2019年5月に2回の会合を開き、10月に3回目が開催される予定である（本稿執筆時点）。東証市場第一部に上場している各社は、4章で後述するC市場に上場するための工夫を考えたいところだが、ヒントがほとんどないというのが現状だろう。しかし、閣議決定で「東京証券取引所の市場構造の在り方について、検討を進める。」（「成長戦略フォローアップ」令和元年6月21日）とされているのだから、今後進展が見られるはずだ。

見直し後の各市場の上場基準がどうなるかという関心の陰になって目立たないが、市場区分見直しのもう一つの大きなテーマは、TOPIXがどうなるかということである。TOPIXは、東証市場第一部上場企業の株価を時価総額加重した指数であるから、市場区分と密接不可分の関係にある。実際、東証の「市場構造の在り方等に関する検討について」（2019年5月17日）では、投資対象としての機能性、市場代表性を備えた指数が存在しないことを問題視して、株価指数の見直しに言及している。

多くの機関投資家がベンチマークとして利用する株価指数の構成銘柄に採用されれば、その株式に対する機関投資家からの購入需要は高まるはずだ。指数構成銘柄に入っているかどうかは、機関投資家の投資判断に相当な影響を及ぼしているだろう。

パッシブファンドの資金量が増加し続ける中で、上場会社の株主としてのパッシブファンドの

役割にも注目が必要である。指数に追随するだけの株主であったパッシブファンドは物言う投資家としての役割を自ら買って出ようとするが、こうした行動は、株主と上場会社の関係をどのように変えていくのだろうか。

本稿では、

- ①パッシブ運用の拡大と、それがもたらす問題点
- ②パッシブ運用のベンチマークとなる株価指数の在り方（運用目標としての指数、市場代表性としての指数）と現在の議論（ガバナンス要素やESG要素の考慮の是非）を考察
- ③わが国で進められている東証改革の方向性と、株価指数の見直しの関連

について論じる。

## 2章 資産運用のパッシブ化

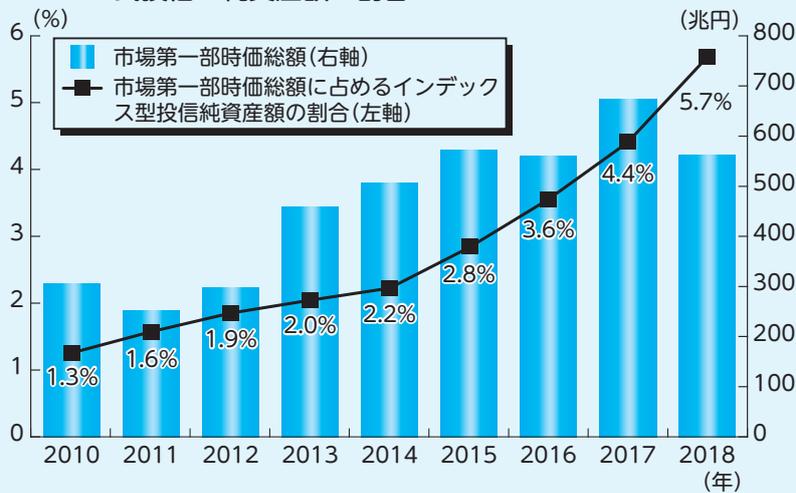
### 1. 日米のパッシブ運用の現状

運用額に占めるパッシブ運用<sup>1</sup>の割合は徐々に上昇している。まず、株式市場の時価総額に対する割合を見たものが図表1である。これは東証の市場第一部時価総額に占めるTOPIXと日経225のインデックス型株式投資信託（インデックス型株式投信）の合計純資産額の割合を示したものであるが、2018年末は5.7%となり10年末の1.3%に比べ5倍近くに増加している。インデックス型株式投信の中には、TOPIXや日経225に連動する運用成果を求めるETF（上場投資信託）も含まれる。なお、17年6月を境に、TOPIXのインデックス型株式投信の純資産額が日経225のそれを上回っている。

次に、株式投資信託（株式投信）をアクティブ

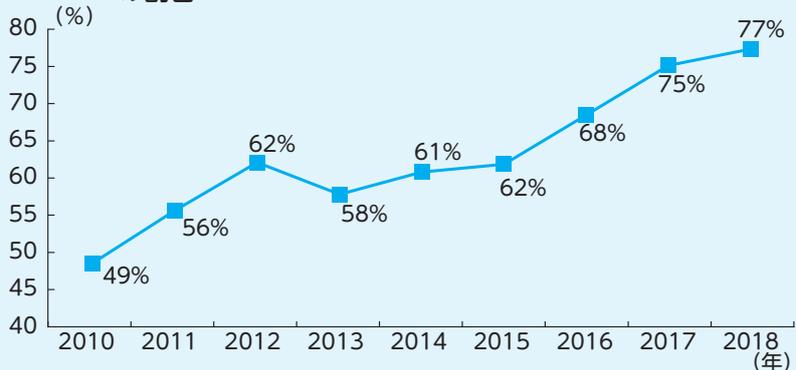
1) ここでは主にインデックス型株式投資信託とインデックス型株式ETFを念頭に置いている。

図表1 東証市場第一部時価総額に占めるインデックス型株式投信の純資産額の割合



(出所) 東京証券取引所、投資信託協会から大和総研作成

図表2 公募株式投信に占めるインデックス型株式投信の純資産額の割合



(出所) 投資信託協会から大和総研作成

運用とパッシブ運用に分けた場合のパッシブ比率も上昇している。図表2は公募の株式投信に占めるTOPIXと日経225のインデックス型株式投信の合計純資産総額の割合を示したものであるが、2018年末は77%と10年末の49%から大きく上昇している。

また、株式会社格付投資情報センターが発行する『年金情報』によれば、運用会社の公的年金受

託残高から算出した国内株式のパッシブ比率（国内株式受託残高に占めるパッシブ運用の割合）は2018年度末が83.8%と高水準にある<sup>2</sup>。

同様の傾向は国内だけでなく、米国でも見られる。米国の株式時価総額に占める国内インデックス型株式投信とインデックス型株式ETFの合計資産額の割合は2018年末が13%と10年末の7%の2倍弱になっている（図表3）。また、Bloomberg<sup>3</sup>によれば、大型株に投資するパッシブ型の投資信託とETFの資産は2018年末で2兆9,300億ドルと、アクティブ型の2兆8,400億ドルを初めて上回ったという。アクティブとパッシブの状況を累積資金流出入額で見ると、パッシブ運用であるインデックス型の株式投信と株式ETFへの流入が大きく増加している一方で、アクティブ運用への資金は流出超となっている（図表4）。

## 2. 運用のパッシブ化の問題点

### 1) 運用成果面の優位は明白

パッシブ運用の広がり、当然理由があつての

2) パッシブ比率は2016年度末が83.8%、17年度末は83.5%と高水準にある。

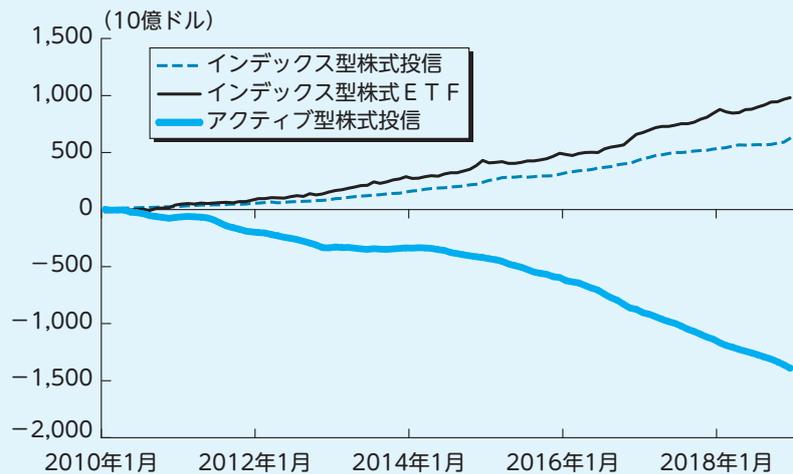
3) Bloomberg「パッシブ型、運用資産でアクティブ型を追い抜くー米大型株ファンド」（2019年2月13日）

図表3 米国の株式時価総額に占めるインデックス型株式投信と株式ETFの合計資産額割合



(出所) I C I から大和総研作成

図表4 アクティブ運用とパッシブ運用の累積資金流入額



(出所) I C I から大和総研作成

ことだ。パッシブ運用の方がアクティブ運用よりも優れた運用成果を残すということは、過去には様々な議論があったところだが、今では実証された事実と言ってもいいだろう。厚生労働省「年金積立金管理運用独立行政法人の運営の在り方に関する検討会報告」(平成22年12月22日)では、「パッシブ運用は費用が低廉で透明性も高く、合理的であるという点については意見が一致した」とあり、アクティブ運用については、「その平均的な収益はパッシブ運用に劣後していること、優

秀なアクティブ運用機関の選択は非常に難しく、運用手数料も高い」と結論付けられている。

**2) 資金配分の効率性を阻害**

しかし、運用成果ではアクティブ運用はパッシブ運用にかなわないとしても、「アクティブ運用は市場における資金配分を効率化するという観点から経済的に非常に意味がある」との意見も掲げられている。また、内閣府「公的・準公的資金の運用・リスク管理等の高度化等に関する有識者会議報告書」(平成25年11月)に、「各資金とも、現状では、ポートフォリオにおけるアクティブ運用の比率は総じて低くなっている(例

えば、GPIFの国内株式運用で約2割)が、各資金の規模・性格に応じて、アクティブ運用の比率を高めることについて検討を行うべきである(注3)。」と記し、注3では、「アクティブ運用比率を高めることは、市場の効率性の向上にも資するものと考えられる。」としている。年金積立金の運用成果を上げるためというよりは、市場の効率性や資金配分の効率性を高めるために公的資金がアクティブ運用に取り組むべきとの主張だったようである。

アクティブ運用に「経済的に非常に意味がある」

との見方を反対から言えば、市場における資金配分を効率化するという観点からはパッシブ運用には疑問が呈されるということだ。パッシブ運用ばかりでは適切な資金配分を達成できないという問題提起には、共感を覚える人は少なくないだろう。一例を挙げれば、『週刊東洋経済』（2019年3月2日号）では、機関投資家の中に、「東証1部に上場していれば自動的に機関投資家のTOPIX（東証株価指数。すべての東証1部企業を対象とする）に連動するパッシブ運用の対象となるため、不必要に株価が維持され、多数のゾンビ企業を生んでいる」との声があることを紹介している。

パッシブ運用のベンチマークとなる株価指数の構成銘柄として採用されているゾンビ企業に資金を配分するのではなく、企業価値の拡大を期待できる優良な成長企業に投資をした方が、運用成果も上がるだろうし、経済全体の活性化にもつなが

るという意見には傾聴すべきところもある。しかし、アクティブ運用がそのような成長企業をうまく発掘できていなかったからこそ、運用成果が劣後していた。多くの場合、資産運用の最大の目的は、優れた運用成果の獲得をするところにあるのだから、パッシブ化の流れを変えることはできないだろう。

### 3) 企業間の競争阻害の恐れ

資産運用のパッシブ化がわが国以上に進んでいる米国では、新たな懸念が広がっている。パッシブ運用は、企業間の競争を阻害するような効果をもたらすのではないかということである。パッシブ運用のベンチマークとなる株価指数の構成銘柄の中には、同じ業種の企業も含まれるのが普通だ。パッシブ運用を行う機関投資家は、ある産業分野の同業企業の株式を保有することになる。



ある産業分野の同業者X社、Y社に対する株式保有の状況が、

機関投資家A→事業会社X

機関投資家B→事業会社Y

であれば、X社とY社は互いに競い合い、それぞれの株主に高いリターンを返していこうとするだろう。「機関投資家A・B→事業会社X」であっても、X社は他社と競い合いながら企業価値を高めていこうとする。

では、「機関投資家A→事業会社X・Y」ではどうだろうか。Aの株式保有量の大きさによっては、持ち株会社の下に同業の事業会社が2社あるのと同じ状況になる。この場合、X社とY社は、競争ではなく協調を選ぶかもしれない。市場のすみ分けや価格統制で、利益を最大化する方法もあり得るのだ。

「機関投資家A・B→事業会社X・Y」でも競争は抑制されるだろう。特にA・Bの間に協働関係があれば、単一の持ち株会社の場合と同様と考えられる。X社、Y社と競争するZ社、P社、Q社があるならば、競争は維持されるだろうが、寡占市場の場合、株式の保有構造によっては、A・Bの協働関係がX社とY社の競争を阻害する要因となり得る。

最近の米国の研究では、機関投資家（A・B）が同業の事業会社（X・Y）の株式を保有する状況を指して、水平的株式保有（horizontal shareholding）や共同保有（common ownership）

と名付け、競争抑制的作用があることを指摘するものがある。これらの研究<sup>4</sup>によれば、寡占的な産業分野で水平的株式保有がある場合、X社とY社は財・サービスの販売数量を絞り、価格を高く維持することで利益を上げようとするだけでなく、販売数量が少なくて済むので、設備投資や雇用を拡大することもなくなるという。また、X社とY社の経営者報酬は、個々の企業の業績ではなく、X社とY社のトータルの業績に連動するようになるとも指摘されている。実質的持ち株会社の下での協調が経営成果を測る指標となるということだろう。

アクティブ運用であっても、例えばテーマ型の運用であれば、同業企業の株式に投資することはあるが、パッシブ運用の場合には、株価指数の構成銘柄に同業種で複数の企業が採用されていれば、同業企業へ投資することになる。パッシブ投資の資産額が増加している中では、水平的株式保有が必然的に、大規模に生じる。こうしたパッシブ運用の競争阻害的効果を重視する立場からは、産業セクターごとに投資できる企業数を制限することや、株主総会における機関投資家の議決権をなく奪するなどの政策対応を求める声も上がっている<sup>5</sup>。

一方、パッシブファンドを幅広く手掛ける大手運用会社のブラックロックは、こうした批判は正確なデータに基づくものではないと主張している。また、アカデミズムからは、検証方法の不正

4) 一例を挙げれば、

Elhauge, Einer R., "How Horizontal Shareholding Harms Our Economy - And Why Antitrust Law Can Fix It" (August 2, 2019). Available at SSRN: <https://ssrn.com/abstract=3293822> or <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.3293822> がある。

5) Posner, Eric A. and Scott Morton, Fiona M. and Weyl, E. Glen, "A Proposal to Limit the Anti-Competitive Power of Institutional Investors" (March 22, 2017). *Antitrust Law Journal*, Forthcoming. Available at SSRN: <https://ssrn.com/abstract=2872754> or <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.2872754>

確さや機関投資家の実際の行動との不整合などが指摘されている<sup>6</sup>。

#### 4) 投資家ガバナンスの弱体化

従来、パッシブ運用に関しては、上で記したような機関投資家の積極的な経営介入とは全く逆の方向の懸念が訴えられてきた<sup>7</sup>。パッシブ投資家は、ベンチマークの構成銘柄であれば、企業の状況に特に関心を示すことなしに購入するし、購入後はその銘柄がベンチマークに残る限り保有し続ける。このようなパッシブ投資家が、水平的株式保有によって懸念されるような、投資先企業に対する影響力の行使はどのような場合に想定できるだろうか。

影響力を行使するために要するコストは、株式保有量にかかわらず一定であると考えられる。投資先企業に何らかの働きかけを行うための準備としての情報収集や直接的な交渉のためのコストは、株式保有量が大きかろうが小さかろうが変わりはないだろう。しかし、影響力を行使することによって得られるベネフィットの方は株式保有量に比例して増加する。投資家が経営者と対話することによって、株価上昇を期待できる経営判断を引き出したとすれば、ベネフィットは株式の値上がりという形で生じる。従って、株式保有量が大きければ大きいほど、ベネフィットが大きくなる。

そうすると、コストよりもベネフィットが大きくなるには、ある程度の量の株式を保有していることが必要になる。つまり、投資先企業に対して経営変革を迫る動機を持つのは、株式保有量が大きな投資家ということだ。

逆に言えば、パッシブ投資の場合、資金量は大きくても広く分散投資をするために、一銘柄当たりの保有株数が少なくなる。そのため、コストを上回るベネフィットを期待し難くなるため、多くの場合は影響力を行使しようとはしないのではないかと。むしろ、これら少量の株式しか保有しない投資家は、何もしない方が得策かもしれない。何もしなくても、他の大量に株式を保有している投資家が、投資先企業と対話をし、株価上昇につながるような経営判断を引き出すことができれば、その利益を労せずして手に入れることができる。つまりは、パッシブ運用の場合には、他の大株主の行動に「タダ乗り」(フリーライド)する方が有利だと言える。

このような理由で、パッシブ運用の増加は、企業経営への介入を懸念するのではなく、むしろ非効率な経営を放置することになるのではないかと懸念されてきた<sup>8</sup>。しかし、パッシブ運用であっても、資金量が大きな場合は、株価指数構成銘柄の株式を満遍なく購入したとしても、投資先一社当たりの株式保有量は、ある程度の大きさになる。従っ

6) Hemphill, C. Scott and Kahan, Marcel, "The Strategies of Anticompetitive Common Ownership" (March 2019). Yale Law Journal, Forthcoming; NYU Law and Economics Research Paper No. 18-29; European Corporate Governance Institute (ECGI) - Law Working Paper No. 423/2018. Available at SSRN: <https://ssrn.com/abstract=3210373> or <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.3210373>

7) Bebchuk, Lucian A. and Cohen, Alma and Hirst, Scott, "The Agency Problems of Institutional Investors" (June 1, 2017). Journal of Economic Perspectives, Vol. 31 pp. 89-102 (Summer 2017). Available at SSRN: <https://ssrn.com/abstract=2982617> or <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.2982617>

8) Shapiro Lund, Dorothy, "The Case Against Passive Shareholder Voting" (2017). Coase-Sandor Working Paper Series in Law and Economics. 846. [https://chicagounbound.uchicago.edu/law\\_and\\_economics/846](https://chicagounbound.uchicago.edu/law_and_economics/846)

て、それぞれの投資先にコストを費やして対話をしても、ベネフィットが残ることを期待できる場合が多くなるだろう。パッシブ運用の規模の拡大によって、機関投資家が投資先企業の多くに対話を持ちかけ、経営の監視機能としての役割を買って出るようになると期待できるかもしれない。もっとも、そうした対話を推し進めていけば、水平的株式保有の問題につながっていく。機関投資家と企業との対話の是非やその影響に対する関心が高まっているのは、パッシブ運用の増加という事実があるからに他ならない。

## 3章 株価指数の設計

### 1. 株価指数とベンチマーク

株式パッシブ運用のベンチマークとなる株価指数の設計に関する考え方が、上場会社の株主構成や株式保有構造に影響を及ぼすことは、近年のパッシブ運用の急増を見れば容易に理解できよう。運用のベンチマークは、多くの場合、業者が提供している既製品の指数が使われる。投資家が株式投資や債券投資で株価指数や債券指数等に連動する運用成果を求めるなら、指数を写し取るような運用をすることになる。

ここで、混同しがちな株価指数とベンチマークの特徴を整理すると<sup>9</sup>、株価指数は主にマーケットの動向を示すような代表性が必要であり、客観性と透明性が必然的に求められる。ただ、業種や規模などの特定の要素によって分類される株価指数はあってもよい。ベンチマークはパフォーマンス（投資収益率）を獲得でき、投資可能性という意味で流動性があることが不可欠である。

なお、株価指数は、運用のベンチマークとして利用されているだけではない。日々の経済ニュースの中で、株価指数の動向が報じられるのは、それが上場企業の全体的な価値を集約する情報だからだろう。日本企業の価値に対する評価の変化を客観的に描写するものが株価指数である。他の方法によっては把握し難いこのような情報が株価を通じて容易に算出できる。つまり、株価指数には、上場企業全体の価値に対する多様な期待・見通しを集約して表示する機能も期待されているということだ。

### 2. 資産運用における選好を反映する株価指数

株価指数をコピーするパッシブ運用を行う場合、数多くある株価指数のうちからどのような指数を選ぶべきであろうか。これは、運用する資金の出し手がどのような運用を望んでいるかによって決まるだろう。市場全体の動向と一致するような運用を目指すのか、あるいは何らかの価値判断を含んだ運用なのかで、株価指数の選び方は変わってくる。

かつては社会的責任投資と呼ばれ、現在はESG投資と称されることの多い、運用成果の追求以外の目的を併存した投資手法は、もともと宗教団体が禁欲的な教義に沿った資金運用を行ったことから発している。現在でも、こうした特定の宗教基金が行う投資のベンチマークとなる指数は多数算出され利用されている。

キリスト教向けには、キリスト教の教義に照らして構成銘柄を吟味する。ギャンブルやポルノ、武器、たばこ、アルコール、避妊等に関わる収入

9) 広田真人（2015）『「株価指数」・「ベンチマーク」・「投資戦略」、この3者の近くて遠い関係を巡って』『月刊資本市場』No.359（2015年7月号）、資本市場研究会を参考とした。

が一定割合を超える企業は、株価指数の構成銘柄から除外するなどの方法で算出される指数だ。宗教的価値観を反映した株価指数は、キリスト教だけでなく、他の宗教にも広がっており、イスラム教徒向けにも株価指数がある。Dow Jones Islamic Market Indicesでは、武器、たばこ、アルコール、豚肉関連商品、通常の金融機関（利息）、娯楽業界が排除されている。仏教やヒンズー教の株価指数もある。

こうした宗教系の株価指数と同じように、ESG投資でいえば、環境要因（E）や社会要因（S）を考慮して特定の企業や業種を除外して算出する株価指数が、市場全体の動向を集約するためのものではないことは明らかであろう。算出の基礎から除外することによって、現代ポートフォリオ理論という投資ポートフォリオの効率性が低下することは自明であり、株式市場の全体の動向を描写することはできなくなる。

### 3. 企業のガバナンスを考慮した株価指数

ESG投資のガバナンス要因（G）についても同じことが言えるが、近年、一般的に用いられることが想定される株価指数の設計に当たり、ガバナンス要因を組み込む動きが広がりつつある。ある基準で評価した場合に基準に達していない企業を指数算出の基礎から除外することになるが、これは、「E」や「S」の要因と同様に、投資ポートフォリオの効率性を下げることになるはずである。

2017年7月には、S&P Dow Jones Indices（以下、「S&P DJI」）とFTSE Russellがそれぞれ、議決権種類株式発行企業や浮動株比率が低い企業をベンチマーク構成銘柄から除外する方針を明

らかにしていた。S&P DJIは、S&P Composite 1500の算出に当たり、議決権種類株式（multiple share classes）を発行する企業を株価指数構成銘柄から除外する。FTSE Russellは、株価指数構成銘柄は、発行する株式の議決権のうち5%超が浮動株でなければならない。これは、議決権種類株式がある場合、種類株式を保有する創業者等が大半の議決権を持ち続けることがあるので、経営の支配権が固定されている企業を株価指数から除外するという意味だ。

一方、MSCIは、議決権種類株式と株価指数の設計について長い検討を経たのち、MSCI Global Investable Market Indexesでは、これまで通り、議決権種類株式発行企業であっても株価指数構成銘柄として扱うことと、議決権種類株式を考慮要素とする新たな株価指数のシリーズを公表するとの対応を取った。

株価指数提供業者が相次いで、議決権種類株式の発行の有無・程度といったガバナンス要素を株価指数の設計に反映させているのは、指数の利用者である大手の年金基金等からの要望があったからだ。議決権種類株式が発行されていると、株式の売買を通じて株主構成が変化したとしても、企業のガバナンスを変える力が生まれにくいのではないかと懸念される。企業のガバナンス状況を投資判断の一要素とすることが多い機関投資家にとっては、株主主導で企業を変える契機を得ることができないことへの危惧があるのだという。しかし、ベンチマークとなる株価指数の構成銘柄として採用されている以上は、年金基金等のパッシブ投資家としては、株価指数への連動性を確保するために、こうした株式であっても購入せざるを得ない。そこで、株価指数提供業者に働きかけて、株価指数構成銘柄としての適格性の再考が始まったとい

うわけだ。

#### 4. 一般的なベンチマークで対応すべきか

コーポレート・ガバナンスを投資判断の考慮要素とする投資家にとっては、議決権種類株式発行企業をベンチマークとなる株価指数から除外する対応があるとしても、そのような要素を重視しない他の投資家にとっては、株価指数の使い勝手がいいかどうかは一考の余地がある。コーポレート・ガバナンスは、投資収益と関連していると考える投資家ばかりではないことも事実だろう。

株価指数は投資可能な対象を客観的に描写すべきであって、企業のガバナンス評価に類する基準を一般的な株価指数に導入することには、一抹の疑問を覚える。ガバナンスに関する基準であれば、それに特化した、例えばESGを考慮した投資家向けの指数の中で導入すれば十分だとも言えそう。こうした問題にどのように答えるべきかを考える中で、株価指数提供者の間でも対応が分かれることになったようだ。

パッシブ運用における投資対象は、ベンチマークとなる株価指数にどの企業が採用されているかによって決まる。指数を算出するのは株価指数提供者である。だとすると、株価指数提供者の指数の作り方次第で、ある企業の株式が多くの投資家の需要を引き付けるか否かの分かれ目になるということだ。アクティブ運用においては、運用者それぞれの判断によって、むしろ非注目銘柄や出遅れ銘柄を買いにいくという運用もあり得たが、パッシブ運用が広がるにつれて、投資資金が特定の銘柄に集中するということになるだろう。それを決めるのは、資金を持っている者ではなく、株価指数提供者だ。株価指数構成銘柄から外れることは、パッシブ運用の大きな資金の投資対象

ではなくなることを意味する。上場企業が機関投資家からの投資を引き付けたいのであれば、こうした株価指数提供者の指数設計の考え方を理解しておいた方がいいだろう。株価指数提供者が作成する株価指数は、機関投資家向けに販売される情報商品にすぎないが、特定の指数の利用が広がれば、市場を形作る秩序やルールという一面を併せ持つようになる。

次章で述べる現在検討が進められている東証の上場区分の見直しは、日本株投資のベンチマークとして最もよく利用されている株価指数であるTOPIXの存続と密接に関わっている。上場基準の在り方が、パッシブ資金の行方を左右することになるだろう。

## 4章 東証再編の中での指数に関する議論

### 1. 東証の市場再編案とその狙い

2018年10月に東証の市場再編を巡る議論がスタートした。当初は、東証内の「市場構造の在り方等に関する懇談会」で議論が行われていたが、19年5月から金融庁の金融審議会「市場構造専門グループ」に議論の場が移った。

東証の市場構造の問題点は、①各市場のコンセプトが曖昧で多くの投資者にとって利便性が低い、②上場企業の持続的な企業価値向上の動機付けの点で期待される役割を十分に果たせていない、③投資対象としての機能性と市場代表性を備えた指数が存在しない——と整理されている。

本稿に関連するのは③の点であり、TOPIXについてである。東証が第1回の金融審議会「市場構造専門グループ」で提出した「市場構造の在り方等に関する検討について」（2019年5月17

日)によれば、TOPIXは、投資対象としての機能性と市場代表性を備えた指数とはいえないというのが市場関係者の意見である。具体的には第一に、TOPIXの構成銘柄数が多く、中には流動性の低い銘柄も少なからずあることから、投資家がベンチマークとして活用することが難しい。第二に、本来であれば時価総額や浮動株比率がより低いはずの企業であってもインデックスファンドの影響を受けることで、株価がフェアバリューより高く評価されているという指摘がある。

また、TOPIXが市場第一部を対象としていることから、この問題はおのずと市場区分とも関係してくる。東証からは現在の市場第一部・第二部、JASDAQ、マザーズの四つからA市場、B市場、C市場の三つのそれぞれ特徴のある3市場へと再編成する意見が公表されている。三つの市場とは、国内の機関投資家を含む一般投資者の投資対象としてふさわしい実績のある企業を上場対象とするA市場、高い成長可能性を有する企業を上場対象とするB市場、国際的に投資を行う機関投資家をはじめ広範な投資者の投資対象となる要件を備えた企業を上場対象とするC市場である。

## 2. 金融審議会「市場構造専門グループ」での議論

本稿執筆時点で、金融審議会「市場構造専門グループ」では2回の議論が行われた段階で、今のところ何かが決まったわけではない。議論の内容として、委員の多くが市場区分の再編に前向きである様子がうかがわれ、東証の示す3市場に分ける案を支持する委員が複数人いる。他方、エスタブリッシュな市場と新興市場の2市場に分ける案を志向する委員もいるようだ。これは、市場第一

部と新しい新興市場の二つに分ける考えである。ただし、市場区分を二つとする考え方においても、後述する株価指数との関係ではTOPIX（現在は市場第一部の範囲で算出）と市場区分を分離させることを念頭に置いていることから、現在の東証に上場している企業を、新しい株価指数の対象企業、新市場一部、新興市場の三つに分けるイメージを持っているようだ。

株価指数の在り方については意見が分かれる。株価指数の範囲と市場区分をリンクさせるかどうかは、市場区分の変更状況次第であるものの、分離することを支持する委員が複数人いる。また、現在のTOPIXをベースとして指標の継続性を維持するという考え方と、TOPIXに代わる全く新しい株価指数を作るという考え方が委員から出されており、容易には決め難いもようである。

株価指数の質の向上は複数の委員が賛同している。TOPIXの中でも流動性が乏しい銘柄が散見されており、そういった銘柄をTOPIXから除外し（または入れ替えて）、株価指数の質を向上させるという意見が出ている。

## 3. 新たな指数の考え方

TOPIXを巡る議論は市場区分と大きく関係するため、まずは金融審議会「市場構造専門グループ」での市場区分の議論の結果を待つ必要があるだろう。その後、TOPIXをどのようにするかについて考えることになると思われる。

東証の市場区分の見直しや、株価指数の構成銘柄の選択に当たり、どのような基準が設けられるか、現時点では予断を許さない。とはいえ、これまでの東証「市場構造の在り方等に関する懇談会」、金融審議会「市場構造専門グループ」の検討からうかがえるのは、いくつかの要素を複合的

に用いるのではないかということだ。中でも、時価総額をある程度の大きさ以上で区切るのはいかなる基準である。時価総額が小さければ、浮動株比率が容易に変動し、指数連動のパッシブ運用を困難にする恐れが生じる。時価総額で数百億円以上という線引きはあり得るだろう。

ガバナンス要素の考慮も考えられる。社外取締役の役割を重視する最近のガバナンス改革の動向や、国内外の機関投資家が示す社外取締役の増員への期待を考えると、C市場への上場には、取締役会に占める社外取締役の比率として3分の1以上や半数以上といった基準が用いられる可能性が低いだろう。同様に指名委員会や報酬委員会の設置の有無も基準に取り込まれるかもしれない。

また、C市場が、国際的に投資を行う機関投資家をはじめ広範な投資者の投資対象となる要件を備えた企業を上場対象とすることを考えると、企業情報の外国語による開示の有無も基準となり得よう。外国語（英語）での情報発信は、2015年策定のコーポレートガバナンス・コードで既に、求められていたことだ。

次に、株価指数についてであるが、東証が公表した案の通り、A、B、C市場という三つの市場に集約される場合、現在のTOPIXの構成銘柄を参考にすれば、A市場とC市場に属する銘柄が対象になることが自然であろう。ただ、A市場とC市場の銘柄を全て対象にするのか、それらのうち一部だけ抽出するのかということもあるだろうし、C市場のみを対象にするという考え方もあるだろう。それは、上述した各市場の上場基準の設定の仕方とも関係してくる部分であり、非常に複雑である。

しかし、重要なのはTOPIXを改良するに当

たって、または新しい指数を作るに当たって、株価指数にどのような役割を期待するかを明確にすることであろう。現状を見れば、年金基金等を含めて、パッシブ運用が増えているのであり、この状況は簡単に覆りそうにない。

上述したように、市場関係者から現行のTOPIXについて「投資対象としての機能性と市場代表性を備えた指数が存在しない」という指摘があるが、年金基金の投資でTOPIXが活用されていることを考えれば、国民目線でTOPIXを改良、または新たな指数にしていく必要がある。国民目線とは、パフォーマンスを追求することが不可欠な要素として入ってくるということである。それを支える要素として、投資対象として流動性があること、客観性、再現可能性が備わっていることなどがある。流動性や再現可能性を重視すれば、投資しにくい銘柄が除外されるため、市場代表性は確保されなくなるかもしれない。株価指数に期待する役割を明確化することが必要と考える理由だ。

## 5章 まとめ

本稿では、パッシブ運用が増加する中で、生じている問題点、株価指数の使い方やその在り方、そして東証再編の議論の中での株価指数の議論を検討した。

アクティブ運用よりもパッシブ運用の方が優れた運用成果を残すことが明らかになったため、パッシブ運用が増えるのは自然なことである。ただし、パッシブ投資家が経営への介入をする場合には、水平的株式保有や共同保有によって強い影響力を発揮する結果、企業間の競争を阻害する恐れがある。また、逆にパッシブ投資家は投資先企

業のそれぞれの経営に深い関心を持たない、いわゆる物言わぬ投資家であるとする、投資家主導による企業のガバナンス変革のブレーキにもなってしまうかもしれない。機関投資家によるパッシブ投資の資産額が拡大する中で、投資対象となる上場企業側は、対話を通じて機関投資家が企業にどのように関わろうとしているかを把握しておく必要があるだろう。

パッシブ投資の多くが何らかの株価指数を追随する運用を目指している以上は、株価指数の設計の考え方次第で資金の振り向け先が変わってくる。最近ではESGの要素を考慮するなど、様々な株価指数が公表されているが、運用する資金の出し手はその指数を選べばよいものであり、広く一般に使われる指数に、例えばガバナンスのような特定の要因を含めることに疑問がないとは言えない。これまでTOPIXや日経225などをベ

ンチマークとしていた投資家は、企業のガバナンス状況などを投資判断の要素としてさほど重視していなかったのではないだろうか。株価指数の利用者の利用の仕方を考えた検討が望まれる。

また、株価指数は株式運用のベンチマークとして利用されるだけでなく、わが国の企業価値の変動を示す指標としても用いられる。TOPIXに代わる株価指数を作るのであれば、こうしたある種の経済指標としての役割もあることを考慮すべきではないだろうか。

東証再編の議論の中で、市場区分の在り方と同時にTOPIXの在り方も問われているが、上述したようにパッシブ運用が年金基金でも活用されていることを踏まえれば、株価指数の不可欠な要素として、パフォーマンスの追求が国民目線から重要な要素であると考えられる。

良好なガバナンスを維持する大企業を株価指数



の構成銘柄とすることで、そうした株価指数をベンチマークとするパッシブ運用の成果が向上すれば、年金積立金の増大や投資信託の価格上昇の形で国民の資産も増えると期待できるのは確かだ。とはいえ、アクティブ運用において良好なガバナンスの企業に投資を集中する手法が高い運用成果を挙げているわけではない。株価指数の設計において同じようにガバナンス良好企業を選定する基準を用いたところで、必ずしも期待が成就するとは思えないところもある。

[著者]

鈴木 裕 (すずき ゆたか)



政策調査部  
社会システム調査グループ  
主任研究員  
担当は、企業ガバナンス、  
投資家行動

神尾 篤史 (かみお あつし)



政策調査部  
社会システム調査グループ  
主任研究員  
担当は、日本とアジアの経済/社会  
構造分析、金融資本市場の分析