

2020年7月20日 全5頁

# 新 TOPIX への採用基準の1つはガバナンスの水準

選定ルールには流通時価総額だけでなく質的な要素も

政策調査部 主任研究員 神尾 篤史

## [要約]

- 2022年4月の東京証券取引所の新市場への移行の際には、それに合わせて TOPIX も見直される。現在の TOPIX は市場第一部の全企業が対象だが、新 TOPIX は流動性やガバナンスの状況などを基準に対象が選定されることになると思われる。また、年に1~2回の入替も行われる可能性が高い。
- 新 TOPIX へ採用される流動性基準としては、その詳細な定義は現時点では明らかにされていないが、流通株式時価総額100億円が目途となる。ガバナンスについては、例えば独立社外取締役の人数や割合といった項目が用いられるのではないかと見られる。
- 現在の市場第一部・第二部の企業について、流通株式時価総額100億円以上かつ独立社外取締役2人以上でスクリーニングすると、1,500社程度の企業が選出される。独立社外取締役の割合を1/3以上にすると、同様に集計すると、選出されるのは900社程度である。

## TOPIX の見直し

日本の株式市場を代表する株式指数である TOPIX が見直され、2022年4月以降、新たな TOPIX (以下、新 TOPIX) に段階的に変更される予定である。TOPIX の見直しについては、2019年5月から開始された金融庁の金融審議会 市場構造専門グループの中で検討され、同年12月にまとめられた「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報告書」(以下、金融庁報告書) で方向性が示された。これを受けて、東京証券取引所(東証)から2020年2月に「TOPIX (東証株価指数) 等の見直しに関する今後の対応方針について」(以下、東証報告書) で対応方針の概要や見直しのスケジュールが公表されており、現在、新 TOPIX についての検討が進められている。

なお、TOPIX の見直しと合わせて、東証の市場再編も行われるが、両者の変更・再編の開始時期はともに2022年4月であり、無関係ではなく、パラレルに進むものである。本稿では市場再編について詳細には扱わないが、現在の市場第一部、市場第二部、JASDAQ スタンダード、JASDAQ グロース、マザーズの5つの市場を、プライム市場、スタンダード市場、グロース市場(いずれの仮称)の3つに再編するものである。

## 新 TOPIX の方向性

TOPIX は市場第一部に上場する全企業を対象として、浮動株時価総額加重指数として算出されている。これは、上場株式数から流通する可能性の低い親会社の保有株式や役員の保有株などの固定株<sup>1</sup>を除いた浮動株時価総額で各銘柄の指数組入比率を決定し、算出される指数である。

TOPIX は、日本株投資を行う投資家の運用成果を評価するベンチマークとして使われるだけでなく、内閣府が公表する景気動向指数の先行指標としても採用されている。また、年金基金や投資信託などによる市場指数に連動する投資収益を目指したパッシブ運用の指数としても使用されている。近年、パッシブ運用の資金が増加し、TOPIX を対象としたインデックス型投資信託の純資産総額も大きく増加しており、TOPIX の重要性は増している。

金融庁報告書では、現状はリンクしている市場第一部の範囲と TOPIX の範囲を切り離すことが適当とされている。すなわち、新 TOPIX の対象企業は、新しく東証に創設されるプライム市場に上場する企業から主に選ばれることが想定され、スタンダード市場等からも選定できるようにするということである。これは、TOPIX のベンチマークや運用対象としての役割の重要性が増している一方で、市場区分は企業に対し規模等に応じた資金調達を提供し、投資家に対し取引の場を提供する役割を担っており、市場区分とインデックスとでは求められる役割が異なってきていることが背景とされている。

東証報告書で示されている新 TOPIX 算出ルールの見直しに関する対応方針の概要は、以下の通りである。

- ① 連続性の確保に十分に留意しつつ、流動性を重視する方向で構成銘柄を選定する方法を検討。
- ② 構成銘柄選定基準については、報告書で示された水準（新たな定義による流通時価総額 100 億円を目途）を踏まえつつ、実際の指数算出で用いる浮動株時価総額等を用いたルールを検討。
- ③ TOPIX 算出ルールの見直しに際しては、市場影響等を考慮し段階的な変更を含む移行計画を策定。
- ④ 上記と併せて、これまでの TOPIX についても、当分の間、経過措置として算出する方向で検討。
- ⑤ 選定対象数に上限を設けて定期的に入替を行うことや、質的な要素を構成銘柄選定ルールに加えることの可能性についても検討。

このうち、新 TOPIX の銘柄スクリーニングにおいて重要なのは、②で言及のある「新たな定義による流通時価総額 100 億円目途」、⑤で言及のある「選定対象数に上限を設けて定期的に入替を行うこと」、「質的な要素を構成銘柄選定ルールに加えること」である。②に書かれた新たな定

<sup>1</sup> 固定株は大株主上位 10 位の保有株、自己株式等（相互保有株式(会社法 308 条 1 項により議決権の制限を受けている株式)を含む)、役員等の保有株、その他東証が固定株として扱うことが適当とみなす事例（長期的又は固定的所有とみられる株式等）が対象である。

義とは東証再編に伴い変更が検討されている流通株式の定義であるが、今年中に公表される見通しであり、現時点では明らかになっていない。一方で、⑤に書かれた2つの点は「可能性についても検討」という表現でどうなるか不透明であったが、以下で述べるように、その後得られた情報によれば、2つの点とも採用される可能性が高くなってきたと思われる。

「選定対象数に上限を設けて定期的に入替を行うこと」については、日本取引所グループの清田 CEO が3月のメディアインタビューで、入替の回数は「年に1、2回」と述べ、定期的に構成銘柄を入れ替える制度が必要とした<sup>2</sup>。また、そのインタビューでは上述③の「市場影響等を考慮し段階的な変更を含む移行計画を策定」について、完全移行するまでには「3-5年の期間がかかる」と発言している。

「質的な要素を構成銘柄選定ルールに加えること」については、質的な要素がどのようなものかが注目されていた。2020年7月17日に閣議決定された「成長戦略フォローアップ」では、新TOPIXについて「ガバナンスの水準や流動性の高い銘柄を重視した株価指数とし、2022年4月の新市場区分に基づいた市場の立上げ時までには公表し利用を開始する」と述べられており、新TOPIXは質の面でガバナンスを重視したものが志向されていると言ってよいだろう。

ガバナンスの水準は、2021年春に改訂されるコーポレートガバナンス・コード（CGコード）に委ねられることになるだろう。金融庁報告書で示されたように、新TOPIXは新しく東証に創設されるプライム市場に上場する企業から主に選ばれるということを念頭に置けば、プライム市場の企業と同水準のガバナンス体制が求められることになるだろう。プライム市場の企業は、改訂されるCGコードの全原則をコンプライ・オア・エクスプレイン（実施するか、実施しないのであれば説明せよ）し、「より高い水準」のガバナンスが求められる。「より高い水準」とは具体的に何であるのか明確ではないが、金融庁報告書では「プライム市場にふさわしいコンプライの状況やエクスプレインの質などを達成していくことが強く期待される」と述べられている。4月27日付拙稿「東証再編時の市場選択に影響を与えるCGコード」<sup>3</sup>で述べたように、プライム市場に上場する企業は一定の項目についてふさわしいコンプライの状況、またエクスプレインする場合はより詳細な内容（一案としては、今後の取組み予定やコンプライの時期の目途を明示すること<sup>4</sup>）が求められると推測される。

## 新TOPIXの対象企業数は？

現時点で明らかになっている流通株式時価総額100億円と質の要素としてより高い水準のガバナンスが求められるという2つのスクリーニング基準を踏まえた場合、新TOPIXの対象企業数はどの程度になるだろうか。

<sup>2</sup> Bloomberg「新TOPIXの新陳代謝に期待、年1、2回の入れ替え—JPX 清田氏」（2020年3月19日）

<sup>3</sup> 神尾篤史「東証再編時の市場選択に影響を与えるCGコード」（大和総研レポート、2020年4月27日）

<sup>4</sup> 東京証券取引所「コーポレートガバナンス・コード」（2018年6月1日）掲載の「コーポレートガバナンス・コード原案」序文15では、「なお完全な実施が難しい場合に、今後の取組み予定や実施時期の目途を明確に説明（エクスプレイン）することにより、対応を行う可能性は排除されるべきではない」とされている。

流通株式時価総額 100 億円については、現時点で流通株式の詳細な定義は明らかでない。ただ、東証から 2020 年 2 月に公表された「新市場区分の概要等について」において、「実態として流通性が乏しいと考えられる株主の保有する株式については、株主の保有比率に関わらず流通株式から除外」という方向性が示されていることから、現在の TOPIX の浮動株に近いイメージになると推測される。

ガバナンスという観点では、まずユニバースとしては現在の市場第一部・第二部の企業が該当すると思われる。現在使用されている 2018 年に改訂された CG コードは全部で 78 原則あるが、JASDAQ スタandard・グロース、マザーズは基本原則 5 つのみをコンプライ・オア・エクスプレインすればよいのに対し、市場第一部・第二部企業は全ての原則をコンプライ・オア・エクスプレインする必要があるからである。

そして、スクリーニング基準としては、例えば独立社外取締役の比率がその 1 つと考えられるのではないかと。東証は定量的・客観的な測定が可能で、さらに新 TOPIX への選定をきっかけとして上場企業のガバナンスのレベルを引き上げたいと考えたと予想される。これに関して、金融庁の「コーポレートガバナンス改革の更なる推進に向けた検討の方向性」（「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」意見書（4）、平成 31 年 4 月 24 日）では CG コードの見直しの方向性が示されており、上場子会社等のガバナンス体制を厳格化する一環として、「支配株主等から独立性がある社外取締役比率を高める」と述べられている。新 TOPIX への選定に際して、東証はそうしたガバナンスのレベルを引き上げに資すると考えている項目を選ぶのではないかと。

独立社外取締役の選任数と選任割合について、現在の CG コード原則 4-8 は以下のように定めている。

#### 【原則 4-8. 独立社外取締役の有効な活用】

独立社外取締役は会社の持続的な成長と中長期的な企業価値の向上に寄与するように役割・責務を果たすべきであり、上場会社はそのような資質を十分に備えた独立社外取締役を少なくとも 2 名以上選任すべきである。

また、業種・規模・事業特性・機関設計・会社をとりまく環境等を総合的に勘案して、少なくとも 3 分の 1 以上の独立社外取締役を選任することが必要と考える上場会社は、上記にかかわらず、十分な人数の独立社外取締役を選任すべきである。

「コーポレート・ガバナンス白書 2019」（2019 年 5 月 15 日）によれば、市場第一部・第二部企業の原則 4-8 の実施率は 87.22% であり、全原則の平均実施率である 94.35% を下回っている。つまり、独立社外取締役が 2 名以上選任する（総合的に勘案して必要があれば、取締役のうち独立社外取締役の割合を 1/3 以上にする）という独立社外取締役の有効な活用については、他の原則よりも実施率が低いということである。もちろん、新 TOPIX のスクリーニング基準として独立社外取締役の有効な活用だけではなく、CG コード 78 原則の実施率を活用する案もあるだろう。ただ、CG コードはコンプライ・オア・エクスプレインが原則であり、実施率を基準とする

ことは適当ではないと考えられる。

以上を踏まえて、市場第一部・第二部企業（合計：2,643社）で浮動株<sup>5</sup>時価総額100億円以上、独立社外取締役2名以上<sup>6</sup>の企業を集計したところ、まず、浮動株時価総額が100億円以上の企業数は1,645社、独立社外取締役2名以上の企業数は2,414社であった。そして、両者を満たす企業は1,561社である。なお、取締役に占める独立社外取締役の割合が1/3以上という基準で集計するとそれを満たしているのは1,349社で、浮動株時価総額100億円以上という両方の条件を満たす企業は898社となる。

この他、ガバナンス基準では指名・報酬委員会の設置の有無も考えられよう。市場第一部・市場第二部の企業で任意を含めた指名・報酬委員会を設置している企業は1,461社あり、この条件を加えれば基準を満たす企業数はさらに少なくなる。

## 今後のスケジュール

現行のTOPIXから新TOPIXへは2022年4月から段階的に変更されていく見込みである一方、新TOPIXの算出ルールの公表時期などの具体的なスケジュールは明らかになっていない。なお、新TOPIXの算出ルールの変更案については、指数利用者の多様な意見を聴取する機会を確保し、プロセスの公平性・透明性の向上を図ることを目的に東証に設置されている「指数コンサルテーション」を通じて決定される。

<sup>5</sup> 浮動株はRefinitivのデータを用いて集計した。Refinitivの浮動株の定義は以下である。  
浮動株数＝発行済総株式数－固定保有株式数（企業、政府機関、親会社や持ち合い、個人など、長期保有目的と認められる株主が保有する株数）

<sup>6</sup> 独立社外取締役の人数と割合のデータは東証のコーポレート・ガバナンス情報サービスより集計した。