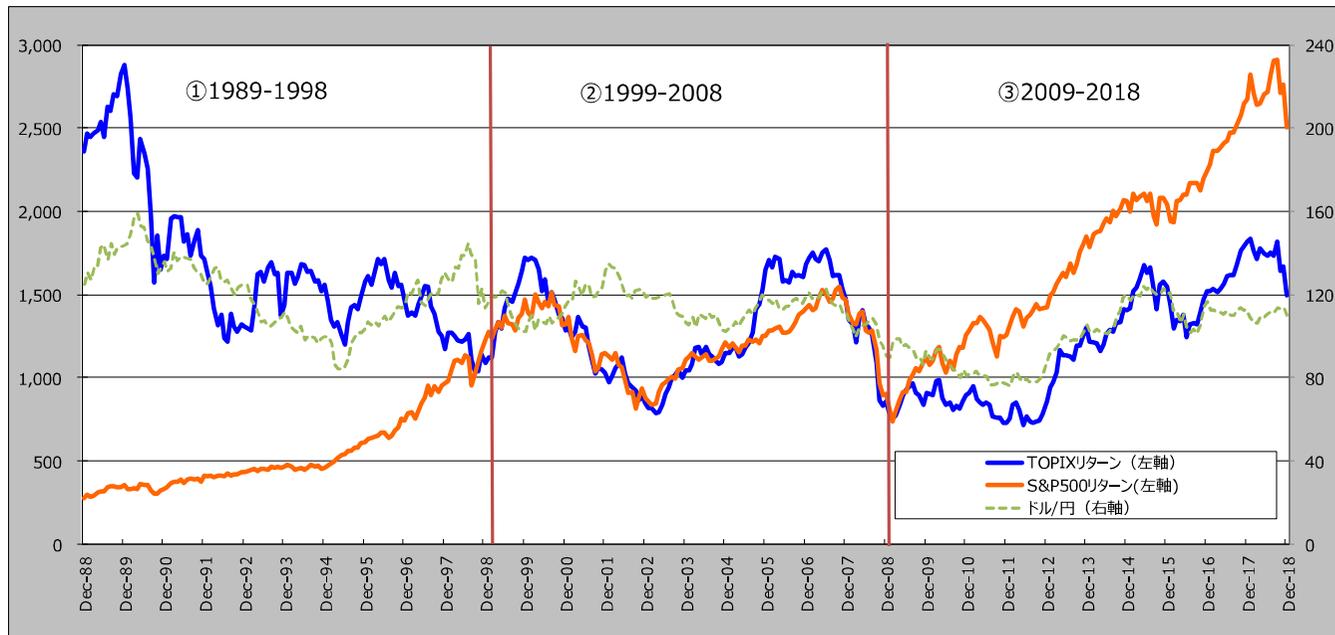


東証 市場再編について

1-1. TOPIXとS&P500の比較 –長期趨勢-

(1) 日本株と米株インデックスの長期的趨勢比較（1988年12月～2018年12月）



(2) 株価局面騰落

	①1989-1998 (10年)	②1999-2008 (10年)	③2009-2018 (10年)	合計 (30年)
TOPIX	0.5倍 (年率：▲7.4%)	0.8倍 (年率：▲2.3%)	1.7倍 (年率：5.7%)	0.6倍 (年率：▲1.5%)
S&P500	4.4倍 (年率：16.0%)	0.7倍 (年率：▲3.0%)	2.8倍 (年率：10.7%)	9.0倍 (年率：7.6%)
トヨタ	1.6倍 (年率：4.8%)	1.1倍 (年率：0.8%)	2.8倍 (年率：10.9%)	4.9倍 (年率：5.4%)
信越化学	1.8倍 (年率：6.0%)	1.6倍 (年率：4.8%)	2.5倍 (年率：9.7%)	7.1倍 (年率：6.8%)
武田薬品	1.8倍 (年率：6.0%)	1.2倍 (年率：2.2%)	1.2倍 (年率：1.7%)	2.6倍 (年率：3.3%)

出所：Bloomberg（配当リターンを含まない）

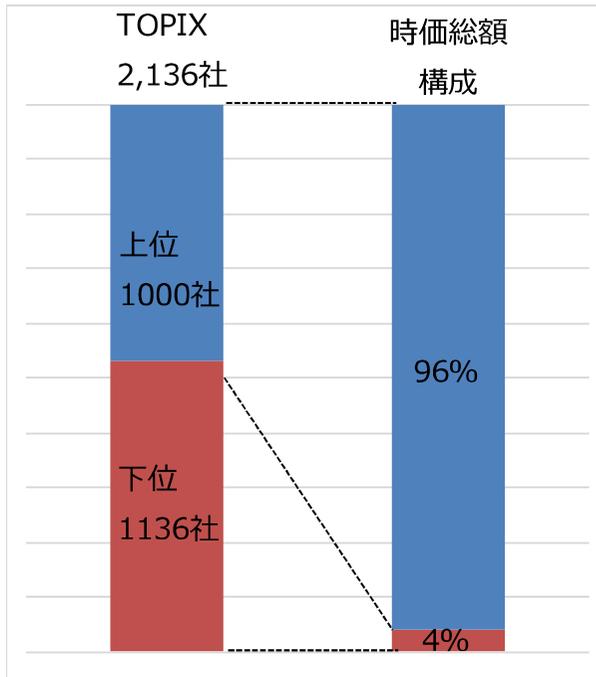
1-2. TOPIXとS&P500の比較 – 投資家の目線から–

構成銘柄数		TOPIX (東証株価指数) 2,136 (2019.5.23時点)	S&P500 約500	(参考) TOPIX1000 約1,000
上場基準	主な上場基準	(東証一部指定形式基準) ・時価総額40億円(流通株式20億円)以上 ・流通株式比率35%以上 ・流通株式2万単位以上 ・連結純資産10億円以上 ・最近2年間の利益の額の総額が5億円以上	(NASDAQ Capital Market上場基準) ●時価総額基準の場合 ・時価総額50万ドル(流通株式15万ドル)以上 ・流通株式数1百万株以上 ・利益水準基準なし ・買呼値4ドルまたは終値2ドル以上	(東証一部指定形式基準) ・時価総額40億円(流通株式20億円)以上 ・流通株式比率35%以上 ・流通株式2万単位以上 ・連結純資産10億円以上 ・最近2年間の利益の額の総額が5億円以上
	主な上場廃止基準	(東証上場廃止基準) ・時価総額10億円未満で9か月以内に10億円以上とならない ・流通株式時価総額5億円未満 ・流通株式比率5%未満 ・流通株式2,000単位未満 ・最近1年間の月平均売買高が10単位未満又は3か月間売買不成立 ・債務超過	(東証二部への指定替え基準) ・時価総額20億円未満で9か月以内に20億円以上とならない ・流通株式時価総額10億円未満(※) ・流通株式10,000単位未満(※) ・最近1年間の月平均売買高が40単位未満 ・債務超過(※) 猶予期間1年	(東証一部上場廃止基準) ・時価総額10億円未満で9か月以内に10億円以上とならない ・流通株式時価総額5億円未満 ・流通株式比率5%未満 ・流通株式2,000単位未満 ・最近1年間の月平均売買高が10単位未満又は3か月間売買不成立 ・債務超過
組入基準 (2019/5時点)	組入銘柄の枠組	・東証一部に上場する銘柄。	・NYSE、NASDAQに上場する米国銘柄のうち代表的500社。	・東証一部に上場する国内普通株式のうち、時価総額と流動性(売買代金)の高い1,000社。
	主な選定基準	・東証一部上場銘柄全て。	・時価総額82億ドル以上 (S&P1500のうち時価総額上位500社相当) ・流通株式比率50%以上 ・年間売買代金回転率1.0以上 ・各半期における売買高25万株以上 ・4四半期連続黒字 ・業種バランス等	・時価総額と流動性が高い1,000社
	主な入替・除外基準	・除外基準は、東証一部上場廃止。	・上記の予め定められた「ルール」のみにのたではなく、月次で開かれる指数委員会の協議により決定される(「委員会方式」)。 → フロントランニングの防止と指数変更の機動性維持が目的。	・上記基準で、毎年7月に見直し、9月第2週の日曜日に変更。
流動性	流動性の高さ	低い	相応に高い	中程度
	時価総額下位20%の平均取引金額(20日平均)	0.4億円	27.5億円	3.0億円
時価総額	時価総額の大きさ	小さい企業も含まれる	総じて高い	極端に小さい企業は含まれない
	中央値	448億円	24,553億円	1,620億円
	平均値	2,755億円	56,968億円	5,615億円
	時価総額下位20%の平均値	98億円	9,130億円	465億円
	時価総額最小銘柄	18億円	4,167億円	145億円
性質	市場の表象	・東証一部市場そのもの	・米国を代表する銘柄群 ・米国普通株式時価総額の約7割を構成	・東証一部普通株式時価総額の約96%を構成
	新陳代謝	・東証一部上場企業全てが指数に残り続け、新陳代謝が機能し難い ※直近一年の組入数：79社、除外数：23社	・定期的入替により新陳代謝が機能 ※直近一年の組入数：31社、除外数：31社	・選定基準は時価総額と流動性の観点のみであるものの、定期的入替により一定程度新陳代謝が機能 ※直近一年の組入数：41社、除外数：46社

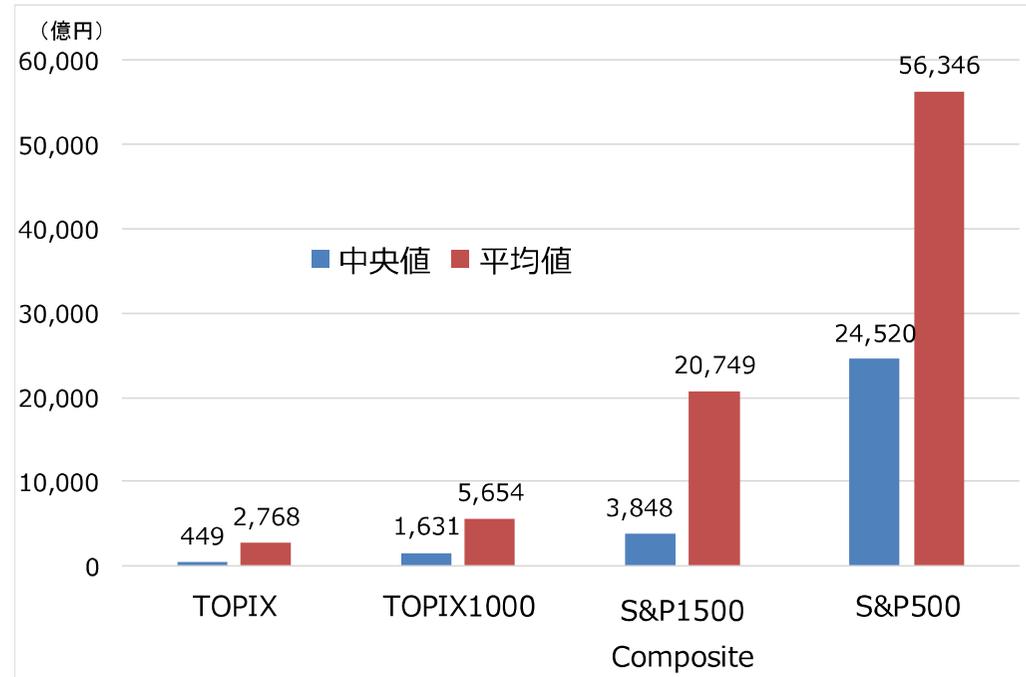
上場基準は投資家にとって、必要条件ではあるが、十分条件ではない
国民はインデックス投資を通じて、広く企業のステークホルダーの一人となっている。
= 十分条件を満たすかどうかの重要性が20年前に比べて飛躍的に高まっている

1-3. TOPIXとS&P500の比較 – 時価総額構成-

(1) TOPIX : 時価総額構成



(2) S&P500との時価総額比較 (億円)

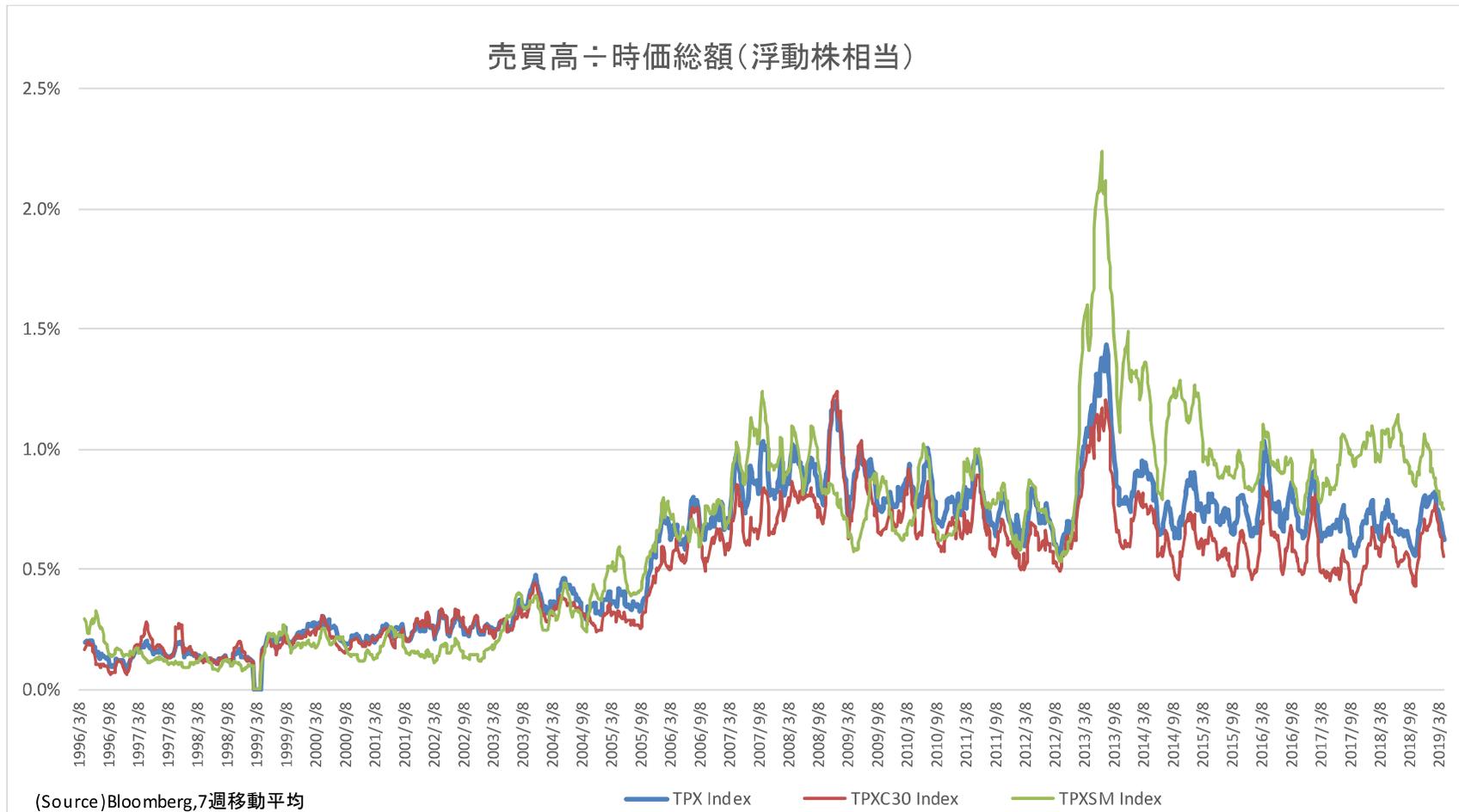


＜流動性：時価総額＞

上位1000社 (TOPIX1000) で時価総額の96%、つまりパフォーマンスそのものは上位1000社でほぼ決まるといっても過言ではない。

個別銘柄の時価総額はS&Pインデックスと比べても圧倒的に小さい。

2. 市場環境 -サイズ別の出来高割合-



<流動性：売買高>

- ・小型株の相対的流動性：証券のオファー・ビッドスプレッド（売買コスト）
- ・2013年以降、小型株、大型株で乖離：価格形成の歪みが生じている可能性

3. まとめ：インデックスに投資家がもとめること

① 流動性

- インデックスに含まれる個別株には相応の流動性が必要（時価総額、売買高など）
- 完全法を使うわけではないので、インデックスに含まれるすべての株式に流動性が必要というわけではないが、流動性が少ないインデックスを複製するには相応のコストがかかることを認識しなければならない。

② 表象性

- パッシブ投資家にとっては、個別株式を選ばない分だけ、インデックスそのものに一定程度の表象性が必要（＝完全に表象する必要はない）。
- 完全に表象することのデメリットとの比較衡量。

③ インデックス内の個別株が一定の質を維持する枠組み（インデックスに対する信頼）

- 定期的に銘柄が入れ替わることでインデックスの質を維持する仕組み（＝銘柄入れ替えによるダイナミズムを取り込む）こそが、パッシブ投資家の拠りどころ。
- インデックス採用に「競争」を持ち込むことで、SSC, CGCの有効性が飛躍的に改善する＝企業の質を上げるということに関する利害を一致させる（現状の「競争」のない状態では、パッシブ投資家がいくら企業と対話を行ったところで、企業からはステークホルダーであると認識されない）。