わが国株価指数の課題～算出基準の観点から

太田達也

一、はじめに

株価指数の本源的な役割は、株式市場における特定の銘柄を選定し、特定の算出基準によってその動態を数値として表象することである。世界では、様々な主体によって株式市場を対象としてその役割を果たす代表的な株価指数が算出されるとともに、日々公表されている。近年では、株価指数の役割は多岐にわたり、株価の全体的・平均的な動向を示すことにとどまらず、パッシブ・ファンドの近似目標対象、先物やオプションといったデリバティブ取引の原資産、資産運用におけるベンチマークなど様々である。株価指数は投資家の意思決定の一翼を担う存在として、重要性を増しつつある。

わが国において代表的な株価指数と言えば、日経平均株価（以下、日経平均と称す）とＴＯＰＩＸ（東証株価指数）の二つであろう。新聞の経済面や経済ニュースを見聞きする際、その日の市況を告げる指標として、これらの指数を見ないことの方が珍しい。

これらの株価指数を的確に認識するうえで注目すべき重要なポイントは、その算出基準であろう。というのも、算出基準には数多ある指数プロバイダー独自の設計思想が詰め込まれており、そこに株価指数の骨格とも言える特徴的な相違が生まれるからである。先に掲げた日経平均とＴＯＰＩＸも例に漏れず、算出基準は大きく異なる。また、長い歴史を持つ株式市場の発展に伴う構造的変容を受け、指数プロバイダーは算出基準を適宜変更することでそれに対応してきた。算出基準の優劣に関しては百家争鳴の議論があることと思われるが、本稿では、日経平均とＴＯＰＩＸの二つの株価指数における算出基準と二一世紀におけるその変化に焦点を当てながら、それぞれが抱える課題の整理を試みる。

二、日経平均株価

(1) 日経平均とは

日経平均の算出方法は一般的にダウ式平均、あるいは価格加重型（price weighted）と呼ばれ、原則的に値嵩株の影響を強く受ける仕組みの株価指数となっている。例えば、ダウ式平均の構成銘柄で五、〇〇〇円の値が付くＸ株と、八〇〇円の値が付くＹ株が存在するとき、Ｘ株の値動きが指数に色濃く反映されることになる。

この特徴が原因して、しばしば指摘される問題は、構成比率が特定の銘柄に偏重するということである。図表１は二〇二五年三月末時点における、日経平均の構成銘柄における構成比率上位一〇銘柄を一覧している。これを見ると、ファーストリテイリングの一銘柄だけで全体の約一一％を

図表１　日経平均の構成銘柄における構成比率上位10銘柄（2025年３月末時点）

順位	社名	業種	セクター	構成比率
1	ファーストリテイリング	小売業	消費	10.98%
2	東京エレクトロン	電気機器	技術	5.57%
3	アドバンテスト	電気機器	技術	4.78%
4	ソフトバンクグループ	通信	技術	4.14%
5	KDDI	通信	技術	2.61%
6	TDK	電気機器	技術	2.14%
7	リクルートホールディングス	サービス	消費	2.12%
8	テルモ	精密機器	技術	2.07%
9	信越化学工業	化学	素材	1.96%
10	中外製薬	医薬品	技術	1.88%

〔出所〕　日経プロフィル

構成しており、同銘柄を含めた上位一〇銘柄の合計で約三八％を構成していることになる。すなわち、日経平均の値動きの約三八％は、二二五ある構成銘柄の内これら一〇銘柄のみで説明されてしまうわけである。

日経平均の算出方法がダウ式平均と呼ばれるのは、まさに、米国を代表する株価指数であるＮＹダウ（Dow Jones Industrial Average）において一九二八年九月より採用された方法に倣っているからに他ならない。ダウ式平均の算出方法は原則的には下記のような計算式で表される。

$$株価指数値 = \frac{構成銘柄の採用株価合計}{除数}$$

ダウ式平均の計算処理の特徴は、市況変動に因らない株価変動（株式分割・併合や有償増資など）が生じた際に、指数の連続性を維持するために除数と呼ばれる値を調整する点にある（株価指

数算出の最初期において分母の除数は構成銘柄に同じ）。これを説明するために、ある三銘柄、A株、B株、C株が存在し、いずれの銘柄の株価も一、〇〇〇円であると仮定しよう。前述の計算式により、これら三銘柄で構成される株価指数を算出する場合、指数値は一、〇〇〇円（＝三、〇〇〇円／三）となる。ところがその後、これら三銘柄の株価は変動しないままC銘柄に対して一：二の株式分割が行われると、指数値は約八三三・三円（二、五〇〇円／三）となり、特段の市況変動は生じていないにもかかわらず株価指数は相場の下落を表象してしまう。そこでダウ式平均では、このような指数の連続性の断絶を回避するために、C株の株式分割前の指数値である一、〇〇〇円と変化が生じないよう、除数を二・五（＝二、五〇〇／一、〇〇〇）に調整するわけである。同様の調整は銘柄入れ替えの際にも行われる。

(2) 日経平均の見直し

ここからは、二一世紀における日経平均の算出方法の大きな変化について焦点を当てる。これらの変化は前述のNYダウには採用されていない特徴でもある。その変化のひとつは、二〇〇一年の額面制度廃止を受け、二〇〇五年六月より導入された「みなし額面方式」である。額面制度があった当時、銘柄によっては五〇円や五〇〇円、はたまた五万円など、幅のある額面が設定されていた。「みなし額面方式」ではあたかも額面が存在しているものとみなし、額面の違いによる株価水準のバラツキを一律に額面五〇円に調整するわけである。

この導入以前では、株式分割や併合が行われた際、前述のように指数の連続性は除数を調整することで維持され、当該銘柄の採用株価には株式分割などが行われた後の価格が用いられる。しか

し、「みなし額面方式」では、指数の連続性を分子である採用株価の調整によって維持する。このことを先と同様の例を用いて説明しよう。例えば、ある三銘柄、A株、B株、C株、それぞれ一、〇〇〇円の値が付く銘柄で構成される株価指数があり、相場の変動はないがC株に対して一：二の株式分割が行われるといった具合だ。このとき、「みなし額面方式」では、株式分割によって五〇〇円となる株式を分割前の水準である一、〇〇〇円（＝五〇〇円×二）に調整するのである。

ここで重要なのは、芹田、花枝（二〇二一）で指摘されるように、本来であれば株式分割によってもたらされるはずの構成比率の相対的低下が生じない点である。換言すれば、「みなし額面方式」においては、値嵩株の影響は株式分割が行われたとしても決して小さくならず、大きいままに据え置かれるのである。これでは、構成銘柄間の価格水準の収斂という機会は消失し、特定銘柄への構成比率の偏重という指数の市場代表性の歪みを助長しかねない。

確かに、構成銘柄間の価格水準のバラツキがあまりにも大きかったことに対する処方箋として、「みなし額面方式」は決して非合理であるとも言えない。しかしながら、無額面制度の下にあって、米国ように株式分割が慣例的に実施されるような環境がない日本においては、一株当たりの株価というのは企業の裁量に依存することとなる。

続く日経平均の変化と言えば、二〇二一年一〇月より「みなし額面方式」に代わり株価換算係数が採用されたことであろう。これは、日本経済新聞社によれば「日経平均に新規採用する銘柄の株価換算係数は、原則として一を設定する。ただし、基準日時点（一月末、七月末）で、当該銘柄の株価が日経平均構成銘柄の採用株価合計の一％

図表２　日経平均の構成銘柄における値嵩株上位10銘柄（2025年３月末時点）

順位	社名	業種	セクター	株価
1	キーエンス	電気機器	技術	58,480
2	SMC	機械	資本財・その他	53,070
3	ファーストリテイリング	消費	技術	44,060
4	ディスコ	精密機器	技術	29,895
5	東京エレクトロン	電気機器	技術	20,110
6	コナミグループ	サービス	消費	17,580
7	HOYA	精密機器	技術	16,780
8	ダイキン工業	機械	資本財・その他	16,140
9	ニトリホールディングス	小売業	消費	14,830
10	レーザーテック	電気機器	技術	12,680

〔出所〕　日経プロフィル、日経 NEEDS Financial Quest

を超えている場合は、一以外の値（〇・一～〇・九）を設定する。値は一％を超えない最大の値とし、刻みは〇・一とする」というものである。つまり、新規に採用される銘柄の株価が過大である場合に、当該銘柄の指数に対する影響を抑制しようというわけである。これ以降、この株価換算係数が各採用株価に乗じられることで各構成銘柄採用株価合計が計算されることとなる。

ただし、ここで注意すべきポイントは、株価換算係数は新規に採用される銘柄に対してのみ適用されることにある。[(1)] 図表２は、二〇二五年三月末時点の終値を基準に日経平均構成銘柄の内、株価の高い上位一〇銘柄を一覧している。同図表にあるすべての銘柄は株価が五桁を超えている。値嵩株の影響が色濃く反映されるはずの日経平均だが、図表２の値嵩株上位一〇銘柄の内、図表１の構成比率上位一〇銘柄に含まれるのは、ファース

トリテイリングと東京エレクトロンだけである。このカラクリは、前述の株価換算係数の適用が新規採用銘柄に限定されていることに符合する。つまり、図表2の内、キーエンス、ＳＭＣ、ディスコ、ＨＯＹＡ、ニトリホールディングス、レーザーテックの六銘柄は、二〇二一年一〇月以降に採用された結果、株価換算係数の適用を受け、構成比率は一定の水準まで抑制されたのである。そのため、従前より悩みの種であったはずのファーストリテイリングのような、既存の値嵩株の構成比率は高いままに据え置かれることとなっている。

続いて、二〇二二年一〇月には、構成銘柄において一部の銘柄に構成比率が偏重することを回避するために、キャップ調整比率なるものが導入された。キャップ調整比率は、構成銘柄の定期見直しの際に、構成銘柄の構成比率がキャップ水準一〇％を超える場合[2]、株価換算係数に〇・九の調整比率を乗じることで構成比率の偏重に抑制が掛けられる（すでにキャップ調整比率が設定されている銘柄の場合その調整比率をさらに〇・一引き下げる）。

実際に、ファーストリテイリングや東京エレクトロンなど構成比率上位一〇銘柄で、全体の約三八％の構成比率を占めるような実情を踏まえると、キャップ調整比率の導入は有用なアプローチであるように思える。しかし、二〇二四年一〇月にファーストリテイリングに対してキャップ調整比率が設定されたものの[3]、同銘柄の構成比率が一〇％を超える現状に鑑みれば、即効性のある方策とは言えないように思われる。

かつて一九二八年、ダウ・ジョーンズ社はＮＹダウの算出方法における調整方法を現在の除数修正による方法へと大きく転じる方策を講じてい

る。この変更の適用対象が新規採用銘柄だけでなく既存構成銘柄にまで及んでいたことは、指数の連続性という観点で見れば決して小さくない転換点であった。指数の連続性の維持という金科玉条を一面的に損なうとしても、眼前に大きな課題が存在するならば、将来の果実を得るために算出基準の抜本的改革という劇薬を甘んじて飲み込む覚悟が、どの指数プロバイダーにあっても必要とされるのかもしれない。

三、ＴＯＰＩＸ（東証株価指数）

(1)　ＴＯＰＩＸとは

ＴＯＰＩＸは一般的に時価総額加重型（market capitalization weighted）と呼ばれる算出方法に基づき算出されている。この方法では、原則的に大型株の影響が株価指数に強く反映される。例えば、構成銘柄の中で、三〇兆円の時価総額を有するＸ株と、五兆円の時価総額を有するＹ株があるとき、Ｘ株の値動きが指数に色濃く影響するわけである。時価総額加重型は概して以下のような計算式となる。

$$\text{株価指数値} = \frac{\text{構成銘柄の採用時価総額合計}}{\text{基準時価総額}} \times \text{基準値}$$

分母の基準時価総額を起点として、分子の構成銘柄の採用時価総額合計によって日々変動する市況動向を捉えるという仕組みである。基準値は、一〇〇や一〇など切りのよい数字が適当に設定され、基準日から比較して現在の数値がどの程度の水準にあるのかを簡単に把握することができるようになっている。ちなみに、ＴＯＰＩＸの基準値は一〇〇である。

長らくの間、ＴＯＰＩＸは東証市場第一部に上

場する全銘柄を対象に算出が行われてきた。そのため、ＴＯＰＩＸは現代ポートフォリオ理論において最も効率的とされるマーケット・ポートフォリオに近しい指標としてみなされていた。かつては構成銘柄の時価総額は採用株価に対して発行済株式数を乗じるという単純明快な方法が採られていたＴＯＰＩＸであったが、二一世紀に入りＴＯＰＩＸに連動するＥＴＦが誕生するなど、パッシブ運用の残高も徐々に増加し始めていることもあって、二〇〇五年から二〇〇六年にかけて段階的に浮動株比率で調整した時価総額による指数算出へと移行することとなった。

浮動株比率とは、簡単に言えば、発行済み株式数から固定株を差引いた比率ということになる。詳細は省略するが、算出主体であるＪＰＸ総研は固定株を次のように定義している。それは大きく五つに区分され、①大株主上位一〇位の保有株、②自己株式等、③役員等の保有株、④他の上場会社等が保有する株式のうち保有目的が純投資目的以外の目的である投資株式、⑤その他ＪＰＸ総研が適当とみなす事例、といった具合である。(4)

従来であれば、ＴＯＰＩＸ連動のパッシブ運用を行う機関投資家が売買しようとするとき、当該銘柄の浮動株比率が低ければ需給が逼迫することで適正な価格形成が行われず、本来よりも高い（安い）価格で買い（売り）付けることになりかねなかった。浮動株比率によって時価総額が調整されることで、このような問題は少なからず解消されることが期待できる。二〇二四年四月一八日の日経新聞の記事によれば、世界の投信残高はパッシブ運用が過半数を超え、アクティブ運用を上回ったことが報じられている。このことからも、浮動株比率による調整の重要性は高いだろう。

他方で、ＴＯＰＩＸは算出方法に深くかかわる

課題を抱えている。その課題の主因は、日本特有の市場構造として折に触れて指摘される親子上場や株式持ち合いである。親子上場や株式の持ち合いは近年減少傾向にあるとは言え、世界的に見れば依然として高い水準にある。これらに伴う課題とは、端的に言えば、指数算出プロセスで対象となる企業価値がダブルカウントされるという問題である。例えば、ＴＯＰＩＸの算出プロセスにおいて、親子関係にある二つの会社はそれぞれ一つの会社として時価総額が算定される。しかしながら、このとき、親会社の時価総額の中には保有する子会社の株式の価値が含まれることとなり、結果的に子会社の時価総額の一部はダブルカウントされることになる。しかも、株式持ち合いの場合には、株式を持ち合う両方の会社で同様の問題が生じる。なお、先の固定株の定義の内④に基づく浮動株調整によって、ダブルカウントの問題は既に対応できているようにも思えるが、そうではない。つまり、④によって解消されうるのは、あくまで株式売買という側面の問題であり、実体的な時価総額の観測の是非にかかわるダブルカウントの問題は未解決なのである。

(2)　ＴＯＰＩＸの見直し

直近のＴＯＰＩＸの大きな変化としては、東証の市場再編に伴う銘柄選定基準の改定であろう。市場再編を受け、プライム市場、スタンダード市場、グロース市場という新市場区分が設けられた。例えば、プライム市場では、流通株式時価総額などの上場審査および上場維持基準の厳格化が規定され、旧市場区分では曖昧であった市場コンセプトが明確化された。これに合わせて、ＴＯＰＩＸも算出基準を改定することとなり、市場再編のスケジュールと概ね足並みを揃えながら実施さ

れつつある。

二〇二二年四月から二〇二五年一月はＴＯＰＩＸにおける第一段階の見直し期間であると同時に、市場再編の経過措置期間とも重なる[5]。まず、ＴＯＰＩＸにおいて「流通株式時価総額一〇〇億円以上」という銘柄選定基準が新設された（同様の規定がプライム市場の上場基準にも適用されている）。これに満たない銘柄は「段階的ウエイト低減銘柄」として、四半期ごと一〇段階で構成比率を低減されることとなり、二〇二五年一月には除外銘柄も決定された[6]。

続いて、第二段階の見直し期間は二〇二六年一〇月から二〇二八年七月と予定されており、市場再編の改善期間が完了した後から実施される。第一段階の見直しにおいては、ＴＯＰＩＸの構成銘柄はプライム市場を対象としつつも、かつての構成銘柄を引き継ぐ形となっており、東証市場第一部からスタンダード市場やグロース市場を選択した銘柄や、プライム市場に新規上場した銘柄も含んでいた。他方で、第二段階からは、プライム市場だけでなく、スタンダード市場とグロース市場へと対象市場の間口を広げる。さらに、年間売買代金回転率および浮動株時価総額に特定の基準を設け、水準が低い銘柄をふるいにかける。この新たな選定は四半期ごと八段階で実施され、基準に満たない銘柄は構成比率を低減される。

田中・向畑（二〇二五）によれば、第一段階の見直しと第二段階の見直しのそれぞれの完了時点のＴＯＰＩＸの推測値を比較すると、浮動株時価総額や市場カバー率は特段の大きな変化はない一方で、浮動株時価総額と一日当たり売買代金の中央値は約二倍水準に増加し、構成銘柄数は約一、七〇〇から約一、二〇〇へと大きく減少することが予想されている。このことから、多くの小型株

が除外されたとしても、指数構成銘柄全体の時価総額に大きな影響はなく投資パフォーマンスへの影響が軽微であり、結果として構成銘柄の流動性水準が向上したことにより、指数の投資適格性が向上することが見込まれる。

株式市場の実体に対して、それを鏡として映し出す株価指数の算出基準との間にズレがあるとき、指数プロバイダーは、実態に即した算出基準への変更よるメリットと、それに伴う指数の連続性維持に対するデメリットを天秤にかける。今般のＴＯＰＩＸにおける算定基準の改定にあっては、天秤が前者に傾いたのだろう。

さりとて、この改定に伴う課題もある。というのも、小型株の多くが構成銘柄から排除されることで、新たなＴＯＰＩＸでは小規模企業の価値変動を捕捉することが難しくなり、マーケット・ポートフォリオの定義からは幾分の乖離が生じるからである。また、これに関連して、特定の銘柄が段階的な構成比率の低減の対象とされる際に、当該銘柄の需給が一時的に逼迫する可能性があるほか、構成銘柄からの除外が決定された銘柄においては、ＴＯＰＩＸに連動する投信による売買の逸失や、投資妙味の希薄化に伴う恒常的な需給の減少が考えられよう。

四、まとめにかえて：市場の自助努力が要請される課題

どの株価指数についても言えることであるが、あらゆる利用目的を充足できるような完璧な指標は存在しない。とは言え、日経平均が「市場流動性やセクターバランス」、「継続性の維持と産業構造変化の的確な反映」をその特徴として掲げ、ＴＯＰＩＸが「マーケットベンチマーク」を標榜す

るように、これらの指数は株式市場の平均的かつ全体的な動向を表す指標としての役割を期待されて算出が行われているはずである。両指数ともにこの目標を達成するために様々な対策が打たれてきたようだが、日経平均の構成銘柄間における株価水準のバラツキの大きさや、ＴＯＰＩＸにおけるダブルカウントの問題などは、市場慣行や市場構造が抱える歪みを主因とするために対応が困難であるという側面もある。これらの問題の改善は、副次的に株価指数算出上の便宜を図ることができるうえ、株式市場にとって決して小さくないメリットがあるように思われる。

株価水準のバラツキの大きさに関連しては、かねてより東証から提言が行われ、適正な投資単位の水準が提示されている。その一例として、二〇二五年四月二四日、東証は「少額投資の在り方に関する勉強会 報告書」を公表し、個人投資家が求める投資単位の水準を「一〇万円程度」として掲げ、株式分割など投資単位引き下げに向けた検討を、上場会社に働きかける方針を示した。現在の単元株制度の下では、一万円の株式を買い付ける場合に、少なくとも一〇〇万円（一万円×一〇〇株）の資金が必要となる。二〇二四年よりＮＩＳＡの抜本的拡充が実施され、家計の資金が株式市場に向かいやすい環境が整備されている中で、個人投資家の資金を呼び込む意味でも、株式分割によって株価水準を引き下げることには利点がある。

ダブルカウントの問題については、その原因の所在は親子上場や株式持ち合いにあり、これらによって少数株主の利益が軽視されかねないというガバナンスの機能不全の問題もしばしば指摘されてきた。新市場区分の上場基準では一定の浮動株比率を満たすことが要請されていることに加え、

ＴＯＰＩＸにおいて政策保有目的の株式が固定株とみなされることは、株式持ち合いの解消に寄与するかもしれない。また、親子上場に関しては、二〇二五年二月四日に東証から「親子上場等に関する投資者の目線」が公表されている。そこでは、機関投資家との面談を踏まえ、現状の親子上場の在り方には企業と投資家の目線との間にギャップがあることが示唆されており、とりわけ親会社に対しては完全子会社化の検討を含めグループ経営として積極的な対話や情報開示が期待されている。

（注）

(1) 既存の構成銘柄については、切り替え時点のみなし額面に基づき、換算後の株価が現状と同じになるように株価換算係数が設定される。

(2) 東証に上場する企業の内、最も時価総額の大きいトヨタ自動車の二〇二五年二月末時点の構成比率は、ＴＯＰＩＸで約三・七％、TOPIX100で約五・六％であり（なお、日経平均で約一・二％）、日経新聞社が算出主体の一角を占めるＪＰＸ日経四〇〇のキャップ調整はウエイト一・五％を上限に設定されていることに鑑みれば、日経平均の上限一〇％というキャップ水準は十分に低いとも考えづらい。

(3) 二〇二五年四月一日、ファーストリテイリングのキャップ調整比率はさらに〇・一引き下げられ〇・八となった。

(4) ④および⑤は後述する市場再編に伴うＴＯＰＩＸの第一段階の見直しの際、二〇二二年四月に新設された。

(5) 長期よる段階的な見直しの実施は、当該企業による基準達成への改善努力を猶予するだけでなく、指数に連動するパッシブ運用の巨額な資金が、市場に過大な影響を及ぼさないよう配慮する意味合いもある。

(6) 「段階的ウエイト低減銘柄」に指定された四九三銘柄の内、四二三銘柄が除外された。

（参考文献）

・芹田敏夫、花枝英樹（二〇二一）「二〇二一年一〇月の日経平均株価算出要領の変更をめぐる諸問題」月刊資本市場　二〇二一年一二月号

・田中大介、向畑周平（二〇二五）「更なる機能性向上に向けたＴＯＰＩＸの見直しについて」月間資本市場　二〇二五

年一月号
・東京証券取引所「親子上場等に関する投資者の目線」二〇二五年二月四日
・東京証券取引所「少額投資の在り方に関する勉強会　報告書」二〇二五年四月二四日
・日経新聞電子版「世界の投信残高、パッシブ型が過半　アクティブ型上回る」二〇二四年四月一八日
・日本経済新聞社「日経平均株価　算出要領」二〇二四年一一月五日
・宮川公男（二〇一六）「日経平均と『失われた二〇年』平均株価は経済の実体を正しく映しているか」東洋経済新報社
・ＪＰＸ総研「東証指数算出要領（ＴＯＰＩＸ編）」二〇二五年一月三一日
・ＪＰＸ総研「浮動株比率の算定方法」二〇二五年一月三一日

（おおた　たつや・当研究所研究員）