

基礎研 レター

TOPIX 見直し第一段階が完了 ～第二段階の見直しは「絶対評価」から「相対評価」に～

金融研究部 研究員 森下 千鶴
(03)3512-1855 mchizuru@nli-research.co.jp

日本取引所グループ(JPX)が進めるTOPIX見直しの第一段階が2025年1月末で完了し、TOPIX構成銘柄は約2100銘柄から約1700銘柄へと減少した。流通株式時価総額100億円未満の銘柄は「段階的ウェイト低減銘柄」に指定され、423銘柄が除外された。

JPXは2024年9月末に第二段階の見直しルールを公表している。第二段階では、選定基準が絶対評価から相対評価へと変更される。これにより、構成銘柄数は約1200銘柄へとさらに削減される予定である。

■2025年1月で第一段階のTOPIX見直しが完了

TOPIX見直しの全体スケジュールは以下のとおりである（図表1）。

図表1 TOPIX見直しのスケジュール

年月	2021.04	2022.04	2022.04～06	2022.10～2025.01						
第一段階	ルールの公表	市場区分との紐づけ廃止	政策保有株を浮動株から除外	段階的ウェイト低減の実施		完了				
				年月	2024.06～09末頃	2026.08 最終営業日	2026.10	2026.10～2028.07	2028.10	
				第二段階	指数コンサルテーション、 ルールの公表	定期入替基準日	初回定期入替	次期TOPIXへの 段階的移行	第2回 定期入替	

(資料)JPX資料から作成

第一段階の見直しでは、TOPIX構成銘柄のうち流通株式時価総額100億円未満の企業が「段階的ウェイト低減銘柄」に指定された。これらの銘柄は2022年10月末から四半期ごとに10段階で構成比率を低減され、2025年1月末にTOPIXから完全に除外された。ただし、2023年10月の再評

価で流通株式時価総額が 100 億円以上となった場合は、段階的ウェイト低減の指定が解除され T O P I X の構成銘柄として残留できる仕組みとなっていた。

2022 年 10 月の判定時点で、J P X は 493 銘柄を段階的ウェイト低減銘柄に指定した。その後、2023 年 10 月の再評価で 43 銘柄が選定基準を上回り指定解除（うち 1 銘柄は 2025 年 1 月末時点で上場廃止）となった。また、2022 年 10 月から 2025 年 1 月の間に株式交換や M B O によって 27 銘柄が上場廃止となった。結果として、残る 423 銘柄が 2025 年 1 月末に T O P I X から完全に除外された（図表 2）。

図表2 423銘柄が段階的ウェイト低減銘柄として TOPIX から除外

	銘柄数
2022年10月7日低減銘柄	493
2022年10月～2023年10月の間に上場廃止	▲11
2023年10月6日再評価時点の低減銘柄	482
2023年10月再評価時の残留銘柄	▲43
2023年10月6日再評価後の低減銘柄	439
2023年11月～2025年1月の間に上場廃止	▲16
2025年1月低減銘柄	423

（資料）JPX資料から作成

図表 3 は T O P I X 構成銘柄の推移を市場別に示したものである。

図表3 TOPIX構成銘柄の市場別推移

	2022/4/4	2023/10/20	2025/1/31	構成銘柄に占める割合
プライム	1,837	1,652	1,595	94%
スタンダード	337	501	101	6%
グロース	0	1	0	0%
合計	2,174	2,154	1,696	100%

（資料）JPX、QUICK から作成

2022 年 4 月の新市場区分移行に伴い T O P I X が市場区分から切り離された時点で、T O P I X 構成銘柄は 2,174 銘柄となっていた。市場別では、プライム市場の銘柄が全体の 84%、スタンダード市場の銘柄が 16% を占めていた。その後、2023 年 10 月 20 日には、経過措置の適用期間終了に伴う特例措置により、プライム市場上場企業のうち 177 社がスタンダード市場に移行した影響で、スタンダード市場の銘柄が占める割合が増えた。そして、今回、段階的ウェイト低減銘柄の除外により 2025 年 1 月末時点で T O P I X 構成銘柄は 1,696 銘柄に減少した。市場別に見るとプライム市場の銘柄は全体の 94%、スタンダード市場の銘柄は 6 % を占めている。

■段階的ウェイト低減銘柄に指定された企業の株価推移

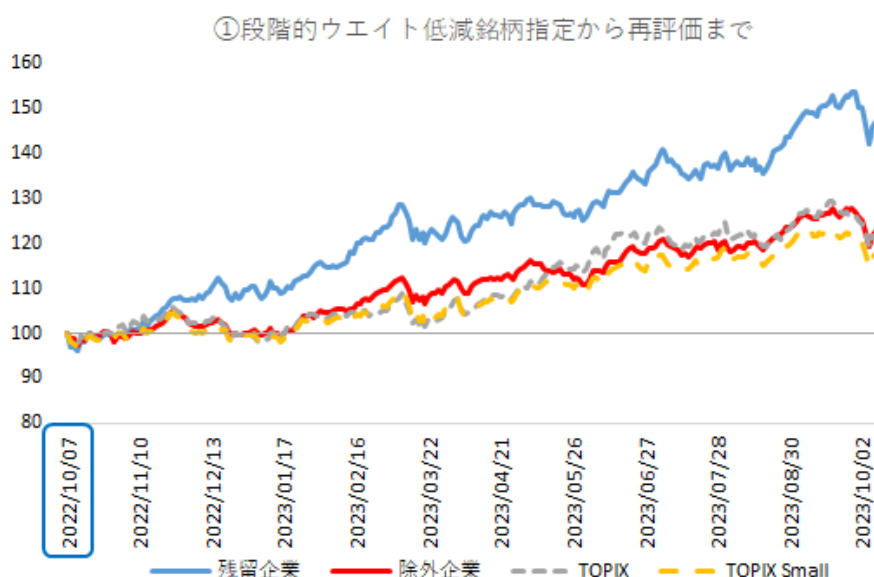
第一段階の見直しで、段階的ウェイト低減に指定された銘柄の株価はどのように推移したのだろうか。本稿では、段階的ウェイト低減銘柄に該当する企業の株価推移を以下の3つの期間で集計した。

- ① 2022年10月7日（基準日）～2023年10月6日 段階的ウェイト低減銘柄指定から再評価まで
- ② 2023年10月6日（基準日）～2025年1月31日 再評価からTOPIX除外まで
- ③ 2025年1月31日（基準日）～2025年2月21日 段階的ウェイト低減銘柄TOPIX除外後

段階的ウェイト低減銘柄は、再評価でTOPIX残留が決まった43社のうち期間中の株価が取得できた42社を「残留企業（青色）」、段階的ウェイト低減銘柄に継続指定された439社のうち期間中の株価が取得できた423社を「除外企業（赤色）」とした。基準日（100）を起点に、各企業の株価の累積騰落率を日次で計算し、単純平均を集計している。また、段階的ウェイト低減銘柄はTOPIXでは小型株に分類されるため、比較対象として「TOPIX（灰色）」および「TOPIX Small（黄色）」も追加した。

図表4は①2022年10月7日（基準日）～2023年10月6日（段階的ウェイト低減銘柄指定から再評価まで）の期間における株価推移を示している。

図表4 残留企業はTOPIXを25%上回った



（注）2022年10月7日を基準100として2023年10月6日までの日次の累積騰落率を計算したうえで、単純平均を集計。

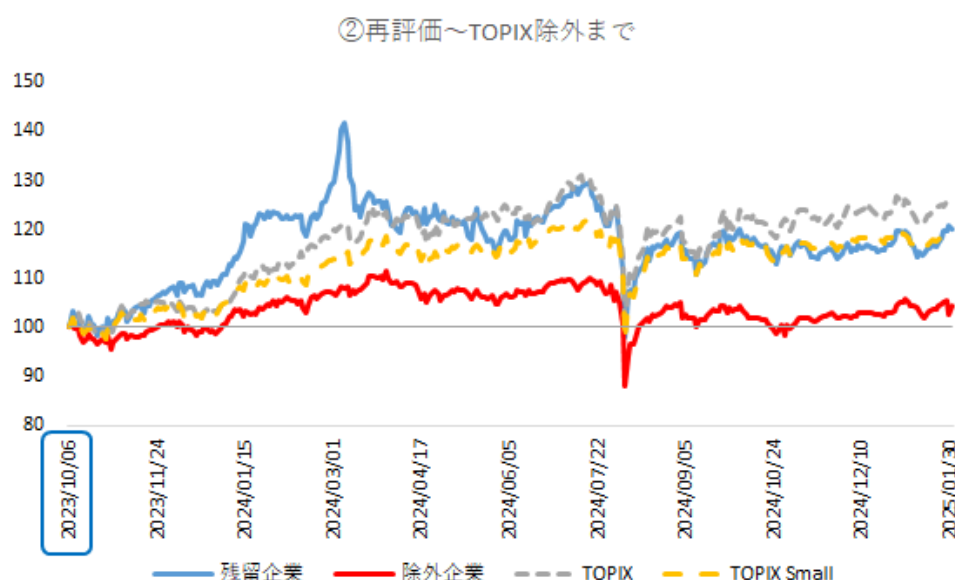
（資料）JPX、QUICK から作成

期間中、除外企業の株価は単純平均で23%上昇と、同期間のTOPIX Smallの18%上昇を上回り、TOPIXの22%とほぼ同じ推移を示した。段階的ウェイト低減銘柄に指定されたものの、再評価までは大幅に売られる動きは確認されなかった。

一方、残留企業の株価は単純平均で47%上昇し、TOPIXやTOPIX Smallを大きく上回った。2022年10月7日の段階的ウェイト低減銘柄指定後、積極的な買いが入りづらい環境の中でも、2023年10月6日の再評価までに投資家の評価を着実に高めてきたことが確認できる。その結果、第一段階の見直しでTOPIXに残留することができたと考えられる。

図表5は②2023年10月6日（基準日）～2025年1月31日（再評価からTOPIX除外まで）の期間における株価推移を示している。

図表5 残留企業の株価は再評価後にTOPIXを下回って推移



（注）2023年10月6日を基準100として2025年1月31日までの日次の累積騰落率を計算したうえで、単純平均を集計。

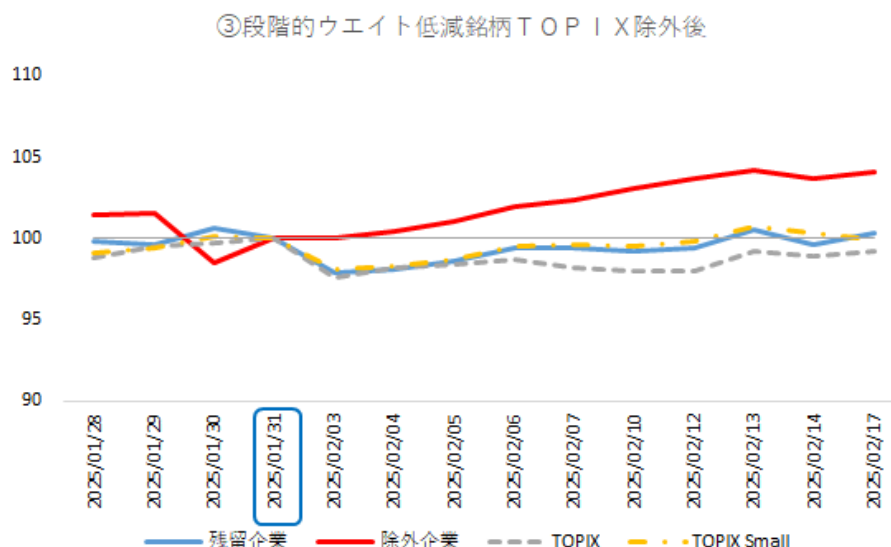
（資料）JPX、QUICK から作成

再評価後の除外企業の株価は単純平均で4%上昇と、同期間のTOPIXの26%上昇およびTOPIX Smallの20%上昇を大幅に下回った。再評価によって2025年1月末のTOPIX除外が正式に決定したことで売り圧力が優勢になったようだ。

一方、TOPIX残留が決定した以降の残留企業の株価は、単純平均で20%上昇したものの、TOPIXの26%上昇を下回り、TOPIX Smallの20%上昇とほぼ同じ動きとなった。2024年を通じて大型株が選好されやすい市場環境であったことも影響したと考えられるが、個別銘柄が継続して評価される難しさが改めて浮き彫りとなった。

最後に、TOPIX第一段階の見直しが完了した2025年1月末以降の該当企業の株価推移について、短期間ながら確認を行った。図表6は③2025年1月31日（基準日）～2025年2月21日（段階的ウェイト低減銘柄TOPIX除外後）の期間における株価推移を示している。

図表6 段階的ウェイト低減銘柄はTOPIX除外後一旦反発



（注）2025年1月31日を基準100として2025年2月28日までの日次の累積騰落率を計算したうえで、単純平均を集計。

（資料）JPX、QUICKから作成

TOPIX除外後、除外企業の株価は単純平均で4%上昇し、TOPIX（▲1.9%）およびTOPIX Small（▲1.9%）の下落を上回る推移を見せた。段階的ウェイト低減銘柄に指定されていた企業は、TOPIXから完全に除外されるまでは定期的な売却が発生し、売り圧力が優勢となっていたと考えられる。しかし、2025年1月末にTOPIXから完全に除外されたことで、2025年2月以降は売り圧力が和らぎ、一時的に株価が反発する動きが優勢となった可能性がある。ただし、今回の除外企業の多くは旧東証1部上場企業であり、長年TOPIXに採用されてきた。今後はTOPIXに連動するパッシブ資金の流入が見込めなくなるため、流動性や株価への影響を注視する必要がある。

■2024年9月に第二段階の見直しのルールが公表

JPXは2024年9月に、TOPIX見直しの第二段階に関するルールを公表した。第二段階の見直しでは、対象市場をプライム・スタンダード・グロース市場に拡大し、年1回の定期入替を実施する。入替対象の銘柄は、年間売買代金回転率および浮動株時価総額の累積比率という2つの流動性基準に基づいて選定される。初回の定期入替は2026年8月の最終営業日を基準日とし、同年10月に実行予定である。初回の定期入替のみ、除外銘柄には第一段階と同様の「段階的ウェイト低減」と「再評価」の措置が適用される。その後、2028年10月以降は毎年定期入替が実施される見込みである。

J P Xの試算によれば、第二段階の見直しによりT O P I X構成銘柄は約 1700 銘柄から約 1200 銘柄へ減少するとされる。筆者が 2025 年 1 月末時点で試算した結果、新規採用候補は約 30 銘柄、除外候補は約 600 銘柄となり、次期T O P I X構成銘柄は約 1, 100 銘柄となる見込みであった。さらに、第一段階の再評価でT O P I Xに残留した企業（段階的ウェイト低減が指定解除された企業）について、第二段階の選定基準を適用したところ、選定基準を達成し次期T O P I X構成銘柄として継続採用される可能性があるのは 42 社中わずか 3 社にとどまった。

■「絶対評価」から「相対評価」へ

第二段階の見直しでは、従来の絶対評価からより厳しい相対評価へと移行することで、T O P I X採用を巡る企業間の競争がより厳しくなることを意味する。企業は自社の株価を上げたとしても、他社がより高い成長をした場合は相対的に評価が低下し、T O P I Xから除外される可能性がある。特にT O P I X S m a l l に分類される企業は、大型株との競争にさらされ、より高い成長が求められる。この仕組みは、日本株市場全体の活性化につながる可能性がある一方で、企業によってはT O P I Xへの採用・非採用に過度にこだわるのではなく、中長期的な視点で自社の戦略を見直し、自社のペースで市場での評価を高めることも重要となるだろう。

以上