

TOPIXの第2フェーズの見直し

流動性や時価総額によって、約500銘柄が除外される見込み

政策調査部 主任研究員 神尾 篤史

[要約]

- JPX総研は「TOPIX等の見直しについて」を公表し、8月18日まで意見募集を行うことを発表した。正式なルールの公表は9月末ごろの予定である。
- 2023年10月に、TOPIX構成銘柄（約2,100銘柄）のうち、流通株式時価総額100億円未満などの439銘柄が2025年1月末に除外され、約1,700銘柄になることが公表されたが、今回の見直しはTOPIXをさらに絞り込むものである。
- 年1回の定期入替が導入され、初回の銘柄入替は2026年10月最終営業日（定期入替基準日は8月最終営業日）で、第2回入替は2028年10月最終営業日である。その後は毎年実施される。①年間売買代金回転率で選ばれたものの中から、②浮動株時価総額の累積比率に基づいて、2段階で選定が行われる。JPX総研の試算によれば、1,200銘柄が選定される見込みである。

2025年1月末以降のTOPIX

6月19日に、日本取引所グループの子会社であるJPX総研は「TOPIX等の見直しについて」を公表し、8月18日まで意見募集を行うことを発表した。正式なルールの公表は9月末ごろの予定である（図表1）。4月に公表した拙稿「[2024年度知っておくべき東証関連施策](#)」でも注目していた施策の内容がとうとう明らかになった格好である。

TOPIX（東証株価指数）を構成する約2,100銘柄のうち、流通株式時価総額100億円以上などの条件に充たない439銘柄が2025年1月末に除外されることが2023年10月に公表された。2025年1月末にTOPIXの構成銘柄は約1,700となる見込みである。2025年1月までの見直しを第1フェーズとすれば、今回の見直しは2025年1月末以降のTOPIXの構成銘柄を決める第2フェーズの取組みと位置付けられる。本稿では、JPX総研が公表した第2フェーズの趣旨や制度内容を概説する。

図表 1 TOPIX 見直しのスケジュール



(出所) JPX 総研「TOPIX 等の見直しの概要」(2024年6月19日)、同「TOPIX 等の見直しについて」(2024年6月19日)より大和総研作成

第2フェーズの趣旨と制度内容

(趣旨)

以前から、TOPIXは規模別指数の提供など投資家のニーズに沿った取組みを行ってきた。2022年4月以降の第1フェーズでは、指数としての連続性を保つつつ、ETF(上場投資信託)や公募投資信託などの投資対象として広く活用されていることを踏まえ、機能性の確保もなされた。市場区分と指数の役割が異なることを理由に、それまで同一であった市場区分(市場第一部)とTOPIXの範囲の切り離しが行われた。浮動株から政策保有株を除く算定方法の見直しも行われ、併せて上述したように流通株式時価総額100億円以上などを条件として、構成銘柄の除外も実施された。なお、浮動株は市場で流通する可能性の高い株式であり、流通株式に類似した概念であるが、TOPIXの計算上使用されるもので、流通株式とは計算方法は異なる。上場株式から固定株である有価証券報告書記載の大株主上位10位の保有株(東京証券取引所が浮動株とみなす株式を除く)、自己株式等、役員等の保有株、政策保有株式(特定投資株式)、その他JPX総研が適当とみなす事例を除いたものが浮動株である。

第2フェーズは第1フェーズと同様に連続性を確保しつつ、東証に上場する株式を広範に網羅し、投資対象としての機能性を高めることが目的とされている。

(制度内容)

図表2は第1・第2フェーズにおけるTOPIXの主な制度内容の比較である。第2フェーズではプライム市場の銘柄に加え、スタンダード市場とグロース市場の銘柄も対象になる。今までなかった定期入替も年1回、10月最終営業日に行われる。初回の銘柄入替は2026年10月最終営業日(定期入替基準日は8月最終営業日)で、第2回入替は2028年10月最終営業日である。その後は毎年実施される。以下で述べる選定基準に基づいたJPX総研の試算によれば構成銘柄数が約1,200銘柄となり、2025年1月末の約1,700銘柄から約500銘柄が除外されるため、初回と第2回の入替に2年間の段階的移行期間がとられる。この約500銘柄と想定される移行措置銘柄は四半期ごと8回かけて、TOPIXに占めるウエイトが低減され、2028年7月に除外される。なお、初回入替で除外される銘柄は2026年10月第5営業日に公表される予定である。

図表2 第1・第2フェーズにおけるTOPIXの主な制度内容の比較

	第1フェーズ	第2フェーズ
対象銘柄	プライム市場 ※市場再編時の構成銘柄で、スタンダード市場やグロース市場を選択した銘柄はTOPIXに含まれる	プライム市場、スタンダード市場、グロース市場
定期入替	なし	年1回、 10月最終営業日 （基準日：8月最終営業日） ※見直し後の初回入替は 2026年10月最終営業日 、第2回入替は 2028年10月最終営業日 、第2回以降は毎年実施
選定基準	なし ※市場再編時などにおいて流通株式時価総額が100億円未満などに充足しない銘柄は除外	<ul style="list-style-type: none"> TOPIXの構成銘柄ではない銘柄には追加基準を適用、既にTOPIX構成銘柄である銘柄には指標の安定性や投資効率の観点から継続基準を適用。 以下の①の該当銘柄のうち②を適用し銘柄選定 <p>①年間売買代金回転率 追加基準：0.2以上 継続基準：0.14以上 ※直近12か月の月次売買代金回転率「（日次の東証の売買立会での売買代金の中央値×営業日数）÷月末最終営業日の浮動株時価総額」の合計値</p> <p>②浮動株時価総額の累積比率 追加基準：上位96%以内の銘柄 継続基準：上位97%以内の銘柄 ※①で選定された銘柄群で浮動株時価総額が大きい銘柄から累積した浮動株時価総額÷当該銘柄群の浮動株時価総額の合計 ・なお、定期入替基準日における整理銘柄又は特別注意銘柄は除外</p>
非定期の追加	プライム市場への新規上場・市場区分の変更銘柄	プライム市場、スタンダード市場、グロース市場への新規上場銘柄で、浮動株時価総額の累積比率上位95%に含まれる銘柄の最低浮動株時価総額を上回る銘柄

(出所) JPX 総研「TOPIX等の見直しの概要」(2024年6月19日)、同「TOPIX等の見直しについて」(2024年6月19日)より大和総研作成

選定は、①年間売買代金回転率で選ばれたものの中から、②浮動株時価総額（浮動株数×株価）の累積比率に基づいて2段階で行われる。銘柄によって適用される基準が異なり、定期入替基準日においてTOPIXの構成銘柄ではない銘柄には「追加基準」、当該日においてTOPIXの構成銘柄には「継続基準」が適用される。「追加基準」は①年間売買代金回転率は0.2以上、②浮動株時価総額の累積比率は上位96%以内の銘柄、「継続基準」は①年間売買代金回転率は0.14以上、②浮動株時価総額の累積比率は上位97%以内の銘柄である。

①年間売買代金回転率は売買代金を浮動株時価総額で除して求められるものである。詳細には以下のように月次の売買代金回転率を算出し、それを12か月分合計して求められる。

直近 12か月間の月次の売買代金回転率の合計

月次売買代金回転率 = (日次の東証の売買立会での売買代金の中央値 × 営業日数)

÷ 月末最終営業日の浮動株時価総額

②浮動株時価総額の累積比率は浮動株時価総額の大きい順に並べて、当該割合を満たすものが該当し、詳細には以下で求められる。

浮動株時価総額の累積比率 =

①で選定された銘柄群で浮動株時価総額が大きい銘柄から累積した浮動株時価総額

÷ 当該銘柄群の浮動株時価総額の合計

JPX 総研の試算では、浮動株時価総額の累積比率上位 97%以内の浮動株時価総額の最小値は約 200 億円である。なお、定期入替基準日における整理銘柄又は特別注意銘柄は除外される。

定期入替以外での銘柄追加（非定期の追加）は、プライム市場、スタンダード市場、グロース市場への新規上場銘柄のうち、浮動株時価総額が直前の定期入替における浮動株時価総額の累積比率 95%以内に含まれる銘柄が該当する。

見直し後の TOPIX の姿

上述の選定基準に基づく試算の結果、JPX 総研は TOPIX の構成銘柄は約 1,200 銘柄になるとおり、スタンダード市場とグロース市場から約 50 銘柄が採用される見込みである（JPX 総研「参考資料」（2024 年 6 月 19 日））。上で触れたように、銘柄数は約 500 銘柄減少する見込みであるが、東証全市場における浮動株時価総額の約 96.6% はカバーされるという。現行の TOPIX のカバー率が約 97.5% であるため、ほぼ変わらない。1 日当たりの売買代金の中央値は約 5.9 億円であり、現行の TOPIX の約 2.5 億円を大きく上回る。

その他の見直し

TOPIX NEXT-tier という指数が 2026 年 10 月最終営業日から新たに公表される。これは、TOPIX に選定されない銘柄（移行措置銘柄を含む）を対象に、①年間売買代金回転率 0.1 以上で、②①を満たす銘柄のうち、浮動株時価総額の累積比率上位 99% 以内の銘柄を選定したものである。JPX 総研の試算では約 800 銘柄が該当する見込みである（JPX 総研「別紙」（2024 年 6 月 19 日））。TOPIX の定期入替の際に、TOPIX NEXT-tier から TOPIX に入る銘柄が多いと予想されることから、TOPIX 入替候補といえそうである。

おわりに

今回の見直しの内容を見た筆者の感想は様々な市場関係者の意見を調整して、非常によく練られたもの、である。東証が2021年4月に公表した「『TOPIX（東証株価指数）等の見直しについて』に寄せられた御意見の御紹介」では、TOPIXをドラスティックに変更すべきという意見と大きな変更を望まないという意見があった（図表3）。前者の意見では、「流通株式時価総額100億円～250億円銘柄も、将来的には構成銘柄から除外してほしい。」「500社程度が目安になると考えられ、1,000社を超えるようではインセンティブとしての効果は期待できない点に留意する必要がある。」「例えば流通株式の時価総額順に並べて時価総額の合計が全体の80%もしくは90%となる銘柄群をユニバースとするインデックスとする。」があった。

図表3 TOPIX 見直しに対する市場関係者の意見

ドラスティックに変更すべきという意見

- 残っている流通株式時価総額100億円～250億円銘柄も、将来的には構成銘柄から除外してほしい
- TOPIXの役割は、米国のS&P500指数のように、上場企業にとって絶え間ない価値向上のインセンティブになることと考えられる。…(中略)…S&P500は米国上場企業5,000～6,000社の中から500社程度が選定されており、日本においても上場企業数は約4,000社であることから500社程度が目安になると考えられ、1,000社を超えるようではインセンティブとしての効果は期待できない点に留意する必要がある
- プライム、スタンダード、グロースの各市場に上場している全企業を対象とし、広く投資家が投資可能なベンチマークとして、例えば流通株式の時価総額順に並べて時価総額の合計が全体の80%もしくは90%となる銘柄群をユニバースとするインデックスとする。そうすれば、グロース市場を経由してプライム市場に上場することがステータスという考え方から、グロース市場に上場したまで時価総額を大きくし、新しいTOPIXに採用されることがステータスになると想定される

大きな変更を望まないという意見

- TOPIXについては指標性や継続性を担保する一方、その他のニーズについてはサブインデックスでカバーしてほしい。（例えばESG投資などは、TOPIXにその要素を内包するのではなく、必要に応じてサブインデックスを設けるべき）
- 市場区分については、企業のガバナンスやESG対応等を上場基準に加えることには賛成だが、時価総額加重指数であるTOPIXにそれらを過度に反映し、連続性が失われることには慎重であるべき
- プライム、スタンダード、グロースと新区分を設けると同時に、新TOPIX構成銘柄の所属が複数市場に分かれるのなら市場区分をそれぞれ別に定義する必要は無く、混乱の原因となるのではないか。もし複数市場にTOPIX構成銘柄が分かれるのなら市場区分は必要ない。市場区分を設定するなら区分どおり「TOPIX採用銘柄=プライム市場」の指標構成がふさわしい

（出所）東京証券取引所「『TOPIX（東証株価指数）等の見直しについて』に寄せられた御意見の御紹介」（2021年4月30日）より大和総研作成

一方、後者の意見では、「TOPIXについては指標性や継続性を担保する」「連続性が失われるこには慎重であるべき。」「『TOPIX採用銘柄=プライム市場』の指標構成がふさわしい。」があった。JPX総研から公表された内容は、前者のドラスティックに変更すべきという意見と後者の大きな変更を望まないという意見の両方をうまく取り入れたような印象を受ける。例えば、銘柄数については500銘柄に絞るという意見と指標としての連続性が失われないようにするという意見の間をとったように解釈できる。

500銘柄に絞った方がTOPIXの構成銘柄に組み入れられるための競争が活性化されるという意見もあるが、この場合、時価総額や流動性がかなり大きな銘柄に限られることになり、それ以外の中小型銘柄にとってはTOPIXとの関わり合いがなくなる。JPX総研の試算による約1,200銘

柄の場合、TOPIXとの関わり合いが一定程度の銘柄で保たれた上で、2025年1月末の構成銘柄である約1,700銘柄よりは減少するため、構成銘柄になるための競争も促進されると想定される。

また、グロース市場の銘柄もTOPIXの構成銘柄に組み入れられることは高い成長性のある銘柄が当該市場に残る契機になるかもしれない。グロース市場は高い成長が期待される市場であるものの、プライム市場へ移行する銘柄が多く、グロース市場に留まりながら持続的に成長する銘柄が少ない。そのため、将来の日本を代表する会社を育成する役割を担うグロース市場への資金流入が細ることが問題視されてきた。今回の措置を受けて、一定程度の時価総額と流動性のある銘柄がグロース市場に留まり、成長していくことも期待されよう。

上場会社にとって今回の見直しの意味合いを考えると、「資本コストや株価を意識した経営」でも要請されているように引き続き企業価値向上が求められるといえそうである。TOPIXからの除外は、TOPIXと同様のパフォーマンスを追求するETFや公募投資信託などが保有する株式を売却することにつながり、株価の下落につながる可能性がある。現在TOPIXの構成銘柄である場合は継続して採用、構成銘柄ではない場合には採用を目指すために、政策保有株式の売却の働きかけなどによって流動性を高めて、資本コストを踏まえた経営資源の配分を行い成長や効率性を追求することなどで時価総額を増加させることが必要になる。