

2026年3月9日 全8頁

# 発行体視点で考える TOPIX 改革

## TOPIX 除外は企業の IR・SR に影響、2027年10月の再評価は超重要

調査本部 フェロー兼  
エグゼクティブ・サステナビリティ・アドバイザー 塩村 賢史

### [要約]

- 2025年1月末に完了した第一段階の TOPIX の見直しにより、TOPIX 構成銘柄は見直し前の約 2,200 銘柄から約 1,700 銘柄に絞り込まれた。2026年10月に始まる第二段階の見直しにより、TOPIX の構成銘柄は浮動株時価総額などで毎年評価され、1,000 銘柄程度に絞り込まれる可能性がある。
- 第一段階の TOPIX 見直しの際、除外対象となった銘柄については、10回に分けて 10% ずつウエイトが引き下げられ、ウエイト低減に合わせて、株価は TOPIX を大きくアンダーパフォームした。これから行われる第二段階の見直しで除外対象となった銘柄は、2026年10月から8回に分けて 12.5% ずつウエイトが低減されていくことになる。
- TOPIX に連動するパッシブ運用の資産規模は、2024年3月末時点で TOPIX 構成銘柄の発行済株式時価総額の約 11.8% に相当しているとみられる。企業が TOPIX の構成銘柄から外れることになれば、その株主構成も変わることになり、IR (Investor Relations) や SR (Shareholder Relations) にも影響する。アクティブ投資家を開拓するとしても、その投資家が TOPIX をベンチマークとする場合、オフベンチマーク (TOPIX 構成銘柄以外) の銘柄への投資には制約があることもある。
- TOPIX から除外されると、株価にはネガティブな影響が予想される上に、一度除外されると再度組み入れられるための条件が継続採用基準より高く設定されている。発行体企業としては、2027年10月の再評価のタイミングで除外対象とならないことが重要であり、取り得る対応策は、浮動株比率の向上や株価上昇などを通じて、浮動株時価総額を引き上げることしかない。

## TOPIX 見直しの概要と現状

現在、日本取引所グループの JPX 総研において、パッシブ運用の市場ベンチマークとして広く利用され、多額の連動資産を有する TOPIX について、連続性を確保しつつ、投資対象としての機能性を高める見直しが行われている。

既に 2025 年 1 月末に完了した第一段階の見直しでは、流通株式時価総額 100 億円未満の銘柄や売買代金回転率が 0.2 未満の銘柄などが TOPIX の組入れから除外された。その結果、TOPIX の組入れ銘柄数は、見直し前の約 2,200 銘柄（2022 年 4 月）から、見直し後（2025 年 1 月）には約 1,700 銘柄まで絞り込まれている。

第二段階の見直しでは、指数の連続性を確保しつつ、全市場区分（プライム・スタンダード・グロースの各市場）を対象として、流動性をより重視して銘柄の定期入替を実施するなど、広範網羅性や投資対象としての機能性を更に高める見直しが行われる（図表 1）。

図表 1 次期 TOPIX と現行 TOPIX の比較

	現行TOPIX	次期TOPIX
対象市場	プライム市場（原則）	プライム・スタンダード・グロース各市場
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）
選定基準	なし	下記の流動性基準により銘柄を定期入替 <追加基準> ・年間売買代金回転率 0.2以上 ・浮動株時価総額の累積比率 上位96%以内 <継続基準> ・年間売買代金回転率 0.14以上 ・浮動株時価総額の累積比率 上位97%以内 ※追加基準はTOPIXの構成銘柄でない銘柄に適用 継続基準は既にTOPIX構成銘柄である銘柄に適用
非定期的追加	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・スタンダード・グロース各市場への新規上場銘柄で、浮動株時価総額が、同累積比率上位95%に含まれる銘柄の最低浮動株時価総額を上回る銘柄

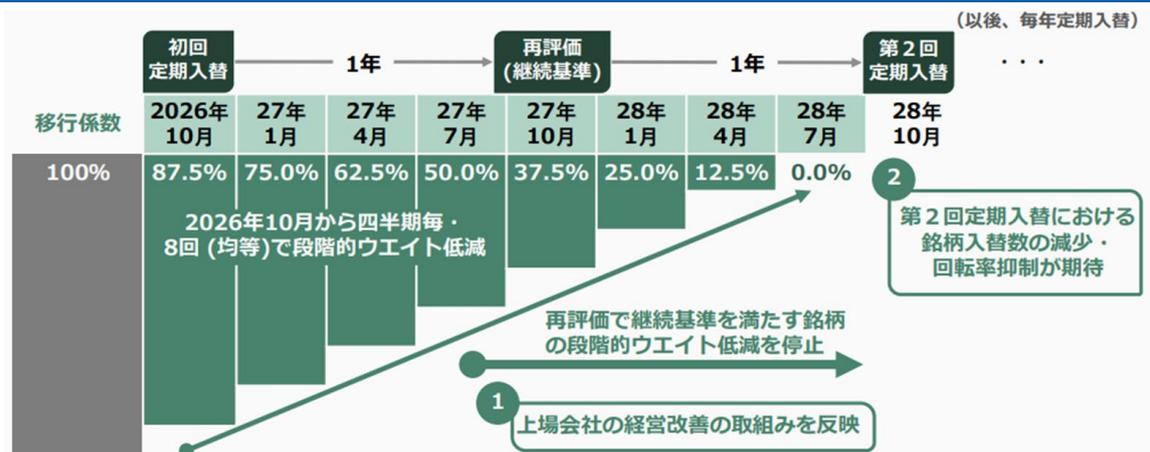
（注）浮動株時価総額の累積比率は、「整理銘柄又は特別注意銘柄でなく、年間売買代金回転率の条件を満たす銘柄群において浮動株時価総額が大きい銘柄から累積した浮動株時価総額」÷「当該銘柄群の浮動株時価総額の合計」

（出所）JPX 総研「TOPIX 等の見直しの概要」（2025 年 10 月）より抜粋（注釈等について一部省略）

初回の定期入替は 2026 年 10 月に実施されるが、市場影響を緩和する観点から、四半期毎に 8 回に分けて 12.5%ずつウェイトが低減<sup>1</sup>され、2028 年 7 月に除外対象銘柄はウェイトが 0%となり、完全に TOPIX から外れることになる。第一段階の見直しと同様に企業の経営改善の取組みを反映するために、2027 年 10 月に再評価が行われ、継続基準（年間売買代金回転率：0.14 以上、浮動株時価総額の累積比率：上位 97%以内）を満たす銘柄については、移行係数が 0.5 で維持され、ウェイト低減が停止されることになる（図表 2）。

<sup>1</sup> 第一段階の TOPIX 見直しでは四半期毎に 10 回に分けて 10%ずつウェイトが低減された。

図表 2 次期 TOPIX への移行措置



（出所）JPX 総研「TOPIX 等の見直しの概要」（2025 年 10 月）

2025 年 8 月最終営業日を基準日とした JPX 総研の試算では、市場カバー率をほぼ維持しながらも、銘柄数が約 1,700 銘柄から約 1,100 銘柄に絞られることで、浮動株時価総額や 1 日あたり売買代金の中央値が約 2 倍となり、流動性が向上する見通しが示されている（図表 3）。この見直しにより、世界の主要インデックスプロバイダーである米国の MSCI や英国の FTSE が算出する世界的な All-Cap 指数（大型株から小型株まで幅広く組み入れる時価総額加重指数）などの銘柄数<sup>2</sup>や流動性に近づくことになる。

図表 3 次期 TOPIX と現行 TOPIX との比較（2025 年 8 月最終営業日を基準日とした試算）

	現行TOPIX	次期TOPIX	現行TOPIXとの比較
浮動株時価総額の合計（注1）	580兆円	573兆円	ほぼ維持
市場カバー率（注2）	約97.6%	約96.5%	ほぼ維持
浮動株時価総額（中央値）	約455億円	約1,014億円（注3）	約2倍に増加
1日あたり売買代金（中央値）	約3.2億円	約7.6億円	約2倍に増加
構成銘柄数	約1,700銘柄	約1,100銘柄	プライム市場以外から約50銘柄が採用

（注 1）浮動株時価総額とは上場時価総額に浮動株比率を掛け合わせた値。浮動株の定義は図表 8 を参照

（注 2）市場カバー率とは、プライム、スタンダード、グロス各市場の全銘柄の浮動株時価総額の合計に占める TOPIX 構成銘柄の浮動株時価総額の合計の割合

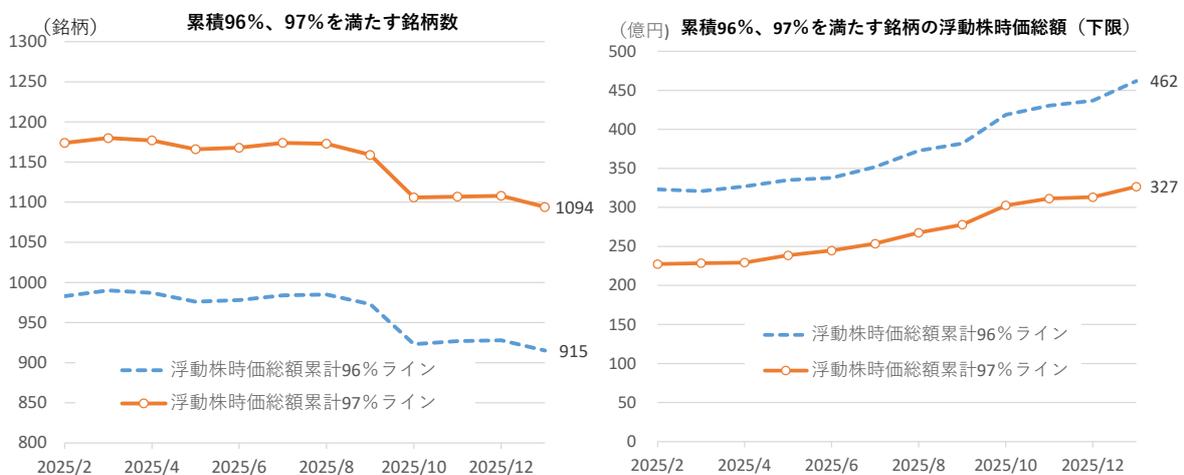
（注 3）浮動株時価総額の累積比率上位 97%以内の最小値は約 280 億円

（出所）JPX 総研「TOPIX 等の見直しの概要」（2025 年 10 月）を基に大和総研作成

<sup>2</sup> MSCI 社の MSCI Japan Investable Market Index (IMI) の構成銘柄数は 956 銘柄、FTSE 社の Japan All Cap Index の構成銘柄数は 1381 銘柄（2026 年 1 月末時点）

ただし、TOPIX の構成銘柄数については、今後の株式市場の物色動向や企業の浮動株比率を高める動きなどにより、大きく変わる可能性がある点には留意したい。現に、2025 年 1 月 15 日時点のデータに基づいた大和証券による試算<sup>3</sup>では、TOPIX の構成銘柄数は約 1,000 銘柄になる見通しが示されている。見直し後の TOPIX の組入基準となる浮動株時価総額の累積比率 96% と 97% のラインは、時価総額上位銘柄の株価が大幅に上昇したことにより、このところ上昇傾向にあることがわかる（図表 4）。また、この図では、96% ラインと 97% ラインの間に約 100 社の企業がひしめき合っている状況であり、ほんのわずかな浮動株時価総額の差が TOPIX 採用の明暗を分けることになる。

図表 4 浮動株時価総額の累積 96%、97% ライン



(注) 年間売買代金回転率など浮動株時価総額以外の要因については分析に考慮していない

(出所) Bloomberg より大和総研作成

## 第一段階の TOPIX 見直しの株価インパクト

次にこれから実施される第二段階の TOPIX の見直しによるインパクトを考えるにあたり、第一段階の見直しがどのような株価インパクトをもたらしたのかについて、確認をしたい。なお、第一段階の TOPIX の見直しは、2022 年 10 月 7 日に JPX のウェブサイトにて「TOPIX における段階的ウェイト低減銘柄」が公表され、2022 年 10 月末から四半期毎に 10 回に分けて 10% ずつウェイトが落とされていったのに対して、第二段階では、四半期毎に 8 回に分けて 12.5% ずつウェイトが落とされていくことになる。したがって、第二段階の各回のインパクトは、第一段階よりもやや大きくなる可能性がある点は留意されたい。

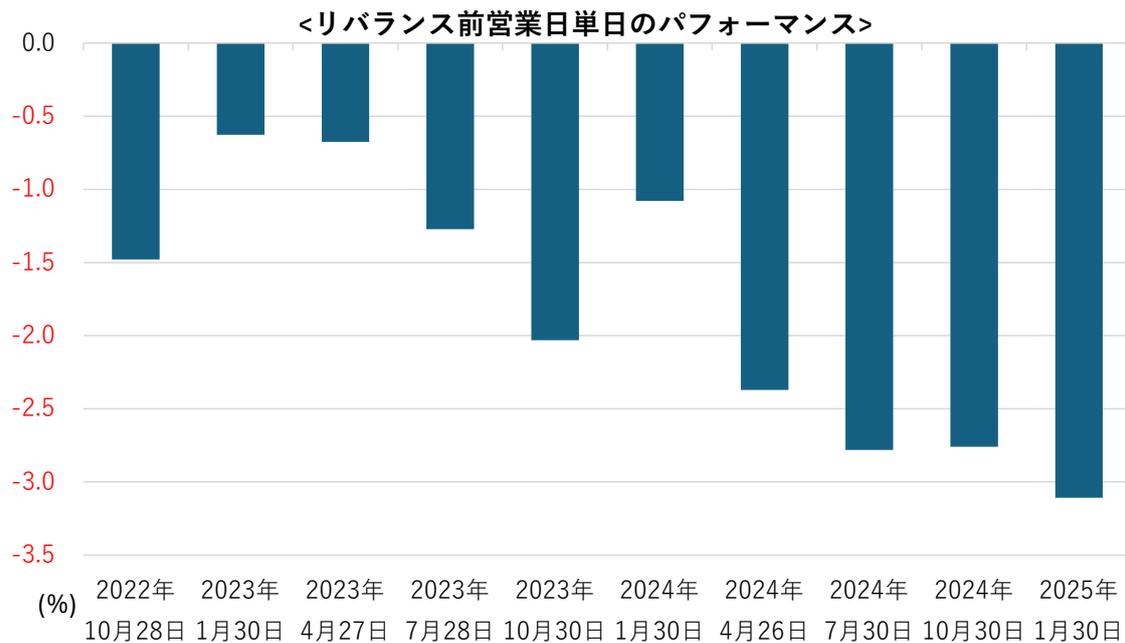
インデックスの銘柄入れ替えに伴う売買については、当該指数をベンチマークとするパッシブファンド<sup>4</sup>は、トラッキングエラーを抑制する観点からインデックスの変更日（リバランス

<sup>3</sup> 大和証券レポート「TOPIX 定期入替え予想 UPDATE」橋本純一（2026 年 1 月 16 日）

<sup>4</sup> 売買インパクトの抑制のために、売買のタイミングを多少前後に分散させるパッシブファンドも一部存在するが、多くはトラッキングエラー抑制のために、リバランス当日に売買を実施するファンドが多い。

日)に売買を実施することになり、売買のインパクトもリバランス前営業日に大きくなる。図表5では、第一段階の見直しでTOPIXから最終的に除外対象となった439銘柄<sup>5</sup>に等金額で投資した場合の、全10回のリバランス日における対TOPIXの超過リターンを示している。段階的にウェイトが低減される度にネガティブな影響を受けていることや、2023年10月の再判定の結果、TOPIXからの除外が確定して以降のマイナス幅が特に大きいことが確認された。

図表5 TOPIX見直しの第一段階で最終的に除外対象となった銘柄群の対TOPIX超過リターン

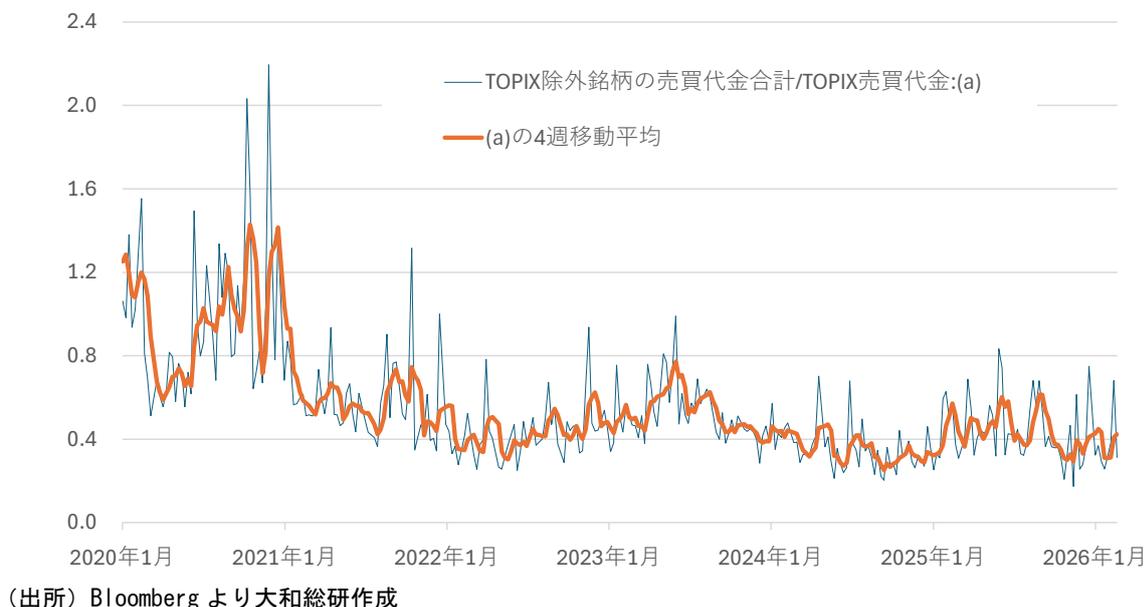


(出所) QUICK Workstation AstraManager より大和総研作成

次にTOPIXから最終的に除外された銘柄のうち、2020年以降一貫して上場している394銘柄の売買代金の合計について、TOPIX採用銘柄の売買代金の合計に対する比率を確認した(図表6)。このところ、株式市場全体が活況を呈していることから、TOPIXから除外された銘柄についても売買代金は増加傾向にあるものの、TOPIX構成銘柄全体との比較で見ると長期的に低下トレンドにあり、明確なトレンドの転換は確認されなかった。インデックスに入り続けている限り株を保有し続けるパッシブファンドの存在は、リバランスのタイミングを除けば、日々の流動性に特に影響を与えるものではないということであろう。

<sup>5</sup> 上場廃止となった銘柄については、その時点で分析対象から除外して分析

図表 6 TOPIX 見直しの第一段階で最終的に除外対象となった銘柄群の対 TOPIX 売買代金比率

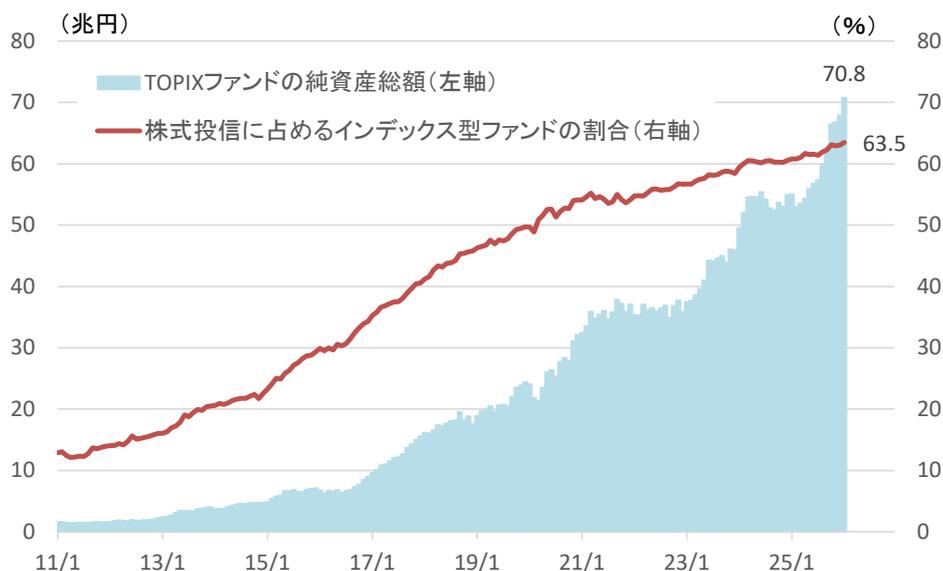


## TOPIX 見直しは企業の IR や SR にも影響

TOPIX の見直しは、除外対象となった企業の株価に株式需給面でマイナスの影響を及ぼすだけでなく、当該企業（発行体）の IR（Investor Relations）や SR（Shareholder Relations）活動にも影響を与えることになる。TOPIX をベンチマークとしたパッシブファンドには、公的年金や確定給付型の企業年金の運用のみならず、NISA や iDeCo などでも多く投資されている。日本取引所グループのウェブサイト<sup>6</sup>によれば、TOPIX を投資対象とする ETF 及び年金運用等の連動運用資産は、2024 年 3 月末時点で約 110 兆円とされており、それは同時期の TOPIX 構成銘柄の発行済株式時価総額の約 11.8%に相当する。直近においても、TOPIX 連動の投資信託の純資産総額は増加傾向を続けており、TOPIX の構成銘柄から外れることになれば、株主構成も変わることになる（図表 7）。

<sup>6</sup> JPX のウェブサイト (<https://www.jpx.co.jp/markets/indices/revisions-indices/index.html>)

図表7 TOPIX ファンドの純資産総額の推移



(出所) 投資信託協会より大和総研作成

パッシブ運用の議決権行使については、一部には形式的だという批判もあるが、パッシブ投資家はインデックスに組み入れられている限り保有し続ける超長期投資家として、エンゲージメントや議決権行使判断を行う。長期的な企業の成長を阻害しかねない株主提案がなされた場合などには、発行体側の主張にも耳を傾ける投資家でもある。安定的な企業経営を続けるうえで、パッシブ投資家が抜けた後にどのような投資家が株主になるかによって、発行体の株主総会運営にも影響が及ぶことになる。パッシブ投資家が減少し、個人投資家などが受け皿となった場合には、議決権行使率にもネガティブな影響を与える可能性がある。

また、パッシブ投資家の代わりにアクティブ投資家を開拓しようとしても、TOPIX に組み入れられていないことがネガティブに働く。それは、TOPIX をマネジャーベンチマークとするアクティブファンドにとって、オフベンチマークの銘柄（ベンチマークである TOPIX に組み入れられていない銘柄）に投資をすることについては、リスク管理上の制約が設けられていることがあるからである。TOPIX の見直しの第一段階で TOPIX から除外された銘柄のパフォーマンスが除外後も低迷し続けていることは、そのようなことが反映された結果なのかもしれない。TOPIX の段階的のウェイト低減銘柄になった後に上場廃止を選択した企業は少なくない。

## TOPIX 継続採用のために企業ができること

ESG インデックスなどとは異なり、浮動株時価総額加重型インデックスである TOPIX に組み入れられ続けるために企業ができることはただ一つ、浮動株時価総額を上げることである。それは浮動株比率を高めることと、発行済時価総額を上げることに分解できる。

浮動株比率は「1-固定株比率」で計算されるため、浮動株比率を高めるためには、固定株比率を引き下げる必要があるが、主な対応策としては、オーナー企業であればその持ち分の一部を売り出す、自社の株式を政策保有株式として保有している会社（政策保有株主）に売出しをお願いする、持合解消をする、というようなことが考えられよう（図表 8）。しかし、3 月期決算企業の場合、浮動株比率に反映されるのは同年の 10 月最終営業日となるため、今すぐに何らかの対応をしたとしても、TOPIX 見直し第二段階の最初のタイミング（基準日は 2026 年 8 月最終営業日、実施日は 2026 年 10 月最終営業日）には間に合わない。ただ、2027 年 10 月に実施される再評価のタイミングには、反映させることが可能である。

図表 8 原則として固定株とみなす株主の持ち分

	備考
大株主上位10位の保有株	信託銀行、マスタートラスト、グローバル・カストディアン、証券会社等は浮動株とみなす可能性
自己株式等	「相互保有株式」を含む
役員等の保有株	—
他の上場会社等が保有する「特定投資株式」	「みなし保有株式」は固定株の集計対象外
その他JPX総研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

（出所）JPX 総研「浮動株比率の算定方法」より大和総研作成

王道としては、やはり時価総額（株価）を引き上げることになる。それも絶対的な株価水準ではなく、相対的に他社よりも引き上げて、TOPIX の継続採用基準である浮動株時価総額の累積 97%よりも上位に位置付けられるように収益を上げること、投資家の評価を獲得していくことが必要となる。一度、TOPIX から外れると、TOPIX に再度組み入れられるためには、パッシブ投資家の売りという逆境を乗り越えた上で、浮動株時価総額の累積 96%よりも上位に入らなければならないため（除外基準の 97%よりも厳しい条件）、ハードルは一気に上がることになる。TOPIX 継続採用の当落線上にある企業にとって、2027 年 10 月の再評価は非常に重要な局面となる。