

# Impacts of Index Revisions on Firm Value: Empirical Evidence in Japan

Kimie Harada\*

Thi Phuong Thanh Nguyen†

## Abstract

This paper analyzes the effects of being removed from a stock index on stock returns and firm value. As passive investment funds that tracks index grow, the mechanical selling associated with index changes has become more noticeable. This study focuses on the revisions of TOPIX, a major Japanese stock index, and examines the impacts on over 400 companies that are removed from it using an event study methodology. While previous research on global indices such as the S&P 500 has observed negative effects on the stocks removed, this study so far finds mixed results (Further analysis added. Changes to come later).

Current event study results show that while the average abnormal returns are significantly negative, using the median of abnormal returns does not yield the same result. It's clear that removed stocks tend to be sold, but not all stocks are uniformly sold; some removed stocks still experience positive abnormal returns. Future studies will include analyses distinguishing between returning and continuously excluded stocks, considering differences in industries, and categorizing stocks based on their weight in TOPIX for further analysis.

---

\* Professor, Chuo University, 742-1 Higashinakano, Hachioji-shi, Tokyo 192-0393, Japan, kharada002s@g.chuo-u.ac.jp

† Researcher, Japan Securities Research Intitute, Taiyo Life Insurance Nihombashi Building 12F, 2-11-2 Nihombashi, Chuo-ku, Tokyo 103-0027, phuongthanh264@gmail.com

# Impacts of Index Revisions on Firm Value: Empirical Evidence in Japan

原田 喜美枝<sup>‡</sup>

グエン ティ フオン タン<sup>§</sup>

## 報告要旨（論文は英文）

本稿では TOPIX から除外される銘柄に焦点をあてて実証分析を行う。TOPIX から除外される銘柄は流通株式時価総額が 100 億円に達しない 493 銘柄（2022 年 10 月 7 日に発表）の小型株で、2022 年 10 月末から段階的にウェイトが逡減している。TOPIX は浮動株調整の時価総額がウェイトになっている指数で、除外銘柄は四半期毎に 10% ずつウェイトが逡減している。ちょうど中間地点に位置する 2023 年 10 月 6 日に再評価があり、43 銘柄が TOPIX に復帰することが決まり（この時までには上場廃止となった 11 銘柄を含めて 54 銘柄減り）、最終的に除外される銘柄 439 銘柄となり、2025 年 1 月に完全に除外されるまで現在もウェイトが逡減している。

流通株式時価総額が 100 億円に満たない除外銘柄のウェイトはどれも非常に低く、最小ウェイト 0.0001% の銘柄も二桁存在する。指数に占めるウェイトが小さくても、指数に連動する投資信託や ETF などのファンドが同じようにポートフォリオを調整する際、つまり株価指数のリバランス時（ウェイトが逡減されるタイミング）の影響は無視できないと考え、イベントスタディの手法により、除外銘柄のウェイトが逡減するリバランス時の前後の収益率を観察する。

---

<sup>‡</sup> 中央大学 商学部教授 192-0393 東京都八王子市東中野 742-1  
kharada002s@g.chuo-u.ac.jp

<sup>§</sup> 証券経済研究所 専任研究員 103-0027 東京都中央区日本橋 2-11-2 太陽生命保険日本橋ビル 12 階 phuongthanh264@gmail.com

TOPIX では指数に組み入れられている銘柄の浮動株比率が月次で公表され、この比率に基づいて全銘柄でリバランスが行われる。浮動株が増加した銘柄は買われ、減少した銘柄は売られる。こうした通常のリバランスに加え、四半期毎に除外銘柄はウェイトが減少する。

現時点でのイベントスタディの結果明らかになることは、平均の超過収益率は有意にマイナスになるものの、超過収益率の中央値を用いると同じ結果が得られないということである。除外銘柄が売られる傾向にあることはわかるものの、全ての銘柄が一律に売られているということにはならず、除外銘柄の中でも正の超過収益率となる銘柄も一定割合あるようである。今後は、復活銘柄と除外銘柄に分けた分析や、業種の違いを考慮した分析、TOPIX に占めるウェイトの多寡によるグループ分けをした分析など、更なる分析を行う予定である。

JEL classification: G12, G14

Keywords: Portfolio rebalance, Index premium, Index revisions, Index funds, TOPIX