■論 文———■

日経平均株価の価格ウエイト問題

～算出方法の変更と特定銘柄への集中～（注１）

青山学院大学 教授 **芹田 敏夫**
一橋大学 名誉教授 **花枝 英樹**

1．はじめに

2026年４月に日経平均株価が終値ベースで６万円を超え、６月には７万円台を記録した。その後は６万円台での調整局面が続いている。この間、新聞、テレビ等のメディアでも連日のようにその動きが報道され注目を浴び、依然として日経平均株価は、TOPIXとともに日本を代表する株価指数として一般には見なされている。本稿では、株価指数としての日経平均株価の特徴、及び動きを見る場合の留意点等を整理する。特に、構成銘柄の日経平均株価に占める価格ウエイトの動きを、日経平均株価算出方法の見直しの変遷と絡めて検討する。日経平均株価は値がさ株の影響を受けやすいとよく言われるが、すべての値がさ株が日経平均株価に影響を及ぼしているわけではないことに注意が必要である。本稿では、株価換算係数が導入された2021年10月以前に新規採用された銘柄で、2005年以降株式分割を行っている銘柄グループの一部が、日経平均株価に大きな影響を及ぼしていることを示す。

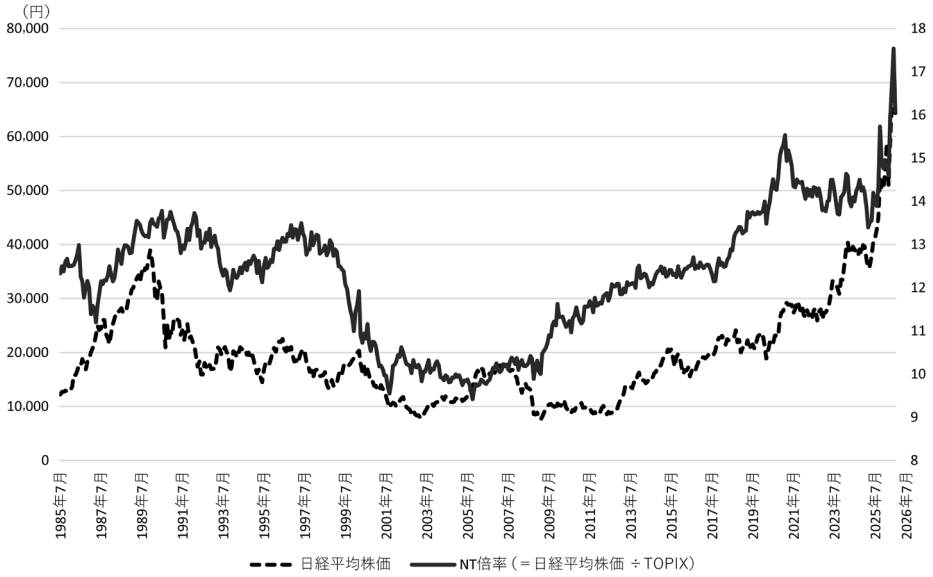
〈目 次〉

1．はじめに
2．NT倍率の推移
3．日経平均株価算出方法の変遷
4．価格ウエイト問題
5．日経平均株価構成銘柄のグループ化による分析
6．おわりに

2．NT倍率の推移

最初に、日経平均株価の値をTOPIX（東証株価指数）の値で割ったNT倍率の長期

（図表１）日経平均株価（左軸）とNT倍率（右軸）の推移



（出所）NEEDS FinancialQuestのデータをもとに筆者作成。

（1985年～現在）の動きを鳥瞰することによって、TOPIXと比べた日経平均株価の相対的な動きを確認する（図表１参照）。

1980年代後半のバブルの時代から1990年代にかけては、NT倍率は12台から13台で推移していたが、2000年代は10前後に低下しているのが分かる。これは、2000年４月24日の日経平均株価の構成銘柄のうち30銘柄の大幅な銘柄入れ替えの影響が大きい。新規採用銘柄の株価が除外銘柄より大幅に高かったために、銘柄入れ替え時に分母の除数が10から20に急上昇し、その後の日経平均株価が抑えられた。その結果、NT倍率も低下したと考えられる。

その後の2010年代は、いわゆるアベノミクスの時代で日経平均株価の上昇がみられ、NT倍率は12台を回復している。そして、2020年代は現在に至るまで、日経平均株価の上昇が続いており、特に、直近のNT倍率は17を超えることもあり、TOPIXと比べた日経平均株価の相対的な上昇が顕著となっている。

このような2010年代以降のNT倍率の上昇の要因は、いくつか考えられる。第１は、第３節で詳しく述べる2005年の日経平均算出方法の変更の影響である。2005年にみなし額面方式が導入され、株式分割されても採用株価が維持されるため、値がさ株の価格ウエイトが低下しにくくなった。第２は、新規採用銘柄の影響である。近年では、半導体関連銘柄に代表されるように、採用後に株価が大きく上昇する銘柄がみられる。日経平均株価の銘

柄選定では市場流動性が重視されており、新規採用銘柄の中には投資家の関心が高く、採用後も株価が上昇する銘柄が少なくない。

第３は、第４節で述べる価格ウエイト上位銘柄の影響である。構成銘柄の中で価格ウエイト上位４銘柄（アドバンテスト、ファーストリテイリング、東京エレクトロン、ソフトバンクグループ）のウエイト合計は、2026年７月31日時点で37.2％に達している。わずか４銘柄だけで日経平均株価の値の３分の１以上を占めており、特定の銘柄の値動きが日経平均株価に大きな影響を及ぼしている。この４銘柄のうちファーストリテイリング以外はAI・半導体関連株であり、2025年５月以降の日経平均株価の急上昇は、これらAI・半導体関連株の株価上昇の影響が大きい。

３．日経平均株価算出方法の変遷

日経平均株価は、東証プライム市場の225銘柄から構成される価格加重型の株価指数で、構成銘柄の採用株価合計を分母の除数で割って算出される（⑴式）。

$$\text{日経平均株価} = \text{構成銘柄の採用株価合計}/\text{除数} \quad (1)$$

日経平均株価の大きな特徴は、株式分割や構成銘柄入れ替えがあると、その都度、除数を修正して指数の連続性を維持してきた点にあった。例えば、３銘柄の株価がそれぞれ1,000円、750円、500円であれば、平均株価は単純に３つの銘柄の株価合計を銘柄数で割って750円となる。

$$\text{平均株価} = (1{,}000 + 750 + 500)/3 = 750 \quad (2)$$

ここで、株価1,000円の銘柄が１株を２株にする株式分割を行ったとする。分割後の１株当たり株価は500円となるが、保有する２株の価値は合計1,000円であり、株式価値そのものが低下したわけではない。そこで、株式分割によって平均株価が機械的に低下しないよう、⑶式を満たすように除数Xを修正する。この場合、X＝2.33となり、除数を３から2.33へ引き下げることで指数の連続性が維持される。

$$750 = (500 + 750 + 500)/X \quad (3)$$

ところが、この日経平均株価の算出方法に2005年と2021年の２回にわたって大きな改正が行われた（図表２参照）[注２]。まず、2005年の改正は「みなし額面方式」と呼ばれるが、株式分割が行われても採用株価は低下しない形で調整が行われ、除数の修正は行われない。上の例で、１対２の株式分割によって株価が1,000円から500円に半分に低下しても、採用株価は株式分割前の1,000円に戻す形で調整が行われ、除数の修正は行われない。

その結果、「みなし額面方式」のもとでは、

（図表２）日経平均株価算出方法の主な変更イベント

年月日	変更イベント
2000/04/24	銘柄選定基準の改定と、毎年10月の定期見直しの導入（入れ替え銘柄数の上限なし）
2000/04/24	銘柄選定基準の改定に伴って30銘柄の大規模銘柄入替え
2005/06/07	株式併合時に、みなし額面を修正する方法を導入
2005/12/06	株式分割時に、みなし額面を修正する方法を導入
2021/10/01	みなし額面を廃止し、株価換算係数を導入
2021/10/01	定期銘柄入れ替えの上限を３銘柄に限定
2022/10/03	定期銘柄入れ替えを４月と10月の年２回に変更
2022/10/03	ウエイトキャップを導入
2024/10/01	キャップ調整比率の初めての設定（ファーストリテイリング）
2026/10/01	情報通信セクター新設と銘柄入れ替えルールの見直し

（出所）日経平均プロフィルより筆者作成

構成銘柄の大幅な株式併合や株式分割に対しては分子の採用株価の修正で対応する一方、構成銘柄の入れ替えには分母の除数の修正で対応することになった。つまり、異なる２つの修正方法が併存する仕組みとなった。

さらに2021年10月の改正では、みなし額面が廃止され、新たに株価換算係数が導入された。これにより、株価に株価換算係数を乗じた値が採用株価となる算出方法に変更された。

$$\text{各構成銘柄の採用株価} = \text{株価} \times \text{株価換算係数} \quad (4)$$

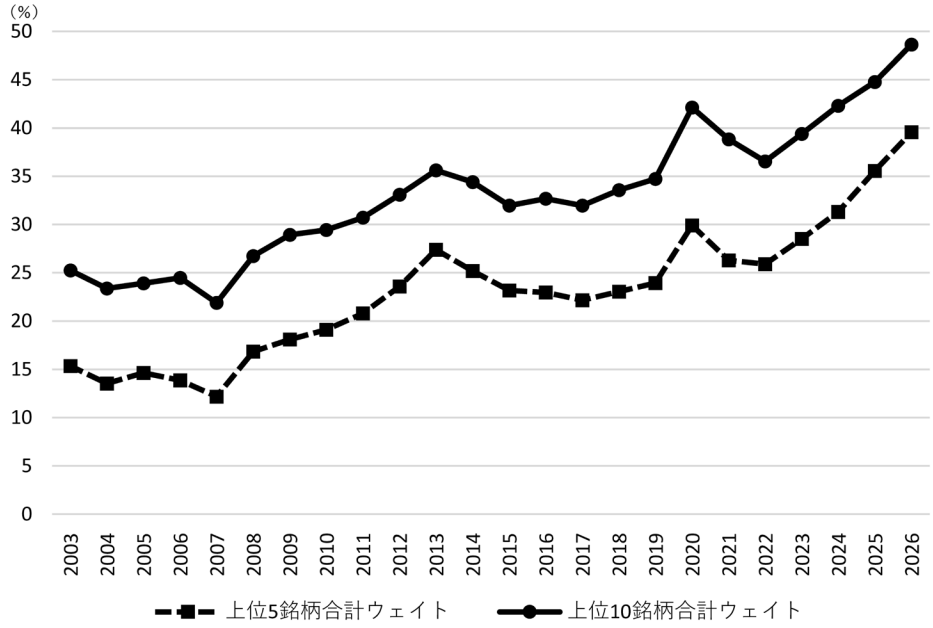
ただし、既存の構成銘柄については、「みなし額面方式」の考え方が実質的に引き継がれており、採用株価も従来と変わらない。その意味では、ただ単に呼称の変更にすぎないと言える。例えば、株価換算係数が1.5である銘柄が１株を３株にする株式分割を行った場合には、株価換算係数は３倍の1.5×３＝4.5に調整される。

それに対して、2021年10月以降に日経平均株価に新たに採用される銘柄については、採用時の価格ウエイトが１％未満となるように株価換算係数の設定が調整される。そのため、2021年10月以降に日経平均株価に新規採用された銘柄の価格ウエイトが、採用時から上位を占めることはなくなった。

さらに、特定の銘柄が指数に与える影響が大きすぎる問題を解消するため、2022年10月から導入されたのが、ウエイトキャップ制度である。2024年10月以降の定期見直しでは、ウエイトの上限が10％を超えないように株価換算係数にキャップ調整比率を乗じた、「キャップ調整済み株価換算係数」を用いて採用株価の調整を行う。現時点でキャップ調整比率が設定されているのは、ファーストリテイリングとアドバンテストに対してである。

ファーストリテイリングは、2024年10月１日に最初の調整が適用され、2025年４月１日

（図表３）価格ウエイト上位５銘柄合計及び10銘柄合計の推移



（注）値は各年の年末値、2026年のみ７月末値。
（出所）日経平均プロフィル、NEEDS FinancialQuestのデータをもとに筆者作成。

の定期見直しでさらに比率が引き下げられた。現在のキャップ調整済み株価換算係数は2.4（元の換算係数3.0に対し、キャップ調整比率0.8を乗じたもの）となっている。

アドバンテストも、2026年４月１日の算出分より、新たにキャップ調整比率0.9が設定された。これにより、株価換算係数は本来の「８」から「7.2」へと引き下げられた。しかし、2026年７月末時点で日経平均株価における構成比率が12.2%に達しているので、「10%上限ルール」に基づき、2026年10月１日からキャップ調整比率が0.8に再度引き下げられ、キャップ調整済み株価換算係数も８×0.8＝6.4となる。

４．価格ウエイト問題

日経平均株価のような価格加重型の株価指数では、株価の高い銘柄ほど指数に及ぼす影響が大きい。例えば、同じ１％の株価変化でも低株価銘柄より高株価銘柄の方が株価指数の変動に大きな影響を及ぼす。これが、従来から指摘されてきた価格ウエイトの問題である。

各銘柄の価格ウエイトは、(5)式のように日経平均株価の構成銘柄の採用株価合計に占める当該銘柄の採用株価の比率を表す。

（図表４）価格ウエイト上位10銘柄（2026年７月31日時点）

順位	銘柄名	セクター	グループ	新規採用日	株価（終値）	株価換算係数	採用株価	価格ウエイト
1	アドバンテスト	技術	A	2000/04/24	32,500	7.2	234,000	12.2%
2	ファーストリテイリング	消費	A	2005/08/26	78,190	2.4	187,656	9.8%
3	東京エレクトロン	技術	A	2000/04/24	55,500	3.0	166,500	8.7%
4	ソフトバンクグループ	技術	A	2004/10/01	5,260	24.0	126,240	6.6%
5	TDK	技術	A	2000/04/24	3,008	15.0	45,120	2.4%
6	リクルートホールディングス	消費	A	2017/10/02	12,550	3.0	37,650	2.0%
7	ファナック	技術	A	2000/04/24	7,135	5.0	35,675	1.9%
8	KDDI	技術	A	2000/04/24	2,921	12.0	35,052	1.8%
9	イビデン	技術	C	2025/11/05	16,650	2.0	33,300	1.7%
10	キオクシアホールディングス	技術	C	2026/04/01	46,500	0.7	32,550	1.7%

（注１）リクルートホールディングスは、新規採用直前（2017年７月31日）の株式分割により株価換算係数が３となったため、Aグループとしている。
（注２）2026年10月１日に東京エレクトロンが１株を５株の株式分割のため、株価換算係数が15に変更。同日にキオクシアホールディングスが１株を３株の株式分割のため、株価換算係数が2.1に変更。また、ウエイトキャップ制度により2026年10月１日からアドバンテストのキャップ調整済み株価換算係数が7.2から6.4に引き下げられる。また、同日より、ソフトバンクグループとKDDIは「技術」セクターから新設の「情報通信」セクターに変更。
（出所）日経平均プロフィル、NEEDS FinancialQuestのデータをもとに筆者作成。

$$\text{各銘柄の価格ウエイト} = \frac{\text{当該銘柄の採用株価}}{\text{日経平均株価構成銘柄の採用株価合計}} \quad (5)$$

図表３は、価格ウエイト上位５銘柄と上位10銘柄の価格ウエイト合計の推移を示している。これは、少数の上位銘柄が日経平均株価全体のどの程度を占めているか、すなわち価格ウエイトの集中度を示すものである。図表３を見ると、2008年以降、上位銘柄の価格ウエイトが上昇傾向を示しており、最近では上位５銘柄の価格ウエイト合計が40％に達しているのが分かる。

2026年７月31日時点の価格ウエイト上位10銘柄を示したのが図表４である。いつ日経平均株価に採用されたかを見ると、すべて2000年以降に新規採用されており、比較的新しく日経平均株価に採用された企業が多くを占める。特に、キオクシアホールディングスとイビデンはそれぞれ2026年４月と2025年11月と、直近での新規採用である。

さらに注目されるのは、アドバンテスト、ファーストリテイリング、東京エレクトロン、ソフトバンクグループの上位４銘柄の価格ウエイトが突出して高いことである。これら４銘柄はいずれも2005年の「みなし額面方式」に変更以前からの採用銘柄である。そのため、2005年以降、株式分割があって株価は低下しても、株価換算係数を引き上げる形で

調整が行われ、採用株価が低下せず、価格ウエイトが高い状態が続いている。特に、ファーストリテイリングは、2005年８月に新規採用されてから常に上位４銘柄に位置し続けている。

ところが2021年の日経平均株価算出方法の変更で、第３節で述べたように今後新たに日経平均株価に採用される銘柄については、採用時に日経平均株価に占める価格ウエイトが１％未満となるように株価換算係数の設定が調整された。そのため、2021年以降に日経平均株価に新規採用された銘柄の価格ウエイトが新規採用時に上位を占めることはなくなった。これも、上記４銘柄の価格ウエイトが高いままの状態が続いている要因のひとつと考えられる。

具体例として、2021年以降に新規採用されたキオクシアホールディングスをみると、株価換算係数は2026年７月末時点で0.7（株式分割により10月より2.1に変更）であり、株価換算係数が抑えられている。一方、それ以前に採用されたソフトバンクグループの株価換算係数は24である。株価そのものでみると、キオクシアの方がソフトバンクグループをはるかに上回るにもかかわらず、採用株価ではソフトバンクグループがキオクシアを上回っている。

５．日経平均株価構成銘柄のグループ化による分析

以上述べたことを踏まえると、日経平均株価構成銘柄はつぎの３つのグループに大別できると考えられる。

Aグループ：2021年10月以前に新規採用され、採用後かつ2005年10月以降に株式分割を行い、株価換算係数が上昇した銘柄。株式分割しても採用株価が低下しないように株価換算係数を上昇させる形で調整が行われる。そのため、価格ウエイトの低下が抑えられる。また、株式分割する銘柄は株価が上昇している銘柄であることが多いので、価格ウエイトはむしろ増加することが予想される。

Bグループ：2021年10月以前に新規採用され、採用後かつ2005年10月以降に株式分割せず株価換算係数が変化していない銘柄。Aグループほど価格ウエイトは増加しないことが予想される。

Cグループ：2021年10月以降に新規採用された銘柄。新規採用時に価格ウエイトが１％未満となるように株価換算係数が調整されるので、価格ウエイトの水準はそうでない場合より低く抑えられている。例えば、値がさ株のキーエンス、SMC、ディスコなどは株価換算係数が、新規採用当初それぞれ0.1、0.1、0.2に抑えられたので、価格ウエイトは現在に至るまで小さいままで推移している。

2026年７月31日時点における日経平均株価

（図表５）直近の日経平均構成銘柄３グループの価格ウエイトとその変化

グループ	銘柄数	直近（2026年７月末）の価格ウエイトの平均	新規採用年末の価格ウエイトの平均	価格ウエイト変化の平均（直近－新規採用年末）
A	88	0.81%	0.72%	0.08%
B	111	0.16%	0.35%	−0.19%
C	26	0.42%	0.56%	−0.13%

（出所）日経平均プロフィル、NEEDS FinancialQuestのデータをもとに筆者作成。

のすべての構成銘柄を上記の３グループに分け、グループ間の違いを見たのが図表５である。各グループについて、直近の価格ウエイトの平均と、価格ウエイト変化（直近－新規採用年末）の平均をみると、Aグループは他のグループより若干高く、予想と整合的な結果となっている。ただし、３グループ間で有意な差があるか否かの統計的検定（Kruskal–Wallis検定）を行った結果では、統計的に有意な差は確認されなかった。そのため、225銘柄全体を対象とした分析では、グループ間で明確な違いがあるとの結論は得られていない。

しかし、図表４の価格ウエイト上位10銘柄を見てみると、Cグループのイビデンとキオクシアホールディングスを除いて、全てAグループに属している。Bグループに属する銘柄は含まれていない。このAグループ８銘柄に限定すると、直近の価格ウエイトの平均は5.7%、価格ウエイト変化の平均は3.1%であり、図表５のAグループ全体の数値とは異なり大きなプラスの値になる。特に上位４銘柄の数値が大きい（注３）。このように、225銘柄全体ではグループ間に統計的に有意な差は確認されないものの、Aグループの一部には価格ウエイトが突出して高く、日経平均株価の変動に大きな影響を及ぼす銘柄が存在する。さらに、図表４のセクター分類でみると、ファーストリテイリングとリクルートホールディングスを除く８銘柄が、すべて「技術」セクターに属し、「技術」セクターのウエイトが非常に高いことが分かる。そのため、「技術」セクターに属するAI・半導体関連銘柄の株価の最近の値動きの荒さが、日経平均株価のボラティリティ（価格変動性）を高めている要因のひとつになっている。

ここで最後に、日経平均株価と同じ価格加重型の株価指数として馴染みのあるNYダウとの比較を行っておこう。NYダウは構成銘柄数が30、採用株価＝市場価格で算出される。まず価格ウエイト上位５銘柄合計を見てみると、最近では日経平均株価が40%程度であるのに対して、NYダウは35%程度と大きな差はない。しかし、指数構成銘柄数は日経平均株価が225銘柄であるのに対してNYダウは30銘柄にすぎない。この点を考慮すると、日経平均株価の方が上位５銘柄の価格ウエイト集中度が高いことが分かる。一方、個

別銘柄でみると、NYダウには時価総額の大きいマイクロソフト、アルファベット、アップル、アマゾン、エヌビディアといったテック株が含まれている。これらの銘柄は株式分割によって１株当たりの株価が200～300ドル台に抑えられ、それが採用株価そのものになっているので、マイクロソフトを除いてNYダウにおける価格ウエイトはそれほど高くはない。日経平均株価やナスダック総合指数などと比べてAI・半導体関連銘柄の影響が小さい理由になっている。

6．おわりに

本稿では、従来から指摘されてきた日経平均株価の価格ウエイトの問題を、数度にわたる日経平均株価算出方法の変更と関連づけながら検討した。本稿の分析から、日経平均株価の価格ウエイトの問題は、単に「値がさ株の影響が大きい」というだけでは捉えきれないことが分かる。特に、2021年10月以前に採用され、2005年12月以降に株式分割を行った銘柄の一部では、株価換算係数の調整によって採用株価が維持され、その結果として高い価格ウエイトを持ち続けている。一方、2021年10月以降の新規採用銘柄については、採用時の価格ウエイトが１％未満となるよう株価換算係数が設定されている。この制度上の違いが、現在の日経平均株価における一部銘柄への価格ウエイト集中が継続することの背景にある。したがって、日経平均株価の動きをみる際には、指数全体の上昇・下落だけでなく、価格ウエイト上位銘柄の動向にも注意する必要がある。

2026年10月からは算出方法の変更で、従来の６セクターから情報通信セクターを新設し７セクターにすることや、同一セクター内の銘柄入れ替えルールの見直しが行われる。これらの変更は、今後どのような銘柄が日経平均株価に新規採用されるかにも影響する。関連する米国の事例として、今年６月にナスダックにIPOしたスペースXが、早々と６月末に全世界株指数のMSCIオール・カントリー・ワールド・インデックス（ACWI）に、７月にはハイテク株指数「ナスダック100」に組み入れられ、話題となった。どの株価指数も注目の企業を取り込もうと、指数算出会社の間で競争が繰り広げられているといってよいだろう。日経平均株価やTOPIXを含めたこのような株価指数間の競争に関しては、別の機会に議論したい。

〔参考文献〕
・芹田敏夫・花枝英樹（2021）「2021年10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』No.436、12月号。
・日本経済新聞社『日経平均プロフィル』https://indexes.nikkei.co.jp/nkave
・日本経済新聞社（2026）『日経平均株価　算出要領』（2026年10月１日適用予定）

（注１）本稿は、2026年７月31日時点のデータ、情報に基づいている。
（注２）日経平均株価算出方法の2005年と2021年の改正

の詳細については、芹田・花枝（2021）を参照せよ。

（注３）上位４銘柄の価格ウエイトの変化（直近－新規採用年末）は、以下のように大きなプラスの値である。アドバンテスト：8.9%、ファーストリテイリング：6.9%、東京エレクトロン：5.5%、ソフトバンクグループ：4.8%。

※謝辞　本研究はJSPS科研費JP 26K04971の助成を受けたものです。