

2019年7月26日

市場区分の見直し議論が企業変革の契機となるか？

～事業ポートフォリオマネジメントが収益力向上に重要な役割を果たす～

コンサルティング第一部
主任コンサルタント 遠藤 昌秀

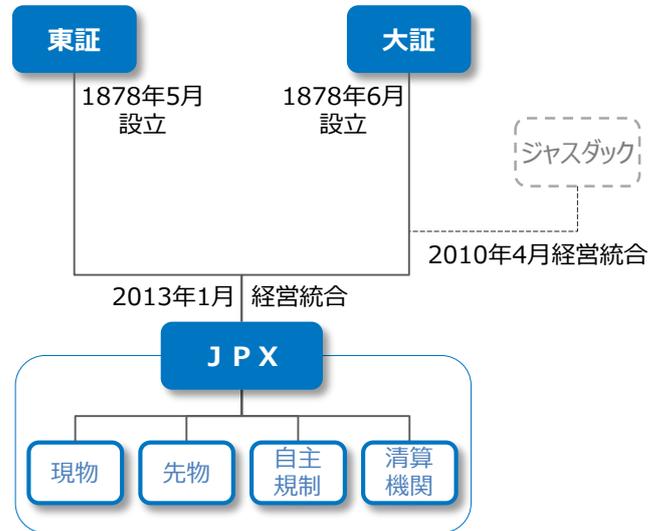
[要約]

- 東京証券取引所グループと大阪証券取引所が2013年1月に経営統合し、発足した日本取引所グループは、現物市場の統合では市場統合前の基本的な市場構造を維持してきたが、将来を見据えた改善すべき課題が顕在化し、2018年10月より現在の市場構造を巡る課題と論点の整理を検討してきた。
- 4市場で構成され、運営されてきた現物市場は、上場銘柄の特性に応じた3つの市場区分に再設計することを適当としたが、市場区分を見直すにあたり、時価総額の基準がどのような形で設けられるかに大きな注目を集めることになった。
- 市場区分の見直し議論を通じて、時価総額（株価）を意識した経営を考慮する局面も考えられるが、コーポレートガバナンス強化の観点から、事業ポートフォリオマネジメントが収益力を高めることに重要な役割を果たすことになる。
- 自社の時価総額（株価）に対する意識が高まるものの、一時的な株価の変動に一喜一憂することなく、持続的な企業価値の向上に目を向け、経営戦略や経営活動を見直し契機にすることが望まれる。

1. 日本取引所グループの発足とその後の統合状況について

日本における株式取引所の起源は、2024年に一万円札の新しい肖像画となる渋沢栄一らによる1878年5月東京株式取引所（現在の東京証券取引所（東証））、同年6月にはNHKの連続テレビ小説にも登場した五代友厚らによる大阪株式取引所（現在の大阪取引所（大証））の設立まで遡る。

(図表 1) 日本取引所グループ発足の主な流れ



出所：大和総研作成

両社は地方の証券取引所等を統合するなど、規模の拡大を図りつつも、約 135 年の時を経た 2013 年 1 月に経営統合を果たし、日本取引所グループ（JPX）が発足することとなった（図表 1）。

経営統合から半年が経過した 2013 年 7 月に現物市場、自主規制機能及び清算機能が統合され、2014 年 3 月のデリバティブ市場の統合によって、東京証券取引所と（当時の）大阪証券取引所との間で重複していた市場や機能の統合が完了した（図表 2）。

(図表 2) 日本取引所グループ発足後の統合状況

日付	経緯
2013/1/1	日本取引所グループ発足 大阪証券取引所の現物市場を東京証券取引所に統合
2013/7/16	大阪証券取引所の自主規制機能を東京証券取引所自主規制法人に統合 大阪証券取引所のデリバティブ清算機能を日本証券クリアリング機構に統合
2014/3/24	東京証券取引所のデリバティブ市場を大阪取引所に統合

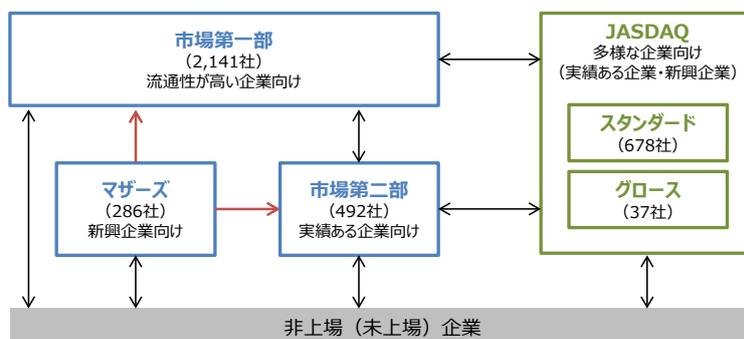
出所：大和総研作成

2. 市場区分の見直し議論について

J P X発足後のPMI¹ともいえる市場や機能の統合は一旦完了したものの、現物市場は、東証資料等によれば、上場会社や投資家に過度の影響が出ないようにとの配慮のもと、市場統合前の東証、大証の基本的な市場構造を維持してきた。その結果、本則市場（市場第一部、市場第二部）のみが統合され、現状維持としたマザーズ、JASDAQを加えた4市場で構成され、運営されてきたという経緯がある（図表3）。

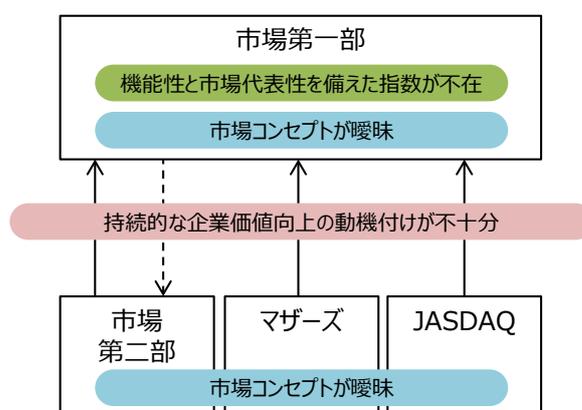
しかし、現物市場の統合から5年以上の月日が経過し、将来を見据えて改善すべき課題が顕在化したことから、東証は2018年10月に市場構造の在り方等に関する懇談会を設置し、現状の課題と論点の整理について検討してきた（図表4）。

（図表3）東京証券取引所の現在の市場構造



注：各市場の上場企業数は、2019年4月末時点
出所：東京証券取引所「市場構造の在り方等に関する検討について」（2019年5月17日）より大和総研作成

（図表4）東京証券取引所の現在の市場構造を巡る課題



出所：東京証券取引所「市場構造の在り方等に関する検討について」（2019年5月17日）より大和総研作成

¹ Post Merger Integration：M&A後の統合プロセス

東証は懇談会での検討や市場関係者からの意見を踏まえて、2019年3月27日に公表した資料において、上場銘柄の特性に応じた3つの市場区分（A、B、C）を設け、明確なコンセプトに基づいた制度に再設計を行うことが適当とした。A市場は一般投資者の投資対象となる実績のある企業向けの市場、B市場は高い成長可能性を有する企業向けの市場、C市場は国際的な投資対象となる企業向けの市場と位置付けている（なお、各市場の名称は今後検討するとのこと）。

そのため、現在の市場区分に照らし合わせると、多くの市場第一部の企業と市場第二部、マザーズ及びJASDAQの一部企業がC市場に、多くの市場第二部と一部の市場第一部及びJASDAQの企業がA市場に、マザーズ、JASDAQのうち、A、C市場には属さない企業がB市場に振り分けられるものとする。

現在は、金融審議会（金融庁）の市場構造専門グループにおいて検討が進められているが、今回の市場区分の見直しは、東証の狙いとは異なり、時価総額の基準（ハードル）がどのような形で設けられるかに大きな注目を集めることになった。

3. コーポレートガバナンス強化と株価を意識した経営について

今回の市場区分の見直し議論を通じて、時価総額（株価）を意識した経営を考慮する局面も考えられる。株価は、EPS（一株当たり当期純利益）とPER（株価収益率）の掛け算で表されるが、株価上昇のためには、収益力及び株式市場からの評価をそれぞれ高めることに尽きる。安倍政権の成長戦略では、日本の「稼ぐ力」を取り戻すための施策のひとつとして、コーポレートガバナンスの強化を掲げ、一定の成果を上げてきたが、より実効性を高めるための検討が継続的に行われている。

経済産業省は、法人単位のコーポレートガバナンスに加え、グループ単位についても整理することにし、2017年12月にコーポレート・ガバナンス・システム（CGS）研究会を再開した。また、CGS研究会での議論が進む中で、安倍首相が本部長を務める日本経済再生本部の未来投資会議では、2019年3月に上場子会社のガバナンスの在り方をコーポレートガバナンス改革の残された課題として取り上げている。

未来投資会議での検討は、上場子会社の取締役会における独立社外取締役の比率を1/3以上や過半数に高めることを目指すことに焦点が当たっていた。しかし、これはCGS研究会での議論を通じてまとめられた「グループ・ガバナンス・システムに関する実務指針（グループガイドライン）²」の一部であり、グループの組織設計や事業ポートフォリオマネジメントの在り方がむしろ重要であるように思われる。

² https://www.meti.go.jp/shingikai/economy/cgs_kenkyukai/pdf/20190628_group_gov.pdf

事業ポートフォリオマネジメントに目を向けると、多くの企業がグループ内に複数の事業を持っていることがわかる。そして、多くの日本企業が、事業の選別について十分な議論を行わないまま、採算性の低い事業を抱え続けているのである。昨今、投資ファンドを中心に事業間のシナジーを見いだせない事業の売却を求める声が一層、高まっているが、理に適った要求もあれば、特定の投資家の短期的な利益のみを追求したものも見受けられる。

過去には、自社の事業領域からかけ離れた事業を撤退する一方で、コア事業に集中することで国際的な競争力を回復した企業や、事業の集中を図ったものの経営戦略が伴わずに経営不振に陥った企業も存在する。また、経営不振が続いた多角化企業も、収益を下支えする安定した事業によって事業ポートフォリオの見直しや事業の再建に向けた時間を稼ぐことができ、経営再建を果たした企業も存在している。つまり、株主や投資家等外部の声を経営に取り入れることも重要であるが、企業が自社の実情に合った経営戦略を立案し、事業ポートフォリオマネジメントに着手することが望まれる。業界や企業によって置かれた立場は異なるため、事業の選択と集中を図る戦略が功を奏することもあれば、ガバナンス可能なレベルにもよるが、複数の事業によって収益の分散化を図る戦略が望ましいことも考えられる。そのため、事業ポートフォリオマネジメントは、事業ポートフォリオの再構築を通じて、収益力を高めるために重要な役割を果たすものと認識すべきであろう。

4. 最後に

市場区分の見直し議論が深まり、新たな市場区分の骨格が見え始める段階において、新たな市場区分のボーダーラインに位置する企業の経営トップは自社の時価総額（株価）に対する意識が高まるものと思われる。しかし、こういう時こそ、一時的な株価の変動に一喜一憂するのではなく、持続的な企業価値の向上に目を向け、経営戦略や経営活動を見直す契機にすることが望まれる。

—以上—