

2019年4月8日 全9頁

東証再編を市場関係者はどう見ているか

時価総額基準は100億円？ 250億円？ 500億円？ 1,000億円？

政策調査部
主任研究員 神尾 篤史

[要約]

- 東京証券取引所（東証）から公表された「現在の市場構造を巡る課題（論点整理）」では、①現行の4つの市場が3つに統合されること、②上場基準の項目・方向性、③十分に考慮された移行プロセスが確保されることが示された。
- しかし、注目される上場基準の項目の具体的・定量的水準や株式指数の在り方などについては明確ではない。これらの点に関して、論点整理と同時にパブリックコメントでの市場関係者の意見も公表された。これが今後の議論を形成する要素になるだろう。

東証から公表された論点整理の内容

3月27日、東京証券取引所（東証）から市場再編に関する論点ペーパーである「現在の市場構造を巡る課題（論点整理）」¹と「市場構造の在り方等に関する市場関係者からのご意見の概要」²が公表された。市場構造を巡って改善すべき点が顕在化してきたことから、東証は2018年10月より市場構造の今後の在り方などに関して検討を行い、それにあたりパブリックコメント（2019年1月末〆切）を実施していた。その結果をまとめたものが3月27日に公表されたこの2つのペーパーである。

東証の市場再編問題は機関投資家、個人投資家、企業関係者から大きく注目されており、再編後の市場区分、上場基準などについて様々な情報が飛び交っている。上述した2つのペーパーでは、市場区分、上場基準の項目・方向性、十分に考慮された移行プロセスが確保されることは示されたものの、最も関心を集めている上場基準の水準（例えば、具体的な時価総額基準）や株式指数の在り方については市場関係者が求めていた回答は示されていないに等しい。3月

¹ <https://www.jpx.co.jp/equities/improvements/market-structure/nlsgeu000003pd3t-att/nlsgeu000003wftx.pdf>

² <https://www.jpx.co.jp/equities/improvements/market-structure/nlsgeu000003pd3t-att/nlsgeu000003wcm3.pdf>

25 日の拙稿「熱を帯びる東証再編議論」³で指摘したように、今回の論点ペーパーはまさに論点を浮き彫りにすることが目的であり、市場再編の議論はスタート地点に立った段階にすぎないと言えるだろう。

「現在の市場構造を巡る課題（論点整理）」で示された内容は以下のものである。

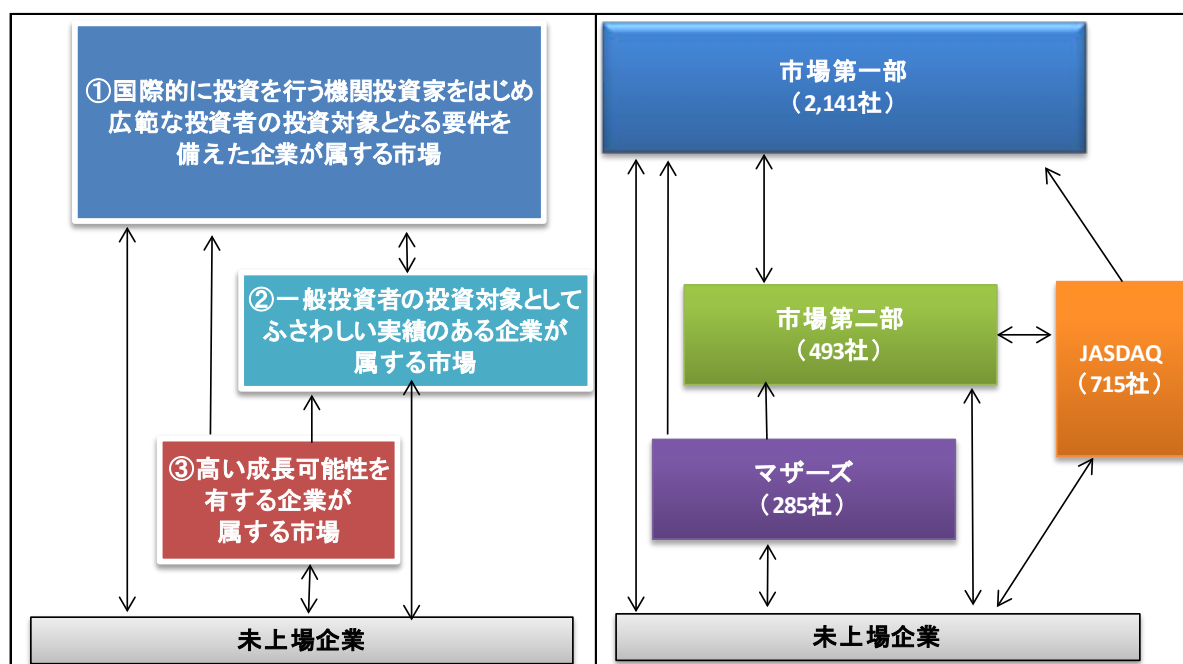
<3つの市場区分>

市場第一部、市場第二部、JASDAQ、マザーズの4つの市場を以下の3つに統合する（図表1）。

- ① 国際的に投資を行う機関投資家をはじめ広範な投資者の投資対象となる要件を備えた企業が属する市場
- ② 一般投資者の投資対象としてふさわしい実績のある企業が属する市場
- ③ 高い成長可能性を有する企業が属する市場

現状の市場に照らせば、①が市場第一部、②が市場第二部と JASDAQ、③がマザーズに該当するイメージであろう。

図表1 論点整理で示された市場区分（左）と現在の市場区分（右）



（注）右図の上場会社数は4月8日時点。
（出所）東京証券取引所より大和総研作成

<上場基準>

①と②の市場の上昇基準は、ガバナンス体制・流動性・利益水準・市場評価（時価総額）等

³ 神尾篤史「熱を帯びる東証再編議論」大和総研レポート（2019年3月25日）
https://www.dir.co.jp/report/research/capital-mkt/securities/20190325_020707.html

による基準とされている。しかし、その具体的・定量的な基準は示されていない。③の市場については、おそらく上記二つの市場と同じ項目で判断されると考えられるが、先行投資型企業を含めて、成長可能性の高い新興企業に幅広く上場機会を提供する観点からその基準は緩やかになることが想定されている。

<退出基準>

①～③の市場に共通して、経営成績・財政状態だけでなく市場評価も加味した基準が想定されている。市場評価は、おそらく時価総額や株価が意識されていると思われる。

<企業価値向上の動機付けを補完する仕組み等>

市場構造を改善するための論点として、上場企業の価値向上を動機付けるために、以下の点が挙げられている。

- 他市場からの移行基準、新規上場基準、退出基準を共通化
- 機関投資家参入促進のための方策の検討
- 企業の成長段階、投資家層の厚みを踏まえた開示制度その他諸制度の最適化
- 特に上述の①の市場においては、グローバルな機関投資家の視点等をより強調した基準により選定された銘柄で構成される指数や区分などにつき、投資者ニーズを踏まえて検討

<移行プロセス>

企業や投資者への影響を十分に考慮した移行プロセスを確保することが示されている。具体的には、上場会社の申請による市場選択機会の確保、数年単位の移行期間や段階的な基準変更などが挙げられている。

市場関係者からの意見

以上のように、市場区分は目指す方向性が見えてきた。しかし、具体的な上場基準や株式指数の扱いなどはほとんど決まっていないと言ってよく、今後の議論に委ねられていると思われる。ただし、基準に関するヒントが示された。

それは、「現在の市場構造を巡る課題（論点整理）」と同時に公表された「市場構造の在り方等に関する市場関係者からのご意見の概要」⁴で示された市場関係者の意見である。国内外から

⁴ 匿名で市場関係者の意見が掲載されている。最初に意見提出者の属性が示され、次に現在の市場構造を巡る課題として、市場参加者の問題意識が主に述べられている。最後に改善に向けた具体的な提案として、問題意識

集まったパブリックコメントが約 90 件、東証がヒアリングを行った約 70 社の意見を取りまとめたもので、表紙を含めて 40 頁に及ぶ⁵。なお、東証の考え方は含まれていない。

ここでは、このうち東証が「現在の市場構造を巡る課題（論点整理）」で示した考え方に比較的沿うと考えられる意見を概観する。なお、パブリックコメントではステップアップ先市場（市場第一部）、実績のある企業向け市場（市場第二部、JASDAQ）、新興企業向け市場（マザーズ）という現行の市場を前提とした意見が寄せられている。このステップアップ先市場は上述の①の市場、実績のある企業向け市場は②の市場、新興企業向け市場は③の市場に該当すると考えられる。なお、報道では、①の市場はプレミアム市場、②の市場はスタンダード市場、③の市場はエントリー市場と呼ばれている⁶。

<上場基準>

パブリックコメントでは主に【ガバナンス体制】【流動性】【時価総額】【先行投資型企業に関する上場制度】が取り上げられている。ガバナンス体制では、政策保有株式、取締役会・CEOの選任プロセス、資本効率などについて意見が出されており、資本効率については具体的な数値が挙げられている。注目されている時価総額基準に関しては、56 件と最も多くの意見が出されており、100 億円、250 億円、500 億円、1,000 億円という案が示されている。

先行投資型企業の制度については、2 番目に多い 50 件の意見が寄せられており、関心の高さがうかがえる。多くの市場関係者がバイオや先端技術を持つ企業の資金調達への支援が重要と考えている証左であろう。

また、本稿では触れていないが、現行の市場第一部に対する流動性やガバナンス体制等の適切さを求める意見が 47 件も寄せられており、現状の市場構造に対する強い問題意識が表れている。その問題意識を反映したものが、以下のコメントであろう。

【ガバナンス体制】

(ステップアップ先市場)

- 政策保有株式について透明性が高く定量的な方針（比率の制限）を設けるべき
- 指名・報酬委員会の設置の有無（CEO の参加なし等）を要件とすべき
- 社外取締役の人数（3分の1、将来的には過半数等）を要件とすべき
- 海外投資家への情報の透明性のため、十分な英文開示が求められる
- 例えば、10 年平均で 5%以上といった ROE 基準による選別が考えられる

に対応する提案が示されている。

⁵ 属性の割合は海外機関投資家 14%、国内機関投資家 13%、証券会社 13%、有識者 13%、関係団体 9%、上場会社 9%、ベンチャーキャピタル 6%、アセットオーナー 3%、監査法人 3%、関係省庁 1%、その他 16%である。

⁶ 毎日新聞「東証：3 市場に再編 上場基準、厳格化 基本方針」（2019 年 3 月 28 日、朝刊）

(新興企業向け市場)

- 小規模企業には、ベンチャーに必要な「柔軟性」の支障にならない程度のガバナンス基準が必要
- 上場後に求められる義務等については、企業の特性を踏まえた上で、市場第一部より緩やかなものとしてはどうか

【流動性】

(ステップアップ先市場)

- 浮動株調整後時価総額や流通量（1日当たりの平均売買高）を考慮するのが良い
- 政策保有株式として保有されている、あるいは、持ち合い先に保有されている株式は除外して、流動性要件を判断することが考えられる
- 企業価値向上の動機付けや海外主要市場との比較の観点から、ステップアップ先の市場について、上場基準を引き上げる（時価総額、流通株式時価総額、利益の額及び純資産の額）ことが適当

(実績のある企業向け市場)

- JASDAQ の流通株式比率、株主数に係る基準は引き上げることが考えられる
- 一定以上の売出し・公募を求めることが考えられる

【時価総額：ステップアップ先市場のみ】

- 100 億円以上など、見直しによる影響がほとんどない程度の水準への引き上げが理想だろう
- 直接、市場第一部に上場する基準と同様の 250 億円という水準は十分に考え得る水準
- 機関投資家が安心して投資できる市場という観点で言えば、時価総額 500 億円が目安になるのではないか
- ガバナンス向上や企業価値創造のインセンティブとなるような時価総額の基準としては、1,000 億円以上（又は時価総額 500 億円以上かつ ROE10%以上という水準が考えられる）

【先行投資型企業に関する上場制度：新興企業向け市場のみ】

- 売上・利益の実績や黒字化に至るまでの見通しの提示を不要とし、一定の条件を満たす投資家の投資やコミットメントを活用するプロセスを導入すべき⁷

⁷ ここで想定するプロセスは、香港取引所での方法を想定していると思われる。香港取引所では、財務要件を充

- 先行投資の対象となる技術やノウハウ、ビジネスモデル等（収益の源泉）に係る第三者による評価と投資回収期間（例えば上場後5年以内）を必要に応じて確認することで中長期的な成長可能性を判断すべきと考える
- 赤字の先行投資型企业については、そのリスクを踏まえ、中長期の事業計画について、進捗や達成の見通し、計画の見直しも含めて開示を制度化することで、投資家保護を図っていくことが適切

<上場廃止基準>

【業績】【債務超過】【改善機会の確保】について、各市場への提案が行われているが、現行基準の見直しに対する意見が多く見受けられる。また、新興企業向け市場に対しては上場廃止基準の厳格化や上場廃止の促進が求められている。

【業績】

（各市場）

- 売上・利益の廃止基準については、時価総額での基準に統一すべき
- 退出は厳格にしたほうがいだろうが、業績基準ではなく、株価か株主の期待の高さをベースにすべき

【債務超過】

（各市場）

- 現在の債務超過による上場廃止基準は撤廃すべき、債務超過基準は、企業による自己株式取得や配当等の株主資本を減少させる効果を有する行動や買収等の投資を妨げる

【改善機会の確保】

- 基準への抵触から2年の猶予期間を経て上場廃止とすべき

【全般】

（新興企業向け市場）

- （廃止基準が低く、個人投資家がリスクを認識できていないため）退出基準を厳しくすることで、投資家がリスクを認識する「健全なマーケット」とすべき

足しないバイオ企業を対象として、Sophisticated Investorsからの意味ある投資（Meaningful investment）を上場基準の一つとして導入している。Sophisticated Investorsは純資産・AUM（運用資産残高）・投資経験・知識など、意味ある投資は時価総額に応じた目安によって取引所が判断する。

- 上場後評価されない会社について、退出を促していくべき

＜企業価値向上の動機付けを補完する仕組み＞

【上場後の成長を支援する機関投資家の参入】【中長期的な観点の情報開示】【新たな株式指数】【区分の在り方】が論点として挙げられている。機関投資家の参入に関しては流動性の向上が重要視されている。新たな株式指数については TOPIX と異なるものが構想される一方で、JPX 日経インデックス 400 の成否について検証すべきという意見もある。

【上場後の成長を支援する機関投資家の参入】

(各市場)

- 長期目線の機関投資家の投資対象となるためには、前提条件として投資ロットに見合うだけの流通株式量の確保が必要であり、そのためには、十分な規模のオフリングの実施を上場の要件とすべき
- 機関投資家の投資対象に相応しい流通株式比率や流通株式時価総額の基準の厳格化が必要
- 各市場への新規上場について、一定の公募・売出し規模がある場合に、長期保有を予定し一定期間のロックアップを受け入れる機関投資家に対して、公募価格で一定水準の株式を配分できるプロセスの創設と、その場合の法令等の解釈の明確化が必要

【中長期的な観点の情報開示】

(各市場)

- 上場後は、短期的・事務的な開示事項が多いが、より中長期的なビジョンの開示とその進捗状況の開示を通じて、マインドセットを変えていくことが考えられる

【新たな株式指数】

- TSE500 (TSE プレミアム指数) を創設すべき。TOPIX コア 30 とラージ 70 がプレミアム指数として組成されているが、市場第一部の上場会社数に照らすと、この二つの指数には日本市場のトレンドが反映されていない。そのため、市場第一部、第二部、JASDAQ、マザーズの時価総額上位 500 社の指数組成を検討すべき

【区分の在り方】

- 市場第一部から他の市場に移行させるという見直しではなく、市場第一部から、より上位の市場を目指すように設計するほうが、移行がスムーズではないか

<適切な移行プロセス>

市場を再編するにあたって、その移行には多くの関係者が懸念を示しており、配慮を求めている。複数年の移行期間や段階的な移行が挙げられている。

- ▶ 市場関係者への影響を十分に配慮し、移行期間を含めて移行プロセスについて検討することが必要（3年程度の猶予期間を要望）
- ▶ 市場構造の見直し後に、日経平均株価や TOPIX の連続性が保てなければ、市場に大きな混乱が生じるため、回避するための移行措置及び移行期間を適切に設けるべき
- ▶ 既存の運用商品や上場企業への影響を踏まえ、例えば、段階的に行うなどの十分な移行期間の検討が必要

おわりに

「現在の市場構造を巡る課題（論点整理）」では、①現行の4つの市場が3つに統合されること、②上場基準の項目・方向性、③十分に考慮された移行プロセスが確保されることは示された。しかし、注目される上場基準の項目の具体的・定量的水準や株式指数の在り方などについては明確ではない。そのヒントになり得るものとして、「市場構造の在り方等に関する市場関係者からのご意見の概要」での意見が示された。これらの意見が今後の議論を形成する要素になるだろう。

東証が市場再編を議論するために2018年10月に設置した「市場構造の在り方等に関する懇談会」は、「現在の市場構造を巡る課題（論点整理）」の公表で一区切りが付き、今後の市場区分の在り方の検討過程では市場関係者から幅広く意見を聞くことになるようである。上場基準の項目の水準や株式指数の在り方は投資家のみならず、発行体である企業の関係者が強い関心を持っている。上場基準の項目の水準によっては、現在、市場第一部に上場する企業が市場再編後のプレミアム市場から「降格」することもあるためである。プレミアム市場に属することは日本では社会的信用の証と捉えられる可能性があり、そこに所属できるかどうかは場合によっては死活問題になりうる。また、株式指数の構成銘柄から外れた場合は、需給面などから株価にマイナスの影響が出る恐れもある。ただ、「降格」と受け取られないような工夫もできるはずである。例えば、市場関係者の意見にもあったように、現行の第一部市場の上位市場としてプレミアム市場を設計することも可能であろう。

株式指数の在り方に関しては、世界的に株式投資におけるパッシブ化が進んでいるため、市場において株式指数の果たす役割は非常に大きくなっている。市場再編とともに現行の TOPIX に変更があるとすれば、慎重な対応が求められる。指数を構成する銘柄をどのように選択し、選定後のクオリティコントロールをどのように行っていくのか、簡単ではない。

多くの企業に資金調達を提供すると同時に、上場後の企業価値向上を促すような市場の形を構想することに加え、スムーズな移行のための方策について議論を深めていくことが求め

られている。