

2019年6月11日 全5頁

同床異夢の東証再編

金融審議会でも市場再編に関する議論がスタート

政策調査部
主任研究員 神尾 篤史

[要約]

- 金融審議会に東京証券取引所（東証）の市場再編を議論する「市場構造専門グループ」が設置され、5月中に2回の会議が行われた。議論の場が東証から金融庁に移ったことで、東証の市場再編が政府の成長戦略の一環であることが明確になったと考えられる。
- これまでのところ、当該グループにおける主な論点は、①市場区分、②制度設計、③インデックスの在り方の3つであると見受けられる。注目される②に含まれる上場基準については、報道されているような時価総額だけに注目した単純な議論では全くなく、ガバナンスなどの質的基準を高めていくことが話題に上っている。
- 企業の求めていることが社会的信用であるならば、市場再編後の市場もそれが担保されるように市場をブランディングしていくことが、市場再編を進める上で企業の納得感を得るポイントであろう。

金融審議会「市場構造専門グループ」での議論がスタート

金融審議会に東京証券取引所（東証）の市場再編を議論する「市場構造専門グループ」が設置され、初回の会合が5月17日、2回目が5月31日に行われた（3回目は6月14日に開催予定）。東証で3月まで行われていた「市場構造の在り方等に関する懇談会」での議論や、そこで実施されたパブリックコメントの結果として3月27日に公表された「現在の市場構造を巡る課題（論点整理）」「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」と5月30日に公表された「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（更新版）」に基づいて、市場区分、上場基準、上場廃止基準、TOPIXの在り方など方向性について話し合いが行われている。なお、「市場構造の在り方等に関する懇談会」での6名の委員のうち、座長を含めた3名が「市場構造専門グループ」の委員も兼ねている。

議論の場が東証から金融庁に移ったことの意味合いの一つとして、国の関与が強くなったことで成長戦略としての位置付けが明確になったことが挙げられる。証券取引所は企業が資金調達を行う場であることを考えれば、日本経済にとって重要なインフラである。その場を改革することは成長戦略の一つに他ならない。実際に、6月5日に行われた未来投資会議の配布資料

の「成長戦略フォローアップ案」の中には、「東京証券取引所の市場構造の在り方について、検討を進める」という文言が記されている。市場を再編することで投資家の利便性や上場企業の持続的な企業価値向上の動機付けを向上させることは、証券取引所という企業の資金調達の間を活性化させることにつながる。スチュワードシップ・コードとコーポレートガバナンス・コードの公表に続く金融資本市場分野の成長戦略の一つと捉えられよう。

東証の市場再編に関する考え方

ここで、東証が公表した「現在の市場構造を巡る課題（論点整理）」「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（更新版）」での市場区分などを改めて確認しておこう。

市場区分は現在の東証一部・二部、JASDAQ、マザーズの4つの階層的な市場から、3つの市場に再編し、それぞれの市場を明確なコンセプトで区別し、階層構造を採用しない（図表1、2）。3つの市場のコンセプトと上場基準は以下を想定している。

A 市場：国内の機関投資家を含む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を上場対象とする市場

- ・ 東証における中心的な市場として想定されており、企業の事業実績に着目した制度にしていく
- ・ 想定される上場基準は、ガバナンスの体制整備の状況、十分な流動性、事業実績や財政状態の安定性（利益水準）、市場による評価（想定時価総額）、必要かつ十分な情報開示を行う体制の整備状況等
- ・ 現行の JASDAQ スタンドアードや市場第二部の上場基準に類似したものとなることも考えられるが、市場関係者から指摘された問題点を踏まえて検討

B 市場：高い成長可能性を有する企業を上場対象とする市場

- ・ 企業の将来性（成長可能性）に着目した制度にしていく
- ・ 想定される上場基準は、A・C 市場より緩和された事業実績とし、事業計画（成長可能性）に着目した基準
- ・ 現行のマザーズや JASDAQ グロースの上場基準に類似したものとなることも考えられるが、市場関係者から指摘された問題点を踏まえて検討

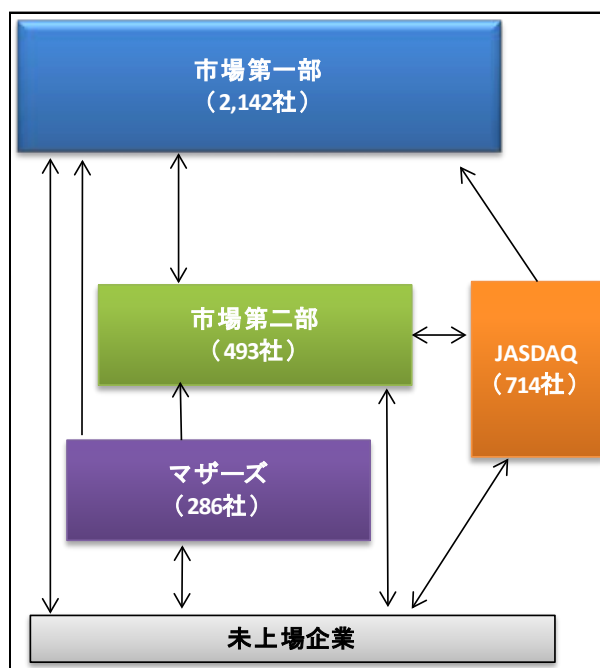
C 市場：国際的に投資を行う機関投資家をはじめ広範な投資者の投資対象となる要件を備えた企業を上場対象とする市場

- ・ 想定される上場基準は、グローバルな水準と比較可能性を考慮したものとして、ガバナンスの体制整備の状況、十分な流動性、事業実績や財政状態の安定性（利益水準）、市場による評価（想定時価総額）、必要かつ十分な情報開示を行う体制の整備状況等

- ・ 現行の市場第一部の上場基準に類似したものとなることも考えられるが、市場関係者から指摘された問題点を踏まえて検討

市場のコンセプトを明確にして、階層構造を採用しないとはいえ、AとC市場の企業の往来とB市場からAとC市場への移行が想定されている。その他、上場企業の中長期的な企業価値の向上については、企業と機関投資家との建設的な議論が重要であるという考え方を踏まえて、明確化した市場コンセプトに基づいて企業価値の向上を図るとしている。

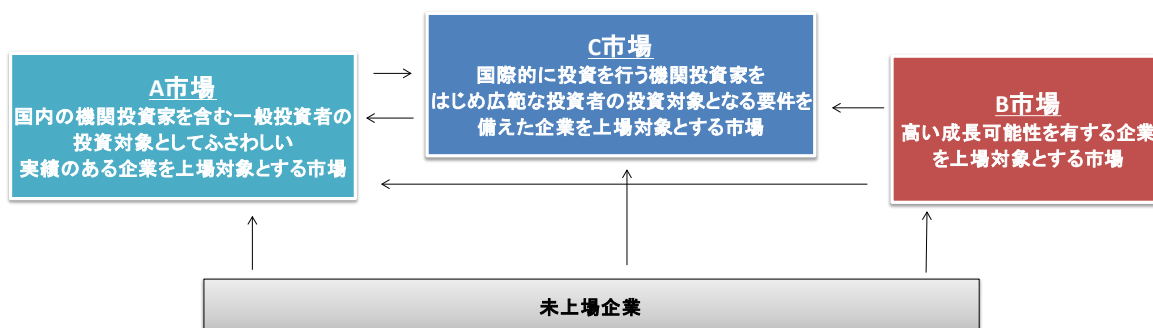
図表1 現在の東証の市場区分と上場企業数



(注) 企業数は6月5日時点。

(出所) 東京証券取引所より大和総研作成

図表2 東証の市場区分の考え方



(出所) 東京証券取引所より大和総研作成

「市場構造専門グループ」での議論

さて、筆者は直近2回の金融審議会「市場構造専門グループ」を傍聴する機会を得た。そこで以下では、公表された初回の配布資料と議事録、2回目の配布資料を基に、その様子を筆者の主観から報告し、また、感想を述べたい。

1回目の会合では東証から「現在の市場構造を巡る課題（論点整理）」などの紹介、委員によるプレゼンが行われた後、質疑応答と意見交換が行われた。2回目は投資顧問業界や投資家からの参考人によるプレゼンが行われた後、質疑応答と意見交換が行われた。会議での主な論点は①市場区分、②制度設計、③インデックスの在り方の3つであると見受けられる。

①市場区分については、委員の多くが市場再編に前向きである様子がうかがわれ、東証の示す3市場に分ける案を支持する委員が複数いる。現状の市場区分を再編するイメージは、東証一部、東証二部+JASDAQ スタンダード、マザーズ+JASDAQ グロースという形になろう。他方、エスタブリッシュな市場と新興市場の2市場に分ける案を志向する委員もいるようだ。これは、東証一部と新しい新興市場の2つに分ける考えである。ただし、市場区分を2つとする考え方においても、後述するインデックスとの関係ではTOPIX（現在は東証一部の範囲で算出）と市場区分を分離させることを念頭に置いていることから、現在の東証に上場している企業を新しいインデックスの対象企業、新市場一部、新興市場の3つに分けるイメージを持っているようだ。

②制度設計については、どのような上場基準を設けるかということが主に議論されている。市場ごとの上場基準の差異が議論の俎上に乗ることはあるが、委員のコンセンサスを得るまでには至っていない。上場基準は報道されていたような時価総額に注目した単純な議論ではなく、ガバナンスなどの質的基準を高めていくことが話題に上ることが多い。ガバナンスは、コーポレートガバナンス・コードに含まれる原則などの質的基準の導入を支持する委員が複数いる。なお、現行の時価総額基準については、市場一部への変更が直接上場とJASDAQからの市場変更では250億円、マザーズからの市場変更と東証二部から一部指定では40億円と違いがあることへの指摘が複数の委員からあり、基準を統一（または調整）すべきというコメントがあった。東証もこうした差異について、新しい市場コンセプトに基づいて共通化する方針を示している。

③インデックスの在り方についてはTOPIXが東証一部を範囲に算出されているため、今までと同じようにインデックスの範囲と市場区分のリンクを維持するかどうか論点である。インデックスの範囲と市場区分のリンクについては、市場区分がどのように変更されるかにもよるが、分離させることを支持する委員が複数いる。上述した東証の市場区分で考えれば、A市場とC市場から銘柄を選択すること、C市場からのみ選択することの二つが考えられるが、まだ具体的な議論はなされていない。また、現在のTOPIXをベースとして指標の継続性や連続性を維持するという考え方と、TOPIXに代わる全く新しいインデックスを作るという考え方が委員から出されており、容易には決め難い模様である。

筆者が2回の会合を傍聴して得た印象は、市場構造の見直しには利害関係者が非常に多いこと、論点が極めて多岐にわたること、基準次第では企業が希望する市場への上場がかなわない

というセンシティブな問題¹もあることから、難しい議論が長期化するであろうということである。議論の期間とゴールが明示されていないことも、その印象を強く持った理由である。ただ、5月17日の初回から6月14日開催予定の3回目まで2週間ごとに会合が行われており、同様のペースで今後も開催されれば、相応の議論を積み重ねることができるため、早い段階で結論がもたらされる可能性もあるのかもしれない。また、「市場構造専門グループ」で市場再編の方向性を決めた後、東証が具体的な市場区分や上場基準などの素案を作り、パブリックコメントを行うという流れになるとすれば、「市場構造専門グループ」の段階での議論にあまり時間を掛けることはできないという判断もありうる。

結びにかえて～企業目線で市場再編を考えると～

市場再編にかかる主要な利害関係者は東証、投資家、上場企業である。それぞれの関係者は自身の利益のために証券取引所というインフラを活用していきたいと考えているはずであるが、同床異夢の感がある。東証は、グローバルな市場間競争が激化する中で、多くの優良企業に上場してもらえるような市場再編を目指している。機関投資家は、アセットオーナーからリターンを高めることを求められている中で、市場再編がそれにつながるようになることを期待している。個人投資家も同様にリターンを高めるための再編を期待している。そして、上場企業は資金調達の間という意味合いもあるだろうが、上場企業というブランドの維持・向上のために市場を活用したいと考えている。特に「東証一部上場企業」というブランド（社会的信用）には大きな意味があり、市場再編においても自社のブランドの維持・向上を第一に考えているとみられる。

今後、金融審議会「市場構造専門グループ」で市場区分などの議論が深まっていくと思われるが、現状の東証の市場再編に対する考え方に照らせば、もっとも社会的信用が高いのはC市場と企業が捉えることは自然ではないだろうか。それぞれの市場のコンセプトを明確化して、階層構造を適用しないという東証の考え方があるにしても、企業の市場間の移行が想定されているため、その動きが昇格や降格として捉えられても不思議はない。ここで問題になるのは、現在、東証一部に上場している企業のうち、C市場に上場できなかった企業であり、それらの企業は市場再編そのものに対してネガティブな反応を示す可能性が高い。企業の求めていることが社会的信用であることを前提とすれば、A市場への上場が社会的信用を向上させるという確固たるブランディングが必要である。これが、市場再編に対して企業が納得感を得るポイントであろう。

¹ 典型的なケースとしては例えば、現在東証一部に上場している企業のC市場への上場がかなわないケース。