

2019年7月17日 全7頁

東証再編に向けて動き始めた企業

海外投資家を対象としたC市場に上場する要件を備えた企業の姿は？

政策調査部
主任研究員 神尾 篤史

[要約]

- 金融庁の金融審議会「市場構造専門グループ」の3回目の会合は、開催日の2日前に延期された。現時点においても3回目の開催に向けたアナウンスはない。
- 市場再編に向けた議論の終点が見えない中で、企業は具体的なアクションを取りづらことは想像に難くない。しかし、市場第一部に上場する企業の中には、市場再編後も基準を満たして、市場第一部に相当する市場に残留を目指すと言明するところも出てきている。「国際的に投資を行う機関投資家」の投資対象というC市場への上場を実質的に目指すということと同じ意味に捉えられるだろう。
- C市場への上場要件の一つに着目し、外国人投資家持ち株比率が高い企業像を探ったところ、時価総額が1,000億円超、1日当たり平均出来高が10万株超、独立役員は4人以上、取締役のうち独立役員に指定されている社外取締役の人数の割合が20%~30%超の企業が多かった。

3回目の会合は延期

東京証券取引所（東証）の再編に関する議論の場が、東証から金融庁の金融審議会「市場構造専門グループ」に移って2か月が経過した。5月に2回の会合が行われた後、3回目の会合が6月14日に開催予定であったが、開催2日前の12日に理由は不明ながら延期になり、本稿執筆時点においても3回目の開催に向けたアナウンスはない。

東証再編の議論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、議論が長期化することが想定され得る。しかし、予定されていた会合を含めて2週間ごとに会合が設定されていたことから、短期間に相応の議論を積み重ねることができるとも期待されている。

¹ 典型的なケースとしては例えば、現在市場第一部に上場している企業の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）への上場がかなわないケース。C市場については本稿2ページ以降参照。

た。現時点では5月末の会議から2か月弱が経過しており、議論の早期再開が期待される。

東証の考える市場コンセプト

会合が再開されず、議論が進まないため、新たな市場がどういったものになるのか、どのように再編が行われていくのか、まだ明らかではない。ただ、東証が考える新たな市場のコンセプトは示されている。本稿では、それを手掛かりに新たな市場に上場する企業のイメージを探ってみたい。

このことを検討するために、まずは東証が公表した「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する。

市場区分は現在の市場第一部・第二部、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、以下の内容が想定されている。

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スタンダ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

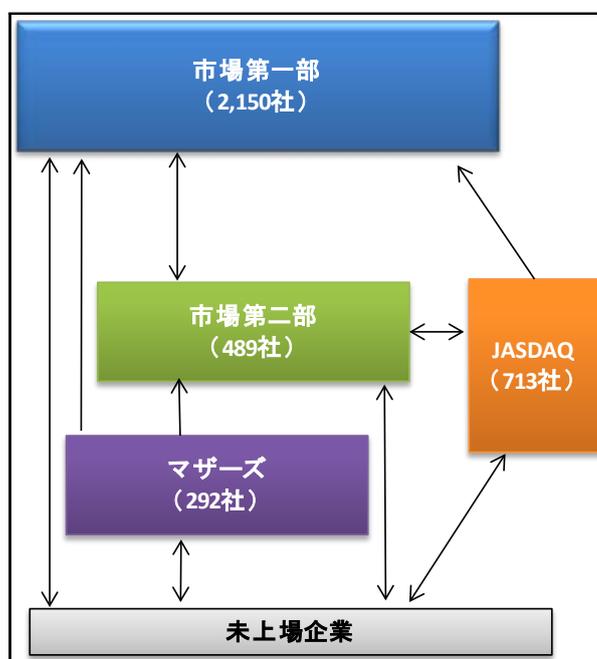
- ・ 想定される上場基準は、グローバルな水準と比較可能性を考慮したものとして、ガバナンスの体制整備の状況、十分な流動性、事業実績や財政状態の安定性（利益水

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

東証全体としては、市場のコンセプトを明確にし、階層構造を採用しないという点が従来とは大きく異なる考え方である。とはいえ、A市場とC市場の企業の往来とB市場からA市場と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。

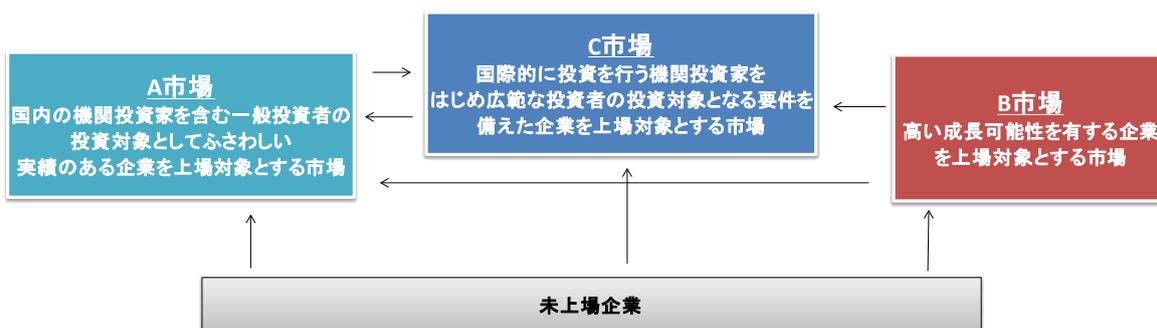
図表1 現在の東証の市場区分と上場企業数



(注) 企業数は7月10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

C市場への上場に動き始めた企業も

市場再編に向けた議論の終点が見えない中で、企業は具体的なアクションを取りづらいことは想像に難くない。しかし、現在市場第一部に上場している専門商社は、決算説明会で市場第一部の上場基準の見直し議論が行われていることについて、市場再編後も基準を満たして、市場第一部に相当する市場に残留を目指すことを社長自らが明言している。東証の市場再編案であるC市場とは述べていないものの、C市場への上場を実質的に目指すと同じ意味に捉えられるだろう。

同様に、市場第一部に上場するプラント企業では、決算説明会資料の経営ビジョンの中で東証再編に触れ、市場第一部に相当する市場の上場基準をクリアするために企業価値向上に向けた取組みを進めることを言明している。これも同様に、C市場への上場を実質的に目指すということであろう。具体的な施策としては、事業規模の拡大とともに、増配の実施や開示資料の英語版の作成が示されている。さらに、決算説明会での質疑応答では、政策保有株式の縮減を進めていく方針が述べられたという。

C市場に上場する企業はどのような企業？

新たな市場コンセプトでは階層構造を採用しないとはいえ、最も高い上場要件（質の高い上場要件）が課されるC市場への上場希望を表明する企業が少なからず出始めている。高い上場要件を満たすことが社会的信用の向上につながると一般的には考えられており、実際にこれまで、市場第一部への上場が従業員の採用や取引先との関係の円滑化などの社会的信用の向上に寄与してきたことは多くの企業で認識されている。C市場への上場を希望する企業がいることは自然であり、潜在数は非常に多いと推察される。

では、C市場に上場する企業はどのような企業なのであろうか。C市場は「国際的に投資を行う機関投資家」、すなわち海外の投資家に焦点を当てているため、外国人投資家の持ち株比率が高い企業の状況を調べるのがそのヒントになるのではないかと。

以下では、東洋経済新報社の「大株主データ」を活用して外国人投資家持ち株比率が20%以上と30%以上の企業を抽出し²、それぞれの時価総額、流動性（1日当たり平均出来高（売買株式数）³、ガバナンス（独立役員⁴の人数、取締役のうち独立役員に指定されている社外取締役の人数の割合）の状況を見てみたい。この3つの項目を選択した理由は、これまで2回の金融審議会「市場構造専門グループ」の会合を筆者が傍聴し、上場基準などの議論において特に言及されることが多かった印象が強いためである。

² 企業によって決算期が違うため、集計時期は異なるが、企業ごとで発表されている最新のデータを活用している。なお、REITやインフラファンドは集計から除外している。

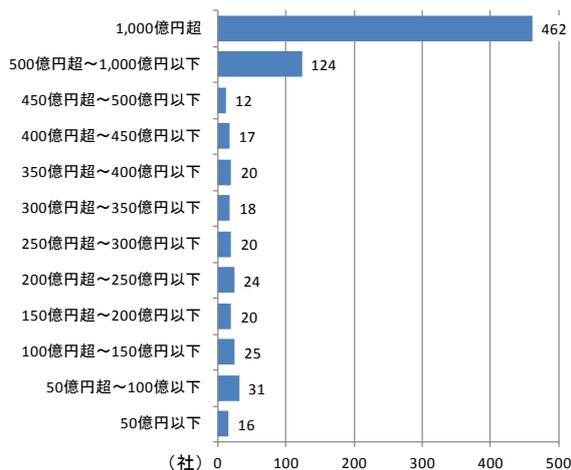
³ 流動性を測る指標は様々あり、出来高のみで捉えることは不十分である可能性がある。本稿で出来高を選んだ理由は金融審議会「市場構造専門グループ」の委員が流動性の指標として出来高を挙げていたことによる。

⁴ 独立役員とは、一般株主と利益相反が生じるおそれのない社外取締役又は社外監査役をいう。

(外国人投資家持ち株比率が 20%以上)

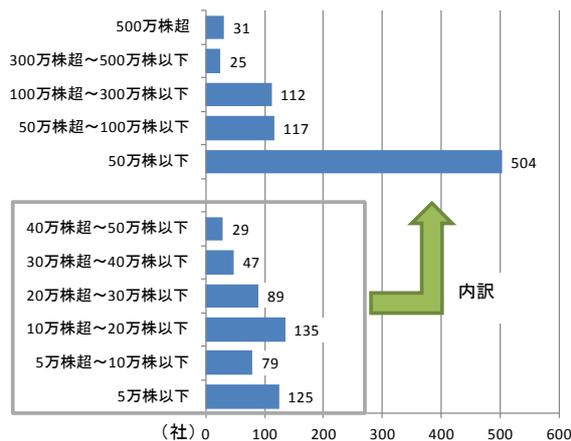
外国人投資家保有比率が 20%を超える企業を集計すると、東証 4 市場の上場会社約 3,600 社のうち 789 社ある。このうち、市場第一部に上場する企業は 87%を占める（2019 年 7 月 8 日時点）。また、市場第一部上場企業のうち 32%がこれに該当する。

図表 3 時価総額別企業数
(外国人投資家持ち株比率 20%以上)



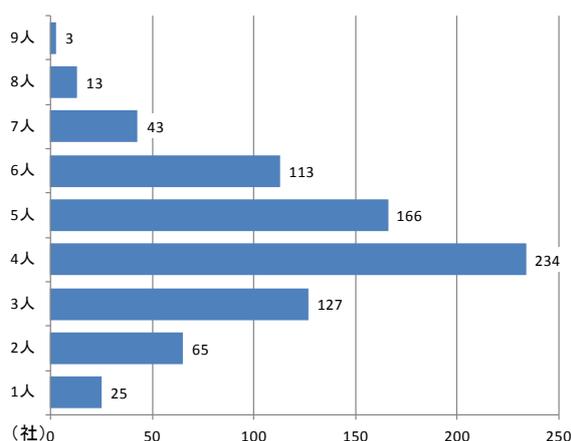
(出所) 東洋経済新報社、Refinitiv より大和総研作成

図表 4 流動性別企業数
(外国人投資家持ち株比率 20%以上)



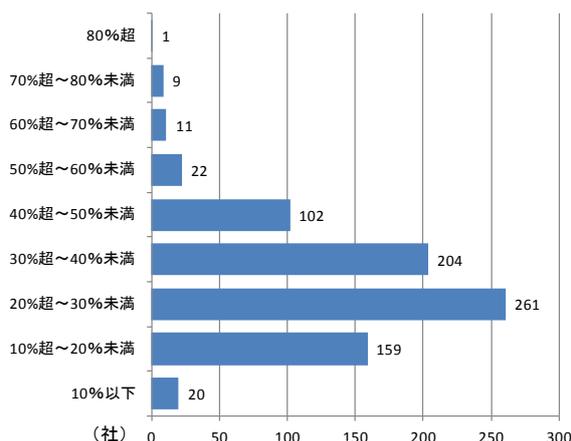
(出所) 東洋経済新報社、Refinitiv より大和総研作成

図表 5 独立役員の人数別企業数
(外国人投資家持ち株比率 20%以上)



(出所) 東洋経済新報社、東京証券取引所より大和総研作成

図表 6 独立役員の割合別企業数
(外国人投資家持ち株比率 20%以上)



(出所) 東洋経済新報社、東京証券取引所より大和総研作成

789 社のうち、「1,000 億円超」の時価総額（2019 年 7 月 8 日時点）であるのは 462 社である（図表 3）。東証 4 市場の上場企業の時価総額の中央値が 185 億円であることから、時価総額 1,000 億円超の企業で 59%（ $=462 \div 789$ ）を占める状況は、外国人投資家の持ち株比率が高い企業とは時価総額が大きな企業であることが多いことを示す。流動性の指標である 1 日当たり平均出

来高（2019年1月1日～7月8日）は「50万株以下」が最も多く、その内訳は「10万株超～20万株以下」が多いものの、「5万株以下」の企業も相当数ある（図表4）。東証4市場の上場企業の1日当たり平均出来高の中央値は4.8万株であり、大部分の企業はそれよりも流動性は大きいですが、流動性の乏しい企業も一定程度ある。

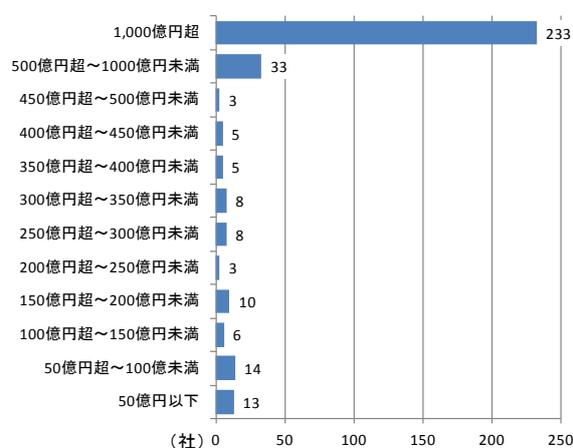
ガバナンス指標である独立役員の人数は「4人」の企業が最も多い（図表5）。なお、東証は上場規定として一般株主保護のため、独立役員を1人以上確保することを企業に求めている。取締役のうち独立役員に指定されている社外取締役の人数の割合は「20%超～30%未満」が最も多く、「30%超～40%未満」が続く（図表6）。東証4市場の上場企業の独立役員数の中央値は3人、取締役のうち独立役員に指定されている社外取締役の割合の中央値は25%であり、前者は中央値よりも高いが、後者は中央値程度である。

（外国人投資家持ち株比率が30%以上）

外国人投資家持ち株比率の基準の閾値を引き上げ、外国人投資家保有比率が30%を超える企業を抽出すると341社ある。上述の20%超の企業と同じように市場一部に上場する企業が多く、85%を占める。

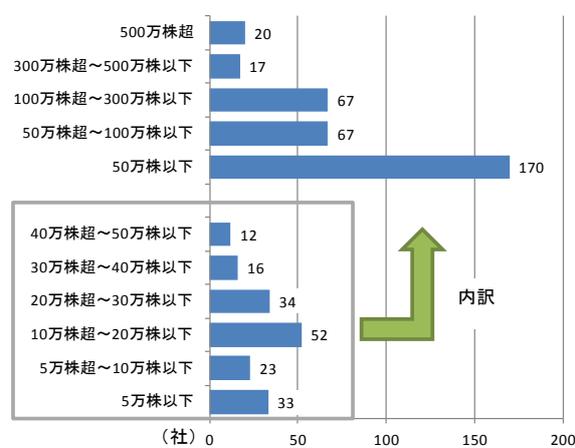
341社のうち、「1,000億円超」の時価総額（2019年7月8日時点）であるのは233社である（図表7）。233社は341社の68%を占めるから、外国人投資家持ち株比率が20%以上の企業群で見る以上に外国人の持ち株比率と時価総額の関係は強いといえる。流動性の指標である1日当たり平均出来高（2019年1月1日～7月8日まで）は「50万株以下」が最も多く、その内訳を見ると「10万株超～20万株以下」が多い（図表8）。

図表7 時価総額別企業数
（外国人投資家持ち株比率30%以上）



（出所）東洋経済新報社、Refinitivより大和総研作成

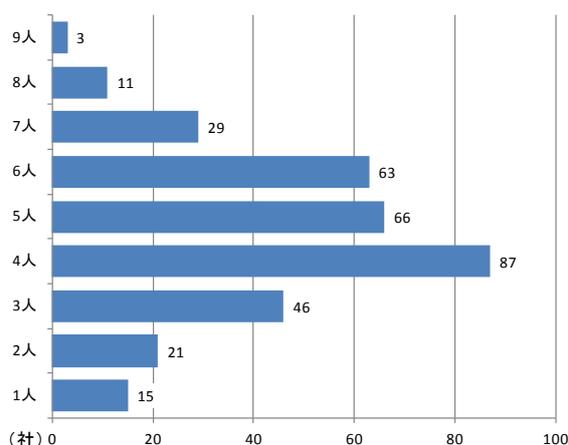
図表8 流動性別企業数
（外国人投資家持ち株比率30%以上）



（出所）東洋経済新報社、Refinitivより大和総研作成

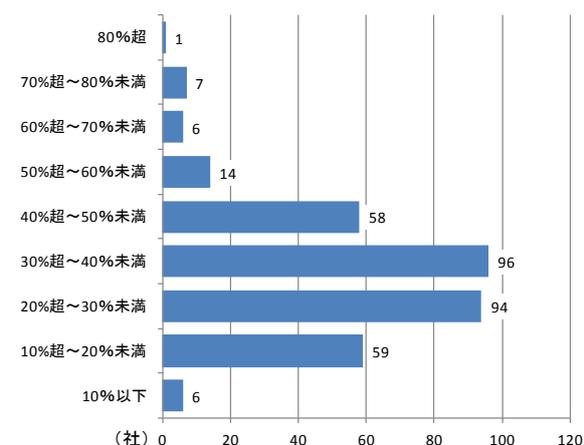
ガバナンス指標である独立役員の人数は「4人」の企業が最も多い（図表9）。取締役のうち独立役員に指定されている社外取締役の人数の割合は「30%超～40%未満」が最も多く、次いで「20%超～30%未満」である（図表10）。外国人投資家持ち株比率が20%以上でみた場合よりも30%以上の企業群では独立役員の比重が高く、独立役員の割合の高さと外国人投資家持ち株比率の高さには関係がありそうである。

**図表9 独立役員の人数別企業数
（外国人投資家持ち株比率30%以上）**



（出所）東洋経済新報社、東京証券取引所より大和総研作成

**図表10 独立役員の割合別企業数
（外国人投資家持ち株比率30%以上）**



（出所）東洋経済新報社、東京証券取引所より大和総研作成

まとめ

C市場への上場を目指して、動き始める企業が出てきていることは注目に値する。金融審議会「市場構造専門グループ」での議論が再開され、具体的な結論の方向性が見えてくるとこの動きはさらに活発になると予想される。

外国人投資家持ち株比率が高い企業像を探ったところ、時価総額が1,000億円超、1日当たり平均出来高が10万株超、独立役員は4人以上、取締役のうち独立役員に指定されている社外取締役の人数の割合は20%～30%超の企業が多かった。これらの数値がC市場の上場基準になるわけではないが、現実には「国際的に投資を行う機関投資家」の投資対象になっているという点では、少なくともこのようなプロフィールを持った企業はC市場に上場する要件を備えている可能性が高いと考えられる。