

2019年10月31日 全6頁

# 年末までに東証再編の方向性が見えてくる？

## 金融審議会「市場構造専門グループ」が議論再開

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）の再編に関する議論が5か月ぶりに再開された。今後、議論を収束させていく方向性が示され、議論の取りまとめの時間を考えると、報告書等の公表は最短でも年末が目途になると予想される。
- 10月に行われた3回目、4回目の議論では地方を拠点とする東証上場企業からの東証再編に対する率直な意見、新興企業からの赤字企業上場に関する意見、学識経験者からの上場基準に導入するガバナンスに対する考え方などが示された。
- 今後、様々な論点について利害関係者のコンセンサスを得ながらまとめていくのは非常に難しい作業であることは間違いがない。上場基準に導入されるガバナンスについては委員間で意見の隔たりも見受けられる。ただし、インデックスについて意見の乖離は縮小していると思われたい。今後の議論を見守りたい。

## 金融審議会「市場構造専門グループ」が5か月ぶりに再開

金融庁の金融審議会「市場構造専門グループ」による東京証券取引所（東証）の再編に関する議論が、5か月ぶりに再開された。これまでに5月に2回<sup>1</sup>の会合が開催されたが、3回目は10月2日に地方を拠点とする東証上場企業（地方企業）と新興企業の経営者に対するヒアリングが、4回目は10月23日に学識経験者と経済産業省に対するヒアリングが行われた。4回目の会合の終了前に事務局（金融庁）からの発言があり、これまでのヒアリングや意見を踏まえて、議論をまとめていくという方向性が示された。

筆者が指摘<sup>2</sup>していたように、今後のスケジュールを考えると「市場構造専門グループ」での議論にあまり時間をかけることはできないと思われる。「市場構造専門グループ」で市場再編の

<sup>1</sup> 初回は委員、2回目は国内外の投資家と日本投資顧問業協会に対するヒアリングが行われた。

<sup>2</sup> 神尾篤史（2019）「市場再編を巡る議論とその方向性」『月刊 金融ジャーナル』No. 763 2019年10月号、神尾篤史（2019）「同床異夢の東証再編」大和総研レポート、2019年6月11日を参照。

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が行われると想定され、素案作りやパブリックコメントには一定の時間を要すると考えられるからである。ただし、「市場構造専門グループ」では、いつまでに報告書を作成するなどのとりまとめの具体的な時期は示されていない。論点が多岐にわたっていることを考えると、最短でも年末が目途になるのではないか。

### 3回目と4回目のヒアリングを通じた議論

#### (これまでの主な議論)

「市場構造専門グループ」の初回と2回目の議論では、①市場区分・構造、②制度設計、③インデックスの在り方が論点の中心であったと見受けられた。簡単に振り返ると、①市場区分・構造については、委員の多くが市場再編に前向きである様子が見え、東証の示す3市場（本レポート末尾の参考を参照）に分ける案を支持する委員が複数いる。

②制度設計については、どのような上場基準を設けるか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載せられることはあるが、委員のコンセンサスを得るまでには至っていない。上場基準は流動性、時価総額、定性基準（ガバナンス）に焦点が当てられている。

③インデックスの在り方については、TOPIXが市場第一部に上場する企業全体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、また、TOPIXに代わる新しいインデックスを作るかどうか、そしてインデックスの質の向上策について議論されている。

#### (3回目と4回目の主な議論)

3回目の会合では東証上場の地方企業と新興企業、4回目は学識経験者が参考人としてヒアリングが行われ、オブザーバーである経済産業省からもヒアリング<sup>3</sup>が行われた。上述した①～③に関する議論に加え、上場の意義などについて議論があった。さらに、東証再編を待たずして早急に対処する事項も示された。

①市場区分・構造については、現状の4市場から東証の示す3市場（詳細は後述（参考）を参照）に分ける案には参考人の多くから前向きである様子が見えられた。ただし、市場構造をよりシンプルにするために成熟企業向けと成長企業向け市場の2つに分けるという案も新興企業から示された。地方企業からは、現時点で市場第一部に属する上場企業が再編に伴って市場間移行が生じた場合、新市場への移行によって「格下げ感」「降格」というイメージが出てし

<sup>3</sup> 経済産業省は今年の2月に「市場構造の在り方等の検討について」という資料で、すでに意見を表明している。これについては神尾篤史（2019）「熱を帯びる東証再編議論」大和総研レポート、2019年3月25日を参照。

まうことに強い抵抗感が示された。その際、市場のネーミングの重要性や市場間の構成（並列又は階層構造）についても話があった。これらに対して、複数の委員がその重要性について理解を示した。また、市場再編が企業のモチベーションや地方経済へマイナスの影響が出ないようにする必要がある一方で、グローバルにおける日本の資本市場の在り方を考えることも必要という委員の指摘もあった。

②制度設計については、上場基準として流動性、時価総額、ガバナンスに焦点が当てられている。流動性はその重要性が委員や参考人から指摘があった。具体的には総株式売買高という基準の適用が新興企業から示されたが、具体的な項目や数値基準に関する議論は見当たらない。時価総額は初回、2回目でも議論があったように、例えば上場の是非が時価総額基準のみで判断されることはなく、複数の基準を用いることを議論していることが委員から示された。地方企業からは C 市場の時価総額の具体的な数値がいくつか示されたが、コンセンサスを得るような議論にはなっていない。

ガバナンスについては委員と参考人との議論で多くの時間が割かれた。地方企業からは、ガバナンスの強化はステークホルダーと向き合うために重要という意見や、ROE と ROA の水準によってコーポレートガバナンス・コード（以下 CG コード）のコンプライする又はエクスプレイン<sup>4</sup>が許される企業とコンプライが義務付けられる企業を分けるという案が示された。学識経験者からは CG コードの非適用企業の存在も認めるという意見が示された一方で、他の学識経験者からはガバナンス基準を満たせない企業が C 市場に入れられないことについては慎重に検討すべきこと、ガバナンス要素による上場企業の絞り込み・限定によって CG コードの強制コンプライに至る事態は避けるべきという意見が出された。CG コードなどを活用してガバナンス基準を導入することについて、委員間ではほぼコンセンサスを得ているように見受けられる。しかし、その強弱には隔たりがあり、企業に CG コード全てにコンプライを求めないが、一部の基準にはコンプライを求めるといふ委員もいれば、CG コードを強制的にコンプライさせることは適当ではないとする委員もいる。また、独立社外取締役の人数を上場基準とすることには反対の姿勢を示した委員もいる。

この他、イノベーションの促進やグローバル市場で活躍するベンチャー企業を創出するなどの観点から赤字企業の上場も話題になった。上場審査の際や上場基準において、企業の事業モデルや状況を考慮すれば、成長のための先行投資による赤字である可能性など、赤字の質をしっかりと評価すべきという声が新興企業からあった。学識経験者からは、赤字企業の評価と機関投資家等による目利きをリンクさせて、質の良い赤字上場が認められるようにしていくべきという意見があった。これらの意見に対して、委員から概ね賛同する声があった。

③インデックスの在り方については、新興企業からは TOPIX の構成銘柄を市場第一部に限定するのではなく、マザーズや JASDAQ に上場する銘柄も含めるといふ声があった。学識経験者からはインデックスと市場区分を切り離すという意見が示された。地方企業からは自社がインデ

<sup>4</sup> CG コードを遵守（コンプライ）するか、遵守しないのであれば説明（エクスプレイン）せよ、というもの。

ックスの対象から外れた場合、IR でカバーしていくという意見があった。委員からは新たなインデックスを作る場合、TOPIX を廃止しなければ新たなインデックスが普及しないという見解が示されたが、同時に TOPIX との継続性を一定程度担保するという経過措置をとることが良いとされた。

①～③以外では市場第一部に上場している意義として、資金調達の手機ということ以外に、優秀な人材の採用、知名度、得意先・仕入先・金融機関からの信用度があるという意見が地方企業からあり、一部の企業は資金調達よりもその他の意義の方が大きいとの発言があった。これに関し、委員からは資本市場の本来の役割は資金調達であるという意見があった。

以上の東証再編に関する議論の中で、再編のタイミングを待たずして早急に対応できるものについては対応することが事務局とオブザーバーである東証との間で話し合いが行われた。それは (a) バイオベンチャーなどの先行投資型の個別セクターに関する上場審査ポイントについての企業の実態に応じた見直し、(b) 上場子会社における独立社外取締役の独立性基準の見直し、(c) 有価証券報告書等の財務諸表の適正性に関する対象期間の差異を2期間へ共通化すること、などである。

(a) は②制度設計でも取り上げた赤字企業の評価にかかわる部分である。(b) は今年6月に閣議決定された「成長戦略実行計画」にも示されたものであり、経済産業省が策定した「グループ・ガバナンス・システムに関する実務指針」では少なくとも10年以内に親会社で業務執行を行っていた者は独立社外取締役としては選任しないこととすべきことが示されている。(c) は市場第一部への直接上場と一部指定・市場変更時で求められる要件に相違がある場合に、それを共通化するというものである。例えば、上場規程において、市場第一部に直接上場する場合や市場変更する場合（マザーズやJASDAQに上場している会社が、市場第一部に上場市場を変更する場合）は最近2年間の事業年度に係る有価証券報告書等に虚偽記載がないことが求められているが、一部指定の場合（市場第二部に上場している会社が、一部指定銘柄となる場合）は5年間求められており、このような違いを共通化していくということである。

## 終わりに

金融審議会「市場構造専門グループ」における東証再編に関する議論がまとめに向かう方向性が示された。ただし、様々な論点について利害関係者のコンセンサスを得ていく作業は非常に難しいことは間違いがない。事務局である金融庁も難しい作業であるということを知っている。

例えば、委員の中でも上場基準としてガバナンスをどのように扱うのかについては意見の隔たりが大きいように見受けられる。ガバナンスが重要という意見では一致しているものの、ガバナンス基準をコンプライすることを求めるのか、それともコンプライできない場合はエクスプレインを求めることにするのか、という点などで意見の不一致があるようだ。こうしたことについて一致点を見いだしてまとめていくのは容易ではないだろう。

ただし、意見の乖離が縮小している事項も見受けられる。インデックスについては継続性を重視すべきという意見がある中で、新しいインデックスを作成すべきという見解もあったが、新しいインデックスを作る場合においても一定の継続性を担保していくという考え方が示されている。

一歩ずつ議論が進んでいることは確かである。6月に閣議決定された「成長戦略フォローアップ」にも東証再編が触れられていることから分かるように、日本経済の成長に向けて市場再編の議論を行うことに異論のある人はいないだろう。今後の議論を見守りたい。

## (参考) 東証の市場再編に関する考え方

ここで、東証が2019年3月に公表した「現在の市場構造を巡る課題（論点整理）」、2019年5月に公表した「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）」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

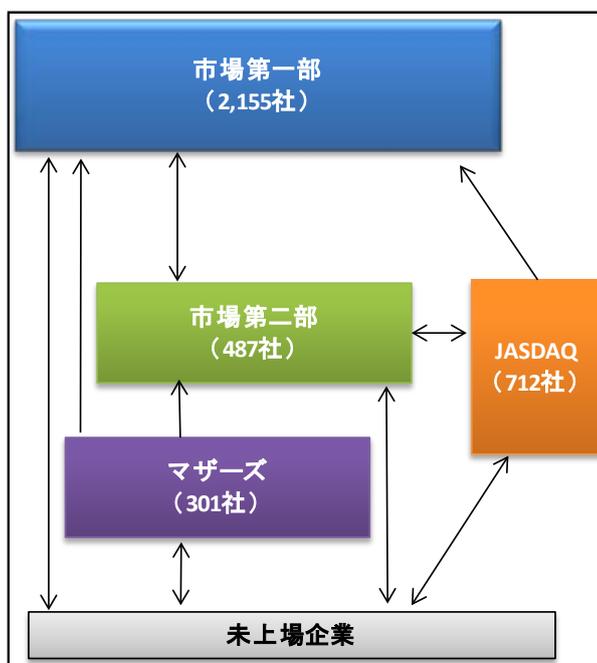
- ・ 企業の将来性（成長可能性）に着目した制度にしていく
- ・ 想定される上場基準は、A・C市場より緩和された事業実績とし、事業計画（成長可能性）に着目した基準
- ・ 現行のマザーズやJASDAQグロースの上場基準に類似したものとなることも考えられるが、市場関係者から指摘された問題点を踏まえて検討

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

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市場とC市場の往来と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。

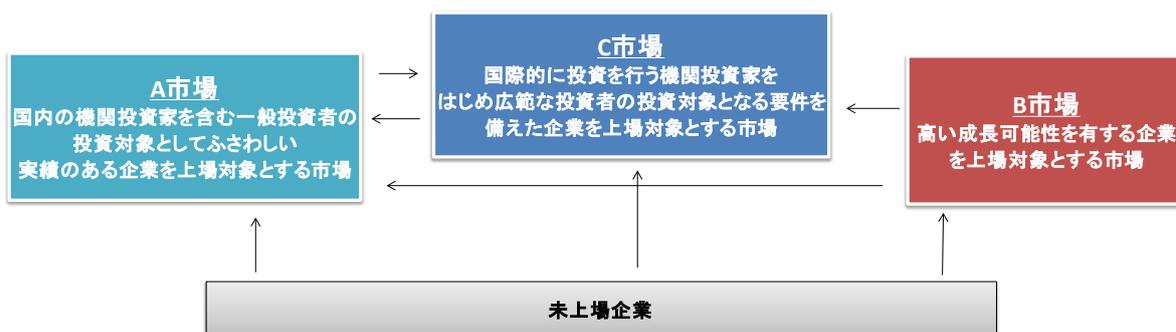
図表1 現在の東証の市場区分と上場企業数



(注) 企業数は10月30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