

東証再編の意義と今後の課題

～経過措置の終了期限と更なるTOPIX見直しを考える～

政策調査部 神尾 篤史

要 約

プライム市場、スタンダード市場、グロース市場の新市場が東京証券取引所（東証）でスタートした。TOPIXの見直しも進められている。

市場関係者から指摘されてきた、各市場区分のコンセプトが曖昧であるという問題や、企業の持続的な価値向上への動機付けの点で期待される役割を十分に果たせていないという課題に対して、市場再編やTOPIX見直しにより一定の対応がなされたと評価できる。特に、上場維持基準を新規上場基準と同水準まで引き上げたことは、企業の上場維持のハードルを高めた。見直し後の維持基準は米国市場と比べても、低いということはない。企業の持続的な企業価値向上に向けた行動が促されることを期待したい。

ただし、市場再編に伴う経過措置終了時期が明示されていないこと、TOPIX構成銘柄の選定基準が依然として低位であるという課題もある。経過措置については2022年内に基本方針を決め、2024年のコーポレートガバナンス・コード改訂時までには終了期限を明らかにするというシナリオが浮かぶ。TOPIXについてはその選定基準の引き上げや、年間に複数回の銘柄入替を検討すべきではないか。

目 次

- 1章 はじめに
- 2章 東証再編とTOPIX見直しの議論の経緯
- 3章 新市場区分とTOPIX見直しの制度概要と米国制度との比較
- 4章 東証再編の意義と今後の課題

1章 はじめに

東京証券取引所（東証）で市場再編が実施され、市場第一部、市場第二部、JASDAQ（スタンダード・グロス）、マザーズという4つの市場が、プライム市場、スタンダード市場、グロス市場という3つの市場に集約された。3月11日付けで東証から公表されたデータによると、プライム市場には市場第一部のみから1,841社が移行した。スタンダード市場には合計1,470社が移行し、内訳は市場第一部から339社、市場第二部とJASDAQスタンダードから1,130社、マザーズから1社である。また、グロス市場にはJASDAQグロスとマザーズから465社が移行した（図表1）。

今回の再編の発端は、2013年に東証グループと大阪証券取引所が合併した際にそれぞれの現物市場が統合され、市場第一部、市場第二部、JASDAQ（スタンダード・グロス）、マザーズという4つの市場になったことにある。統合後、市場関係者から市場構造や上場制度などについて問題点が指摘されるようになり、2018年に再編

の議論が開始され、今回の再編に至った。

また、市場第一部の全銘柄で構成されている東証株価指数（TOPIX）も同様に問題点が指摘されてきており、見直しが実施されることになった。

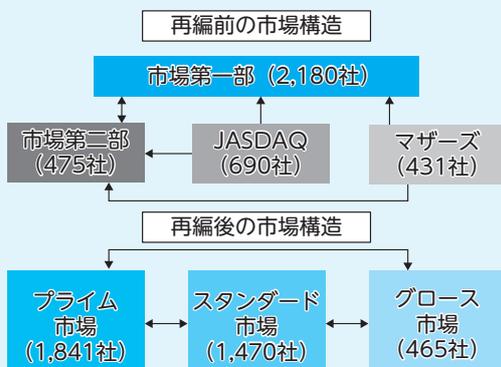
本稿では、2章で東証再編とTOPIX見直しの経緯について述べる。3章で新市場区分とTOPIXの見直しの制度概要について述べ、合わせて米国の上場制度や指数の選定基準との比較を行う。他国の制度と比較することで、東証での一連の改正の意義や立ち位置を明確にする。4章では3章までの議論を踏まえ、東証再編の意義と今後の課題について述べる。

2章 東証再編とTOPIX見直しの議論の経緯

東証再編とTOPIX見直しの議論は、2018年に東証に設置された「市場構造の在り方等に関する懇談会」で開始された。懇談会での議論を踏まえて、市場構造の在り方等に関して市場関係者から意見募集が行われ、2019年3月に東証から「現在の市場構造を巡る課題（論点整理）」が公表された。この論点整理では、市場を巡る課題として以下の3つが挙げられた。

第一に、市場第二部とJASDAQスタンダードの位置付けが重複するなど、各市場区分のコンセプトが曖昧で、多くの投資家にとって利便性が低いということである。第二に、マザーズなどからの市場第一部への昇格基準が、未上場から市場第一部に上場する際の基準より緩やかであったり、創業者が投資資金を回収するためのいわゆる「上場ゴール」が見られたりするなど、企業の持続的な企業価値の向上の動機付けの点でこれまで

図表1 再編前後の市場構造



(注) 2022年3月11日時点のデータ
(出所) 東京証券取引所「新市場区分の選択結果の一覧 (2022年3月11日現在)」から大和総研作成

の取引所は期待される役割を十分に果たせていないということである。

さらに第三に、投資対象としての機能性と市場代表性をTOPIXが兼ね備えていないという問題がある。TOPIXは日本における主要な株価指数で、国内年金基金などの運用上のベンチマークや投資信託・ETFを含めたインデックス投資の指数として広範に利用されている。しかし、時価総額・流動性において様々な企業が構成銘柄の中に混在している。また、TOPIXに連動したETFや投資信託からの資金流入によって流動性が低い銘柄の価格形成に歪みが生じているなど、投資対象としての機能性に課題があった。

これらの論点整理を踏まえて、その後、金融庁の金融審議会に設置された「市場構造専門グループ」において市場構造の在り方の議論が行われた。2019年12月には「金融審議会市場ワーキング・グループ市場構造専門グループ報告書—令和時代における企業と投資家のための新たな市場に向けて—」が公表され、それに基づいて、東証で具体的な市場構造や上場制度の検討が行われた。

3章 新市場区分とTOPIX見直しの制度概要と米国制度との比較

1. 市場再編

1) 3つの市場の明確なコンセプト

2022年4月4日からスタートした再編後の東証では、まず、3つに集約された市場のコンセプトが明確化された。プライム市場は従前の市場第一部とイメージが近く、グローバルな投資家との建設的な対話を中心に据えた企業向けの市場と位置付けられた。スタンダード市場は従前の市場第

二部やJASDAQスタンダードに近く、公開市場における投資対象として十分な流動性とガバナンス水準を備えた企業向けの市場である。また、グロース市場は現在のJASDAQグロース、マザーズと同様に、高い成長可能性を有する企業向けの市場と設定された。

3つの市場はそれぞれ独立した市場と位置付けられ、上場先の市場を変更する際にはそれぞれの市場ごとの新規上場基準への適合審査を改めて受けなければならない。市場再編前は債務超過に陥った市場第一部上場企業が市場第二部へ指定替え（降格）されたり、マザーズや市場第二部上場企業の方が未上場企業よりも緩やかな基準で市場一部への上場が認められたりするなどの制度が存在したが、再編後の市場ではそのような制度はない。

2) 企業に厳しい新規上場基準と上場維持基準

(1) 上場維持基準の意義

各市場のコンセプトに基づき、新規上場基準と上場維持基準が設定された（図表2）。新規上場基準は未上場企業の上場時に加え、既述の通り市場変更時にも充足する必要がある。上場維持基準は市場再編前の上場廃止基準に相当するもので、それに一つでも抵触すると改善期間に入り、その期間中に改善できなければ上場廃止になる。もっとも、上場廃止になる前に、他の市場の新規上場審査で承認を得れば、その別の市場での上場継続が可能である。

企業は、上場を継続するための基準に留意しておく必要性がこれまでより高まった。なぜなら、これまで上場廃止基準は新規上場基準よりもかなり緩やかに設定されていたが、市場再編後の上場維持基準は新規上場基準並みに引き上げられたからである。従来は上場後に新規上場基準を下回っ

ても、それよりも緩い上場廃止基準に該当しなければ上場を続けられたが、今後は新規上場基準を下回ると上場を維持することが難しくなる。この制度の見直しは、企業の持続的な企業価値向上に向けた行動を促すことになるだろう。

市場再編の一連のプロセスの中で2020年11月に前倒しで行われた制度改正ではあるものの、プライム市場の新規上場基準のうち、収益基盤に関する基準が注目されている。これまで市場第一

部の上場基準では、A. 最近2年間における経常利益の総額が5億円、B. 時価総額500億円かつ最近1年の売上が100億円という2つのうちどちらかに適合することになっていたが、プライム市場では、その水準が引き上がり、A. 最近2年間における経常利益の総額が25億円以上、B. 最近1年間の売上高が100億円以上かつ上場日における時価総額が1,000億円以上のどちらかに適合することが求められる。直近2年間の経

図表2 各市場の新規上場基準、上場維持基準など

	プライム市場			スタンダード市場			グロース市場		
	新規上場基準 (注)	上場維持基準	経過措置として適用される基準	新規上場基準 (注)	上場維持基準	経過措置として適用される基準	新規上場基準 (注)	上場維持基準	経過措置として適用される基準
株主数	800人以上	800人以上	800人以上	400人以上	400人以上	150人以上	150人以上	150人以上	150人以上
流通株式数	20,000単位以上	20,000単位以上	10,000単位以上	2,000単位以上	2,000単位以上	500単位以上	1,000単位以上	1,000単位以上	500単位以上
流通株式時価総額	100億円以上	100億円以上	10億円以上	10億円以上	10億円以上	2.5億円以上	5億円以上	5億円以上	2.5億円以上
時価総額/売買代金	250億円以上	1日平均売買代金0.2億円以上	—	—	—	—	—	上場から10年経過後40億円以上	上場から10年経過後5億円以上
売買高	—	—	月平均売買高40単位以上	—	月平均売買高10単位以上	月平均売買高10単位以上	—	月平均売買高10単位以上	月平均売買高10単位以上
流通株式比率	35%以上	35%以上	5%以上	25%以上	25%以上	5%以上	25%以上	25%以上	5%以上
収益基盤 (プライム市場はA又はBのいずれかを充たす)	A. 最近2年間における経常利益の総額が25億円以上 B. 最近1年間の売上高が100億円以上かつ上場日における時価総額が1,000億円以上	—	—	最近1年間における経常利益が1億円以上	—	—	—	—	—
財政状態	純資産50億円以上	純資産が正	純資産が正	純資産が正	純資産が正	純資産が正	—	純資産が正	純資産が正

(注) プライム市場とスタンダード市場は、その他、従来の市場第一部・第二部の形式基準(事業継続年数など)と同様の基準が設けられている。グロース市場は、その他、500単位以上の株券等の公募を行うことや従来のマザーズの形式基準と同様の基準が設けられる
(出所) 東京証券取引所「市場区分の見直しに向けた上場制度の整備について-第二次制度改正事項に関するご説明資料-」(2021年9月1日更新) から大和総研作成

常利益 25 億円という基準は一般的な新興企業にとっては厳しい水準であり、基準の達成を目指し、人材採用・システム投資などを一定期間行い、成長を目指すとする企業も見られる。

なお、上場維持基準を充足しているかの判定は、早速 2022 年 4 月決算企業から開始される。判定時期は項目や企業の事業年度によって異なる。プライム市場の上場維持基準のそれぞれの値の算出方法をまとめたのが図表 3 である。売買代金は 1 ～ 12 月の東証の売買立会での金額を日次平均した値で計算されるが、それ以外は事業年度末日が基準である（流通株式時価総額の計算に必要な株価は事業年度末日以前 3 か月間の日次平均値）。

例えば、プライム市場に上場する 3 月末決算企業であれば、売買代金は 1 ～ 12 月で算出されるが、流通株式比率は 3 月末に計算される。流通株式時価総額は 3 月末の流通株式数に、1 ～ 3 月の日次株価の平均値を乗じて算出される。

図表 3 プライム市場の上場維持基準と算出方法等

項目	上場維持基準	算出方法等
株主数	800人以上	事業年度末日において、1 単位以上所有する株主の数を算出
流通株式数	2 万単位以上	事業年度末日における数を算出
流通株式時価総額	100 億円以上	流通株式数に、事業年度末日以前 3 か月間の当取引所の売買立会における日々の最終価格の平均値を乗じて算出
売買代金	1 日平均売買代金 0.2 億円以上	毎年 12 月末日以前 1 年間に於ける当取引所の売買立会での金額を日次平均にした値
流通株式比率	35% 以上	事業年度末日における流通株式数を上場株式数で除して算出
純資産	正であること	事業年度末日における純資産の額

(出所) 東京証券取引所「市場区分の見直しに向けた上場制度の整備について - 第二次制度改正事項に関するご説明資料 -」(2021 年 9 月 1 日更新) から大和総研作成

(2) 厳格になった流通株式の定義変更

図表 2 で示した新規上場基準や上場維持基準の項目にある流通株式の定義も変更された。変更前の流通株式の定義は、上場株式数から 10% 以上を所有する株主が所有する株式数、役員所有株式数、自己株式数を控除したものされていたが、以下のようにその範囲が狭められ、流通株式比率や流通株式時価総額などの基準を充たすハードルが高くなった。

流通株式数 = 上場株式数 - { 主要株主が所有する株式 (10% 以上所有) + 役員等 (役員以外の特別利害関係者を含む) 所有株式数 + 自己株式数 + 国内の普通銀行、保険会社、事業法人等が所有する株式 + その他取引所が固定的と認める株式 }

主な変更点は次の 2 点である。第一に役員所有株式数に特別利害関係者の保有分が加わった。特別利害関係者とは、①上場企業の役員の配偶者及び二親等内の血族、②役員又は①に掲げる者が議決権の過半数を保有する会社 (例えば、いわゆる資産管理会社が該当)、③上場会社の関係会社及びその役員である。

第二に、国内の普通銀行、保険会社、事業法人等が所有する株式であり、一般的には政策保有株式といわれるものが加わった。ただし、例外規定があり、国内の普通銀行、保険会社、事業法人等が保有する株式に関して、直近の大量保有報告書等で保有目的が純投資と記載され、純投資目的での取引実績が直近 5 年間で確認できる場合は流通株式として扱われる。

3) 「当面の間」とされる経過措置

(1) 上場維持基準への適合に向けた計画書

上場維持のハードルがこれまでより高くなる中で、市場再編前からの上場企業には経過措置が用

意された。市場再編前の上場企業が新市場を選択する段階では、選択する市場の上場維持基準に不適合だった場合、「上場維持基準への適合に向けた計画書」（計画書）を開示することで、緩和された基準で選択を希望する市場への上場が認められた。また、市場再編後において上場維持基準に不適合になった場合も同様の経過措置が適用される。経過措置で上場を続ける企業は計画書の内容に基づいて基準の適合に向け取り組む必要があり、その進捗状況の開示が求められる。

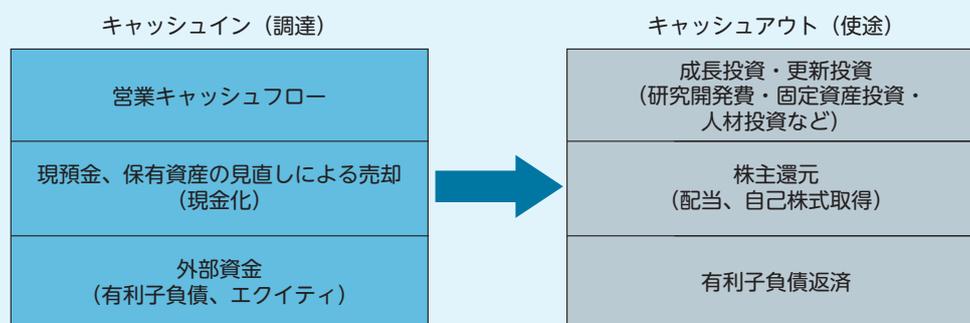
計画書での必須記載事項は、①未達であった上場維持基準とその具体的な数値、②計画期間、③上場維持基準達成に向けた取組みの基本方針・課題・取組み内容である。東証が公表したデータ（3月11日時点）によれば、プライム市場は295社、スタンダード市場は210社、グロース市場は45社が計画書を開示して上場した。プライム市場に上場した295社の計画期間を大和総研で集計したところ、2025年3月末が中央値であった。計画期間が複数年に及ぶ企業が多く、計画書に記載された取組み内容は計画期間終了時の業績予想、それに向けた成長戦略、政策保有株式の縮減、コーポレート・ガバナンスやIRの改善など多岐にわたっている。すなわち、開示された計画書は、い

わゆる中期経営計画の内容に近い印象がある。

その中でも非常に分かりやすい計画書であると思われるのは、資本の調達とその用途について数値で説明したキャッシュアロケーション（キャピタルアロケーションや資本配分方針ともいう）を示したものである。具体的には図表4で示したように、今後得られるであろう営業キャッシュフロー、保有する現預金・保有資産の見直しによる売却（現金化）、今後の借入や株式市場での調達といった選択肢を調達側として示し、用途側で研究開発費・固定資産投資・人材投資など成長投資に必要な金額、配当や自社株買いといった株主還元、借入金の返済などを示したものである。

目指すべきキャッシュインを想定し、それを成長投資や株主還元にどのようにキャッシュアウトしていくかを定めるには、現在の事業を俯瞰して、成長分野を見定めるといった事業ポートフォリオの在り方もその前提として十分に検討される必要がある。キャッシュアロケーションは多くの企業が内部では作成していると思われるが、開示する企業は多くはないのが現状である。開示をすれば投資家に対するコミットメントになると考えられ、企業は開示に慎重であるのだろう。しかし、キャッシュアロケーションの開示は、企業価値向上に向

図表4 キャッシュアロケーションの例



(出所) 大和総研作成

けたその企業の意志と施策が明確になり、投資家にとっては有益な情報である。

(2) 経過措置の期間について考える

東証は経過措置の期間を「当分の間」としており、終了時期を明確にしていない。経過措置をいつまで続けるかは、計画書に記載された計画期間や計画の進捗状況、新型コロナウイルス感染症による上場企業の影響などを考慮するとしている。

経過措置の期間について、日本取引所グループの清田CEOは、2022年2月に行われた内外情勢調査会において、「傘下の東証で4月に実施する市場再編で、上場基準に達しない企業でも希望の市場に当分の間とどまれる『経過措置』の方針について、年内に決定する意向を示した。」(2022年2月24日時事通信ニュース「東証新市場の経過措置、年内に方針＝JPXの清田CEO、内外情勢調査会で講演」と報じられている。

また、東証の山道社長は、米コロンビア大主催のオンラインセミナーで「基本的な方針を今年半ばか秋までに示したい」(2022年2月17日時事通信ニュース「『秋までに方針』＝プライム市場の経過措置―山道東証社長」と述べている。山道社長は週刊エコノミストのインタビューで「経過措置を何年続けるかを明らかにしていないが、現時点でどのくらいの企業がどのような選択をするか分からないし、改善計画が出されても一朝一夕にできるわけではないだろう。ある一定期間見守らないといけない。経過措置は『永遠』ではなくて『時限』だ。10年も20年も経過措置を続けることはあり得ない。3年後のCGコード改定(原文ママ)時期には、経過措置について何らかの方向性を出すのではないか。」(2021年12月7日号、24ページ)とも発言している。CGコー

ド(コーポレートガバナンス・コード)の次回改訂は、3年というこれまでの改訂間隔と直近の改訂が2021年ということ踏まえると2024年と予想される。

清田CEOと山道社長の発言を総合すると、経過措置の基本方針を2022年内に決め、具体的な期間は2024年のCGコード改訂時までには明らかにするという一つのシナリオが想定される。そうであるとすれば、経過措置は少なくとも2024年までは存置されることになると考えられる。そもそも経過措置であるとはいえ、期限が明示されていない以上は企業が対応する期間を確保するため、突然に打ち切られるとは考えにくい。実際には2024年から一定程度の期間を置いて終了すると予想されるのではないか。

これを上述した計画期間の中央値である2025年3月末と照らし合わせると、経過措置を利用してプライム市場に上場した企業の多くが設定した計画期間が終わってから、経過措置も終了することになるだろう。経過措置が時限のあるものであることは明らかであり、それら企業はそれぞれの計画書で示した期間内に基準を達成することが期待される。また、このようなスケジュール感であれば、仮に経過措置の終了時点で上場維持基準が未達となることが見込まれる企業も、他市場への新規上場申請を早めに行う余裕がありそうである。

4) 米国市場の新規上場基準と上場廃止基準の比較

市場再編後の上場制度について述べてきたが、図表5、6で東証プライム市場の新規上場基準と上場維持基準(上場廃止基準)を、米国の代表的な取引所であるニューヨーク証券取引所(NYSE)、NASDAQグローバル・セレクト・マー

ケット (NASDAQ GSM) のそれと比較した。なお、NYSEの市場構造は単一であるが、NASDAQはグローバル・セレクト・マーケット、グローバル・マーケット、キャピタル・マーケットの3つの階層を有しており、ここでは上場基準が最も厳格なNASDAQ GSMと比較している。

図表5の新規上場基準を見ると、3つの市場ともに株主数、流通株式数、流通株式時価総額、時価総額、利益などを基準としている。また、どこの市場も黒字であることを前提とした利益基準だけではなく、時価総額、売上高、キャッシュフローなどが一定水準であることが要件になっており、赤字であっても上場できる制度設計になっている。流通株式数、流通株式時価総額、利益額（時

価総額&売上）の基準は東証プライム市場が他の市場よりも厳しい点は注目される。

図表6に示した上場廃止基準では、株主数、流通株式数、流通株式時価総額、財務がそれぞれの市場に共通した基準である。ただ、時価総額・株主資本、流通株式数・流通株式時価総額・株主資本などの組み合わせを条件としており、一概に特定の市場の基準が厳格ということはいえなさそうである。ただ、東証プライム市場の流通株式時価総額100億円未満という基準は、他市場に比べて厳格であるといつてよいと思われる。

2. 注目点の多いTOPIX見直し

1) 流通株式時価総額 100 億円で線引き

市場再編と並行して、TOPIXの見直しも行

図表5 東証プライム市場と米国の新規上場基準

	東証プライム市場	NYSE	NASDAQ グローバル・セレクト・マーケット
株主数	単元株主800人以上	単元株主400人以上	単元株主450人以上又は総株主2,200人以上
流通株式 (比率)	2万単位以上 35%以上	110万株以上 —	125万株 —
流通株式時価総額	100億円以上	4,000万米ドル	4,500万米ドル以上
純資産額	50億円以上	—	
時価総額	250億円以上		
利益額など (①~④のいずれかを適用)	①利益：最近2年の経常利益計25億円以上 ②時価総額&売上：時価総額1,000億円以上かつ最近1年の売上100億円以上	①利益：税引前利益が最近3年計1,000万米ドル以上かつ最近2年各200万米ドル以上かつ最近3年黒字 ②時価総額：時価総額2億米ドル以上	①利益：税引前利益が最近3年1,100万米ドル以上かつ最近2年各220万米ドル以上かつ最近3年黒字 ②時価総額&CF：キャッシュフローが最近3年計2,750万米ドル以上かつ最近3年正かつ最近1年時価総額5.5億米ドル以上かつ最近1年売上高1.1億米ドル以上 ③時価総額&売上：最近1年時価総額8.5億米ドル以上かつ最近1年売上高9千万米ドル以上 ④時価総額&純資産：時価総額1.6億米ドル以上かつ直近事業年度末の総資産額が8千万米ドル以上かつ株主資本5,500万米ドル以上
事業継続年数	3年	—	—
その他	虚偽記載なし 株式事務代行機関など	株価：4米ドル以上	株価：4米ドル以上 マーケットメイカー数：4社以上

(出所) 東京証券取引所「新市場区分の選択結果について」(2022年1月11日)、ニューヨーク証券取引所、NASDAQから大和総研作成

図表6 東証プライム市場と米国の上場廃止基準

	東証プライム市場	NYSE	NASDAQ グローバル・セレクト・マーケット
株主数	単元株主800人	①単元株主400人	単元株主400人
流動性	流通株式数：20,000単位 流通株式時価総額：100億円 流通株式比率：35%	又は ②単元株主1,200人かつ月間 平均売買高10万株	いずれかを充たせば維持 ①流通株式数：75万株、流通株式時価総額500万米ドル、株主資本1,000万米ドル
売買高	1日平均売買代金 0.2億円	又は ③流通株式数が60万株	②流通株式数：110万株、流通株式時価総額：1,500万米ドル、時価総額：5,000万米ドル
時価総額	—	①時価総額が5,000万米ドル かつ株主資本の額が5,000万米ドル	③流通株式数：110万株、流通株式時価総額1,500万米ドル、総資産5,000万米ドル、売上高5,000万米ドル
財務	純資産が正	又は ②時価総額が1,500万米ドル	
株価	—	1米ドル	1米ドル
その他	虚偽記載等、再生手続き、 上場契約違反など	虚偽記載等、再生手続き、 上場契約違反など	マーケットメイカー数2社（上記①の場合） 又は4社（上記②、③の場合）

（出所）東京証券取引所「新市場区分の選択結果について」（2022年1月11日）、ニューヨーク証券取引所、NASDAQから大和総研作成

われている。移行期間を2022年4月～2025年1月末として、市場再編前（2022年4月1日）時点でのTOPIX構成銘柄を対象に、流通株式時価総額100億円未満の銘柄のウェイトは段階的に引き下げられ、2025年1月最終営業日にTOPIXから除外される。2022年4月1日時点でのTOPIX構成銘柄（移行前の東証一部上場の全企業）が対象となることから、市場再編後のTOPIXの構成銘柄にはプライム市場だけではなく、スタンダード市場を選択した企業が含まれる。市場再編後に新たにTOPIXの構成銘柄になるのはプライム市場に新規上場した企業に限られる。

TOPIX構成銘柄の見直しの判定は3回行われるところ、第1回判定は既に2021年7月に終了しており、残すは第2回判定の2022年10月、TOPIX再評価（最終判定）の2023年10月である。第2回判定の対象企業は、第1回判定で流通株式時価総額100億円未満と判定された企

業である。第1回判定で100億円以上と判定された企業は引き続きTOPIX構成銘柄であり、ウェイト低減もない。

第2回判定では、第1回と同様に流通株式時価総額が100億円以上か否かが基準である。第2回判定で流通株式時価総額100億円未満であると、TOPIXに組み込む際のウェイトを徐々に低減させていく銘柄となり、ウェイト低減なしの銘柄のウェイトを1とした場合、2022年10月末から四半期ごとにウェイトが0.1ずつ低減する。そうなれば、TOPIXに追随するリターンを目指すETFや投資信託からの株式の売却につながり、株価にネガティブな影響が出る可能性がある。

第2回判定でウェイトを低減させる銘柄と決定された場合、2023年10月の最終判定に進む（ウェイト低減は四半期ごとであるため、この段階で4回のウェイト低減が行われ、ウェイトは0.6になっている）。最終判定では流通株式時価総額

100億円以上かどうかに加えて、年間売買代金回転率（2022年9月～2023年8月の各月について、日々の売買代金の中央値に営業日数を乗じたものを当該月末最終営業日の浮動株時価総額で除した値を求め、それを合計した数値）が0.2回転以上かどうかで評価され、条件充足の状況によって、3つのパターンに分かれる。

第一に、流通株式時価総額100億円に満たない場合、ウェイト低減をさらに進め、2025年1月末にTOPIXから除外される。第二に、最終判定時に流通株式時価総額が100億円以上ではあるが、年間売買代金回転率が0.2回転に満たない場合は、第2回判定時以降のウェイト低減が停止され、ウェイトが低下したまま（0.6）の状態になる。なお、TOPIX見直しが終了する2025年1月以降も低下したウェイトが維持されるかどうかは、今後議論される見込みである。第三に流通株式時価総額が100億円以上であり、かつ、年間売買代金回転率が0.2回転以上であれば、第2回判定後に低減したウェイトを1に戻し、ウェイト低減なしの通常銘柄になる。なお、ウェイトは2023年10月から四半期ごとに0.1ずつ段階的に引き上げられる。

2) 政策保有株の扱いが変わる浮動株比率の見直し

TOPIXは浮動株時価総額加重型の株価指数であり、各構成銘柄の浮動株時価総額の大きさが加重ウェイトになる。浮動株時価総額が相対的に大きければ、それだけ株価指数への影響度が大きくなる。今回の見直しでは、浮動株時価総額（浮動株比率×時価総額）の構成要素である浮動株比率の見直しが2022年4～6月に行われる。浮動株比率は、1から固定株比率を控除して求められ

るが、浮動株の定義変更に伴う算定方法の見直しが行われる。

定義変更前は、有価証券報告書に記載の大株主上位10位の保有株、自己株式等、役員等の保有株が固定株とされていた。今回の見直しで、さらに有価証券報告書の「コーポレート・ガバナンスの状況等」に記載されている「他の上場会社等が純投資目的以外の目的で保有する投資株式」（特定投資株式）が固定株に加えられる。これは、いわゆる政策保有株式にあたる。

なお、似たような概念であるが、浮動株と前述した流通株式の計算方法は異なる。東証は浮動株と流通株式に異なる定義付けをしている理由として、「TOPIXにおける『浮動株』については、公開情報により算出可能であり、広く指数のユーザーがトラッキング可能であることが重要であることから、異なる定義を設けております」（東京証券取引所「市場区分の見直しに向けた上場制度の整備について（第二次制度改正事項）に寄せられたパブリック・コメントの結果について」（25頁、2021年4月30日掲載）としている。

3) TOPIX見直し第2フェーズ

2025年1月末にTOPIX見直しの移行期間が終了するが、これを第1フェーズとすれば、見直しの中身は固まっていないものの、第2フェーズの実施も検討されている。具体的には、東証では、定期的な銘柄入替が検討されているようである。例えば、移行期間中はプライム市場に新規上場する銘柄のみがTOPIXの構成銘柄として追加されるが、それにスタンダード市場・グロース市場への新規上場銘柄も追加することや選定対象数に上限を設けることが検討される模様である。今後、東証内で行われる予定の議論に注目したい。

4) S & P 500 との選定基準の比較

TOPIX見直しの第2フェーズに向けて参考になるのが他国の株式指数の選定基準であろう。NYSEやNASDAQに上場する企業を対象とした米国の代表的な指数であるS & P 500の主な銘柄選定基準を示すと次の通りである（「S & P 米国株価指数メソドロジー」（2022年3月））。

- ・時価総額 146 億米ドル以上
- ・半期における売買高が最低 25 万株
- ・年間売買代金回転率（＝売買代金／浮動株調整後時価総額）1.0 回転以上
- ・直近 4 四半期連続黒字
- ・株価指数委員会が構成銘柄の選定を実施

株価指数委員会は S & P ダウ・ジョーンズ・インデックスの社員で構成されており、月に 1 回開催され、指数に追加する候補銘柄などを検討している。株価指数委員会での議論は、株価指数に対する変更や関連事項の情報が市場を動かし、重大なものになる可能性があるという性質から全て非公開になっている。

これらの選定基準に加え、年 4 回の銘柄入替が検討されており、2021 年は 19 銘柄、2020 年は 16 銘柄が入れ替わった（「S & P 500® 月例レポート（2022 年 3 月配信）」）。

S & P 500 の選定基準を見ると、TOPIX 見直しの第 1 フェーズの選定基準である流通株式時価総額 100 億円以上はかなりの低さであることは明らかである。さらに特徴的なのは、基準をクリアしている銘柄の中から、最終的に構成銘柄を決定するのは株価指数構成委員会であり、構成銘柄の決定がある程度ブラックボックス化されているということである。必ずしも全ての選定プロセスを公開する必要性はないのかもしれない。

4章 東証再編の意義と今後の課題

1. 再編の意義と評価

2章で述べた、各市場区分のコンセプトが曖昧であること、企業の持続的な企業価値の向上への動機付けの点で期待される役割を十分に果たしていないこと、投資対象としての機能性と市場代表性をTOPIXが兼ね備えていないこと、という3つ課題に対しては、一定の対応がなされたと評価できるであろう。

特に、上場維持基準が新規上場基準と同程度の水準とされ、また、米国のNYSEやNASDAQ GSMの上場廃止基準と比べても遜色がなさそうである点は改めて指摘しておきたい。企業にとって上場維持のためのハードルは高くなっており、大きなプレッシャーになっていると推測される。また、新興企業が市場第一部を目指す動きがこれまで多く、それは今後もあると思われるが、プライム市場の新規上場基準が引き上げられた。このことによって、未上場企業はもちろん、スタンダード市場やグロース市場に上場する企業がプライム市場への上場を果たそうとすれば、相当しっかりと成長して利益を増やすことが求められるようになった。そして、TOPIX見直しでは、第1フェーズとして、流通株式時価総額100億円未満の銘柄は最終的に構成銘柄から除外されることになった。

これら一連の制度改正は、市場再編後直ちに目に見える効果をもたらすものではないだろうが、企業の持続的な企業価値向上に向けた行動を中長期的に促していくだろう。

2. 今後の課題

もちろん、残されている課題もある。

第一に、経過措置の終了期限が明示されていないことである。経過措置についての「当分の間」という用語は要するに「変えるまでの間」という意味にすぎない。本来の基準を緩めた基準を適用する経過措置を必要以上に長引かせれば今回の改革の効果が大きく減殺され、目的を達成できないことになりかねない。上述したように、経過措置の今後に関する基本方針を2022年内に決め、具体的な期間は2024年に明らかにするという一つのシナリオが想定されるが、期限をできるだけ早い段階で明らかにし、経過措置を終了させていく必要がある。まずは、2022年内に公表されるという基本方針の内容に注目したい。

第二に、TOPIXの構成銘柄に関する選定基準が依然として低位であることである。今回の東証再編、TOPIXの見直しは、結果的に時価総額があまり大きくない中小型株と呼ばれる企業の持続的な企業価値向上に向けた取組みを促進させる制度改正に力点が置かれることになったと思われる。その意味では、時価総額が大きく日本を代表するような規模の大きい企業に対して、持続的な企業価値向上に向けた取組みをさらに促していくような改正を行うべきであると考えられる。

TOPIXの選定基準はS&P 500と比べるとかなり低いことを踏まえると、構成銘柄入りをかけた競争を活発化させるために、TOPIXの選定基準を引き上げることを検討すべきではないか。また、S&P 500と同様に年に4回程度の定期的な入替を行うといったことも支持できる。これらは企業にとっては深刻な問題であるかもしれないが、TOPIXから外れても、その企業の

社会的信用力、知名度、資金調達機会といった上場のメリットまでが失われるわけではない。その点において、TOPIXの選定基準の引き上げや定期的な入替は、新規上場基準や上場維持基準を引き上げることとは意味合いが本質的に異なる。TOPIX見直しの第二フェーズの議論はこれから行われる予定であり、その議論に期待したい。

証券市場は企業が資金調達を行い、投資家が資金運用をする場であり、日本経済の重要なインフラである。多様な企業が資金調達を円滑に行うことができ、様々な投資家が投資しやすい市場を目指す今回の市場改革の方向性は高く評価できる。今後は、今回の再編で期待されること、すなわち、時価総額や流動性などが改革の成果としてどう変化するかを確認しつつ、企業の中長期的な企業価値の向上や成長に資する市場の構造になっているかという検証を行うことが求められよう。そして、その検証を踏まえたさらなる見直しを不断に行っていく必要がある。

[著者]

神尾 篤史 (かみお あつし)



政策調査部
主任研究員
担当は、日本とアジアの経済/
社会構造分析、
金融資本市場の分析