

2022年9月22日 全4頁

市場区分と指数の制度のあり方について議論

「市場区分の見直しに関するフォローアップ会議」第2回

政策調査部 主任研究員 神尾 篤史

【要約】

- 東京証券取引所で「市場区分の見直しに関するフォローアップ会議」の第2回が開催された。市場関係者からヒアリングが行われ、その後、議論が行われた。
- 市場区分と指数（TOPIX）の制度設計、経過措置のあり方、TOPIXに求められる市場代表性が話題に上った。
- 市場区分と指数（TOPIX）の制度設計については、市場の新陳代謝を促す制度にすべきという意見や新陳代謝を促す施策の効果への懐疑的な意見など、様々な声があった。

第2回フォローアップ会議

東京証券取引所（東証）で9月9日に「市場区分の見直しに関するフォローアップ会議」（以下、会議）の第2回が開催された。初回はエコノミスト、投資家、上場会社、学識経験者、その他の市場関係者で構成されるメンバーの問題意識や今後の会議の進め方について議論が行われた¹。第2回はフィデリティ投信から各市場の課題の提起や対応に向けた提案、TOPIX見直しに対する具体的な提案、JPX総研からはTOPIXの見直しの状況や制度の解説が行われ、その後、メンバーによる議論が行われた。

以下では会議の議事録に基づいて、（1）市場区分と指数（TOPIX）の制度設計、（2）経過措置のあり方、（3）TOPIXに求められる市場代表性について、メンバーやフィデリティ投信のスピーカーの主な発言内容をまとめる。

¹ 初回の会議の様様については、[神尾篤史「東証改革の継続に向けたフォローアップ会議の開始—経過措置の方向性について議論—」（大和総研レポート、2022年8月19日）](#)を参照。

主な議論の内容

(1) 市場区分と指数（TOPIX）の制度設計

市場区分と指数（TOPIX）の制度設計に関する議論では、市場の新陳代謝を促す制度設計にすべきという意見や、新陳代謝を促す施策の効果への懐疑的な意見など、様々な声があった。

市場区分や指数の制度設計によって市場の新陳代謝を促すべきとする意見は、複数のメンバーから出された。そうした意見の根底には、成長分野へ円滑に人や資本が移動していないことで生産性の低迷が起きているという日本経済全体の問題が意識される中で、資本市場を活用して生産要素の適切な配分がなされ、上場会社、ひいては日本経済の生産性を向上させるという考え方があると思われる。

新陳代謝を促すために、上場会社が一定の基準を充たしていない場合、上場している市場区分からの退出を促す、TOPIX から除外するなどの方法が挙げられた。具体的には、市場区分に関しては「より高い水準でふるいをかける」という上場維持基準などの水準について意見があった。また、「経過措置の速やかな終了」についても初回の会議と同様に発言があった（経過措置の制度内容は（2）で後述）。指数に関しては競争原理の導入が議論され、構成銘柄の「入れ替えをする」「組入れ銘柄数に上限を設ける」という提案があった。現在、TOPIX の見直しが進められているが、見直し前は旧市場である市場第一部に上場してさえいれば、TOPIX の構成銘柄に選定されてきた。そのため、TOPIX の構成銘柄は増え続けていた（TOPIX の見直しについては（3）で後述）。

一方で、市場区分や指数の制度設計によって新陳代謝を促すという考え方に懐疑的な見方も示された。TOPIX の入れ替え制の実施については、「実質的な競争が起きて企業価値が向上する、日本経済が良くなるといったことは起こらないのではないか」という発言があった。また、市場区分に関して、上場維持基準の厳格化で企業価値が向上するかどうかは疑わしいとし、「本当に企業価値向上が実現するのかということ踏まえて議論をする必要がある」という指摘もあった。

他にも、市場区分に関しては「日本企業が企業価値を高めて成長するための十分要件ではなくひとつの手段に過ぎ」ないという発言や「市場区分自体が企業価値向上にそんなに大きな力を持つ訳ではありません」というコメントがあった。しかし、これらの発言をしたメンバーも策を講じる必要がないと考えているわけではなく、「上場企業は株式市場で評価されるものだ」という基本的な考えが、一部の例外的な会社を除いて、理解されていない…市場区分の見直しについてフォローして、一歩でも前に進むのが良い」「企業の動機付けの取組みはしていくべきであり、特に経過措置については速やかにメッセージを出していくことが極めて重要」とも述べている。

(2) 経過措置のあり方

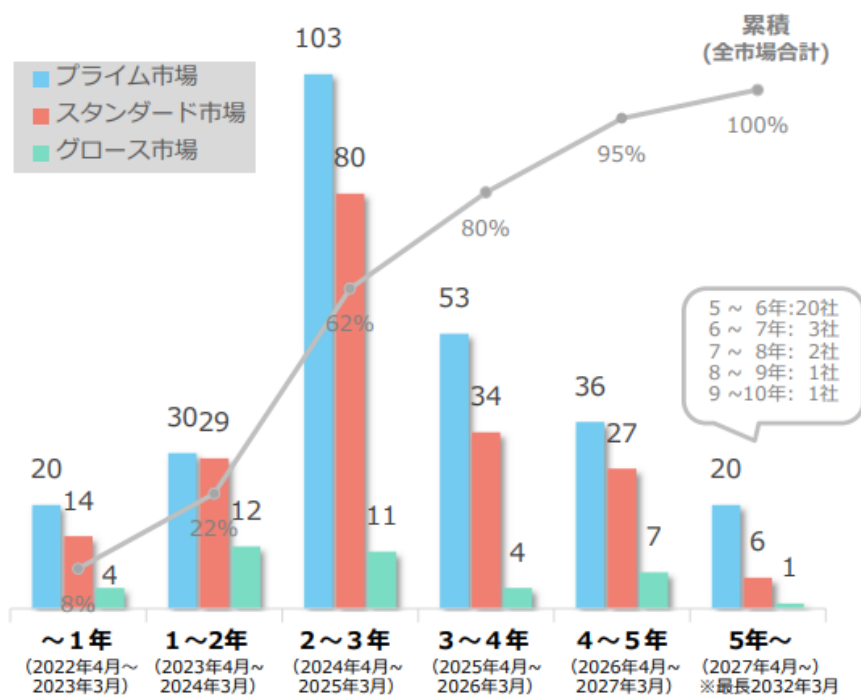
経過措置の内容を改めて確認すると、市場再編前に市場第一部・第二部、JASDAQ、マザーズに上場していた会社にも適用されている制度である。市場再編に伴って上場維持基準（市場再

編前の上場廃止基準に相当)がこれまでよりも厳しくなったため、激変緩和措置として設定された。上場維持基準に適合しない会社が、本来の基準よりも緩和された基準で上場を継続できているわけである。この経過措置の適用を受けるには、「上場維持基準の適合に向けた計画」(以下、計画書)を開示し、その計画に取り組む必要がある。計画書には、上場維持基準の達成に必要な計画期間や施策などの記述が求められている。経過措置の存置される期間が「当分の間」とされており、終了時期は明確になっていない。

初回の会議も含め、メンバー間では企業の予見可能性を高めるために、速やかに経過措置の終了時期に関する方針を決定して明らかにすべきとするコンセンサスが形成されているとみられる。しかし、期間については意見が分かれている。今回の会議では、「(上場会社が計画書で示した)当初計画の期限または2027年まで」(括弧書きは筆者が補充)を経過措置の期間にするという提案をしたメンバーがいた。当初計画を2028年以降に設定した会社は2027年を期限とし、当初計画が短い会社は計画通りに経過措置期間が終了する、または計画を修正しても2027年を期限とするということである。2027年というのは、計画書で示された当初計画の終了時期の95%が2027年3月までに集中していることを踏まえたものである(図表)。この発言をしたメンバーは、この期限設定を「飴と鞭」の飴と位置付け、鞭については「上場維持基準に適合していない会社のリストを公表した上で、あわせて計画の期限も記載しておく」としている。

その他には、「飴と鞭」の飴は不要とする意見もあった。2027年までという期間は長すぎるとした上で、「クリアな飴と鞭にするか、期限をもっと短くするか」という提案もあった。

図表 計画期間の終了時期の分布



注：計画期間は新市場区分移行日からの期間。複数の基準に適合していない場合、最長の計画期間を採用

(出所) 東京証券取引所「市場区分の見直しに関するフォローアップ会議 第二回 東証説明資料」(2022年9月9日)

(3) TOPIX に求められる市場代表性

TOPIX は、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）」で示された「投資対象としての機能性と市場代表性を備えた指数が存在しない」などの問題意識への対応として見直しが進められている。現在実施されているのは、旧市場では一致していた市場区分と TOPIX の構成銘柄を切り離し、流通株式時価総額が大きくない銘柄の TOPIX への影響度を下げていく取組みである。具体的には、2022 年 4 月 1 日時点で TOPIX の構成銘柄のうち、流通株式時価総額 100 億円未満の銘柄を段階的ウエイト低減銘柄とし、TOPIX に組み込む際のウエイト（組み入れ比率）を 2022 年 10 月から段階的に低減させ、2025 年 1 月末に TOPIX から除外するものである²。ウエイトが低減するという事は TOPIX に連動する ETF や投資信託などによるその銘柄の買い入れが小さくなるため、株価に影響が出ると想定される。

今回の会議では、2025 年 2 月以降に検討されている更なる TOPIX の見直しのあり方について、上述した論点整理で記載された「市場代表性」の定義に関する議論があった。メンバーからは、TOPIX に組み入れられている会社の半分以上が PBR 1 倍割れしている状況を見て、「それで市場を代表していると言えるのかは重要な観点」との発言があった。PBR が 1 倍を割れている状況は株式価値を重視していない経営が行われているという認識があるようだ。その他、『「市場代表性」という言葉の定義をはっきりさせるべき」との意見があった。多数の銘柄を入れることが市場代表性につながるというわけではなく、「優れた指数を作ることが結果的に市場を代表する指数になるという発想」の必要性も主張された。

今後のスケジュール

東証から、次回も市場関係者のヒアリングが行われることが発表された。初回の会議で示されたように、会議は 3 年程度の期間が想定されているものの、とりあえずは今後半年程度（2022 年内～2023 年初）を目途にいったん議論をまとめるとしている。

² 詳細は神尾篤史「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～」『大和総研調査季報』2022 年 4 月春季号 (Vol. 46) 4 - 15 頁を参照。