

2024 年 3 月 5 日

No.2023-051

東証改革に求められる今後の方向性 －企業と取引所の相乗的な競争力強化に向けて－

調査部 主任研究員 野村拓也

《要 点》

- ◆ 東京証券取引所(東証)は、2022 年 4 月、市場区分のコンセプトの曖昧さや企業価値向上の動機付けの不十分さを踏まえ、投資家にとっての市場の魅力を向上させる観点から、5つの上場市場を3つ(プライム、スタンダード、グロース)に再編。
- ◆ 昨年 1 月には、プライム市場の上場基準に適合していない企業に対する「経過措置」の適用期間を明確化。3 月には、「資本コストや株価を意識した経営」、「株主との対話の実施状況等に関する開示」について、実現に向けた取り組みの方向性を公表。特に、PBR 1 倍未満の企業に対して、改善に向けた取り組みの開示を求める内容。
- ◆ 東証改革の効果は既に一部で確認可能。「資本コストや株価を意識した経営」に係る開示は、昨年末までに 3 月期決算のプライム市場上場企業の 59%が実施。PBR についても、プライム市場上場企業のうち 1 倍未満の割合は 50%から 45%まで低下。
- ◆ 一方、英国では、自国金融資本市場の競争力向上の観点から上場規則改革が進展。具体的には、上場審査に係る要件の見直し(時価総額引き上げ、公開流通株式比率引き下げ等)が実施されたほか、今後、プレミアム市場とスタンダード市場の統合、非上場中小企業がアクセス可能な取引所の設立等がなされる見通し。
- ◆ 東証改革については、企業と取引所の相乗的な競争力強化に向けて、その実効性を高める観点から、今後も不断の見直しが必要。具体的な方向性は以下の通り。
 - (1)PBR 1 倍という基準を導入し、対応策の開示を求めたことにより、資本コストや株価を意識した経営の重要性を企業に意識付けたが、今後は、形式主義に陥ることがないように、業種や事業戦略に応じた柔軟な対応を促すことも肝要。
 - (2)株主との対話に関して、企業が投資家ニーズを捉え適切に対応するよう方向づけることが重要。企業は、課題とされる対話に係るリソースの確保や、経営層による内外コミュニケーションの深化が必要。
 - (3)英国の事例を踏まえ、わが国でも上場基準の妥当性について継続的に検証すべき。特に、英国で引き下げられた公開流通株式比率は、わが国企業が各市場の上場基準に未適合となる主因となっていることから、再検証の余地あり。
 - (4)市場区分の見直しに対する投資家の評価を把握し、さらなる改革の必要性についても継続的に議論すべき。英国の動きに盲目的に追随する必要はないものの、その背景にある、投資家の分かりやすさに対するニーズや、非上場中小企業の資金調達ニーズの有無を検証し、必要に応じて対応策を検討すべき。

本件に関するご照会は、調査部・主任研究員・野村拓也宛にお願いいたします。

Tel : 080-3410-3420

Mail : nomura.takuya.u8@jri.co.jp

日本総研・調査部の「経済・政策情報メールマガジン」はこちらから登録できます。

<https://www.jri.co.jp/company/business/research/mailmagazine/form/>

本資料は、情報提供を目的に作成されたものであり、何らかの取引を誘引することを目的としたものではありません。本資料は、作成日時点で弊社が一般に信頼出来ると思われる資料に基づいて作成されたものですが、情報の正確性・完全性を保証するものではありません。また、情報の内容は、経済情勢等の変化により変更されることがあります。本資料の情報に基づき起因してご閲覧者様及び第三者に損害が発生したとしても執筆者、執筆にあたっての取材先及び弊社は一切責任を負わないものとします。

1. はじめに

東京証券取引所(以下、東証)は、2022 年 4 月、市場区分のコンセプトが曖昧で投資家¹の利便性が低いこと、持続的な企業価値向上の動機付けが不十分であることを踏まえ、投資家にとっての金融資本市場の魅力を向上させる観点から、上場市場を 3 つ(プライム、スタンダード、グロース)に再編する市場区分の見直しを実施した²。昨年には、プライム市場の上場基準に適合していない企業に対する経過措置の適用期間の明確化や、企業価値向上の動機付けを高めるための取り組みを進めている。一方、英国においても、自国の金融資本市場の競争力を向上させる観点から、上場規則に係る制度改革が進展している。

いわゆる東証改革については、その実効性を高める観点から、諸外国の動向も踏まえながら、今後も不断の見直しが必要である。そこで本稿では、市場再編後の東証改革の動きと、英国における制度改革の概要を整理したうえで、東証改革に求められる今後の方向性について考察する。

2. 市場再編後の東証改革の動き

わが国では、2022 年 4 月の市場再編以降も、改革の実効性を高めるための取り組みが継続的に進められている。具体的には、東証は同年 7 月、専門家や市場関係者をメンバーとする「市場区分の見直しに関するフォローアップ会議」(以下、フォローアップ会議)を立ち上げ、今後の対応を議論してきた。昨年 1 月末には、新たな市場区分の上場基準に適合していない企業に与える「経過措置」の期間を明確化したほか、中期的な企業価値向上に向けた取り組みの動機付けを高めるための論点と対応方針を提示した(図表 1)。

(図表 1) フォローアップ会議が示した東証改革の論点と主な対応方針

論点		対応方針
プライム市場移行に係る経過措置の終了時期の明確化		- 経過措置の取扱い方針を決定 - 整理銘柄指定期間の見直し
中期的な企業価値向上に向けた取組の動機付け	資本コストや株価に対する意識改革・リテラシー向上	- 資本のコスト/収益性の改善に向けた取組等の開示要請(特にPBR 1 倍割れ企業) - 株式報酬制度に係る理解促進、資本市場に関する研修コンテンツの点検等
	コーポレートガバナンスの質の向上	- コンプライ・オア・エクスプレインの主旨周知・事例明示 - 指名委員会や報酬委員会の役割・機能・活動状況等の実態調査
	英文開示の更なる拡充	- プライム市場の上場会社への義務化内容について決定・公表 - スタンダード/グロース市場の上場会社にも事例紹介等の働きかけ
投資者との対話の実効性向上		- 経営者と投資家の対話についてコーポレートガバナンス報告書に記載要請 - 社外取締役の役割の理解促進、企業との対話に係る関心向上(企業年金等)

(資料) 東京証券取引所「論点整理を踏まえた今後の東証の対応」(2023 年 1 月 25 日)を基に日本総合研究所作成

経過措置に関しては、①2025 年 3 月以降に到来する事業年度末日から本来の上場基準を適用し、②基準日後 1 年以内に上場基準に適合しない場合は 6 ヶ月間、管理銘柄・整理銘柄に指定し、それでも適合しなければ上場廃止、③2026 年 3 月以降の初回基準日を超える期限を設定した計画が示されている場合は、その期限における適合状況を確認するまで管理銘柄指定を継続することとされた。

¹ 東証では「投資者」と表現しているケースもあるが、本稿では「投資家」で統一する。

² 実施された東証改革の詳細については、石川 [2021] を参照。

また、企業価値向上に向けた取り組みの動機付けに関しては、まず、資本コストや資本収益性の改善に向けた取り組みの実施・進捗状況開示の要請等の「資本コストや株価に対する意識改革・リテラシーの向上」、コンプライ・オア・エクスプレイン³の趣旨周知と好事例/不十分な事例の明示等の「コーポレートガバナンスの質の向上」、プライム市場で開示を義務付ける内容の公表等の「英文開示の更なる拡充」、経営陣と投資家の間の対話についてコーポレートガバナンス報告書への記載の要請等の「投資家との対話の実効性向上」が掲げられた。

また、東証は昨年3月、「上場企業に積極的に実施していただくことをお願いすること」として、1月に示した企業価値向上に向けた取り組みの動機付けに係る論点のうち、「資本コストや株価を意識した経営」、「株主との対話の実施状況等に関する開示」の実現にむけた具体的取り組みの方向性を示した(図表2)。特にPBR (Price Book-value Ratio : 株価純資産倍率⁴) 1倍を下回る企業に対して、PBR改善に向けた取り組みなどの開示を求めるものになっている⁵。

(図表2) 東証の示した具体的取り組み

項目	対象	開始時期	具体的対応
資本コストや株価を意識した経営の実現に向けた対応	プライム市場/ スタンダード市場	「できる限り速やかな対応」	資本コストや収益性の現状分析と評価、改善に向けた計画(目標、期間、具体的取り組み)の検討及び策定・投資家への開示、計画に基づいた取り組みの実行、進捗状況の分析と開示(毎年)という一連の対応
株主との対話の実施状況等に関する開示	プライム市場		直前事業年度における経営陣等と株主との対話の実施状況(対応者、株主の概要、主なテーマや株主の関心事項、株主から得られた気づき、説明により株主の理解を得られた内容など)等について開示

(資料) 東京証券取引所「資本コストや株価を意識した経営の実現に向けた対応について」、「株主との対話の推進と開示について」(2023年3月31日)を基に日本総合研究所作成

その後、フォローアップ会議は、昨年10月、「資本コストや株価を意識した経営の実現に向けた対応」及び「株主との対話の推進と開示」について、今後の取り組みを提示した。具体的に、株価を意識した経営については、開示企業の一覧表の公表と趣旨・留意点の再周知、対応のポイント・取り組み事例の公表、対応状況の集計・周知を行うこととされ、株主との対話については、企業の取り組みの好事例の紹介、投資家の目線の紹介などが挙げられている。

³ コーポレートガバナンス・コード等において、各原則を順守するか、順守できないのであればその理由を株主等に説明することを求めるもの。規制・制度のように、順守を一律義務化するものではなく、企業が自社ビジネスを踏まえて選択できるため、ビジネス展開を阻害することなく、結果として実効性も向上する、という対応方針。

⁴ 計算式は、「PBR (倍) = 株価 ÷ 株当たり純資産」。企業に対する市場の評価 (時価総額) が、会計上の解散価値である純資産 (株主資本) の何倍であるかを表す指標。当該指標が1倍を下回るのは、市場価値が解散価値を下回っている状態と言える。

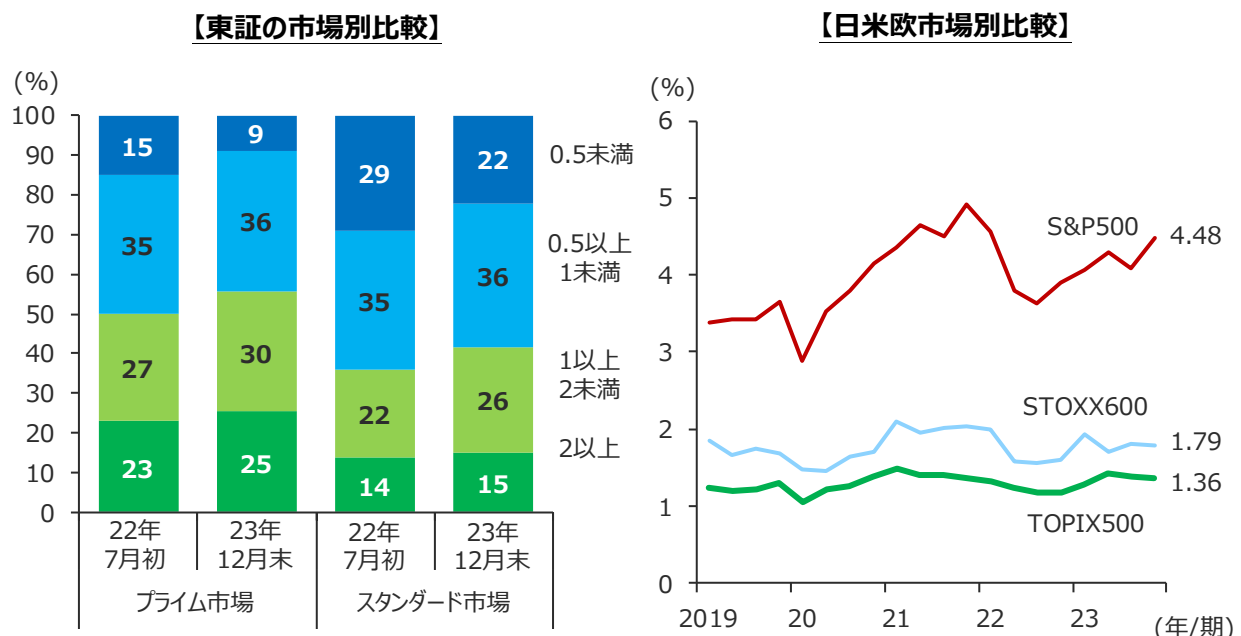
⁵ このほか、東証は、PBR改善を促す仕組みの一環として、一定の要件を満たすPBR1倍超の企業で構成される新指数「JPXプライム150指数」も導入した。プライム市場上場かつ時価総額上位500銘柄から、推定エクイティスプレッド(ROE-株主資本コスト)の上位75社を選定、その後PBRが1倍を超える銘柄で時価総額上位75社を選定。採用銘柄となれば、指数を参照する投資信託や先物等を通じて投資資金が入りやすくなるため、企業としてはPBR改善などのインセンティブが働く。

3. 資本コストや株価を意識した経営・株主との対話に関する実績

こうした東証改革の効果は、既に一部で確認できる。例えば3月期決算会社において、「資本コストや株価を意識した経営の実現に向けた対応」について、「開示済み」・「(開示について)検討中」と回答した企業の割合は、昨年12月末時点で、プライム市場では59%、スタンダード市場では21%となっており、昨年7月14日時点の31%及び14%から、短期間で大きく増加している⁶。また、こうした企業のうち、昨年12月末時点で、プライム市場では約42%、スタンダード市場では約5%が、当該内容についての英文開示を実施している。

また、企業のPBRについてみれば、プライム市場の上場企業全体に占めるPBR1倍未満の企業の割合は、2022年7月初の約50%から昨年12月末には約45%に低下(図表3)。スタンダード市場においても、2022年7月初の約64%から昨年12月末には約58%と低下している。ただし、以前から指摘されていることであるが、上場企業全体のPBRをみれば、わが国は欧米よりも低い状況に変わりはない。2023年末のわが国のTOPIX500企業のPBRが1.36倍⁷であるのに対し、米国のS&P500企業は約4.48倍、欧州のStoxx600企業は約1.79倍となっている。

(図表3) PBRの市場別比較



(資料)東京証券取引所「資本コストや株価を意識した経営の実現に向けた対応」に関する開示状況(2023年12月末時点)、「第一回 事務局参考資料(上場会社データ)」、Bloomberg L.P.を基に日本総合研究所作成

また、「株主との対話の実施状況等に関する開示」については、2023年7月14日時点で、プライム市場上場企業の34%が「実施状況を開示」・「今後開示する旨を記載」(コーポレートガバナンス報告書への記載)しており、特に時価総額が大きい先であるほど情報開示が進んでいる、との見解をフォローアップ会議は指摘している。

⁶ なお、全上場企業ベースでは、2024年1月末時点で、プライム市場では54%、スタンダード市場では20%となっており、昨年12月末時点の49%及び19%から更に上昇している。

⁷ 2022年末の約1.18倍から上昇。上昇幅が株価指数の伸び(前年比+16.8倍)ほど際立っていない背景には、BPS(一株当たり純資産)の伸びも一定以上(同+9.2倍)あり、押し上げ効果が一部減殺されたため。

4. 英国における上場規則に係る制度改革

他方、世界に目を向けると、英国では、2020年に当時のスナク財務大臣(現首相)が議会証言において、EU離脱後の金融サービス業の国際競争力維持を目的とした制度改革を提言したことを受けて、金融資本市場改革を通じた競争力向上に向けた検討が開始された。その後、上場規則、発行市場、資本調達、目論見書、ホールセール市場といったテーマ毎の調査⁸を経て、順次、法制化が進められているが、足元では、本年5月に上場規則の見直し案、7月には目論見書に係る見直し案が公表されたほか、非上場の中小企業向けの取引所を創設する方針が示されている。

一連の英国の金融資本市場改革のうち、今後の東証改革に参考になり得る、①上場要件の見直し、②株式市場への上場要件統一化、③非上場中小企業向け取引所の創設についての概要は以下の通り。

(1) 上場要件の見直し

上場規則に関連した制度改革は、一部が2021年12月に先行して実施されており、その中には、時価総額要件の引き上げ、公開流通株式比率要件の引き下げ等の上場要件の見直しも含まれる。

具体的に、時価総額要件については、プレミアム、スタンダード、ハイグロースの3市場で構成されるメインマーケットへの上場に係る時価総額要件が、70万ポンド(約1.26億円⁹)から3,000万ポンド(約54億円)に引き上げられた¹⁰。この背景として、FCA(金融行為規制機構)は、時価総額が小さい企業の株式は、流動性が低く、ボラティリティが高いため、投資家が不利益を被る可能性があるほか、投資家は代替投資市場(AIM)¹¹において、より小規模な企業にもアクセスできる点を指摘している。

また、株式全体のうち、取締役と5%以上株式を保有する大株主・その関係者以外の外部者に保有される株式の比率である公開流通株式比率に係る要件については、25%から10%へと引き下げられた。この背景として、FCAは、当該要件はコーポレートガバナンスの観点から導入されていたが、実際のところ、当該比率ではガバナンスの有効性は測れないとの判断を示した。一方で、企業が公開企業とみなされるためには、最低限の公開流通株式が必要と考える向きもあるため、本見直しでは、当該比率要件は撤廃せず、大幅な引き下げにとどめることとされた。

(2) 株式市場への上場要件統一化

次に、2023年5月に公表された上場規則の見直し法案では、メインマーケットのうちプレミアム市場とスタンダード市場について、上場要件統一化を通じた市場の統合が盛り込まれた¹²。FCAは、統合の理由として、投資家にとって市場構成を理解しやすくシンプルにすることで、多くの投資家がアクセス可能にすることなどを挙げている。統合後の上場要件は、現在のプレミアム市場の基準を基本に、一部を緩和することが想定されている(図表4)。

⁸ 上場規則に係る評価レポート(UK Listing Review)、発行市場の有効性に係る評価レポート(Primary Markets Effectiveness Review)、流通市場での資本増強に係る評価レポート(Secondary Capital Raising Review)、ホールセール市場の評価レポート(Wholesale Markets Review)、目論見書制度への提言(UK Prospectus Regime)。

⁹ 1ポンド=180円で計算(以下も同様)。

¹⁰ 当初のFCA案は5,000万ポンド(約90億円)であったが、市中協議を経て下方修正。18ヵ月の移行期間が設けられており、その間は見直し前の基準である70万ポンド(約1.26億円)で上場維持が可能。

¹¹ 1995年に創設された新興企業向けの株式市場。メインマーケット対比で、最低時価総額や最低公開流通株式比率、目論見書提出などにおいて、より緩和された要件が設定されている。

¹² なお、FCAのCEOであるNikhil Rathi氏は、最終案公表時期について2024年上半年期との見通しを示している。



(図表4) ロンドン証券取引所の上場要件の変更案

	統合前		統合後
	プレミアム市場	スタンダード市場	
最低時価総額	3,000万ポンド	3,000万ポンド	3,000万ポンド
過去3年間の財務情報 (ビジネス全体の75%をカバー)	要	不要	不要
運転資本に係る文書	要	不要	不要
目論見書の公開	要	要	要
最低流通株式比率	10%	10%	10%
支配株主に係る規則	有	無	有 (既存規則を改訂)
DCS(複数議決権株式)に係る制限	有	無	有 (既存規則を改訂)
TCFDにおける情報公開 (コンプライ・オア・エクスプレイン)	要	要	要
コーポレートガバナンスコードの順守 (コンプライ・オア・エクスプレイン)	要	要 (コード対象かを公開)	要
重要取引に係る規則 (株式価値の規模)	有 (価値の5%、25%)	無	有 (既存規則を改定)

(資料) FCA を基に日本総合研究所作成

(3) 非上場中小企業向け取引所の創設

2023 年 7 月のマンションハウス・スピーチ¹³において、ハント財務相は、非上場の中小企業向け取引所「Intermittent Trading Venue(以下、ITV)」を 2024 年末までに設置する方針を示した。この背景として、FCA は、2021 年 7 月公表の「ホールセール市場の評価レポート」において、中小企業が、EU 版の中小企業向け取引所「SME Growth Markets¹⁴」を利用せずに、クラウドファンディングやプライベートマーケットを利用するケースが多いと指摘されたことがある。

新たな取引所の具体的な姿は、政府や FCA 等の関係者が議論する見通しであるが、民間からは、上場して継続的に取引を行う取引所ではなく、私募での資金調達のように断続的(intermittent)に取引を行う取引所に対する要望が寄せられている模様である。ロンドン証券取引所グループの新発行市場ヘッドであるハジュコビック氏は、ITV について、「プライベート市場とパブリック市場の間のギャップを埋める」ことを特徴として挙げている。また同氏は、ITV の利点について、「必要に応じて企業が非上場を維持しながら、不定期に効率的な資金調達が可能になる」、「経営陣は会社の成長に集中することができる」と指摘している。

5. 東証改革における課題と今後の方向性

東証改革については、企業と取引所の相乗的な競争力強化に向けて、実効性を高める観点から、今後も不断の見直しが必要である。これまでの動きや英国の金融資本市場改革も踏まえて、現状の課題と今後の方向性を整理すると、以下の通り。

¹³ ロンドン市長公邸で毎年 6・7 月に実施される会食において、政治・経済・金融関係者に対して、英財務省や英中銀総裁が行うスピーチ。

¹⁴ EU における MiFID II (第二次金融商品市場指令)によって導入された中小企業向けの株式取引所(伝統的な取引所ではなく、多角的取引システム(MTF)が該当する)。

（１）PBR などの数値目標は形式主義に陥らないよう柔軟な対応が必要

東証改革では、「資本コストや株価を意識した経営」に向けた取り組みとして、PBR 1 倍未満の企業に対して、改善に向けた取り組みなどの開示が求めている。

一方で、PBR そのものは、必ずしも投資家が直接的に重視するベンチマークにはなっていない。生命保険業界が実施しているアンケート¹⁵では、「経営目標として企業が重視することが望ましい具体的指標」について、投資家は、第 1 に ROE(株主資本利益率、83.3%)を、次いで ROIC(投下資本利益率、51.0%)を挙げているが、PBR は「その他」に含まれ、その割合は 2.1%に過ぎない(図表 5)。企業において資本コストや株価を意識した経営が求められることは論を俟たないが、「PBR 1 倍」という基準については、数値遵守の目的化、あるいは数値合わせに注力するような形式主義に陥ることなく、企業価値の向上という方向性を堅持しつつ、企業に対して業種や業態、事業戦略に応じた柔軟な対応を求めることが肝要であろう。

(図表 5) 投資家アンケート<2022 年度>
「株式価値向上に向け、経営目標として企業が重視することが望ましい具体的指標」

指標	割合(%)
ROE(株主資本利益率)	83.3
ROIC(投下資本利益率)	51.0
資本コスト (WACC(加重平均資本コスト)等)	40.6
総還元性向 ((配当 + 自己株式取得) / 当期利益)	39.6
E(環境)に関する指標(CO2排出量等)	39.6
S(社会)に関する指標(女性管理職比率等)	35.4
利益額・利益の伸び率	30.2
⋮	
その他：PBR等	2.1

(資料) 生命保険協会「企業価値向上に向けた取り組みに関するアンケート」(2022 年度)を基に日本総合研究所作成

（２）企業が株主との対話を通じて投資家のニーズを捉え、適切に対応することが重要

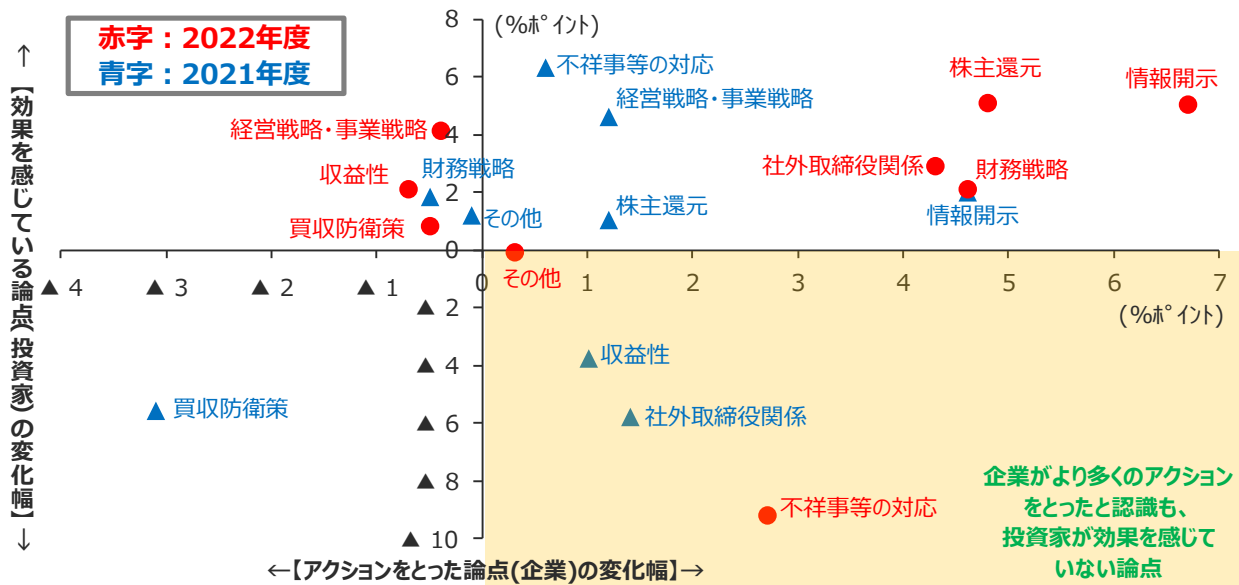
株主との対話が効果的に行われているかを確認するため、前述の生命保険協会のアンケートにおいて、企業が投資家との対話を経て具体的な行動に移したテーマと、投資家が企業との対話を経て企業が行動に移すなどの効果を感じたテーマを比較したところ、情報開示や株主還元といったテーマについては、行動に移したと回答した企業、対話に効果があったと回答した投資家ともに増加している。

一方で、企業と投資家の間に認識の差があるテーマも存在する。具体的に、2001 年度の調査では、収益性や社外取締役に関係するテーマについて、企業サイドでは、行動に移したとの回答が増加している一方、投資家サイドでは、効果があったとの回答が減少している（いずれも翌年度には投資家サイドで効果があったとの回答が増加）。2022 年度の調査では、不祥事対応に関するテーマについて、同様の認識の差異が存在する(次頁図表 6)。

今後は、このような企業と投資家の間の認識の差異を削減し、企業が対話を通じて投資家のニーズを把握し、適切に対応するよう方向付けることが重要となる。

¹⁵ 「企業価値向上に向けた取り組みに関するアンケート」(2022 年度版)。上場企業 1,200 社と、投資家である生命保険会社等の機関投資家 208 社を対象としたアンケート調査。

(図表6) 対話を経てアクションをとった論点(企業)の割合と効果を感じている論点(投資家)の割合



(資料) 生命保険協会「企業価値向上に向けた取り組みに関するアンケート集計 集計結果 企業・投資家の結果比較」(2021年度版、2022年度版)を基に日本総合研究所作成

同じ調査において、企業と株主との対話に関して、企業と投資家がそれぞれ感じている課題を質問したところ、企業は、対話に割けるリソース・人材やスキル・知識、情報開示の不足を挙げている一方、投資家は、経営トップが対話に関与できていない点や、対話の内容が経営層で共有できていないといった点を指摘している(図表7)。投資家のニーズを捉え、対話の実効性を高めるという観点では、企業は対話に係るリソースの確保や、経営層による内外コミュニケーションの活性化が不可欠と考えられる。

(図表7) 投資家との対話に係る企業側の課題(アンケート調査、2022年度)

企業：対話に際し、自社の体制や取組において感じる課題
投資家：対話に際し、企業に感じている課題

	企業(%)	投資家(%)
対話に割けるリソース・人材が不足	43.5	20.4
対話の材料となる情報開示が不足	35.3	57
対話担当者のスキル・知識の向上	31.4	17.2
投資家の対話や議決権方針への理解度向上	18	25.8
特段なし	17.5	10.8
対話内容の経営層での共有化が不足	14.9	47.3
経営トップが対話に関与できていない	10.2	40.9
その他	4.3	3.2

(資料) 生命保険協会「企業価値向上に向けた取り組みに関するアンケート集計 集計結果 企業・投資家の結果比較」(2022年度版)を基に日本総合研究所作成

（３）上場基準の妥当性の再検証が必要

東証改革後の各市場に対して設定された、最低時価総額、最低公開流通株式比率・同時価総額などの上場審査の形式要件は、移行前の旧区分¹⁶と対比すると、企業に流動性面やガバナンス面での質の確保を促す形となっている（巻末参考図表２）。一方で英国では、流動性のより一層の確保という観点から最低時価総額を引き上げる一方、コーポレートガバナンス確保に有効でないとの判断から最低公開流通株式比率については引き下げるなど、形式要件の維持・引き上げには拘らず、エビデンスを基に適切と考えられる基準を柔軟に設定していると言える。

東証の新区分での市場は2022年4月によりやく始動したものの、今後の企業の動きや投資家の判断を踏まえ、形式要件の妥当性については今一度精査・検証していくことが求められよう。特に、英国で引き下げられた公開流通株式比率は、市場区分変更後も、わが国企業が各市場の上場基準に未適合となる理由の1つになっていることもあり、再検証の余地があると思われる（図表８）。

（図表８）上場維持基準に適合していない会社数とその基準（2023年5月31日時点）

	プライム	スタンダード	グロース
未適合社数(除く重複)	262社	191社	39社
基準別割合	流通株式時価総額	69.6%	68.5%
	流通株式比率	22.6%	38.0%
	売買代金/株主数/時価総額	14.0%	3.3%

（注）複数の上場基準未適合のケースも存在するため、各市場の合算は100%を超過する

（資料）東京証券取引所「プライム市場上場会社のスタンダード市場再選択の結果について」（2023年10月11日）を基に日本総合研究所作成

（４）市場区分の見直しに関する継続的議論が必要

東証改革は、市場区分のコンセプトが曖昧で投資家の利便性が低いことを理由の1つとして、実施されたものであり、4つの市場¹⁷を3つに集約するものだった。一方で、機関投資家の投資対象となるような企業向けの最上位市場、最上位市場企業に及ばないものの一定の流動性と基本的な経営能力を有する企業向けの中間市場、新興企業向け市場、という大きなコンセプト自体は維持されている。英国も同様に3市場体制だったが、投資家が理解し易いという点を重視し、よりシンプルな体制の採用を検討することになった。東証改革の市場再編が2022年4月に実施される直前においては、投資家サイドから「実質的には何も変わらない」と評価¹⁸されていたこともあるため、既存の3市場体制が真に投資家のニーズに合うものかは、アンケート調査等の定期的な実施等を通じて、継続的に把握・議論していく必要があろう。

また、ビジネスの成長のタイミングに合わせて「断続的」に資金調達ができ、資金調達プロセスに要する時間が削減できる¹⁹英国 ITV は、わが国の非上場中小企業にとっても、資金調達面でメリットの多いスキームになる可能性がある。英国の動きに盲目的に追随する必要性はないが、前述の市場区分の見直しに係る継続議論に加え、こうした新しい形態の市場の可能性についても、必要に応じて検討していくことが肝要である。

¹⁶ プライム市場は東証1部から、スタンダード市場は東証1・2部とジャスダック・スタンダードから、グロース市場はジャスダック・グロースとマザーズから移行するケースが多い。

¹⁷ ジャスダックは市場内区分としてジャスダック・スタンダードとジャスダック・グロースに分かれている。

¹⁸ QUICK 月次調査＜株式＞（2022年2月）によると、東証改革について、「投資家からみれば実質的には何も変わらない」との評価が64%を占めていた。

¹⁹ 個別のエクイティ・ファイナンス案件ではなく、取引所における一取引となるため。

5. おわりに

わが国政府は、「資産所得倍増プラン」や「資産運用立国実現プラン」を公表し、わが国のインベストメントチェーンの各主体に働きかけその機能の高度化を図ることで、「成長と分配の好循環」につなげる意向である。もっとも、過半が現預金に滞留している個人金融資産を、20 年来の目標である「貯蓄から投資へ」・「貯蓄から資産形成へ」へと動かしていくためには、投資先となる企業価値の向上により、金融資本市場の魅力を向上させることが不可欠である。これは、わが国政府や東京、大阪などが並行して進める国際金融都市の実現に向け、海外投資家からの投資を惹きつけるためにも重要である。今後も、東証は、本稿で示した方向性を踏まえ、企業価値向上を追求した不断の見直しを行い、改革を継続することが期待される。

以 上

(参考図表1)コーポレートガバナンス改革の実質化に向けたアクション・プログラムで示された課題と対応策

項目		検討・促進・実施する主な内容
企業の持続的な成長と中長期的な企業価値向上に向けた課題	収益性と成長性を意識した経営	事業ポートフォリオ見直しや、人的資本や知的財産への投資・設備投資等、適切なリスクテイクに基づく経営資源配分
	サステナビリティを意識した経営	サステナビリティ関連好事例集の公表、国際的議論への参画、女性役員比率の向上、取締役会や中核人材の多様性向上
	独立社外取締役の機能発揮	取締役会等の実効性評価等によるPDCAサイクル確立、独立社外取締役の役割の理解促進に向けた啓発活動(研修等)
企業と投資家との対話に係る課題	スチュワードシップ活動の実質化	運用機関・アセットオーナー等の取組み(十分なリソースの確保、エンゲージメント手法の工夫、インセンティブの付与等)
	対話の基礎となる情報開示の充実	対話の実施状況等の開示要請(プライム市場)、エクスプレインの事例の明示、開示の効率化、企業のタイムリーな情報開示
	グローバル投資家との対話促進	海外投資家の期待(独立社外取締役比率、英文開示等)に応える企業群の「見える化」、英文開示の義務化(プライム市場)
	法制度上の課題の解決	「重要提案行為等」や「共同保有者」の明確化、実質株主の透明性のあり方、部分買付けに伴う少数株主の保護のあり方
	市場環境上の課題の解決	従属上場会社の情報開示・ガバナンスのあり方、政策保有株式縮減の継続的フォローアップ

(資料) 金融庁「コーポレートガバナンス改革の実質化に向けたアクション・プログラム」(2023年4月26日)を基に日本総合研究所作成

(参考図表2)東証とロンドン証券取引所における上場要件(上場審査基準、形式要件)の一部

	基準指標	時期	プライム		スタンダード		グロース
	最低時価総額	改革後	250億円		—		—
東証		改革前	【東証一部】 250億円 (変更等:40億円)	【東証二部】 20億円	【JS】 —	【JG】 —	【M】 10億円
	最低流通株式比率	改革後	35%		25%		25%
		改革前	【東証一部】 35%	【東証二部】 30%	【JS】 —	【JG】 —	【M】 25%
	最低流通株式時価総額	改革後	100億円		10億円		5億円
		改革前	【東証一部】 —	【東証二部】 10億円	【JS】 5億円	【JG】 5億円	【M】 5億円
ロンドン証券取引所	基準指標	時期	プレミアム		スタンダード		ハイ・グロース・セグメント
	最低時価総額	改革後	約54億円		約54億円		約54億円
		改革前	約1.3億円		約1.3億円		—
	最低流通株式比率	改革後	10%		10%		10%
		改革前	25%		25%		10%
	最低流通株式時価総額	改革後	—		—		約54億円
		改革前	—		—		約54億円

(注1) JS: ジャスダック・スタンダード、JG: ジャスダック・グロース、M: マザーズ、変更等: 一部指定/市場変更

(注2) 1ポンド180円換算

(資料) LSE 及び各種資料を基に日本総合研究所作成

<参考文献>

- UK Government [2021] “UK Listing Review”
https://assets.publishing.service.gov.uk/government/uploads/system/uploads/attachment_data/file/966133/UK_Listing_Review_3_March.pdf
- FCA [2021] “Primary Markets Effectiveness Review”
<https://www.fca.org.uk/publication/consultation/cp21-21.pdf>
- FCA [2021] “Primary Market Effectiveness Review: Feedback and final changes to the Listing Rules”
<https://www.fca.org.uk/publication/policy/ps21-22.pdf>
- FCA [2021] “Primary Market Effectiveness Review: Feedback to the discussion of the purpose of the listing regime and further discussion”
<https://www.fca.org.uk/publication/discussion/dp22-2.pdf>
- UK Government [2022] “UK Secondary Capital Raising Review”
https://assets.publishing.service.gov.uk/government/uploads/system/uploads/attachment_data/file/1091566/SCRR_Report_July_2022_final_.pdf
- UK Government [2021] “Wholesale Market Review”
https://assets.publishing.service.gov.uk/government/uploads/system/uploads/attachment_data/file/998165/WMR_condoc_FINAL_OFFICIAL_SENSITIVE_.pdf
- 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 [2022、2023、2024] 開示資料
- 金融庁 スチュワードシップ・コード及びコーポレートガバナンス・コードのフォローアップ会議 [2023] 「コーポレートガバナンス改革の実質化に向けたアクション・プログラム」
- 生命保険協会 [2022、2023] 「企業価値向上に向けた取り組みに関するアンケート集計 集計結果 企業・投資家の結果比較」
- 石川 智久 [2021] 「東証改革への期待と残された課題 ～ 上場基準引き上げ等の更なる改革が不可欠 ～」、日本総合研究所、リサーチ・フォーカス、No. 2021-058