

「市場構造の見直し」の概要と企業に求められる対応

日本総合研究所理事長。京都大学博士(経済学)。1984年日本銀行入行92年より日本総合研究所。2018年より現職。産業構造審議会委員、金融審議会委員などを兼任。著書に『金融危機とブルーム政策』(日本経済新聞出版社、2010)など。

翁 百合
Okina Yuri

一般の東京証券取引所市場区分見直しは、上場企業がその株式の流動性とガバナンスを向上させ、持続的な企業価値の向上を目指すことを、TOPIXと市場区分の切り離しは、日本を代表する指数の機能が向上することを旨としており、両改革により内外の投資家にとりより魅力ある市場となることが期待される。

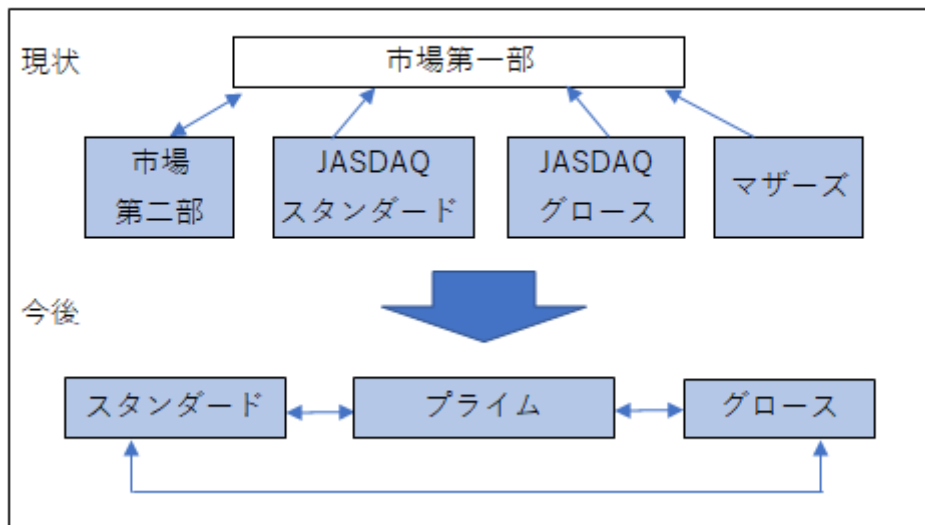
I はじめに

2019年12月27日、金融審議会市場ワーキング・グループに設置された、市場構造専門グループから報告書「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」が公表された。本報告書は、東京証券取引所の市場構造の見直しを提言している。その目的は、①上場会社やベンチャー企業の持続的成長と企業価値の向上を促し、②日本の株式市場を内外の投資家にとって魅力あふれる市場とするというものである。具体的には、現在5つある市場区分を、コンセプトを明確化した3つに再編成し、東証株価指数 TOPIX について、市場第一部構成銘柄という市場区分とのリンクを切り離すことが提言されている。本稿では、本報告書の内容を関係者の意見などとともに紹介し、いくつかのポイントに注目して評価を試みるとともに、今後の再編に向けた流れと企業に求められる対応について検討する。

II 報告書の概要

東京証券取引所の市場区分は、2013年に東京証券取引所と大阪証券取引所が統合して以来、【図表】のような5区分となっているが、その市場区分のコンセプトは曖昧であり、投資家にわかりにくい状況が続いていた。また、各市場への上場基準も、たとえば市場第一部に直接上場する基準よりも、ステップアップ基準が低いといった、整合性を欠く状況となっていた。東京証券取引所は、こうした問題意識から2018年11月より懇談会を設置し、市場区分見直しの論点整理を行ったが、金融審議会でもより検討を深めることになった。

【図表】市場構造の現状と今後



(出所) 金融庁資料を簡略化して掲載

上記の検討の過程で、東証、金融庁において、それぞれ多くの市場関係者や企業からのヒアリングが実施されたほか、東証の懇談会ではパブリックコメントも受け付けられた。市場関係者からは、市場区分がわかりにくいとの指摘は多く聞かれたが、企業関係者からは、「市場第一部企業」であることが、企業のレピュテーションを支えており、これが奪われると企業価値を毀損するという不安の声が多かった。一方、多くの市場関係者が指摘したのは TOPIX の中に一部上場というだけで時価総額や市場流動性の低い銘柄が入っており、価格形成に歪みを生じている点であった。一方で、TOPIX のような指数は、その連続性が大事であり、その変更は時間をかけて慎重に行うべきとの指摘も少なからずあった。一方、マザーズ市場については、ベンチャー企業は業種によっては初期に赤字であることが多く、赤字だと上場できないといった基準は見直すべきという意見が多く聞かれた。

こうした市場関係者や企業の声も勘案し、検討が進められたが、市場区分について、報告書では以下のように整理された。

まず、市場区分を仮称「プライム市場」「スタンダード市場」「グロース市場」の3つに区分し、既存の上場企業は、自社の理念、ガバナンス水準、株主との対話のコミットメントなどをふまえて適切と考える市場区分を主体的に選択できる、としている。

プライム市場は、「多くの機関投資家の投資対象になりうる規模の時価総額・流動性を持ち、より高いガバナンス水準を備え、投資家との建設的対話を中心に据えて持続的な成長と中長期的な企業価値の向上にコミットする企業」が対象となる。具体的には、現在市場第一部に直接上場する場合の時価総額 250 億円、上場時の流通株式比率 35%を勘案し、流通時価総額 100 億円を目途として検討されることが注記されている。また、今後コーポレートガバナンス・コードの改訂が行われ、より高いガバナンス水準が期待される。

スタンダード市場は、「公開された市場における投資対象として一定の時価総額・流動性を持つ企業」が対象となり、主として従来の市場第二部と JASDAQ スタンダードに属する企業から構成される。基準とする流通時価総額は、現在の市場第二部の上場基準を目途として検討し、ガバナンス基準は現状のコーポレートガバナンス・コードの全原則を適用することが考えられる、としている。

グロース市場のコンセプトは、「高い成長可能性を実現するための事業計画及びその進捗の適時・適切な開示が行われ一定の市場評価が得られる一方、事業実績の観点から相対的にリスクが高い企業」が対象になり、従来のマザーズおよび JASDAQ グロースの上場企業が移行する。上場基準の時価総額は、基本的にマザーズ市場と同じ時価総額 10 億円を原則として維持し、ガバナンス基準は基本原則のみ適用とする。また、機関投資家の投資を呼び込むための幅広い検討が必要、と整理されている。

また、インデックスである TOPIX は、連続性を確保しつつ、より流動性を重視する方向で企業を選定することが適切とされ、市場区分と TOPIX を切り離すことが提言されている。具体的には、現在 TOPIX の算出に用いられる浮動株の定義を見直し、新たな浮動株の定義を用いて計算される「流通時価総額」を基準とし、その水準は新たにプライム市場に上場する際の基準となる流通時価総額を目途とする方向で検討する、としている。また、対象企業は主にプライム市場から選定されるが、スタンダード市場等からも選定できるようにするとし、東京証券取引所の利益相反の懸念を排除するため、指標算出にあたって、独立性やプロセスの公平性を確保するための方策について検討を行う、としている。

Ⅲ いくつかの論点と評価

報告書の概略は以上のとおりであるが、今回の報告書のポイントは、次のとおり整理できる。まず、プライム市場の企業に求められるのは、時価総額の大きさだけでなく、流動性の確保と高いコーポレートガバナンス水準であることを明確に位置付けた点であると思われる。その背景には、プライム市場の上場企業であれば、高いガバナンス水準を備えていることは当然であり、内外投資家と向き合い企業価値の向上に向けた取組みについて評価を受けることが求められる、という認識がある。また、諸外国には投資対象としての機能性と市場代表性を兼ね備えた指数が存在しているのに対して、TOPIXには機能性が欠けていることがかねてから指摘されてきたが、ようやく市場区分とは切り離すスタートが切れたという点が評価できる。

一方で、いくつかの論点が存在している。

第一に、プライム市場のコーポレートガバナンスの水準として、何をどのように求めるのか、という点である。これは専門グループでも議論されたが、非常に難しい課題である。報告書では、企業は、「プライム市場にふさわしいコンプライの状況やエクस्पラインの質などを達成していくことが強く期待される」とされている。今後、プライム市場に求められるコーポレートガバナンスの内容については、コーポレートガバナンス・コードの改訂等により決定されていくものと考えられる。具体的にはたとえば、英語での情報開示の充実や、独立社外取締役の割合などが考えられるかもしれない。しかし、ガバナンスコードは、プリンシプルベースで対応してきたものであり、その理念に沿えば企業にコンプライを強制することは慎重であるべきである。しかし、そうであれば、エクस्पラインの質をどのように誰が評価するのか、こうした点について必ずしも現状答えがあるわけではなく、さらなる検討が必要である。

第二は、グロース市場の上場基準が低すぎるのではないか、また機関投資家をどのように呼び込めるのか、という点である。現在のマザーズ市場は、時価総額 10 億円で上場可能であり、世界でベンチャー企業が最も上場しやすい市場の 1 つといわれている。日本でユニコーン企業（評価額 10 憶ドル以上の未上場のスタートアップ企業）が少ないといわれるのも、マザーズ市場への上場が容易であることの裏返しでもある。しかし、問題は、マザーズ市場に上場してしまうと多くの企業がその先の成長が緩慢になってしまうところにある。その背景には、マザーズ市場の投資家の多くが個人であり、企業価値向上に向けて対話しながら企業を育てようとする機関投資家が少ないこともある。報告書では、低い時価総額という上場基準は、原則として維持する一方で、ユニコーン企業の上場を促進する観点から、「企業の成長段階の適切なタイミングで上場が選択される市場慣行が醸成されることが期待される」としてより機関投資家も投資しやすい規模での上場への期待が記述されている。また、グロース市場への機関投資家の投資を呼び込むため上場時の投資家への配分ルールの見直しなど多角的な検討も促し、投資家との協働で企業価値が向上することも期待している。

第三は、プライム市場に入る企業は、結局現在の市場第一部に入る企業と大差ないのではないか、結局本改革による変化は小さいのではないか、という指摘についてである。報告書では、既存の市場第一部上場企業は、選択すれば当分の間、プライム市場への上場・上場維持を基本的に認めることが適当とされている。たしかに、市場関係者などからはプライム市場は企業数が絞られるのではないかといった見方もあった。しかし、結局市場第一部のブランドを奪うことになりかねない見直しは、かえって日本企業全体にとってはマイナスとの判断があったといえよう。ただし、報告書でも指摘されているが、仮に基準に満たない企業がプライム市場の上場維持を選択する場合には、より高いガバナンスについてのコミットメントが求められるほか、流通株式比率に関する基準を満たすための取組みについて開示する必要があるなど、の努力が求められる。また、あくまでもこれは当分の間の措置とされている。TOPIXについても、指標の連続性とのバランスをとりながら企業の入れ替えが徐々に進んでいくことが期待される。

IV 今後の再編に向けた流れと企業に求められる対応

本報告書公表後、東京証券取引所が検討をスタートして、2月21日には「新市場区分の概要等について」がまとめられたが、これにより、新規上場基準と上場維持基準が原則共通化されることが明確になった点は注目すべきであろう。また、各市場区分は独立しているものとされ、市場区分間の移行に関する緩和された基準は設けないことが改めて強調されている。

今後の工程としては、2020年内に制度要綱が公表、2021年春にはコーポレートガバナンス・コードが改訂され、プライム市場に求められる高いガバナンス水準が明らかにされる。そして、2021年9月から12月が上場会社による市場選択手続が行われる期間となり、2022年4月から新市場区分への移行となる予定である。

それでは最後に企業に求められる対応は何か。

まず、プライム市場への上場維持を選択するのであれば、当該企業は企業価値向上を目指し、より流動性が高く、高いガバナンスの水準が求められるということである。たとえば日本に特徴的な親子上場企業、大量の政策保有株式等については、ガバナンス、流動性の両面から課題があり、企業は一般株主への説明責任をより一層求められることになるだろう。

コーポレートガバナンス・コードの改訂は今後検討されるため、現段階で方向を明確に見定めることは難しいが、一層グローバルな投資家の目線に合わせたガバナンスの水準が求められるだろう。おそらく、取締役会はより一層モニタリング機能を求められ、そのためには社外取締役の役割が一層重要になる方向ではないか。必要とされる人材要件を明確にし、社外取締役の質と量をより強化していくことが求められると思われる。

そして、企業は今般のステewardシップ・コード改訂の方向にも沿い、今後ESGの要素を一層意識して、非財務情報なども含めて、長期的な企業価値向上への道筋を説得的なカタチで情報開示していくことが求められるであろう。

(執筆時点 2020年3月23日)

ビジネス法務 2020年6月号(発行4月22日)に掲載されたものを再掲