「市場区分の見直し」を巡る3つの「誤解」

東京証券取引所 上場部長
林　謙太郎

はじめに

株式会社東京証券取引所（以下「東証」という。）は、来年（2021年）4月4日付で、現在の現物株式市場における市場区分の見直しを予定しています。

〈目　次〉

はじめに
「誤解」その1：市場区分の見直しは市場第一部（プライム市場）の上場会社数の削減を目的としている
「誤解」その2：プライム市場の上場会社には、ガバナンスコードにコンプライすることが求められる
「誤解」その3：市場第一部の上場会社がスタンダードを選択した場合、パッシブ機関投資家の離脱で株価が急落する
おわりに

具体的には、これまで「市場第一部」、「市場第二部」、「マザーズ」、「JASDAQ」の4種類（JASDAQの内訳区分である「スタンダード」と「グロース」を考慮すると5種類）で構成されてきた市場区分について、「プライム市場」、「スタンダード市場」及び「グロース市場」の3種類に再編成するものです。

市場区分の見直しについては、2013年1月に株式会社東京証券取引所グループと株式会社大阪証券取引所（いずれも当時）の経営統合によって誕生した株式会社日本取引所グループが、2016年3月に公表した「第二次中期経営計画」において、「上場会社の価値向上を支える」取組みのひとつとして検討に着手し、爾来、2度に亘って実施した公開の意見募集手続きや東証の設置した有識者会議における議論、さらには金融審議会の市場構造専門グループにおける検討などを経て、見直しの大枠が定められ、昨年（2020年）秋からは、詳細な制度改正の手続きを進めてまいりまし

た。

また、本年６月には、東証の「コーポレートガバナンス・コード」が３年ぶりに改訂され、新たに設けられる市場区分のうち、「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」た上場会社向け（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」）と定義された「プライム市場」の上場会社を適用対象とする原則が追加されています。

コーポレートガバナンス・コードの改訂をもって、足掛け５年を費やした市場区分の見直しに関する制度整備は完了し、足元では、既存の上場会社各社に、それぞれの市場区分ごとの特徴や上場基準の内容を踏まえつつ、本年９月１日から12月30日までの間に、所属先となる新たな市場区分を選択するよう求めているところです。

既に、数多くの上場会社から、新たな市場区分の「選択」内容に関する意向表明が行われ、改訂されたコーポレートガバナンス・コードに基づく「コンプライ・オア・エクスプレイン」の状況も開示されはじめています。

本稿では、来年４月に予定する新たな市場区分への円滑な移行に向けて、資本市場関係者の皆様に、今般の見直しの意義を改めてご確認いただく観点から、本件を巡る「３つの誤解」につき、東証の考え方をご説明させていただきます（制度改正の内容については、拙稿「『新市場区分の概要について』の公表」（本誌2020年４月号（No.416）62頁以下）をご参照ください。）。

「誤解」その１：市場区分の見直しは市場第一部（プライム市場）の上場会社数の削減を目的としている

改めて強調するまでもなく、企業にとって「株式の上場」は、事業の拡大・事業の持続性強化のための資金調達の手段です。同時に、流通市場を通じて株式が不特定多数の投資者（一般株主）に広く取得され、公的な（パブリックな）存在となることを意味しています。顧客、取引先、従業員、金融機関その他の企業を取り巻くステークホルダーに、新たに一般株主が加わることにより、事業活動を通じて創出された付加価値がより広範なステークホルダーに配分されることになります。事業活動を通じてより多くのステークホルダーの豊かさに貢献すること（一般株主の資産形成に寄与すること）も、株式の上場の重要な社会的な意義であると考えられます。

東証は、取引所金融商品市場の運営者として、「資本市場の機能の十全な発揮による金融商品等の公正な価格形成等を図り、もって国民経済の健全な発展及び投資者の保護に資する」（金融商品取引法第１条）役割を果たすことが求められており、市場の公正性・健全性を維持しつつ、より多くの企業に、上場を通じた資金調達の機会を提供し、上場会社

の中長期的な企業価値の向上と持続的な成長を通じた「豊かさ」の増大に貢献することがその使命です。したがって、「上場会社数の削減」を目的に掲げた制度改正を行うことは本質的にありえません。

ましてや、市場規模が飽和状態にあり、限定された資金の争奪が行われている環境にあるわけではなく、貯蓄に振り向けられた1,000兆円の家計の金融資産の長期投資への誘導が長らく議論されている中、社会に豊かさをもたらし、投資魅力のある上場会社が数多く存在する市場であることは、むしろ東証にとって必要不可欠であると思われます。

今般の市場区分の見直しでは、「プライム市場」を特徴づける上場基準において、従前の市場第一部において設けられてきた「指定替え基準」よりも厳格な数値基準を設定しています。

これは、市場区分の見直しに向けた検討の中で、幅広い市場関係者から、従前の上場基準について、上場会社の持続的な企業価値向上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の指摘がされたこと、また、国内外の機関投資家の投資対象となりうるための流動性を欠き、建設的な対話の実効性を担保されないとの問題意識が指摘されたことを背景としています。

一方、今回の基準変更により、既存の上場会社の中には、変更後の基準を充足しないケースが生ずることが予想されます。

実際、本年6月末時点で東証が把握していた情報に基づいて、「プライム市場」の上場維持基準の充足状況の試算を行ったところ（本年7月9日付で上場会社各社に通知）、試算の対象となった市場第一部上場会社（2,191社）の3割に相当する664社において、「プライム市場」の上場維持基準のいずれかを充たしていない可能性があるとの結果が判明しました。

もっとも、これらの上場会社においても、本年12月30日までの新たな市場区分の選択申請にあたり、「プライム市場」を選択することができます。

そのうえで、今後、どのように上場維持基準を充足していく想定であるかについて、「上場維持基準の適合に向けた計画」を策定し、その内容を開示する枠組みを設けています。

東証としては、多くの上場会社に「計画」の策定と実施を通じて、中長期的な企業価値の向上を実現していただくことが望ましいと考えており、「計画」が開示された場合には、「当分の間」、厳格な上場維持基準に代えて、従前の「指定替え基準」に準じた「緩和された上場維持基準」を適用するものとしています。

なお、現時点で、「緩和された上場維持基準」の適用期間を明確にしていないのは、次のような理由によります。

まず、業種・事業内容・競争環境その他の事情により、上場会社各社が中長期的な企業価値の向上を実現していくための計画の内容は様々であり、あらかじめ画一的に対応期間

を定めることは容易ではありません。

次に、上場会社各社の事業環境は、大きな変革期を迎えており、中長期の経営方針・経営戦略の前提について慎重な検討を要する場合も多いと思われます。

さらに、足元で猛威を奮う新型コロナウイルス感染症により、事業活動や財政状態が大きなダメージを受けている場合も想定されるところです。

そうした中で、あらかじめ具体的な期間を定めることは、企業価値の向上に取り組む上場会社の意欲を削ぐだけでなく、不正リスクを高め、株主・投資者その他のステークホルダーの利益を損なう結果ともなりかねません。

しかしながら、このような取扱いにつきましては、一部の市場関係者から、「(厳格な)上場維持基準の形骸化」や「グローバルな機関投資家からの失望」を懸念する指摘も聞かれているところです。

東証としては、今回の市場区分の見直しが、上場会社各社の持続的な成長と中長期的な企業価値の向上の促進を目的としていることを忘れることなく、適切な制度の運営に、引き続き意を尽くしてまいりたいと考えています。

「誤解」その２：プライム市場の上場会社には、ガバナンスコードにコンプライすることが求められる

今回の市場区分の見直しと並行して、金融庁と東証が共同して運営する「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」(以下「フォローアップ会議」という。)において、2015年に制定されたコーポレートガバナンス・コードの見直しに関する検討が行われました。

東証では、半年余りの検討を経て取りまとめられた提言を踏まえ、本年６月11日付でコーポレートガバナンス・コードの改訂を実施しています。

今回の改訂の特徴のひとつとして、「プライム市場」の上場会社への適用が想定される原則（別表１)、例えば、「独立社外取締役の３分の１以上の選任」などが新たに追加されたことがあげられます。

この点に関連して、「プライム市場」の選択に際して、「独立社外取締役を３分の１以上としなければならない」との誤解が見られます。

コーポレートガバナンス・コードは、それ自体が強制力を持つわけではなく、東証の有価証券上場規程では、コーポレートガバナンス・コードに掲げられた各原則・補充原則を「遵守する」(コンプライ）か、「説明する」(エ

（別表１）プライム市場の上場会社に適用される原則

原　　則	内　　容
補充原則 １－２④	✧　特に、プライム市場上場会社は、少なくとも機関投資家向けに議決権電子行使プラットフォームを利用可能とすべきである。
補充原則 ３－１②	✧　特に、プライム市場上場会社は、開示書類のうち必要とされる情報について、英語での開示・提供を行うべきである。
補充原則 ３－１③	✧　特に、プライム市場上場会社は、気候変動に係るリスク及び収益機会が自社の事業活動や収益等に与える影響について、必要なデータの収集と分析を行い、国際的に確立された開示の枠組みであるTCFDまたはそれと同等の枠組みに基づく開示の質と量の充実を進めるべきである。
原則 ４－８	✧　独立社外取締役は会社の持続的な成長と中長期的な企業価値の向上に寄与するように役割・責務を果たすべきであり、プライム市場上場会社はそのような資質を十分に備えた独立社外取締役を少なくとも３分の１以上選任すべきである。 ✧　また、上記にかかわらず、業種・規模・事業特性・機関設計・会社をとりまく環境等を総合的に勘案して、少なくとも過半数の独立社外取締役を選任することが必要と考えるプライム市場上場会社は、上記にかかわらず、十分な人数の独立社外取締役を選任すべきである。
補充原則 ４－８③	✧　支配株主を有する上場会社は、取締役会において支配株主からの独立性を有する独立社外取締役を、プライム市場上場会社においては過半数選任するか、または支配株主と少数株主との利益が相反する重要な取引・行為について審議・検討を行う、独立社外取締役を含む独立性を有する者で構成された特別委員会を設置すべきである。
補充原則 ４－10①	✧　プライム市場上場会社は、各委員会（注：独立した指名委員会・報酬委員会）の構成員の過半数を独立社外取締役とすることを基本とし、その委員会構成の独立性に関する考え方・権限・役割等を開示すべきである。

クスプレイン）かを、上場会社が任意に選択できるものとしています。

また、フォローアップ会議における議論では、参加したメンバーから「３分の１」という数字そのものには意味がなく、上場会社各社は、取締役会の機能発揮の観点から最適な取締役会の構成を追求することが期待されるとの趣旨の指摘や、エクスプレインをして他社にない特徴を強調するような受止め方もあるはずであるといった指摘もされているところです。

さらにいえば、改訂前のコーポレートガバナンス・コードにおいても、「必要と考える場合には３分の１」の独立社外取締役の選任が慫慂されていたところであり、「必要でない」ことについて合理的な説明（エクスプレイン）を丁寧に行って、「プライム市場」の上場会社に適用される有価証券上場規程上の義務を履行することも考えられます。

なお、本年12月末までの市場区分の選択と並行して、上場会社各社には、改訂されたコーポレートガバナンス・コードに基づく「コンプライ・オア・エクスプレイン」の開示を求めていますが、「プライム市場」の上場会社のみを対象とする原則・補充原則の適用時期（有価証券上場規程に基づいて「コンプライ・オア・エクスプレイン」の開示が必要となる時期）は、来年４月以降に開催される定時株主総会の終了後となります。

形式的にコードの原則に「コンプライ」するために、上場会社が独立社外取締役の候補者選定に「狂奔」しているとの報道も見られますが、東証としては、上場会社各社の業種・規模・事業特性・機関設計・外部環境等を

総合的に勘案し、また、上場会社の経営戦略に照らして取締役会の最適な構成を定めたうえで、「必要があれば」独立社外取締役候補者の追加選定を行い（結果として「コンプライ」し）、「必要でなければ」そのように判断する理由を適切に「エクスプレイン」することが、市場区分の見直しの目的に適うものになると考えています。

東証が本年８月２日付で取りまとめた「東証上場会社における独立社外取締役の選任状況及び指名委員会・報酬委員会の設置状況」では、市場第一部の上場会社のうち、３分の１以上の独立社外取締役を選任する上場会社の割合は７割を超えました。多数の上場会社が「コンプライ」を選択する中で、強い「同調圧力」が生ずることも想定されますが、そうした横並び意識は、必ずしも中長期的な企業価値向上や持続的な成長を実現するうえで、整合的なものであるとは限りません。

市場関係者の皆様には、「プライム市場」の上場会社に相応しい「エクスプレイン」にも、適切な評価を与えていただくようお願いします。

「誤解」その３：市場第一部の上場会社がスタンダードを選択した場合、パッシブ機関投資家の離脱で株価が急落する

近年、証券市場のパッシブ化の進展が指摘されており、一般社団法人投資信託協会が取りまとめている「投資信託概況」によりますと、本年７月末現在の株式投資信託の純資産総額140兆円のうち、半数を超える75兆円がインデックス投信の形式で運用され、うち、55兆円が日経平均株価又はTOPIX（東証株価指数）に連動するものであるとされています。

現在、株式会社日本経済新聞社が定める日経平均株価算出要領は、「東京証券取引所第一部に上場する銘柄」を構成銘柄の要件としており、TOPIXは、「東証市場第一部に上場する内国普通株式全銘柄」を対象として算出される浮動株時価総額加重型指数となっております。一般論として、パッシブ運用を行う機関投資家は、これらの指数から除外された銘柄があれば、それを速やかに処分し、処分によって得られた資金でポートフォリオのリバランスを行う必要が生じます。

金融審議会・市場構造専門グループ報告書において、「TOPIXが既に年金運用や投資信託に数多く用いられている実態を踏まえ、連続性の確保を考慮しつつ、より流動性を重視する方向で企業を選定することが適当」との提言が行われたことを受け、今般の市場区分の見直しにあわせて、東証では、幅広い関係者に対する意見募集（指数コンサルテーション）を経て、TOPIXの算出要領の変更を決定いたしましたが、具体的な見直し内容は、パッシブ機関投資家の投資行動に配慮したものとなっています（別表２）。

（別表２）TOPIXの移行期間中の算出ルールの要点

項目	概要
既存の構成銘柄の取扱い	✧ 2022年４月１日の構成銘柄は、新市場区分施行後の同年４月４日以降も選択市場にかかわらず継続採用 ✧ ただし、流通株式時価総額100億円未満の銘柄については「段階的ウエイト低減銘柄」とし、2022年10月末から2025年１月末まで、四半期ごと10段階で構成比率を低減 ✧ なお、流通株式時価総額を最大で３回確認することとし、上場会社の流通株式時価総額向上への取組みを反映
TOPIXへの追加	✧ プライム市場への新規上場・市場区分の変更、TOPIX構成銘柄を旧会社とするテクニカル上場
TOPIXからの除外	✧ 整理銘柄指定、上場廃止、特設注意市場銘柄への指定
構成比率の上限の導入	✧ 10%（基準日：毎年８月最終営業日）

まず、2022年４月１日現在のTOPIX構成銘柄については、市場区分の選択の内容にかかわらず、新たな市場区分への移行後も継続的にTOPIXに含まれるものとしています。つまり、市場第一部の上場会社が、スタンダード市場を選択した場合でも、TOPIXの対象から除外されることはなく、TOPIXに連動するパッシブ運用を行っている機関投資家によるリバランス取引は生じません。

次に、今回の見直しでは、機関投資家の投資対象となりにくい、流通株式時価総額が100億円未満の銘柄を「段階的ウエイト低減銘柄」と定め、TOPIXの魅力向上の観点から対象銘柄から除外することを予定していますが、新たな市場区分への移行から半年が経過した2022年10月末から2025年１月末にかけて、３か月ごとに10段階で構成比率を低減していくことを想定しています。10段階としたのは、流通市場における売買実績を踏まえ、マーケットインパクトによる価格形成への影響を最小化することを意図したものです。

なお、新たな市場区分の移行後における上場会社各社の中長期的な企業価値向上・持続的な成長に関する取組みの進展を反映するため、「段階的ウエイト低減銘柄」の対象については、2025年１月までの移行期間中にも見直しを行うものとしています。

おわりに

本年７月５日に、ブレグジット後における金融資本市場における影響力低下を懸念する英国の金融行為規制機構（FCA）は、「プライマリーマーケットの有効性レビュー」を公表し、意見募集を開始しました。

英国のプライマリーマーケットを、企業と投資家の両方にとってより効果的に機能させるための論点のひとつとして、「市場区分（セグメント）」も取り上げられ、現在の「プレミアム」と「スタンダード」の２つの市場区分の在り方の見直しに関する議論が進められる模様です。

持続可能な社会の実現に向けて、金融資本市場には、事業会社のトランジションを支える機能がグローバルに期待されており、諸外国でもこれに対応する取組みが積極的に進め

られています。

東証としても、引き続き、実体経済を支える金融インフラのゲートキーパーとして、取引所金融商品市場の公正性・健全性・信頼性の確保に努めるとともに、直接金融資本市場のプレーヤーである上場会社と株主・投資者双方のベストなパフォーマンスを支えるグラウンドキーパーとして、期待される役割を果たしてまいりたいと思います。

今回の市場区分の見直しに関連する一連の取組みが、「平成の時代」を象徴する「失われた30年」を乗り越え、持続的で豊かな「令和の時代」に寄与するものとなるよう、金融資本市場の関係者の皆様には、倍旧のご理解とご支援を賜りますようお願いいたします。