

東証市場改革批判を検証する

一橋大学大学院経営管理研究科 客員教授 **藤田 勉**



藤田 勉氏

■ 1. 東証改革批判には誤解がある

東京証券取引所が市場区分改革を実施して1年が経過したが、その改革に対して様々な批判がある。ただし、後述のように、これらの批判の多くには誤解があるように見える。たしかに、改善の余地があることは事実であるが、基本的に、現在の改革を根本的に修正する必要はないと考えられる。以下、東証改革の評価を踏まえて、今後の株式市場や企業経営に対する影響などを議論する。

東証の市場区分改革は、以下に大別される。

第一に、市場区分の整理である。東証は、大阪証券取引所やJASDAQなどと経営統合を繰り返しただけに、多くの市場区分が存在し、さらに、それらが重複しているものがあった。

そこで、2022年に、東証は現物市場を3区分に整理した。最上位のプライム市場のコンセプトは「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、投資家との建設的な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向けの市場」である。

従来の市場第一部上場企業は、選択により引き続き上場が可能である。新たに上場する企業は、流通時価総額、流通株式比率、売買代金の基準により、上場・退出基準を厳格化する。2022年4月3日時点で、第一部上場企業の2,176社から、プライム市場上場企業は、

1,839社と334社減少した。

第二に、東証株価指数（TOPIX）の構成銘柄、入れ替えルールを変更することである。TOPIXの新算出ルールは、流通時価総額100億円を目途とし、2022年4月4日より算出が開始された。旧TOPIX構成銘柄は、流通時価総額100億円などの基準を満たさない企業は、2025年までに段階的に除外される。ただし、TOPIXの構成銘柄数（2,160、3月末）は、2025年以降も1,500銘柄以上になると思われる。このため、「流動性の低い銘柄や時価総額が小さい銘柄が多く含まれる」という批判は続く可能性がある。

2023年3月末に、東証は、プライム市場、スタンダード市場上場企業に対して、資本コストや資本収益性の改善策などの開示拡充を要請した^{（注1）}。プライム市場の約半数、スタンダード市場の約6割の上場会社が自己資本利益率（ROE）8%未満、株価純資産倍率（PBR）1倍割れと、資本収益性や成長性といった観点で課題がある。東証は、上場会社に対して資本コストや株価を意識した経営の実現に向けてこれらの積極的な実施を要請している。

■ 2. 海外の証券取引所の事例

海外で、東証のように階層構造を採用しているのは主要な取引所は、ナスダック、ロンドン、ドイツ、ユーロネクスト（アムステルダム、ブリュッセル、ダブリン、リスボン、オスロ、パリ）である。ニューヨーク証券取引所（NYSE）、香港は階層構造を採用していない。ただし、こうした階層構造が企業の成長にどれだけ寄与したかは定かではない（筆者の目からは大きな寄与があるようには見えない）。

ナスダックには、①グローバル・セレクト・マーケット、②グローバル・マーケット、③キャピタル・マーケットの区分がある。グローバル・セレクト・マーケットは、世界で最も厳格な流動性、財務、ガバナンス基準が要求され、アップル、マイクロソフト、アルファベット、アマゾン・ドット・コム、テスラなど世界でも最大級の時価総額を持つ企業が名を連ねる。

ロンドン証券取引所のメインマーケットは、プレミアム（世界優良企業向けの最も厳しい上場基準）、スタンダード（国際的発行企業向けのEU上場基準）、ハイグロース（革新的・高成長企業向けの柔軟性のある基準）に区分される。メインマーケット以外に、新興企業向けのAIM市場がある。

プレミアム市場上場企業には、最も厳しいコーポレートガバナンスの基準が求められる。

(図表1) ナスダックの市場区分

区分	特徴	時価総額 (兆円)	上場企業数	2000年以降 のIPO数
グローバル・セレクト・マーケット	世界で最も厳格な基準を満たした企業	2,857	1,547	284
グローバル・マーケット	国際的な優良企業	54	748	335
キャピタル・マーケット	資金調達を目的とした小型株企業	33	1,322	388

(注) 2023年4月10日時点。1ドル130円で換算。(出所) Nasdaq

プレミアム市場に上場する企業は、適格性があればFTSE英国指数シリーズの構成銘柄になることができるが、スタンダード市場の企業は資格がない。

2021年に、英国金融行為規制機構(FCA)は、上場規則を改正し、プレミアム市場について、議決権種類株式を発行する企業の上場も認めることとなった(1株の議決権が最大20倍)^(注2)。プレミアム市場は、一株一議決権の企業に限定されていたが、米国同様、革新的でオーナー系企業の上場を促進する狙いがある。また、プレミアム市場とスタンダード市場の浮動株比率も、従来の25%から10%に引き下げ、時価総額基準を70万ポンドから3,000万ポンドに引き上げた。

フランクフルト証券取引所では、ジェネラル・スタンダードとプライム・スタンダードに分けられる^(注3)。前者は、主に国内投資家を想定し、EU指令が規制市場に求める最低限の基準を遵守することが求められる(監査付きの半期報告および年次報告提出の義務)。後者は、より高い国際レベルの透明性が要求される(四半期報告、IFRSの会計基準の準拠、最低年に一度のアナリストカンファレンスの開催、財務カレンダー作成等)。

ユーロネクストは、既存大手企業を対象に時価総額で区分する。コンパートメントAは、10億ユーロ以上、コンパートメントBは、1.5億ドルから10億ドル、コンパートメントCは、1.5億ユーロ未満の企業が対象となる。市場区分は、毎年見直される。

■ 3. 東証改革に対する批判の検証

何事も、大きな改革をすれば批判が生じることは世の常である。上述の東証改革に対して、厳しい批判がある。代表的な例として、以下がある(出所:日本経済新聞2023年4月3日付『「東証改革」魂を入れるには PBR 1倍割れに改善要請』)。

- プライム市場は流通株式時価総額100億円以上が基準だが、日本を代表する優良企業が集まる市場としてはハードルが低すぎる。

(図表 2) 時価総額別の分布 (東証上場企業)

時価総額別の分布	2018年 3 月末		2023年 3 月末	
	数	構成比	数	構成比
1 兆円以上	146	4.1%	146	3.8%
3,000億円～1 兆円未満	243	6.7%	224	5.8%
1,000億円～3,000億円未満	415	11.5%	390	10.1%
300億円～1,000億円未満	761	21.1%	725	18.7%
100億円～300億円未満	964	26.8%	915	23.7%
100億円未満	1,072	29.8%	1,468	38.0%
合計	3,601	100.0%	3,868	100.0%

(注) 外国会社除く。(出所) Astra Manager

- 約1,800社とプライム上場企業数が多すぎることで、機関投資家のエンゲージメント (企業との対話) の機能不全を招いてしまっている。
- 日本の経済規模で考えると200社程度が妥当である。
- 500社程度まで絞れば、プライムの名にふさわしくなるのではないか。
- 東証株価指数 (TOPIX) も採用銘柄数の上限設定を検討すべきである。

つまり、「プライム市場の上場企業の数が多いことが問題であり、数を絞るべき」ということである。それ以外に、国際的に見ても、東証の銘柄数が多く、さらに、時価総額の小さい企業が多い指摘もある。

ニューヨーク証券取引所は2012年末の2,339銘柄から2022年末の2,535銘柄まで196増加している。上場企業の時価総額の合計値は2,960兆円 (中央値2,367億円、4月10日時点) である。ナスダックは、銘柄数が3,688銘柄、時価総額合計は2,100兆円 (同グローバル・セレクト中央値1,180億円、2022年末) である。ロンドン証券取引所は1,934銘柄であり、時価総額合計は400兆円 (3月末プレミアム中央値1,680億円) である。

一方で、東証プライム市場は1,833銘柄、時価総額の中央値は636億円と相対的に小さい (3月末、外国企業除く)。東証上場銘柄のうち、時価総額100億円未満が1,468銘柄 (全体の38.0%)、50億円未満が837銘柄 (同21.6%) と大きな比率を占める。このように、小規模の銘柄が多く上場しているのが特徴である。

■ 4. プライム市場の上場企業数を減らしても意味がない

プライム上場企業社数を200、あるいは500にすべきという意見がある。しかし、上場社

数や株式指数の構成銘柄数を絞っても、日本企業の成長力が高まったり、株価が上がったりするとは考えにくい。

時価総額上位企業の株価上昇率が高いわけではないため、構成銘柄数が少ない株式指数のパフォーマンスがいいというわけではない。東証は、TOPIX（銘柄数2160、3月末）に加えて、TOPIX500（同500）、TOPIX100（同100）など様々な株式指数を算出している。TOPIXコア30（同30）は時価総額と売買代金を基準に、日本を代表する大型株30銘柄で構成される。

過去10年の株価騰落率だが、TOPIXは93.6%である（2023年3月末時点）。そして、TOPIX500は93.0%、TOPIX100は93.1%と、ほぼ同じである。国際的な日本株指数であるMSCI（237銘柄）も同様である。しかし、TOPIXコア30の上昇率は80.8%とこれらを大きく下回る。このように、銘柄数が少ないとむしろパフォーマンスが悪化することがある。

TOPIXコア30の投資収益率が低い理由は、時価総額の大きい成熟企業や衰退企業が多く含まれるからである。過去、家電、電機、鉄道、電力、鉄鋼、たばこなどの業種の有力企業が指数に含まれていたが、株価下落によって除外されている。現在も、メガバンク、自動車など市場をアンダーパフォームしている銘柄が含まれている。

プライム市場の上場企業数を、たとえば200社にして毎年入れ替えを実施すると、「企業数が少ないので、それを目指して、企業が経営努力する」という見方もある。たしかに、200社のボーダーラインの企業は、プライム市場上場を目指す、あるいは維持をするために経営努力をする可能性がある。しかし、ボーダーラインから離れた時価総額50位、あるいは500位の会社にはあまり影響しないであろう。

「プライム市場は玉石混交」という批判もある。しかし、玉石混交であればいいのだが、実際には、プライム市場上場企業の中で「玉」を探すのは容易でない。世界時価総額上位1,000社中、米国384社、中国123社あるのに対して、日本は66社しかない。上位100社に含まれるのは、米国が59社、中国が10社であるが、日本はトヨタ自動車1社に過ぎない（39位、3月末）。日本で2位のキーエンスでも世界では111位である。

「TOPIXの採用銘柄数の上限を設定すべき」という意見も適当ではないと考えられる。株式指数にとって重要であるのは連続性であるため、TOPIXの基本設計を大きく変えることは好ましくない。

1968年に起算が始まったTOPIXの元々の目的は株価全体の動きを表すことである。MSCI、FTSEと異なり、TOPIXはインデックス・ファンドのベンチマークとして設計されているわけではない。流動性の乏しい小型株を多く含むTOPIXがベンチマークとし

て適当でないのであれば、MSCI JapanやTOPIX100のように大型株のみで構成されている指数をベンチマークにすれば済むことである。

■ 5. 日本のエンゲージメントは活発になりつつある

「約1,800社とプライム上場企業数が多すぎるのが、機関投資家のエンゲージメントの機能不全を招いてしまっている」という批判がある。しかし、「機関投資家のエンゲージメントの機能不全」という事実はない。ここで指摘される機関投資家とは、国内の大手機関投資家のことを示すのかもしれない。しかし、日本株に投資しているのは、これらだけではない。

エンゲージメントという点では、国内外のアクティビストファンドが大きな役割を果たしている。最近の好例は大日本印刷である。

同社は、時価総額約1兆円の日本を代表する企業の一つである。創業者の一つである北島（青木）一族が通算70年社長を務めており、そのガバナンスを問題視する投資家もいる。過去10年間の平均PBRは0.6倍、平均ROEは3.1%と低水準であり、多くの政策保有株、不動産を保有している。議決権行使助言会社であるISSは、2022年株主総会において、北島義俊会長（89歳）と長男の北島義斉社長（58歳）の取締役再任に反対を推奨した（賛成率は北島義俊氏88.8%、北島義斉氏88.2%）。

2023年に、世界最大級のアクティビストファンドであるエリオット・マネジメント（米国）が大日本印刷の株式を取得し、第3位の株主になった。大日本印刷の経営陣はこれに対して大きく反応した。中期経営計画の策定に向けた基本方針において、株主資本利益率（ROE）10%、株価純資産倍率（PBR）1倍といった目標を掲げた。さらに、政策保有株の削減、約3,000億円の自社株買いの計画も発表した。そして、大日本印刷としては初めて、社長が投資家向け説明会に参加した。これらを好感し、年初来で株価は最大41.7%上昇した。

エリオットのみならず、バリューアクト・キャピタル、サード・ポイントなどの海外のアクティビスト、村上ファンド、エフィッシモ・キャピタル、ストラテジック・キャピタルなどの国内系アクティビストが投資し、かつエンゲージメントを行っている。そして、対象企業の多くの株価は上昇している（第一生命ホールディングス、川崎汽船、西松建設など）。

国内の公的年金の多くの日本株ファンドのベンチマークはTOPIXである。そのため、国内機関投資家の多くはプライム市場上場企業ではなく、TOPIX構成銘柄を対象として

(図表 3) 先進国のバリュエーション比較

国	PER (倍)	PBR (倍)	ROE (%)	時価総額構成比 (%)	過去 5 年 株価騰落率 (%)
1 米国	18.8	4.1	18.1	43.8	55.6
2 スイス	17.3	3.3	15.5	1.6	24.6
3 オランダ	14.8	2.3	14.0	2.1	27.1
4 スウェーデン	15.2	2.2	13.2	3.3	41.7
5 オーストラリア	14.2	2.1	13.8	0.9	44.8
6 フランス	12.9	1.9	13.1	2.4	30.8
7 カナダ	13.3	1.9	12.6	3.1	8.2
8 英国	10.5	1.7	14.5	2.2	29.2
9 ドイツ	12.0	1.6	10.7	1.0	42.8
10 日本	13.2	1.2	8.5	5.7	16.7

(注) 2023年 3 月末現在。ROEとPERはブルームバーグ今期予想。(出所) ブルームバーグ、FactSet

エンゲージメントをしている。このため、仮に、プライム市場の銘柄数を200や500にしても、投資家はTOPIX構成銘柄をエンゲージメントの対象とする可能性がある。よって、エンゲージメントとプライム市場上場企業数は直接関係ない。

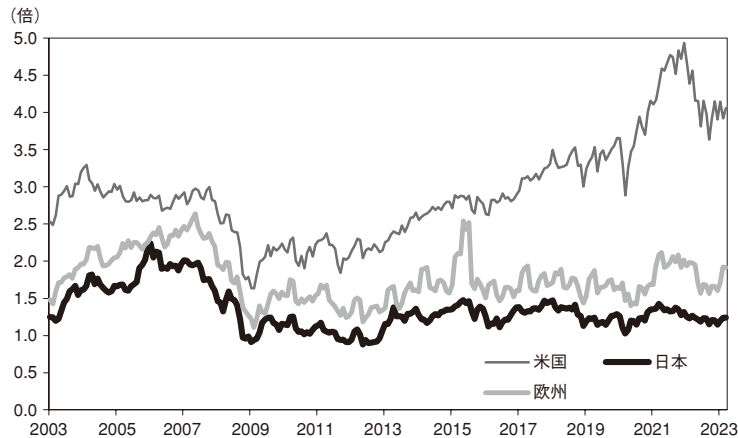
6. 戦術論よりも戦略論が重要

これらを総合すると、プライム市場の上場企業数を200社や500社にしたところで、日本全体の企業業績や株価に対して大きな影響を与えるとは考えにくい。日本の企業の収益力、株価上昇率などは、主要国では最低水準であるため、結果的にバリュエーションが相対的に低い。一方で、米国は、ROE、バリュエーション指標、そして株価上昇率は圧倒的に高い。株価純資産倍率（PBR）では、日本（TOPIX）は1.2倍に対し、米国（S&P500）は4.1倍、欧州（ストックス欧州600指数）は2.0倍である（2023年 3 月末現在）。

過去10年間（2023年 3 月末）に、米国（S&P500）は161.9%上昇した。この間、一株当たり純資産（BPS）は52.0%増加したが、PBRは2.4倍から4.1倍に上昇した。つまり、PBRが株価上昇の主因といえる。これは、ブランドや技術など無形資産の価値が株式市場で評価されたものと考えられる。

一方、2010年代以降、日本のPBRは1倍前後で推移している。過去10年間に、TOPIXは93.6%上昇したが、BPSは90.8%増加した。つまり、BPSの増加分、株価が上昇したということである。つまり、日本株の低迷に関してバリュエーションの上昇が大きな課題であるといえる。

(図表 4) 日米欧のPBRの推移



(注) 日本 (TOPIX)、米国 (S&P500)、欧州 (ストックス欧州600指数)。(出所) ブルームバーグ

一連の議論で感じることは、東証に対して過度な期待があるのではないかということである。米国株の上昇率が高いのは、米国が優秀な経営者を多く輩出したことが最大の理由であり、証券取引所改革の成果だとは考えにくい。

マスコミ報道では「上場基準を厳しくして日本企業の価値を高める狙いだったが、資本を有効に使えず、稼ぐ力は海外に見劣りしたまま」という指摘がある(出所:日本経済新聞2023年4月5日付「東証再編1年、統治改革仕切り直し」)。しかし、プライム市場の上場基準を厳しくしたら、日本企業の成長力が高まるのだろうか。日本企業と株価の低迷の原因は経営者にあるのであって、証券取引所に責任があるとは考えられない。

筆者は、日本企業の競争力低下、株価低迷は構造的であり、プライム市場の企業数を減らすなど戦術論では解決できないと考える。東証改革といった戦術論ではなく、「優れたリーダーを育てる」という本質論が議論されることを期待したい。

(注1) 東京証券取引所上場部「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」(2023年1月30日)

(注2) FCA, "FCA confirms new Listing Rules to boost growth and innovation on UK stock markets", February 12, 2021

(注3) 日本証券経済研究所編『図説 ヨーロッパの証券市場 2020年版』(2020年) 118頁参照。

