

東京証券取引所「市場構造のあり方」意見募集に対するコメント

スチュワードシップ研究会

代表理事 木村祐基

1.市場区分の原則的な考え方

○ 現在東証の市場区分は、市場 1 部、2 部、マザーズ、JASDAQ スタンダード、グロースの 5 つに分かれており、特に中小型企业・新興企業に係る市場が複数あり、その性格付けがあいまいになっていると考える。

以下の議論の前提として、市場の区分は、単純な分け方が良いと考える。一案として、「大型、中小型、新興」という 3 つに分ける案を提案する。なお、この場合に、「大型、中小型」の区分はあくまで企業の規模（時価総額、利益額、株式売買高等）の区分であるとの性格をはっきりさせる必要がある。現在の市場 1 部、2 部という分類は、「2 部は劣った会社」というイメージがあるように感じるので、名称についても検討の余地があると考ええる。

例えば、単純に、ラージ、ミドル・スモール、マザーズといった名称とすることも一案ではないか。

○ ほとんどの投資家の認識として、東証 1 部の企業数が多すぎてクオリティの低い企業が含まれており、「日本を代表する企業群」とは言えない市場になっていることが問題と考えている。このため、上場基準、退出基準を厳しくして、企業の緊張感を高める必要がある。そのことが、企業価値向上意欲を高めることにつながると考える。

1 部上場企業の「数」が多いこと自体の問題というよりも、「質」（収益、時価総額、流動性、経営体制・ガバナンス、情報開示など）の低い企業が多数含まれていることが問題と認識している。したがって、上場基準もさることながら、「退出」基準が重要と考える。

2.「大型株市場」について

○ 「大型株市場」（現在の東証 1 部に対応）については、グローバルな機関投資家の売買の増加、ETF・インデックスファンドの大型化などを考えると、一定の定量基準（時価総額、流動株式数、売買高など）を設けることが望ましい。一案として、時価総額 500～1000 億円以上程度が目安になるのではないかと（現在の東証上場企業でみると 1000 社程度が該当する）。

○ 「大型株市場」のレピュテーションを維持・向上させることが、東京市場の発展にとっても重要であり、したがってコーポレートガバナンスや情報開示の面でも、より厳格な基準を適用されることが望ましい（例えば、指名委員会、報酬委員会の設置の推奨、英文開示の奨励など）。

○なお、現在の第1部市場の上（あるいは中）に「プレミアム市場」を設けるという考え方もあり得るが、現在 TOPIX が多くの運用のベンチマークとして使われており、TOPIX ベースのインデックスファンドも大きな金額であり、先物市場も整備されていることや、もし TOPIX に変わる新たなベンチマークができた場合は、投信の約款や年金の運用契約の変更も必要になるかもしれないといったことを考えると、TOPIX を維持しつつ、時間をかけてその採用銘柄を大型の取引にマッチしたものに調整していくのが現実的な対応と考える。

○幅広いリスク資産を組み入れた指数ということでは、TOPIX に REIT や優先株式などを入れる必要はないかということについても、今後議論していく必要があると考える。もちろん検討したうえで不算入を続けるということもあり得るものと考えている。

3. 「中小型株市場」について

○「中小型株市場」については、あくまで「規模」による区分であり、企業の「質」が劣るものではないという性格を投資家にもはっきりとわかることが重要と考える。その面からは、現在一定のイメージが持たれている「2部」という表現は止めた方が良いかもしれない。

○中小型株市場についても、規模は小さくとも上場企業としてのクオリティは一定のレベル以上であるというレピュテーションが重要と考える。したがって、たとえばコーポレートガバナンス・コードは完全に適用されるなどの対応が必要と考える。

4. 「新興市場」について

○ 「新興市場」については、「新興成長企業を育てる」という理念を踏まえて、機関投資家も参加できる市場になることを目指すべきである。調査レポートの充実（例えば、東証が資金を出してレポートを発行するなど）や流動性などの工夫も必要であろう。一定期間で成長しない場合は、退出させることも必要と考える。それが成長へのインセンティブにもなるのではないか。

○ ただし、バイオベンチャーのように長期間赤字が続くケースもあるので、「成長」という場合に「利益額」だけでの評価は慎重にする必要がある。市場での評価（時価総額、売買高等）を基準に考えることが現実的であろう。赤字のベンチャー企業が市場での評価を得るには、有力 VC のサポートやしっかりした IR が必要と考えられ、企業のインセンティブにもつながるものと考えられる。

5. 上場廃止になった企業の取引市場について

○上場基準や退出基準を厳しくしていくと、現在の上場企業の中から上場廃止になる企業

も出てくることも考えられる。その場合、上場廃止後のマーケットについては、東証と日本証券業協会が協働して検討されることを期待したい。

（日本証券業協会は、1月15日に「株主コミュニティ制度に関する懇談会報告書」を公表しており、非上場株式取引についての検討を進めている。）

以上