

東証再編と日本株への影響について

目次

- I. はじめに
- II. 東証再編を巡る主な論点と新市場区分の狙い
- III. TOPIX の定義変更について
- IV. 新市場区分が日本株に与える影響
- V. 終わりに

受託運用部 ストラテジスト 佐々木 貴彦

I. はじめに

東京証券取引所(東証)は2018年10月29日に「市場構造の在り方等に関する懇談会」を設置し、市場構造(市場区分)の見直しに着手した。2013年1月1日に東証と大阪証券取引所が経営統合し、2013年7月に現物市場の統合を行ったものの、上場会社の負担や投資家の混乱を避けるために市場区分を維持した。その結果、各市場の区別が投資家にとって分かりにくく、また上場企業が企業価値を向上させる動機づけが不十分として指摘されていたことが、懇談会設置の背景として考えられる。

その後、東証は2年以上の歳月をかけて東証再編に関するルール作りを進めてきた。市場参加者のヒアリング結果などを経て新ルールがほぼ確定し、2022年4月4日に東京証券取引所(東証)の市場区分は新区分へ移行することとなった。

そこで本稿では、これまでの東証再編を巡る議論を整理するとともに、新市場区分の定義と狙い、および TOPIX の定義変更について、詳細を確認する。最後に、新区分移行後に日本株市場に起こり得る変化について仮説を述べたい。

II. 東証再編を巡る主な論点と新市場区分の狙い

1. 現市場区分の問題点

2018年10月に設置された「市場構造の在り方等に関する懇談会」は、12月に改善すべき点と市場参加者へのヒアリングポイントをまとめた「市場構造の在り方等の検討にかかる意見募集(論点ペーパー)」を公表した。同ペーパーでは、エントリー市場の在り方、新興企業の上場後の成長の動機づけの在り方、上場基準、ステップアップ基準、上場廃止基準を主な論点とし、市場参加者からのヒアリングを2018年12月21日～2019年1月31日に実施するとした。

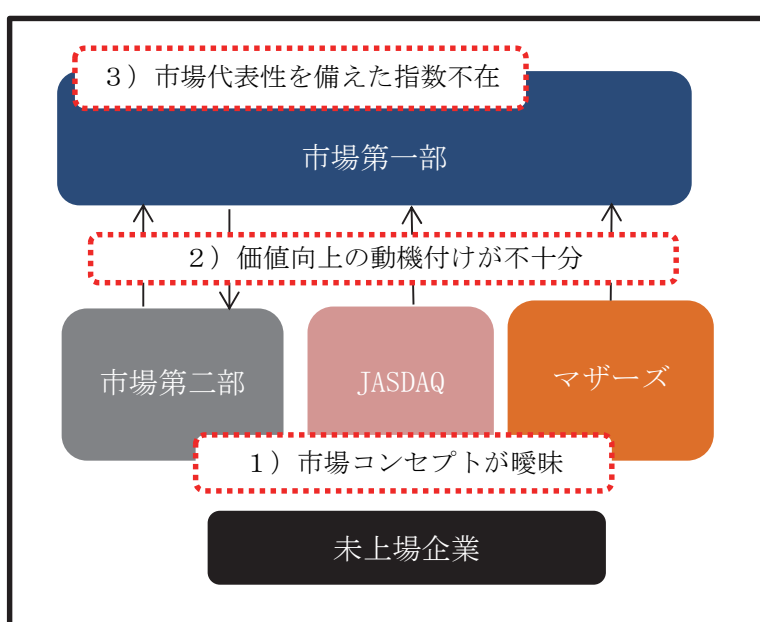
その後、実際に行われたヒアリングの結果は、2019年3月27日に「市場構造の在り方等に関する市場参加者からのご意見の概要」と「現在の市場構造を巡る課題(論点整理)」として

発表された。

市場参加者から挙げられた主な問題点は、1)市場コンセプトが曖昧、2)持続的な企業価値向上の動機づけが不十分、3)機能性と市場代表性を備えた指数が不在の3点である(図表1)。

曖昧な市場コンセプトとは、東証における新興企業の上場市場として、東証一部(市場第一部)、マザーズ、ジャスダックと3つあることを指している。各市場における棲み分けは明確でないため、投資家の混乱や潜在投資家の興味喪失という問題を引き起こしていることが市場参加者から指摘された。

図表1：現在の市場構造を巡る課題(2019年3月時点)



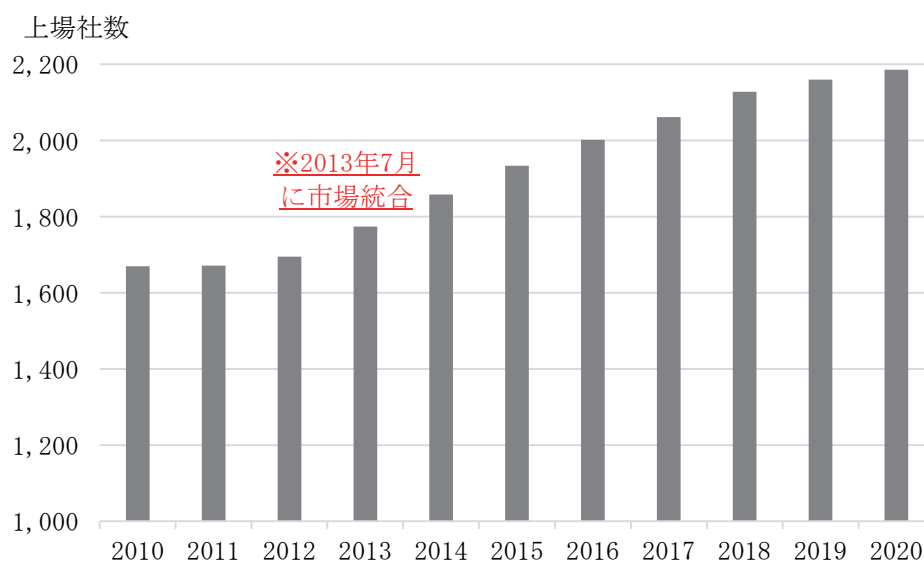
(出所)東京証券取引所「市場構造の在り方に関する市場関係者からのご意見の概要」(2019年3月)より三菱UFJ信託銀行作成。

持続的な企業価値向上の動機づけが不十分と指摘される理由として、東証1部への直接上場基準より、マザーズやジャスダックからのステップアップ基準の方が緩いことが挙げられる。例えば、東証1部に直接上場する主要な要件として時価総額250億円があるものの、マザーズやジャスダックから東証1部へのステップアップであれば必要な時価総額は40億円と大幅に引き下がる。ゆえにマザーズやジャスダックに新規上場した新興企業が容易に1部へステップアップできてしまうため、市場参加者からは企業価値を大きく向上させる動機づけが乏しいとの意見がみられた。同様に上場基準と比べて上場廃止基準が緩いことも問題視するコメントがみられた。

最後の「機能性と市場代表性を備えた指数が不在」とは、TOPIXがパッシブ運用のベンチマークとして使いつらくなっていることを意味している。前述の緩いステップアップ基準により、東証1部の上場企業数は2013年7月の市場統合時の1,752社から、2020年末は約2,100社まで増加した(図表2)。上場企業数が20%以上増えたうえに、流動性が低い銘柄も

増えたため、多くの投資家がベンチマークとする東証1部全銘柄で構成される TOPIX を複製するコストが増大した。こうした中、市場参加者からは一部の中小型株はインデックス運用のフローで価格形成が歪められるとの意見も出た。

図表2：東証1部上場企業数



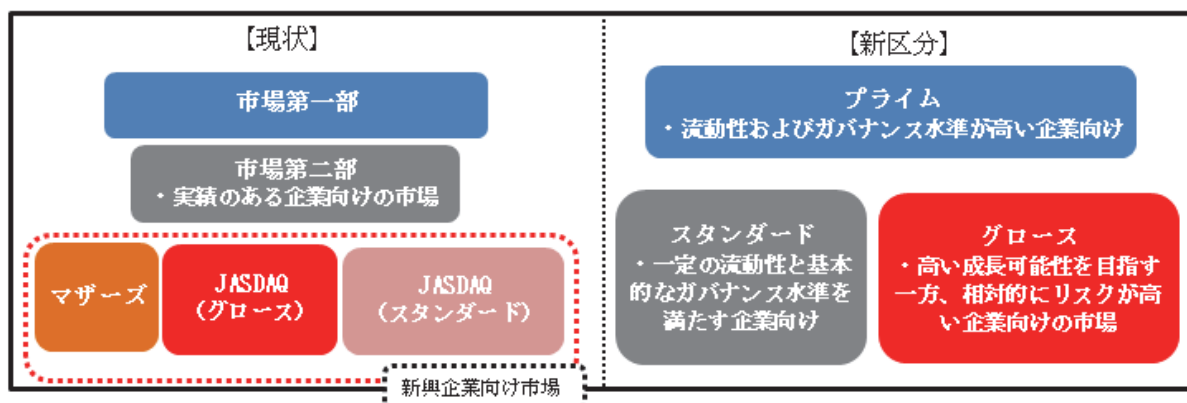
(出所) 東京証券取引所「上場社数の推移」より三菱UFJ信託銀行作成。2013年7月16日付で東証と大阪証券取引所の現物市場は統合。2012年以前は統合前の東証一部の上場社数。以後は統合後の社数。

2. 新市場区分の定義と狙い

その後、議論主体は金融庁の金融審議会「市場構造専門グループ」へ移行し、1年かけて新市場区分の素案が練られた。そして同審議会が2019年12月27日に出した報告書を基に、東証は2020年2月21日に「新市場区分の概要等について」を公表し、新たな市場区分の詳細について公にした。

この新市場区分には、前述の3つの問題点に対応する改善が行われている。まず、分かりにくい4つの市場区分を改め、3つに統合するとともに各市場の位置づけを明確化した。新たな市場はプライム市場、スタンダード市場、グロース市場に分かれる。プライム市場は高水準の流動性及びガバナンス水準を有している企業向けの市場、スタンダード市場は一定の流動性と基本的なガバナンス水準を備える企業向けの市場、グロース市場は高い成長可能性を実現するための事業計画と開示が可能な新興企業向けの市場と定義づけられた(図表3)。

図表 3 : 東証の市場区分(新旧比較)



(出所) 東京証券取引所「新市場区分の概要等について」(2020年2月)より三菱UFJ信託銀行作成。

プライム市場およびスタンダード市場への上場基準は、大別して流動性、ガバナンス、経営成績・財政状態の3つの基準がある。グロース市場は流動性、ガバナンスはプライム市場およびスタンダード市場と共通だが、経営成績・財政状態ではなく事業計画という項目にて基準が決まる。

もともと、ほとんどの基準は現在の市場区分と大きく変わらない。例えば、プライム市場の上場基準をみると、大半は東証一部の条件と同一であり、一部の条件は東証二部と同じとなっている(図表4)。

図表 4 : プライム市場と東証一部の比較

大項目	項目	プライム	東証一部	東証二部
流動性	株主数	800人以上	2,200人以上	800人以上
	流通株式数	20,000単位以上	20,000単位以上	4,000単位以上
	流通株式時価総額	100億円以上	-	10億円以上
	売買代金	新規上場: 時価総額250億円以上 上場維持: 1日平均売買代金0.2億円以上	時価総額250億円以上	-
ガバナンス	ガバナンス	流通株式比率35%以上	流通株式比率35%以上	流通株式比率30%以上
経営成績 財政状態	収益基盤	※利益実績、売上実績のいずれかを満たす必要あり		
	利益実績	最近2年間の利益合計が25億円以上	最近2年間の利益合計が5億円以上	-
	売上実績	直前の売上高100億円以上かつ、時価総額1,000億円以上	直前の売上高100億円以上かつ、時価総額500億円以上	直前の売上高100億円以上かつ、時価総額500億円以上
	純資産額	50億円以上	10億円以上	10億円以上

(出所) 東京証券取引所「新市場区分の概要等について」(2020年2月)より三菱UFJ信託銀行作成。

大きく変わったのは数値条件ではなく、制度設計や各種定義変更である。第一の大きな変更点は、各市場は独立した区分として位置づけられ、新規上場基準、上場維持基準、さらに区分変更の基準が一本化されたことである。批判が絶えなかったステップアップ基準の緩和要件はなくなり、例えばスタンダード市場からプレミアム市場へ移行する場合は、新規上場企業と同じく図表4のと通りの基準を充たす必要がある。

第二の大きな変更点は、上場項目の要件として使用されている「流通株式」の定義変更が挙げられる。「新市場区分の概要等について」で変更概要が発表された後、「市場区分の見直しに向けた上場制度の整備について(第二次制度改定事項)」にて詳細が公となった。同案の資料の内、「流通株式の定義見直し(2021年4月更新版)」によれば、計算式は下記のとおりである。太字の下線部分が新設項目となる。

【株式数の計算方法】

上場株式数

-) 主要株主が所有する株式(10%以上)
-) 役員等所有株式(※役員以外の特別利害関係者を含む)
-) 自己株式
-) 国内の普通銀行(※1)、保険会社及び事業法人等が所有する株式(※2)
-) その他当取引所が固定的と認める株式

※1：普通銀行とは、都市銀行や地方銀行を指し、信託銀行・信託口、信用金庫、信用組合、労働金庫、農林系金融機関、政府系金融機関、証券金融会社等は含まない

※2：事業法人等は、金融機関及び金融商品取引業者以外のすべての法人を指し、例えば、財団法人・学校法人等の法人も含む

従来、国内の普通銀行、保険会社及び事業法人等の所有する株式は上場株式の10%未満であれば流通株から除かれなかったが、新基準では保有比率に拘わらず除外されることとなった。(例外規定として、直近の大量保有報告書等において、保有目的が「純投資」と記載されている株式の内、5年以内の売買実績が確認できるものは流通株式として扱われる。)

さらに「その他当取引所が固定的と認める株式」という概念が追加された。発表資料の備考欄から察するに保有目的を純投資としているが、実質的には政策保有株になっている株式を指していると推察される。新たに追加された概念はいずれも、流通株式から政策保有株式をより厳格に除外することを企図している。

第三の大きな変更点は、コーポレートガバナンスである。2021年3月31日に金融庁の「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」は、コーポレートガバナンス・コードの改訂案を発表した。その後、パブリック・コメントを反映した確定版が6月11日に公表され、同日に施行された。

今次改訂案は基本原則に変更がなく、かつ原則変更案はプライム市場上場企業を対象としているため、スタンダード市場(全原則適用、但しプライム市場向け原則を除く)およびグロース市場(基本原則のみ適用)に上場する企業には大きな影響を及ぼさない見込みだ。

しかしながら、プライム市場上場企業は全原則が適用されるため、上場をめざす企業は今次改訂に対応しなければならない。

今回のコーポレートガバナンス・コード改訂案の内、主たる変更点は【原則4-8. 独立社外取締役の有効な活用】において、プライム市場上場会社は独立社外取締役を従来の2名から全取締役の3分の1以上に変更されたことである。

改訂案には「上場会社は、遅くとも本年12月までに、本コードの改定に沿ってコーポレートガバナンス報告書の提出を行うことが望まれる。」「また、プライム市場上場会社のみ適用される原則等に関しては、準備期間等も鑑み、2022年4月以降に開催される各社の株主総会の終了後速やかにこれらの原則等に関する事項について記載した同報告書を提出することが求められる」と記載されている。この記載に基づけば、プライム市場上場企業で独立取締役が1/3未満の企業は今年、ないしは来年の株主総会において独立社外取締役の増員等の対応、対応できない場合はそれに対する説明が求められる。

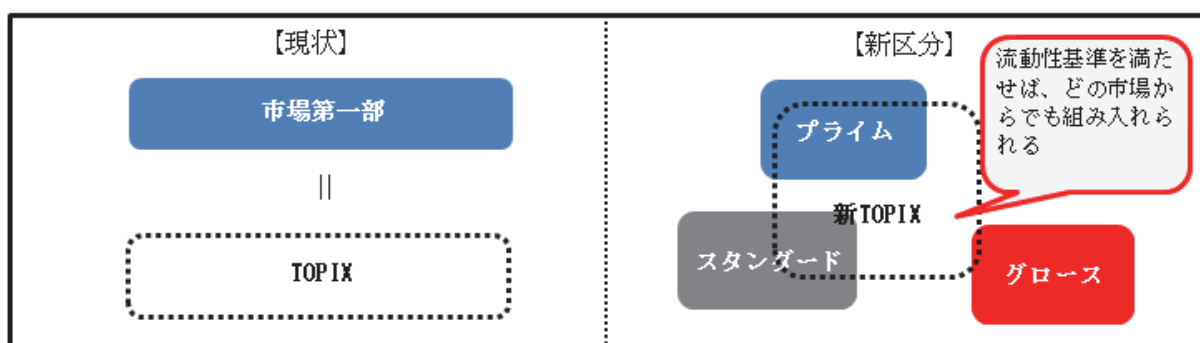
Ⅲ. TOPIXの定義変更について

1. 定義変更点

日本株の押し運用に大きな影響を与える TOPIX の定義変更に関しては、新市場区分の詳細発表(2020年2月)から10ヵ月後の2020年12月の「TOPIX等の見直しに関する指数コンサルテーションの開始について」にて明らかになった。

本資料で明らかになった変更点は二つある。もっとも重要な点は、新 TOPIX についてはどの市場に属するかは関係なく、流通株式時価総額100億円が重要な判定基準になることである(図表5)。つまり、流動性基準を充たしていれば、グロース市場からも採用される一方、充たしていなければプライム市場上場銘柄であっても採用されない。TOPIXの構成銘柄として採用され続けるために、企業によっては流通株式数を増やす必要がある。

図表5：新旧 TOPIX の定義の違い



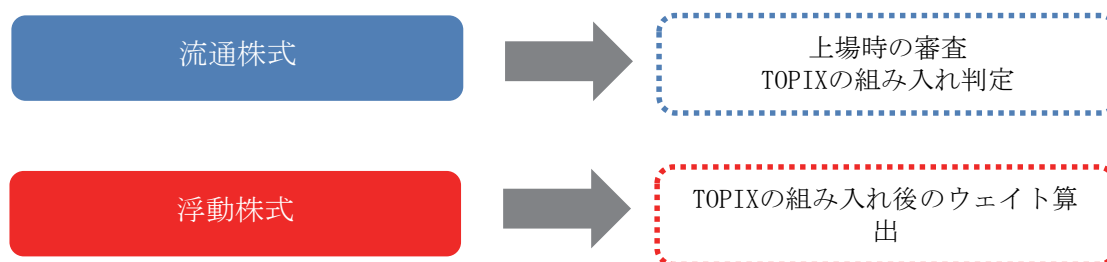
(出所) 東京証券取引所「TOPIX等の見直しに関する指数コンサルテーションの開始について(2020年12月)」より三菱UFJ信託銀行作成。

TOPIX に関するもう一つの重要な変更は、「浮動株式」の定義変更である。

詳細に入る前に、TOPIX に関する重要な用語として「流通株式と「浮動株式」という、よく似た言葉があり、誤解を招きやすいので整理しておきたい。流通株式と浮動株式は概念からして類似性が高く、かつ算出式が非常に似通っているが、用途が大きく異なる。

流通株式は1)上場時の審査、2)TOPIX に組み入れられるか否かの判断に用いられる。一方、浮動株式はTOPIX に組み入れられた後、ウェイトを決める時に用いられる。TOPIX に限って言えば、入るか否かは流通株式、入った後のウェイト決めは浮動株式、という役割分担になっている(図表6)。今回は市場区分見直しに伴う TOPIX への組み入れが焦点になるため、流通株式を用いる。

図表6：流通株式と浮動株式の用途の違い



(出所) 東京証券取引所「浮動株比率の算定方法」および「流通株式に関する基準について」より三菱UFJ信託銀行作成。

浮動株からは、移行後に特定株式が新たに除外されることになった。意図は流通株式と同じく政策保有株式を浮動株から除くことで、より市場における流動性に則した定義にすることにある。(下記の太字下線部分が追加項目)

【浮動株比率の計算方法】

指数用上場株式数

-) 大株主上位10位の保有株

(※ただし、証券金融会社、決済機関、預託証券(DR)発行のために預託された株主の名義人は除く)

(※また、信託銀行やマスタートラスト、グローバル・カストディアン、保険会社、証券会社も条件を満たせば除外)

-) 役員の保有株

-) 自己株式(相互保有株式を含む)

-) その他取引所が適当とみなす事例(長期的または固有的所有とみられる株式)

-) 特定投資株式(他の上場会社等が純投資目的以外で保有する株式)

2. TOPIXの移行スケジュール

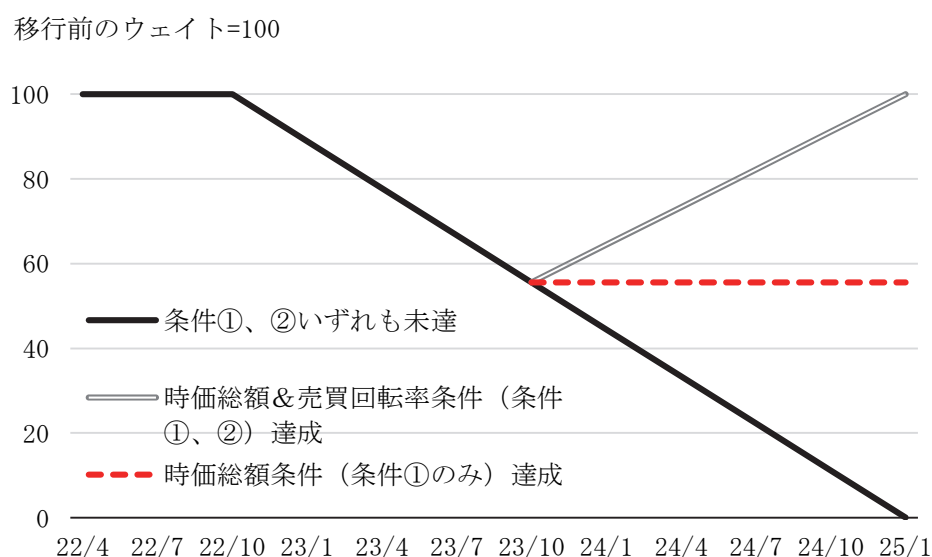
前項で説明したTOPIXの定義変更は2022年4月の新市場区分移行に伴い適用になるが、構成銘柄はすぐには変わるわけではない。

移行後のTOPIX(以下、新TOPIX)の除外対象になるのは、2021年7月における第1回判定で6月30日時点の流通株式時価総額が100億円を下回ったとみなされた銘柄である。2022年10月に第2回目の判定があり、第1回判定の翌期の流通株式時価総額が100億円を下回ったと判断されると、「段階的ウェイト低減銘柄」に指定され、ウェイトの逡減が開始される。

しかしながら、2023年10月に第3回判定があり、ここで①第2回判定の翌期の流通株式時価総額が100億円以上、②年間売買代金回転率(売買代金÷時価総額)0.2回転、のいずれも満たせば、「段階的ウェイト低減銘柄」から外れ、移行前のウェイトが逡減前に回復する(図表7)。①のみ満たす場合は、ウェイトの段階的な逡減が停止される。第3回判定においても①、②を満たせなかった銘柄は、逡減が継続され2025年1月に指数から完全に除外される。

このように新TOPIX移行に関しては需給の急激な変化を避けつつ、「段階的ウェイト低減銘柄」に指定された企業に流通株式時価総額を引き上げる努力を促す仕組みづくりがされている。

図表7：段階的ウェイト低減銘柄の指数におけるウェイト変化(概念図)



(出所) 東京証券取引所「TOPIX等の見直しに関する指数コンサルティングの開始について(2020年12月)」より

三菱UFJ信託銀行作成。

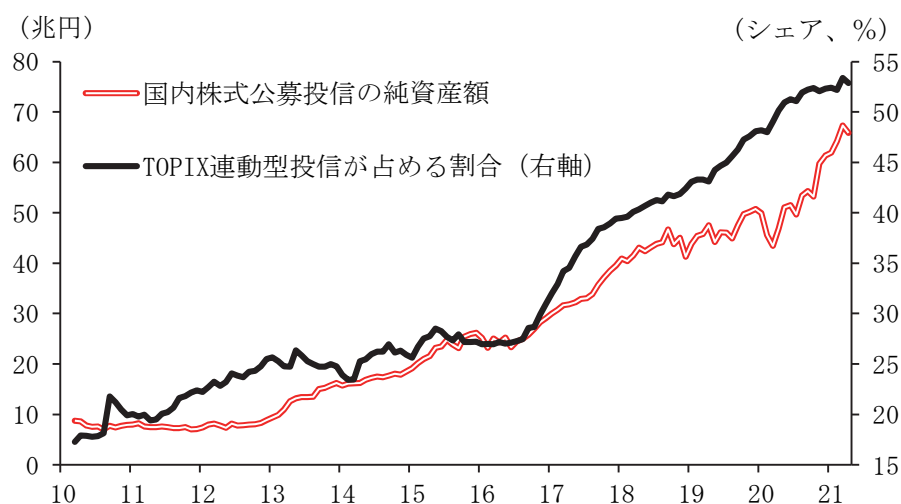
IV. 新市場区分が日本株に与える影響

1. 新市場区分移行に伴う短期的な影響

新市場区分移行が日本株に与える短期的な影響として、新 TOPIX 除外候補と予想される銘柄の需給悪化が想定される。

TOPIX に連動するファンドの日本株式市場における存在感は非常に大きい。国内株式を組み入れることが可能な株式公募投信の純資産額に占める TOPIX 連動の投資信託(以下、投信)の割合は 2010 年末に約 20%だった(図表 8)。しかしながら、パッシブ運用の拡がりにより割合が徐々に高まり、2021 年 4 月には TOPIX 連動の投信シェアは約 53%となった。

図表 8：国内株式公募投信の純資産額と TOPIX 連動型株式投信が占める割合



(注釈) 月次データ、2021 年 4 月までの値

(出所) 一般社団法人 投資信託協会より三菱 UFJ 信託銀行作成

新 TOPIX の対象外になりうる銘柄は流動性が低く、パッシブ運用フローが価格形成に与える影響は大きいと推察される。こうした特性を有する中、パッシブ運用の代表格であり、公募投信の過半を占める TOPIX 連動の投信(ETF を含む)の投資対象から外れるとなれば、需給の悪化と株価への下押し圧力が強まるリスクがある。

流通株式は「その他当取引所が固定的と認める株式」など公開データでは算出が不可能な項目があるため、TOPIX 構成銘柄につき、代わりに浮動株式を用いて時価総額が 100 億円を下回る銘柄数を計算すると、641 銘柄あった(2021 年 6 月 9 日時点)。

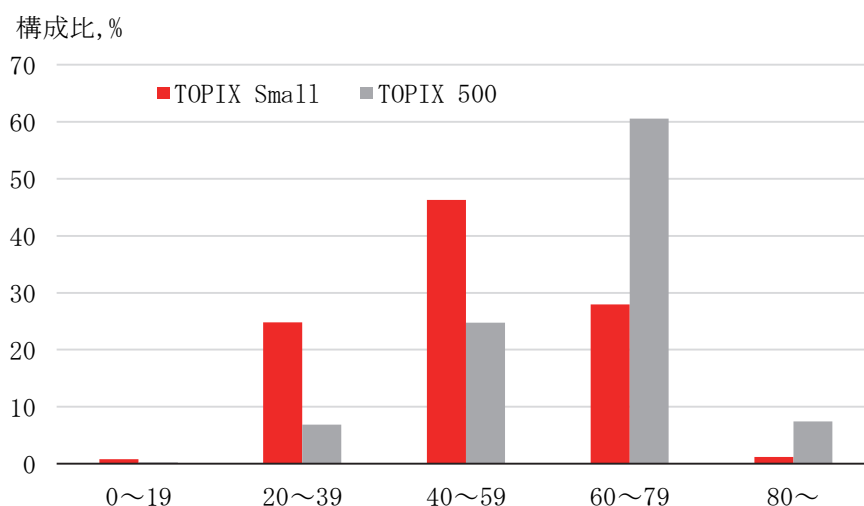
641 銘柄の内、大型株のベンチマークである TOPIX500 の構成銘柄は一つも該当がなく、全てが中小型株のベンチマークの一つである TOPIX SMALL の構成銘柄であり、構成銘柄に占める割合は 38%にのぼる。ここからいえることは、TOPIX 移行に伴う短期的な需給悪化は、大型株より中小型株市場において顕在化するリスクが大きいということである。

2. 新市場区分移行に伴う中期的な影響

短期的な目線に立てば、中小型株は需給悪化という悪影響が先立つが、中期的な目線に立てば、ガバナンス強化というポジティブな影響を与える可能性がある。

プライム市場上場のガバナンス要件に「流通株式比率が 35%以上」がある(図表 4)。流通株式比率は公開データから算出できないため、代替として同様の概念である浮動株比率の分布につき TOPIX500 と TOPIX SMALL を比較すると、TOPIX 500 は大半の銘柄の浮動株比率は 60~79%の区分に収まる一方、TOPIX SMALL は 40~59%の区分が占める割合が多い(図表 9)。そして、TOPIX SMALL において、プライム市場上場の要件とされる 35%を満たしていない銘柄数は 265 銘柄あり、指数全体に占める割合は 16%と TOPIX 500(4%)の 4 倍あった。

図表 9 : 浮動株比率の分布

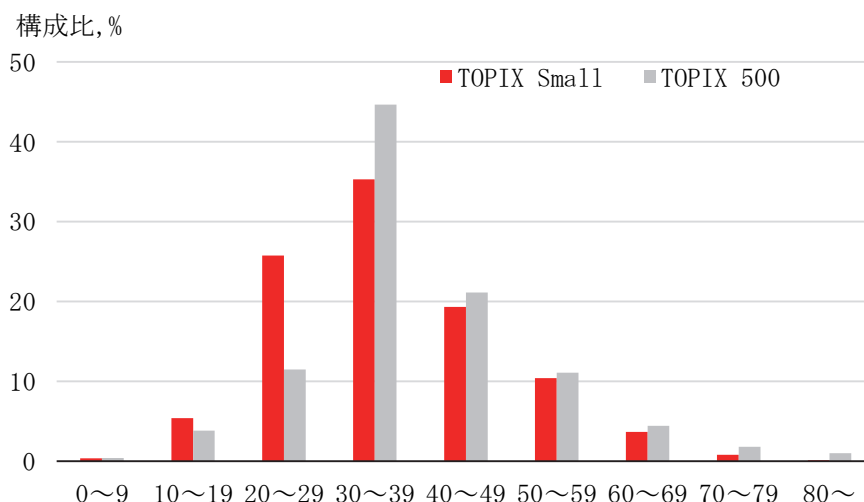


(注釈) 2021年6月7日時点

(出所) 日経 Quick Workstation より三菱UFJ信託銀行作成

また、今回のコーポレートガバナンス・コード改訂案において、プライム市場上場企業の社外取締役比率は 1/3 以上という新たな目標値が入った。TOPIX500 と TOPIX SMALL の社外取締役比率の分布を比較すると、TOPIX500 は大半が 30%以上であり、30%未満となる銘柄数は指数全体の 15%と少数派になっている。片や、TOPIX SMALL では 30%未満となる銘柄数は指数全体の 31%と TOPIX500 の倍になっている(図表 10)。

図表 10：社外取締役比率の分布



(注釈) 2021年6月7日時点

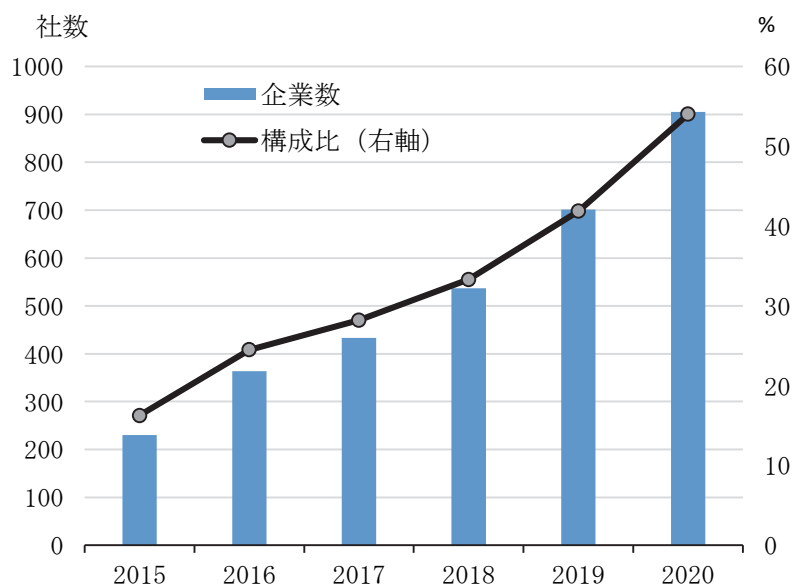
(出所) 日経 Quick Workstation より三菱UFJ信託銀行作成

上述のとおり、中小型株はガバナンス要件である流通株式比率、社外取締役比率の観点から大型株対比で劣後していた。しかしながら、新区分への移行後もプライム市場上場をめざすのであれば、中小型株の内、該当企業はガバナンス要件に対応しなければならない。銘柄によっては、経営者の持ち株売却や持ち合いの解消などを通じて流通株式数を積極的に増やし、社外取締役の増員などを促す契機となり得るだろう。

TOPIX SMALL 構成銘柄の内、流通株式比率、社外取締役比率の要件を充たす企業数を時系列で計算すると、年々上昇している(図表 11)。中小型株市場でもガバナンス体制の強化を図る動きは強まっており、今回の市場区分見直しはそれを加速させる可能性がある。

また、新 TOPIX では、流通株式比率を増やすだけでなく流通株式時価総額 100 億円の要件を充たし続けなければならない。中小型株の経営者が企業価値の向上に努めるインセンティブが増加する。このように今回の市場区分の見直しと新 TOPIX への移行は、小型株のガバナンス体制を大型株に近づける方向に働くと期待される。

図表 11：TOPIX SMALL 構成銘柄の内、社外取締役 1/3、浮動株比率 35%を充たす企業数と構成比



(注釈) 各年の最後の四半期末の値を集計。12月期、3月期決算企業であれば10～12月期決算、1月期決算企業であれば3～10月期決算、11、2月期決算企業であれば決算期の場合は9～11月期決算が対象。

(出所) 日経 Quick Workstation より三菱UFJ信託銀行作成

V. 終わりに

2022年4月からスタートする新しい市場区分と新TOPIXでは、上場要件から組み入れ基準まで多岐に亘って変更がなされている。本稿では、市場区分見直しの動機に立ち返り、市場区分の明確化、上場・廃止・ステップアップ基準の一本化、経営者に企業価値の向上を促す動機づけ、TOPIXの利便性向上の4点を軸に変更点とその背景事情について解説した。

第IV章で述べたとおり、今回の区分見直しで最も期待されるのは中小型株のガバナンス体制強化と、経営者に企業価値向上を促す動機づけである。もっとも、プライム市場上場基準や新TOPIX組み入れ基準を充たすために各企業が流通株式比率を高めるだけでは不十分である。市場の声に耳を傾けるようになった企業に対して、機関投資家がエンゲージメントを通じて、企業価値の向上の阻害要因となっている経営課題を指摘し、そして企業の経営課題解決に対する取り組みを評価することにより、企業が企業価値を向上させる確度が増す可能性が高まると考える。

2021年3月31日に金融庁の「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」は、コーポレートガバナンス・コード改訂案だけでなく、投資家と企業の対話ガイドラインの改訂案も合わせて発表し、ESG、サイバーセキュリティなどサステナビリティに焦点を当てた対話基準が追加された(6月11日施行)。

企業だけでなく、時勢の変化に合わせた投資家サイドのエンゲージメントの深化により、上場企業の企業価値が向上し、日本の株式市場が活性化することを期待したい。

(2021年7月26日 記)

※本稿中で述べた意見、考察等は、筆者の個人的な見解であり、筆者が所属する組織の公式見解ではない

【参考文献】

- ・『浮動株比率の算定方法』および『流通株式に関する基準について』東京証券取引所 [2018]
- ・『市場構造の在り方に関する市場関係者からのご意見の概要』東京証券取引所 [2019]
- ・『新市場区分の概要等について』東京証券取引所 [2020]
- ・『TOPIX 等の見直しに関する指数コンサルテーションの開始について』東京証券取引所 [2020]

本資料について

- 本資料は、お客さまに対する情報提供のみを目的としたものであり、弊社が特定の有価証券・取引や運用商品を推奨するものではありません。
- ここに記載されているデータ、意見等は弊社が公に入手可能な情報に基づき作成したのですが、その正確性、完全性、情報や意見の妥当性を保証するものではなく、また、当該データ、意見等を使用した結果についてもなんら保証するものではありません。
- 本資料に記載している見解等は本資料作成時における判断であり、経済環境の変化や相場変動、制度や税制等の変更によって予告なしに内容が変更されることがありますので、予めご了承下さい。
- 弊社はいかなる場合においても、本資料を提供した投資家ならびに直接間接を問わず本資料を当該投資家から受け取った第三者に対し、あらゆる直接的、特別な、または間接的な損害等について、賠償責任を負うものではなく、投資家の弊社に対する損害賠償請求権は明示的に放棄されていることを前提とします。
- 本資料の著作権は三菱UFJ信託銀行に属し、その目的を問わず無断で引用または複製することを禁じます。
- 本資料で紹介・引用している金融商品等につき弊社にてご投資いただく際には、各商品等に所定の手数料や諸経費等をご負担いただく場合があります。また、各商品等には相場変動等による損失を生じる恐れや解約に制限がある場合があります。なお、商品毎に手数料等およびリスクは異なりますので、当該商品の契約締結前交付書面や目論見書またはお客さま向け資料をよくお読み下さい。

編集発行：三菱UFJ信託銀行株式会社 アセットマネジメント事業部
東京都千代田区丸の内1丁目4番5号 Tel. 03-3212-1211（代表）