

# 市場構造問題の動向

～問題とその論点について



2019年12月8日  
株式会社資本市場研究所きずな

## 日本の市場構造は何か問題なのか

市場構造の在り方に関する議論が、金融審議会「市場構造専門グループ」で10月5日に再開された。この問題は、今年5月(2回開催)に検討がスタートしたが、6月初めの年金2000万円不足問題や東京証券取引所(以下、東証)の「市場構造の在り方等に関する懇談会」での東証1部時価総額基準の水準が野村証券委員により同社営業部門への漏えいした問題の影響もあって4か月間の中断となっていた。本誌73号(本年4月号)でもTopicsで取り上げ、市場区分見直しイメージをお伝えしたが、今月号ではこの問題の背景などを中心に市場構造に関する論点などを見直したい。

先ず何か問題なのかについては、議論スタート時の5月に東証より現在の市場構造を巡る課題について、以下の内容が示された。

①各市場区分のコンセプトが曖昧であり、多くの投資者にとって利便性が低い。

- ✓ 市場第二部・マザーズ・JASDAQの位置付けの重複・分かりづらさ
- ✓ 市場第一部は市場コンセプトが明確でなく、パッシブ投資隆盛により流動性の低い銘柄の価格形成にゆがみ
- ②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。
- ✓ 市場第一部へのステップアップ基準は、上場会社の持続的な企業価値向上の動機付けの観点から十分に機能せず
- ✓ そのほか、機関投資家の参入のための方策や新興企業に適した開示制度の検討が必要
- ③投資対象としての機能性と市場代表性を備えた指数が存在しない。
- ✓ 多くの投資者がベンチマークとしているTOPIXは、市場第一部全銘柄で構成
- ✓ JPX日経400やTOPIX500などの指数をベンチマークとする投資者は少ない

これに対して、持続的な企業価値の向上やベンチャー

企業へのリスクマネー供給を促す産業政策の立場の経済産業省からは、市場設計に関する次の基本的な考え方が示された。

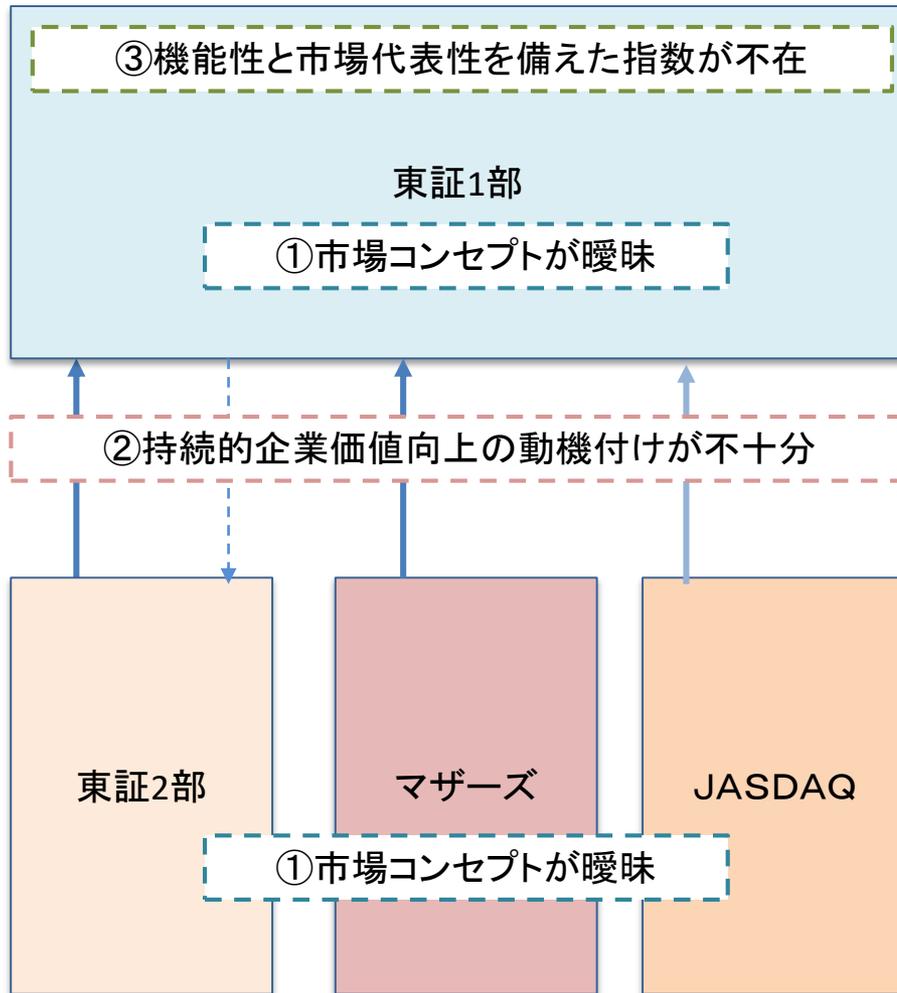
- 1) 世界で最もベンチャー企業が資金調達しやすい市場
- 2) 上場後の企業の成長を支える資金供給と動機付けが機能する市場
- 3) 機関投資家等による長期投資を促す市場
- 4) 根本的・段階的な市場改革スケジュールと経過措置の設定

また、上記の満たす為の市場区分案のコンセプトとして、

- ① 新興企業に対して間口の広い資金調達環境を提供する市場
- ② 持続的な成長を目指し、主として国内の機関投資家からの投資や一定規模以上の公募増資を期待する企業が属する市場
- ③ グローバルな視点で事業成長を目指し、世界中の機関投資家からの投資を期待する企業が属する市場、とした。インデックスの在り方に関しては、市場区分とは独立して

「新TOPIX」の在り方を検討すべきとしている。

# 市場構造を巡る課題と市場設計の基本的考え方



ベンチャー企業が  
資金調達しやすい

上場後の企業成長を支える  
資金供給と動機付けが機能

機関投資家等による  
長期投資を促す

根本的・段階的な市場改革  
スケジュールと経過措置

## 市場構造議論の背景

そもそも市場構造を考える時、基本的機能は流通市場と発行市場(上場企業の資金調達)だが、近年は日本市場の国際競争力や投資家に為の企業価値向上に関する施策と、それに伴うコーポレートガバナンス改革なども求められている。

一方、現市場の成り立ちを見返すと、現在のJASDAQは、嘗ては日本証券業協会が運営する証券取引所だったが2010年4月に大阪証券取引所(以下、大証)に経営統合され、同年10月にはその大証の新興市場であるヘラクレスとNEOも含めて、新JASDAQのスタンダード市場とグロース市場に再編された。大証は更に東証と株式市場の統合により、大証1部・2部を東証1部・2部に再編、新興市場は東証内にマザーズとJASDAQが併設されることになった。

現在、金融審議会での議論の背景となっている市場関係データは、課題別に次の様なものが東証より示されている。(東証や経済産業省の参考資料より)

◇IPO企業の資金調達について:マザーズIPOの平均資金調達額(中央値)は、約5億円程度に対して、米国では平均調達額は約200億円(2013年~2018年)

◇新規株式公開時の株式配分の動向:直近の東証への新規上場に関して、多くの企業では、引受証券のうち7割~8割が個人顧客に配分されている。(2017年~2018年に東証各市場に新規上場した130社の平均では、73.8%)

◇海外投資家売買シェア:各市場における海外投資家の1日平均売買代金シェアは、市場第1部が62%、市場第2部が46%、マザーズが35%、JASDAQが37%となっており、市場第1部は海外投資家中心、市場第2部は個人と海外投資家が同程度、マザーズとJASDAQは個人投資家中心となっている。(2018年)

◇時価総額:春先にプレミア市場(新しい市場第1部に相当)の時価総額基準として250億円線引きの可能性がマスコミ等に流れたが、2019年4月末のデータで、市場第1部では2,141社中719社(33%)が時価総額250億円以下で、反対にその他市場で250億円以上は市場第2部が48社(9%)、マザーズが54社(18%)、JASDAQが56社(7%)となっている。

◇外国人持株比率:2019年4月末で外国人が35%以上

保有しているのは、市場第一部で214社(10%)、市場第二部が12社(2%)、マザーズが3社(8%)、JASDAQが26社(3%)となっている。

◇市場第一部上場会社の英文開示:2018年の状況を見ると市場第一部全上場会社2,130社のうち、583社(27.4%)が決算情報、160社(7.5%)がコーポレートガバナンス報告書まで、その他の情報では272社(12.8%)が、英文開示を実施している。

◇代表市場とコンセプト(数字は2019年4月末):ニューヨーク取引所(大規模・中規模企業向け市場)2,419社、時価総額中央値(以下、同様)2,149億円、NASDAQのGlobal Select(世界で最も上場基準が厳しい市場)1,480社1,261億円、ロンドン取引所のPremium(上場基準のより厳格な市場)504社1402億円、ドイツ取引所のPrime(国際投資家向け市場)307社959億円、以上に対して東証市場第一部は2,141社480億円

◇ステップアップ:マザーズや市場第二部上場後、短期間のうちに市場第一部へのステップアップ。2013年の市場統合後~2018年で市場第二部から、市場第一部指定された270社の内、162社(59%)が上場後2年未満。マザーズに新規上場し、その後、市場第一部に市場変更を

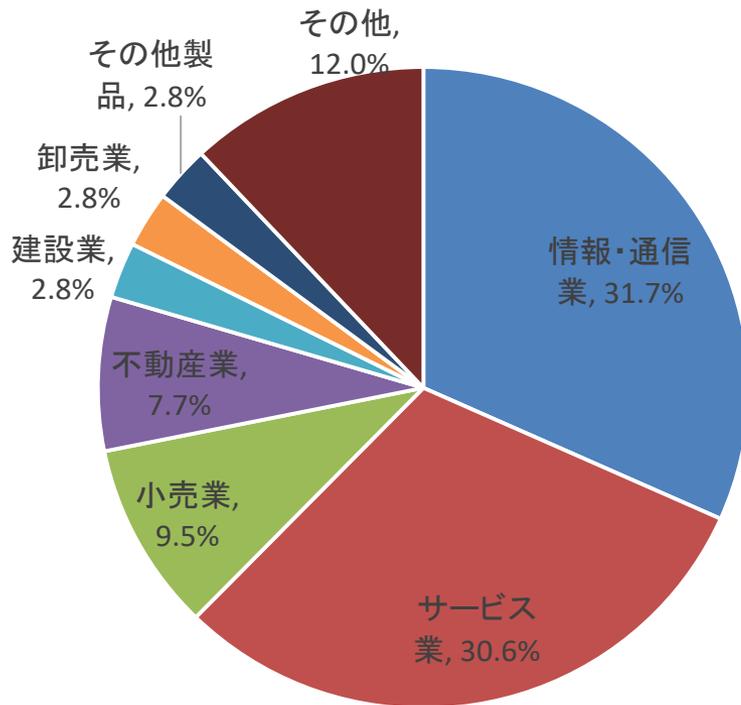
行った128社の内、74社(58%)が上場後2年未満。

なお、JASDAQのグロース市場については過去5年間の新規上場はなく、また上場廃止についてはM&AやMBOなどの株式非公開化によるものがそれぞれ年20~30件程度ある。それ以外の債務超過などでの上場廃止は年数件あるが、受け皿制度である日本証券業協会運営のファニックス銘柄は、2016年6月以降ゼロとなっている。

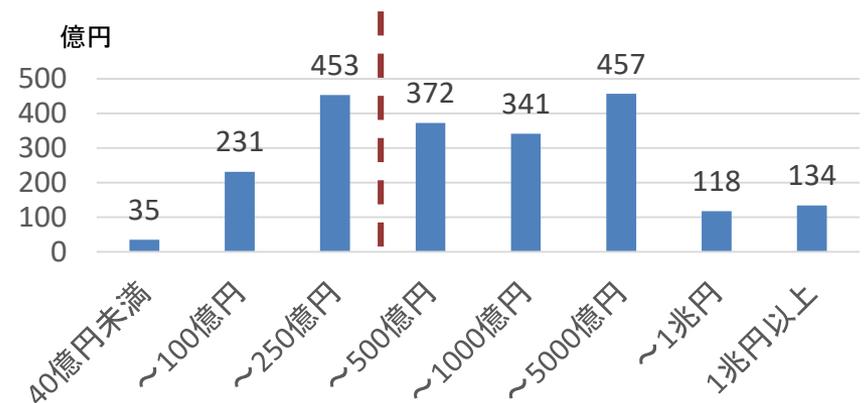
## 個人と海外投資家の売買シェア (2018年)

	海外投資家 シェア	個人投資家 シェア	1日平均売買高
市場第1部	62%	14%	3兆234億円
市場第2部	46%	42%	449億円
マザーズ	35%	57%	972億円
ジャスダック	37%	54%	744億円

## IPO企業の業種(2015年～2018年)



## 時価総額東証1部分布 (2019年4月末)



## 目指すものと現状のギャップは何か

前章で触れた様に過去の市場統合の結果、コンセプトの似通った市場が東証内に併在するようになり市場区分を見直すことは必然となっている。更に、上場企業の企業価値向上を促す為の市場の仕組みや日本市場の強化に繋がる様な取組みも、市場構造の見直しに加えて議論されている。

### 【市場区分についての論点】

マザーズはある意味において新興市場として成功しているといえる。これは、新興企業が上場後早期に市場第1部までステップアップ(例えば、売買高が月平均200単位以上で、時価総額40億円以上、2年間の利益の総額が5億円以上)出来るからで、東証に統合された後のJASDAQ(時価総額は250億円以上)も、この制度の恩恵を受けている。しかし、この結果、市場第1部では時価総額や売上高が小さい企業が増えることとなった。

現状では、投資家から新興市場として評価されているマザーズだが、これにJASDAQの一部(主にグロース市場

と成長性のあるスタンダード市場銘柄など)を加えて新たな新興市場とする案が市場関係者にとって分かり易いとされている。また、市場第2部とJASDAQのスタンダード市場については、そのコンセプトが共有しやすいとの意見が多いが、現時点では市場第2部の方が、株主数や時価総額など流動性に関する基準が高い。以上は現在の市場運営ルールの調整的な対応で解決できるのではと見込まれているが、市場第1部を国際的に通じるプレミア市場とするため、どの様に設計し直すかが最大の問題となっている。

この背景として、最近のコーポレートガバナンス・コードなどで企業内の内部統制に係わる負荷が増加していることに加え、スチュワードシップ・コードで国内外の投資家との会話も増え、英文開示も求められることが多くなっていることなどが上げられる。例えば、時価総額100億円未満、従業員数十人、上場後数年しか経っていない企業に対して、この様な負荷を一律に求めていくことが、市場運営として正しいのかといった疑問もある。一方で、マザーズやJASDAQに上場した企業が、短期間の市場第1部への昇格を目指して、業績を増加させ企業価値向上の努力を行うステップアップ効果も否定しにくい。

また、市場運営とは直接関係ないが、上場企業にとって“東証1部”がある種のブランドになっており、信用リスクや雇用・取引条件などの影響しているのも事実だ。

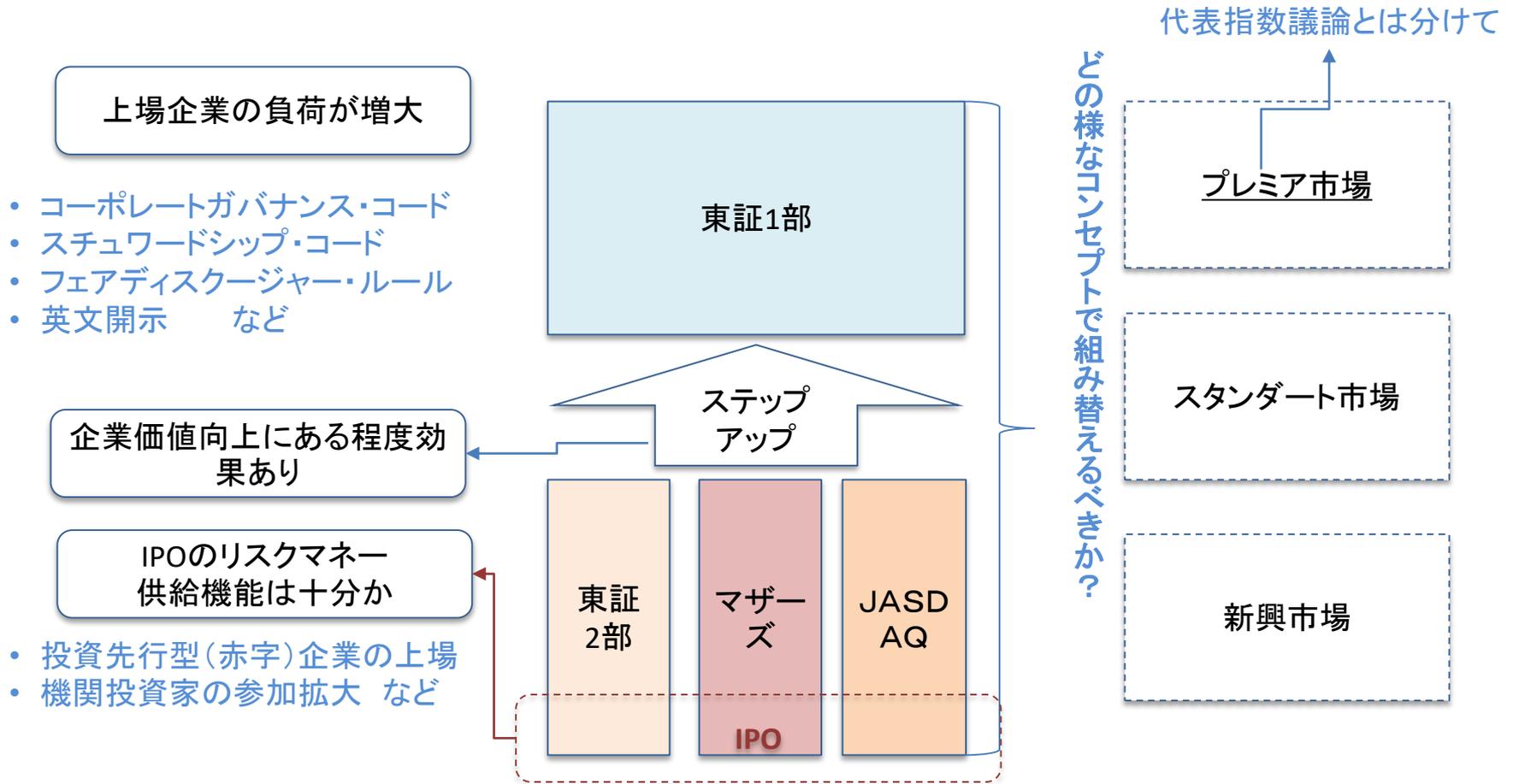
#### 【IPOについての論点】

新規に株式を上場するIPOで、成長企業に十分がリスクマネーが供給されているかが議論されている。例えば2018年のIPO銘柄の資金調達は2,099億円だが、IPO時の親会社やベンチャーファンドなど売出しは2兆9,197億円(この内、ソフトバンクの売出しが約2兆6千億円)となっている。つまり、IPO市場の現状は、成長企業の資金調達の間というより、ベンチャーファンドなどの資金回収の間といった色彩の方が強い。また、経済産業省からはバイオ、宇宙ロボットなど先行投資型企業が上場しやすい環境を整える名目で、赤字企業の上場や赤字上場企業の上場維持に寛容な市場を望む要望が挙がっているが、この点に関してはマザーズ上場のバイオ企業が赤字でも資金調達しながら上場維持してる現状を見る限り、市場関係者との認識にズレがあるようだ。

#### 【代表指数についての論点】

市場1部の全銘柄の時価総額を指数化したTOPIXは、投資家からみても代表指数と言え、日本銀行による市場からのETF買付も、TOPIX型での対応を進めているところだ。しかし、市場第1部の2,141社の内、時価総額が1兆円以上の企業が134社ある一方、100億円未満の企業が266社ある。現状では市場区分と代表指数の問題は切り離すべきとの意見が多いが、日経400やTOPIX Core30などまで含めた代表指数議論が必要ではないかと思われる。

# 市場構造に関する論点(概要)



## 投資家視点から、どう考えるべきか

市場構造問題は、ひと昔前なら市場運営を担う取引所と市場の直接参加者たる証券会社によって決定されていたが、今回の様に上場企業のみならず産業界や各種団体などからの意見を取り入れて、金融審議会で広く議論することは、資本市場の社会におけるプレゼンス向上で、市場関係者にとっても好ましい事だといえる。

企業側の考え方や産業政策上の視点は、経済産業省が「企業の長期成長に資する市場構造の在り方等の検討について」(2019年10月23日)で取りまとめているが、投資家視点ではどう考えるべきかについて触れたい。

### 【各市場の沿革と再編基準の単純化】

今回の市場区分見直しについては、各市場の成り立ちや市場運営からの要因もあり、また各市場に上場されている企業の立ち位置もあるので、各市場の沿革(過去の経緯)を明確にした上で、再編する基準は、その経過措置まで含めて単純化すべきではないかと考える。

### 【市場第1部をプレミア市場とする理由の明確化】

投資家視点で見た上で、現在の市場第1部基準を変更する理由の必然性は分かり難い。時価総額や流動性での基準で線引きする必要があるのは、指数としてTOPIXを利用して現物と裁定取引を行う機関投資家の問題であるが、企業価値向上の取組み(コーポレートガバナンス・コードへの対応)をある程度行わなければプレミア市場に上がれないとするのであれば、株主や個人投資家にも意味のある市場再編かもしれないし、プレミアム市場が海外投資家を引き付ける為に企業を厳選する必要があるなら、国際比較も含めてその事を明確化するべきではないだろうか。

### 【リスクマネー供給の為のプロ投資家の活用】

市場区分の問題とは別に、市場機能を強化する為の取組みとして次の様なことが上げられる。

①先行投資型IPOを促す為のプロ投資家の参加＝経済産業省の参考資料では、香港証券取引所のBiotech Chapterと上海証券取引所の科創版が取り上げられているが、第三者の評価と適格投資家(プロ投資家)の一定投資が必須とされており、科創版では主幹事証券が2～5%を一定期間保有する必要がある。日本においても、適格

機関投資家もしくは特定投資家の参加を想定したこのような取組みがあってもよい。

②新興市場におけるプロ投資家活用＝IPO企業を上場前から支えるベンチャーキャピタルもプロ投資家だが、上場後のマーケットリスクを負って長期投資するのは一般論としては難しい。これに代わるプロ投資家の参加を促す為、現在個人に偏っているIPO株の配分を長期保有目的の機関投資家などに配分するという考え方も金融審議会では示されている。

③TPMの機能活用＝上記2点は、市場のリスクマネー供給機能強化の為に、新興市場でもプロ投資家の参加を促す施策だが、そもそも東証にはプロ向け市場として特定投資家参加に限ったTOKYO PRO Market (TPM)があるが、現状はプロ投資家が殆ど参加しない上場が主要目的の市場となっている。このTPMが今後もプロ向け市場として存続していくなら、その活用をプロ投資家のリスクマネー供給の一環として議論すべきではないかと考える。

以上の論点に対して、今後の議論が資本市場本来の規律である合理性・透明性・市場参加への公平性をもって行われ、個人投資家にも分かり易い単純化されたコンセプト

が確立されることに期待したい。

また、市場区分見直しを含めた見直し措置が、期日を決めてスピーディーに実行されることにも資本市場運営としては必要なことではないだろうか。

# 投資家視点からの論点

