

### 東証市場区分再編が年金運用に与える影響について

2022年4月4日より東京証券取引所(以下、東証)では新たな市場区分が導入されます。本稿では、この市場区分再編の概要を解説し、今後の年金運用に与える影響について考察します。

#### 東証市場区分再編の概要

現在、東証には、市場第1部・2部を中心として4つの市場区分があります。しかし、それぞれのコンセプトは必ずしも明確ではないと言われてきました。また、新規上場基準と比べて上場廃止基準が緩いため、持続的な企業価値向上の動機づけが弱い、東証2部・マザーズから1部への区分変更が1部への新規上場基準よりも緩いなど不整合なルールがある、といった批判がありました。

これらの課題を解決するため、市場区分を2022年4月4日からプライム市場・スタンダード市場・グロース市場の3つに見直すことになりました(図表1)。

プライム市場は、投資家との建設的な対話を行い、中長期的に企業価値向上を目指す企業向けの市場です。そのため、新規上場基準、上場維持基準は現在の東証一部よりも厳しくなっています。グロース市場は高い成長性を実現するための事業計画を有している企業向けの市場で、「上場10年経過後時価総額40億円以上」という定量的な上場維持基準が設定されています。

スタンダード市場は現在の東証1部・2部と比較的近い上場基準、上場維持基準が設定されています。

図表1 再編(2022年4月4日)後の市場区分の概要

プライム市場	スタンダード市場	グロース市場
<ul style="list-style-type: none"> <li>グローバルな投資家との建設的な対話を中心に据えた企業向けの市場</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>公開された市場における投資対象として十分な流動性とガバナンス水準を備えた企業向け市場</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>高い成長可能性を有する企業向けの市場</li> </ul>

(出所) 東証資料より

当レポートは、お客様への情報提供を目的として作成したものであり、特定の有価証券の売買または商品の推奨・勧誘等を目的としたものではありません。当レポートに記載されたいかなる内容も将来の投資収益を示唆あるいは保証するものではありません。当レポート内の記述、グラフ・表・数値データ等の内容につきましては、信頼できると考えられる情報に基づいて作成しておりますが、その正確性、完全性を保証するものではありません。当レポートは、野村グループ各社から直接提供するという方法でのみ配布しております。配布されたお客様限りでご使用ください。当レポートのいかなる部分も一切の権利は野村フィデューシャリー・リサーチ&コンサルティング、野村証券、野村資本市場研究所に帰属しており、当レポートの全部もしくは一部を複製、転送または再配布することはご遠慮ください。

新市場区分では流通株式比率は世界の他の主要市場と同程度の25%以上が求められています。この点は、現行の東証1部の5%以上と比べると大きく、何らかの対応が必要となるケースが多いと考えられます。すでにプライム市場(プライム市場では35%以上の流通株式比率が求められる)を選択した企業では、大株主から自社株を取得するなど流通株式比率を高めるための施策を取っています。しかし、現状と比べると基準が大きく引きあがっているため、今後、上場廃止を選択する企業が生じる可能性があると考えられます。

新市場への移行は以下のスケジュールで行われます。

～2021年末:上場会社の市場選択

2022年1月11日:上場会社の市場選択結果の公表

2022年4月4日:一斉移行日

すでに市場選択結果が公表されており、東証1部の約8割、1841社(2022年2月17日時点)がプライム市場に移行する予定となっています。ただし、うち295社(2022年2月17日時点)はプライム

市場の基準を満たしていないものの、経過措置を利用し、移行予定となっています。経過措置の利用には、適合計画書の提出が必要で、基準を満たしていない事項に対して今後どのように適合していくのかが計画書では説明されています。たとえば流通株式時価総額が基準を満たしていない場合は、経営計画の実行や株主との対話を通じて株価を上昇させて適合していく、といった計画が説明されています。

適合計画書により移行する企業を含めて2022年4月4日時点で各市場の構成企業数は以下の通りとなる見込みです。

プライム市場:1,841社

スタンダード市場:1,473社

グロース市場:461社

※外国株式含む(2022年2月17日時点)

プライム市場とiiつつ、スタンダード市場以上に企業数が多いことに対して失望の声もあるようですが、上場維持基準などは厳しくなっており、投資家から見た国内上場株式市場の魅力度向上が期待されています。

図表 2 現行および新市場の上場維持基準の比較

		現行		新市場		
		東証1部・2部	プライム	スタンダード	グロース	
流動性	株主数	400人以上	800人以上	400人以上	150人以上	
	流通株式数	2000単位以上	2万単位以上	2000単位以上	1000単位以上	
	流通株式時価総額	5億円以上	100億円以上	10億円以上	5億円以上	
	売買高	平均売買代金0.2億円以上	平均売買代金0.2億円以上	月平均10単位以上	月平均10単位以上	
	時価総額	10億円以上	-	-	上場10年後40億円以上	
ガバナンス	流通株式比率	5%以上	35%以上	25%以上	25%以上	
経営成績・財政状態	収益基盤	-	最近2年間の利益合計が25億円以上、売上高100億円以上	-	-	
	財政状態	純資産額が正(注1)	純資産額が正	純資産額が正	-	

(注1) 債務超過となっても、1年以内に債務超過状態が解消されたときは維持される(そのほか例外事項あり)

(出所) 東証資料より NFRC 作成

当レポートは、お客様への情報提供を目的として作成したものであり、特定の有価証券の売買または商品の推奨・勧誘等を目的としたものではありません。当レポートに記載されたいかなる内容も将来の投資収益を示唆あるいは保証するものではありません。当レポート内の記述、グラフ・表・数値データ等の内容につきましては、信頼できると考えられる情報に基づいて作成しておりますが、その正確性、完全性を保証するものではありません。当レポートは、野村グループ各社から直接提供するという方法でのみ配布しております。配布されたお客様限りでご使用ください。当レポートのいかなる部分も一切の権利は野村フィデューシャリー・リサーチ&コンサルティング、野村証券、野村資本市場研究所に帰属しており、当レポートの全部もしくは一部を複製、転送または再配布することはご遠慮ください。

### コーポレートガバナンス・コードとプライム市場

プライム市場のコンセプトは、前述の通り投資家との建設的な対話を行い、中長期的な持続的な企業価値向上にコミットする、です。そのため、プライム市場の上場企業は、コーポレートガバナンス・コードのすべての原則に対してコンプライアンス・アクション・エクスプレイン(従うか説明)する必要があります。

また、昨年改訂されたコーポレートガバナンス・コードには、図表3で示しているプライム市場上場企業向けの原則・補充原則があります。

過半数以上の独立社外取締役が推奨されているなどより高いガバナンスが求められていることがわかります。グローバルな投資家との対話が求められているため、プライム市場上場企業には英語での情報開示も推奨されています。

さらにプライム市場上場企業には、気候変動に係るリスク及び収益機会について開示が求め

られています。開示の枠組みはTCFD(気候関連財務情報開示タスクフォース)提言あるいは、それと同等のもの(国際サステナビリティ基準審議会、ISSBなど)が求められています。

プライム市場に上場している企業は、2022年4月4日の市場区分変更以降に開催される株主総会后、速やかにこれらの原則に対してどのように対応したのか、コーポレートガバナンス報告書を提出する必要があります。各社がどのように対応するのか注目が集まっています。

### 国内株式の指数の動向

さて、ここまで東証の市場再編について説明しましたが、気になるのは最も多くの機関投資家が利用している東証1部上場のすべての企業を含む指数、TOPIXの動向です。

東証によると基本的には、2022年4月1日時点の構成銘柄は選択市場に関わらず継続採用さ

図表3 コーポレートガバナンス・コードにおけるプライム市場上場企業向けの原則・補充原則

	プライム市場	その他の市場	備考
議決権行使プラットフォーム	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。	上場会社は、自社の株主における機関投資家や海外投資家の比率等も踏まえ、議決権の電子行使を可能とするための環境作り(議決権電子行使プラットフォームの利用等)や招集通知の英訳を進めるべき	補充原則1-2④
英語での情報開示	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	上場会社は、自社の株主における海外投資家等の比率も踏まえ、合理的な範囲において、英語での情報の開示・提供を進めるべき	補充原則3-1②
サステナビリティ開示	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	自社のサステナビリティについての取組みを適切に開示すべき	補充原則3-1③
独立社外取締役	3分の1以上(過半数推奨)	2名以上(3分の1以上推奨)	原則4-8
指名委員会・報酬委員会	各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	取締役会の下に独立社外取締役を主要な構成員とする独立した指名委員会・報酬委員会を設置する	補充原則4-10①

(出所) 東証資料より NFRC 作成

当レポートは、お客様への情報提供を目的として作成したものであり、特定の有価証券の売買または商品の推奨・勧誘等を目的としたものではありません。当レポートに記載されたいかなる内容も将来の投資収益を示唆あるいは保証するものではありません。当レポート内の記述、グラフ・表・数値データ等の内容につきましては、信頼できると考えられる情報に基づいて作成しておりますが、その正確性、完全性を保証するものではありません。当レポートは、野村グループ各社から直接提供するという方法でのみ配布しております。配布されたお客様限りでご使用ください。当レポートのいかなる部分も一切の権利は野村フィデューシャリー・リサーチ&コンサルティング、野村証券、野村資本市場研究所に帰属しており、当レポートの全部もしくは一部を複製、転送または再配布することはご遠慮ください。

れるとのこととです。

しかし、流通株式時価総額100億円未満の銘柄は、「段階的ウェイト低減銘柄」となり、2022年10月末から2025年1月末まで四半期ごとに10段階で構成比率が低減します(図表4参照)。

また、これまで組み入れ上限が設定されていませんでしたが、10%の上限が設けられます。ただし、現時点で10%を超える銘柄はないため、この影響はほとんどないと考えられます。

流通株式時価総額100億円という基準は、プライム市場の上場維持基準と同じです。加えて東証1部の80%以上はプライム市場に移行するため、将来的にはTOPIXはプライム市場全体の動きと同じような動きを示す可能性が高いと考えられます。

なお、2022年4月4日からは、新市場に合わせてプライム市場全体の時価加重指数である東証プライム指数、スタンダード市場全体の時価加重指数である東証スタンダード指数、グロス市場全体の時価加重指数である東証グロス指数など7指数が公表される予定となっています。

### 年金運用への影響

この市場再編に関して次の2つの点について

考察したいと思います。

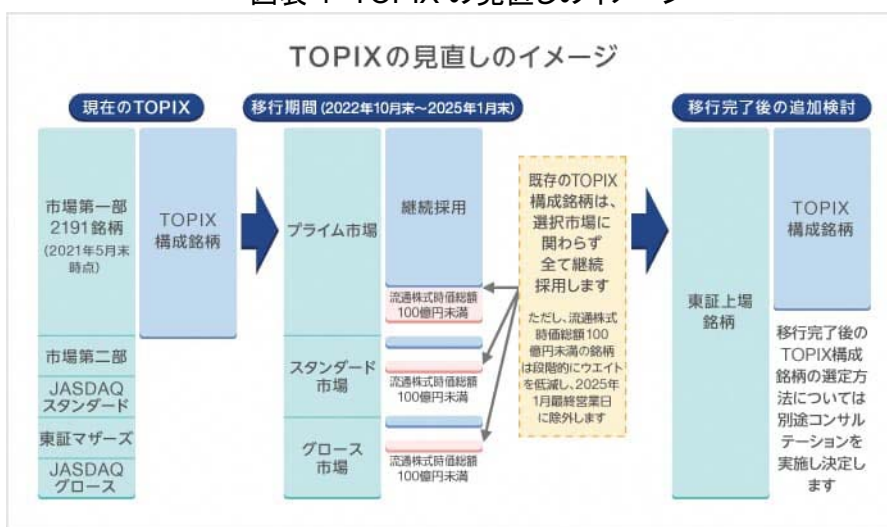
① 東証市場再編は国内株式市場の魅力向上につながるか

② ベンチマークはTOPIXのままでいいのか  
まず、①については、投資家から見た国内株式市場の魅力向上に一定程度、寄与するとは言えそうです。なぜなら、今回の再編は、これまでの不整合な上場ルールを見直すとともに投資家との対話を上場企業に促すような再編となっているからです。上場維持のため、経営者に株主還元や企業価値向上をより積極的に促す可能性があります。したがって、再編そのものは、年金運用にとってポジティブなものと言えます。

ただし、今回の再編を中途半端だと批判する声もあります。確かに東証1部の大半がプライム市場に移行しますし、中には必ずしも適合計画書に納得性がないような企業でも移行してしまいます。そのため、ポジティブではあるが、画期的ではない、という評価もありえます。

次に②についてですが、ベンチマークと言っても政策資産配分に利用する投資対象全体を代表するものとしてのベンチマークとマネージャー・運用商品を評価する際のベンチマークという2つの意味があります。

図表4 TOPIXの見直しのイメージ



(出所) 東証ホームページより

当レポートは、お客様への情報提供を目的として作成したものであり、特定の有価証券の売買または商品の推奨・勧誘等を目的としたものではありません。当レポートに記載されたいかなる内容も将来の投資収益を示唆あるいは保証するものではありません。当レポート内の記述、グラフ・表・数値データ等の内容につきましては、信頼できると考えられる情報に基づいて作成しておりますが、その正確性、完全性を保証するものではありません。当レポートは、野村グループ各社から直接提供するという方法でのみ配布しております。配布されたお客様限りでご使用ください。当レポートのいかなる部分も一切の権利は野村フィデューシャリー・リサーチ&コンサルティング、野村証券、野村資本市場研究所に帰属しており、当レポートの全部もしくは一部を複製、転送または再配布することはご遠慮ください。

前者の意味では、「国内株式」という資産クラスをどのような指数で定義づけるか、という問題と言い換え可能です。この答えは投資家の投資ポリシーに依ると考えられます。日本版スチュワードシップ・コードに従い、投資先企業との建設的な対話を重視するのであれば、投資対象として想定されるのはプライム市場となると考えられます。そうであれば、東証プライム指数へのベンチマーク変更は十分合理的な判断です。そうではなく、広く投資可能な国内株式全体として国内株式を定義する場合は、引き続きTOPIXがふさわしいベンチマークと考えられます。

次にマネージャー・運用商品評価に使うベンチマークについてです。何が望ましいかを考えるにあたって、ベイリー(Baily[1992])によって提唱された望ましいベンチマークの要件を思い返してみましょう(図表5参照)。

この基準に沿ってマネージャー、運用会社が投資対象としている企業にあったベンチマークを設定するのが望ましいと考えられます。たとえばグロース株を重視する場合は、東証グロース指数を利用するといったことが考えられます。

なお、筆者がヒアリングしている限り運用会社側では、既存商品のベンチマーク変更はまだあまり検討されていないようです。新しい指数のパッシブ商品などは、まだスタートする前の指数であるため、あくまで検討の段階にとどまっているようです。

いずれにせよ移行日を前に何らかの動きが生じる可能性はあるため、今後の動向には注視が必要と思われます。

— 次号のお知らせ —  
次号は  
**3月14日(月)**  
発行予定です。

図表 5 ベンチマークの望ましい要件

#	基準	説明
1	明瞭性	構成比や構成対象が明確に定義され、あいまいさが排除されていることが望ましい
2	投資可能性	アクティブ運用を停止し、ベンチマークそのものに投資するという選択肢があることが望ましい
3	測定可能性	適度な頻度でパフォーマンスが測定可能であることが望ましい
4	適合性	マネージャーの運用スタイルと適合していることが望ましい
5	投資知識が反映可能	マネージャーが有する投資知識、意見が反映可能な対象により構成されている(たとえば、ネガティブな投資意見をベンチマークに対してアンダーウェイトするなどの投資行動が可能)
6	先行性	評価開始時点でベンチマークが構成されていること

(出所) J.V. Bailey(1992), "Are Manager Universes Acceptable Performance Benchmarks?", Journal of Portfolio Management Spring 1992 より NFRC 作成

当レポートは、お客様への情報提供を目的として作成したものであり、特定の有価証券の売買または商品の推奨・勧誘等を目的としたものではありません。当レポートに記載されたいかなる内容も将来の投資収益を示唆あるいは保証するものではありません。当レポート内の記述、グラフ・表・数値データ等の内容につきましては、信頼できると考えられる情報に基づいて作成しておりますが、その正確性、完全性を保証するものではありません。当レポートは、野村グループ各社から直接提供するという方法でのみ配布しております。配布されたお客様限りでご使用ください。当レポートのいかなる部分も一切の権利は野村フィデューシャリー・リサーチ&コンサルティング、野村証券、野村資本市場研究所に帰属しており、当レポートの全部もしくは一部を複製、転送または再配布することはご遠慮ください。

### 《MSCI データの利用に関する注意事項》

本資料中に含まれる MSCI から得た情報は MSCI Inc. (「MSCI」) の独占的財産です。MSCI による事前の書面での許可がない限り、当該情報および他の MSCI の知的財産の複製、再配布あるいは指数などのいかなる金融商品の作成における利用は認められません。当該情報は現状の形で提供されています。利用者は当該情報の利用に関わるすべてのリスクを負います。これにより、MSCI、その関連会社または当該情報の計算あるいは編集に関与あるいは関係する第三者は当該情報のすべての部分について、独創性、正確性、完全性、譲渡可能性、特定の目的に対する適性に関する保証を明確に放棄いたします。前述の内容に限定することなく、MSCI、その関連会社、または当該情報の計算あるいは編集に関与あるいは関係する第三者はいかなる種類の損失に対する責任をいかなる場合にも一切負いません。MSCI および MSCI 指数は MSCI およびその関連会社のサービス商標です。

### 《FTSE 世界国債インデックスに関する注意事項》

FTSE 世界国債インデックスは、FTSE Fixed Income LLC により運営され、世界主要国の国債の総合収益率を各市場の時価総額で加重平均した債券インデックスです。このインデックスのデータは、情報提供のみを目的としており、FTSE Fixed Income LLC は、当該データの正確性および完全性を保証せず、またデータの誤謬、脱漏または遅延につき何ら責任を負いません。このインデックスに対する著作権等の知的財産その他一切の権利は FTSE Fixed Income LLC に帰属します。

### 《金融商品取引法に基づく情報開示》

会社名： 野村フィデューシャリー・リサーチ&コンサルティング株式会社  
金融商品取引業者： 登録番号 関東財務局長(金商) 第 451 号  
加入協会： 一般社団法人 日本投資顧問業協会 会員番号(第 011-00961 号)  
報酬等： 当社がサービスの対価として、お客様にご負担いただく報酬(税込)の上限は下表の通りですが、投資助言の対象、運用手法、サービス内容等に応じて、お客様との協議により個別に決定いたします。報酬額の計算方法はお客様との個別協議に基づいて決定するために、事前に表示することができません。

	助言契約	一任契約
年間基本料率 もしくは年間報酬額 <sup>(※)</sup>	0.55% もしくは 2,200 万円	0.825%

<sup>(※)</sup> 上記は単一のサービスに対するものであり、複数のサービスを組み合わせた契約には当てはまりません。

投資リスク 当社の業務に関して、お客様が負担する投資リスクには主に以下のようなものがあり、投資する商品の価格が変動しますので、運用資産に損失が生じ、元本を割り込むおそれがあります。

- 株価変動リスク： 株式相場の変動により、投資する株式等の価格が変動するリスクがあります。
- 金利変動リスク： 市場金利の変動により、投資する債券等の価格が変動するリスクがあります。
- 為替変動リスク： 通貨価格の変動により、投資する外貨建て資産の価格が変動するリスクがあります。
- 信用リスク： 投資する証券の発行体の信用状況の変化により当該証券の価格が変動するリスクがあります。
- 流動性リスク： 流動性に乏しい商品(プライベート・エクイティ・ファンド等)について、不利な条件でしか換金できないリスクがあります。
- デリバティブ固有のリスク： デリバティブ(先物・オプション等)が対象資産の価格変動と連動しないリスクがあります。
- 投資対象リスク： プライベート・エクイティ・ファンドは、ベンチャー企業を含む非公開企業を投資対象とするため、一般に高いリスクを有します。
- 投資案件が確保されないリスク： プライベート・エクイティ・ファンドは、当初想定された金額を満たす投資案件が確保されないリスクがあります。

弊誌の記事はバックナンバーも含めて野村年金マネジメント研究会のホームページでご覧頂けます。当ホームページは、年金スポンサー限定のサービスとなっております。ご利用を希望される方は、次の URL にてご登録をお願い致します。

<https://nenkin.nomura.co.jp>

編集・発行： 野村フィデューシャリー・リサーチ&コンサルティング株式会社  
(野村年金マネジメント研究会事務局)

〒103-0007 東京都中央区日本橋浜町3-21-1 日本橋浜町Fタワー16F  
TEL: 03 6703 3991 Email: [nenkin@jp.nomura.com](mailto:nenkin@jp.nomura.com)