

市場構造の在り方等の検討に係る意見募集（論点ペーパー）

2018年12月21日
株式会社東京証券取引所

はじめに

当取引所では、2013年1月の東京証券取引所グループと大阪証券取引所の経営統合による日本取引所グループの発足を受け、統合シナジーの創出による市場の国際競争力の強化を図るため、同年7月に両取引所の現物市場を統合しました。

現物市場の統合にあたっては、上場制度の変更により、上場会社及び上場候補会社の負担や投資者に混乱が生じることを避けるため、原則としてそれまでの市場構造を維持することとしました。その結果、現在は、一般投資者向けに、市場第一部・市場第二部・マザーズ・JASDAQの四つの市場を運営しており、市場ごとに異なる上場基準を設けています。

今年で現物市場の統合から5年が経過しますが、統合時から維持してきた市場構造を巡り改善すべき点が顕在化する中、当取引所では、本年10月に有識者による検討の場として「市場構造の在り方等に関する懇談会」（以下「懇談会」といいます。）を設置し、株式現物市場の今後の市場構造として在るべき姿について検討を開始しています。

ねらい

市場構造（市場区分）は、特性の異なる企業に上場機会を提供するにあたって、その特性に応じて市場を区分することで、投資者が投資しやすい環境を整備するという観点から設けられてきました。

一方で、実務においては、多くの上場会社が、市場第二部・マザーズ・JASDAQへの上場後、市場第一部へのステップアップを目指しており、現在の階層的な市場構造は、上場会社の中長期的な企業価値の向上や、健全な内部管理体制の維持・強化を動機付ける枠組みとしても重要な機能を果たしてまいりました。

こうした役割も踏まえれば、今後の当取引所における市場構造について、上場会社の企業価値の維持向上をより積極的に動機付け、国内外の多様な投資者からのより高い支持を得られるものとなるよう検討していくことが、資本市場の持続的な発展、ひいては日本経済全体の発展に寄与していく観点から重要であると考えられます。

この論点ペーパーは、今後の検討に向けて、幅広く市場関係者の皆様からのご意見を募集するために、懇談会での議論を踏まえ、市場構造の在り方を検討していくうえでの主たる論点と考えられる事項を当取引所で整理したものです。

I. エントリー市場の在り方（市場第二部・マザーズ・JASDAQ）

（1）現状

当取引所では、これまで、企業が新規上場を行う先のエントリー市場として、一般投資者が安心して投資できる実績のある企業向けの市場と、投資リスクは相対的に高いものの高い成長可能性を有する新興企業向けの市場とに区分し、それぞれの企業に対して上場機会を提供してきました。

現物市場統合後のエントリー市場への新規上場の実態を見ますと、マザーズに新興企業の新規上場が、また、市場第二部とJASDAQ（スタンダード）の二つの市場に実績のある企業の新規上場が行われている状況です¹。

【新興企業向け市場】

マザーズは、高い成長可能性を有する企業を対象に上場機会を提供する市場であり、上場によるリスクマネーの供給とその後の市場を活用した成長を通じて、産業育成を図っていくことを目的としています。

マザーズへの新規上場は、毎年約50社程度行われており、新興企業の新規上場先として定着しています。一方で、創業者やベンチャーキャピタルの投資回収が主目的であると思われる上場が見受けられるとの指摘や、上場後において成長を実現するための適切な動機付けがなされていないとの指摘もあり、新興企業に対し、上場後の健全な成長を動機付ける制度的な枠組みを整備していくことが必要と考えられます。

また、毎年約50社程度もの新規上場がある中で、資金ニーズの高い先行投資型企業（研究開発型企業）に対して十分な上場機会を提供できていないとの指摘もあります。例えば、バイオベンチャーなどの先行投資型企業は、研究開発に係る投資が先行するため、事業化まで赤字が継続する傾向にあり、また、事業内容の専門性も高く、将来の収益構造が見通しにくいというリスク特性を持っています。このような投資リスクは高いものの資金ニーズの高い企業にも適切に資金調達の機会を提供していくことが、今後の新規産業の育成と発展に必要と考えられます。

【実績のある企業向け市場】

実績のある企業向け市場は、一定の事業実績を有する企業を対象に上場機会を提供する市場であり、投資者に対し、安心して投資できる企業への投資機会を提供することを目的としています。市場第二部とJASDAQ（スタンダード）への新規上場は、毎年それぞれ約10社程度行われており、一定の上場ニーズが存在しているところです。

一方で、現在設けている市場第二部やJASDAQの上場基準に関しては、例えば、JASDAQにおいては、流通株式比率の基準が求められておらず、公開性が低いまま上場が可能であるなど、投資者が安心して投資できる企業を上場するという観点からは十分なものとなっていないとの指摘もあります。現状、市場第二部とJASDAQの二つの基準

¹ 現物市場統合後、JASDAQ（グロース）への新規上場は行われておりません。

が存在しておりますが、こうした指摘も踏まえ、今後、実績のある企業向け市場として本来在るべき基準や水準を検討していくことが必要と考えられます。

（2）意見募集事項

＜新興企業向け市場＞

① 新興企業に対する上場後の成長の動機付けの在り方についてどう考えるか

- 新興企業に上場後の健全な成長を促す観点から、どのような制度的な枠組みが必要か
 - ✓ 例えば、現行のマザーズ又はJASDAQ（グロース）における開示制度及び上場廃止基準等²は実効的なものとなっているか（あるいは、新興企業の成長を妨げるものとなっていないか）、より適切な方策はあるか

② 新興企業向け市場における上場基準等の在り方についてどう考えるか

- 例えば、先行投資型企業に対して、そのリスク特性を踏まえつつ、適切に上場機会を提供していくためにはどのような基準等の在り方が考えられるか

＜実績のある企業向け市場＞

③ 実績のある企業向け市場における上場基準等の在り方についてどう考えるか

- 新興企業とは異なり、一定の事業実績があり投資者が安心して投資できる企業に上場機会を提供するという観点から、現状の市場第二部やJASDAQの上場基準等についてどう考えるか

II. ステップアップ先の市場の在り方（市場第一部）

（1）現状

市場第一部は、制度的には、本則市場（市場第一部・市場第二部）のうち市場第二部と比較して流動性の高い企業を指定するものと位置づけていますが、現在では、我が国経済（社会）を代表し、牽引していく企業が上場する市場として期待されており、また、上場会社が新規上場後にステップアップしていく先の市場としても定着しています。

一方で、市場第一部へのステップアップに関しては、例えば、時価総額基準に関して40億円以上で上場することを可能としているため、エントリー市場への新規上場後間もなく、企業価値にも大きな変化がなく行われている現状があります。また、市場第一部上場会社においても、大変残念なことに企業価値を毀損するような行為が行われる事例が発生していますが、市場第一部上場会社に求めているコーポレート・ガバナンスや内部管理体制の水準は、現状では他市場と比較して大きな差がない状況です。また、市場第一部から退出を求める基準が適切に機能していないとの指摘もあります。

² マザーズにおける投資者向け説明会の開催義務、マザーズ・JASDAQ（グロース）の業績による廃止基準、JASDAQ（グロース）における中期経営計画の策定義務、マザーズの原則10年限定の市場としての制度設計（マザーズでは、新興企業向け市場としてのコンセプトを確立するため、新規上場後10年経過した会社に対して、高い成長可能性を有する企業としてマザーズに残るか、実績のある企業として市場第二部に移行するかを選択するプロセス等を導入）など

こうした現状を踏まえ、市場第一部に関しては、他市場と比較して、上場会社が目指すべき水準、あるいは、市場第一部の会社が維持すべき水準として基準や義務がより高くあるべきとの指摘があり、上場会社の企業価値の維持向上にも資するべく、また、国内外の投資者の市場第一部への期待に応えるべく見直しを行っていくことが必要であると考えられます。

(2) 意見募集事項

- ④ ステップアップ先の市場の上場会社として求められる基準・義務についてどう考えるか
 - 例えば、時価総額、流通性（公開性）、ガバナンス・内部管理体制などが考えられるか、また、それぞれの水準についてどう考えるか
- ⑤ ステップアップ先の市場の上場会社として求められる基準・義務を満たさなくなつた場合の取扱いについてどう考えるか

III. 市場からの退出の在り方

(1) 現状

金融市場の規律を維持し、株主を保護する観点から、一般投資者の投資対象として適さない会社については、一般投資者の投資対象から適切に除外していくことが必要であると考えられます。また、上場廃止基準には、こうした趣旨の基準のほか、上場会社に早期改善を促す趣旨のものなども存在しています。

一方で、現状の上場廃止基準に関しては、例えば、時価総額基準に関してその水準が低すぎる、あるいは、債務超過基準や業績基準に関して、早期改善を促すという趣旨やビジネスモデルが崩壊した場合には適切に退出を求めるといった趣旨に照らして適切に機能していないといった指摘があり、現在の上場廃止基準が適切に機能しているかどうかをよく検討していくことが必要と考えられます。

また、我が国では、米国等と異なり、非上場株式の流通市場が実質的に機能していないために³、上場廃止は株主の換金機会の喪失に直結してしまうという課題があるため、適切な上場廃止を行っていくうえでは、上場廃止後の換金の場としてどのような在り方が適切であるかについても検討していくことが必要と考えられます。

(2) 意見募集事項

- ⑥ 上場廃止の在り方についてどう考えるか
 - 現行の上場廃止基準について見直すべき基準はあるか、また、上場廃止後の換金の場の在り方についてどう考えるか

³ 日本証券業協会が取引所上場廃止銘柄を保有する投資者の換金の場及び上場廃止会社の再生を援助する仕組みとしてフェニックス銘柄制度を運営していますが、2016年6月末以降、指定されている銘柄はありません。

IV. その他

なお、これらの論点のほか、上場会社の企業価値の維持向上や投資者にとっての投資魅力向上の観点から、見直すべき上場制度上の課題について、お気づきの点がございましたら、ご意見等をお願いします⁴。

意見募集事項

⑦ その他上場制度上の課題等について

- その他、上場会社の企業価値の維持向上や投資者にとっての投資魅力向上の観点から、見直すべき事項はあるか
- また、今後検討を進めていくうえで留意すべき事項はあるか

以上

⁴ 今後、市場構造の在るべき姿とその枠組みを検討していくにあたって、具体的な基準や評価軸が過度に形式的にならないよう、上場会社の実態を実質的に評価できる基準に見直していくという観点も重要であると考えています。こうした点につきましても、お気づきの点がございましたら、ご意見等をお願いします。