

2019年3月25日 全9頁

熱を帯びる東証再編議論

東証と経産省の市場再編の考え方の比較

政策調査部
主任研究員 神尾 篤史

[要約]

- 東京証券取引所（東証）の市場再編が機関投資家や個人投資家、企業関係者の間で話題になっている。東証では1月末までパブリックコメントの募集を行い、それをまとめた報告書を3月末に公表する見込みである。一方、経済産業省（経産省）は2019年2月に「市場構造の在り方等の検討について」を公表し、あるべき方向性を示している。
- 東証と経産省ともに現在4つある市場を3つに集約し、各市場のコンセプトを明確に打ち出し、それに沿った上場基準などの設定を考えている。
- 市場再編後に最上位となるプレミアム市場は、日本経済を牽引し、グローバルに戦える企業の上場が期待される。他方、現在の東証一部に上場する企業がプレミアム市場から「降格」することの影響が強く懸念される。

市場再編に関する東証と経産省の考え方

東京証券取引所（東証）の市場再編が機関投資家、個人投資家、そして企業関係者の間で話題になっている。その発端は、東証において市場構造（市場区分）や上場制度などを見直すために「市場構造の在り方等に関する懇談会」が2018年10月に設置されたことである。同年11月と12月の2回の会議を経て、12月には東証から「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）」が公表され、論点ペーパーに基づいて2019年1月末までパブリックコメントが実施された。本稿執筆時点では、東証からパブリックコメントに基づく報告書は公表されていないが、3月中には公表される見込みである。一方、経済産業省（経産省）からは2019年2月に「市場構造の在り方等の検討について」が公表され、同省独自の視座とあるべき方向性が示されている。

市場再編に関する東証と経産省の考え方の違い

東証の論点ペーパーと経産省の「市場構造の在り方等の検討について」の議論の背景を概観し、その二つの資料の内容を（１）市場区分、（２）上場基準、（３）上場廃止基準、（４）インデックスの見直し、（５）機関投資家等による長期投資を促す仕組み、（６）スケジュール、に区分してまとめると以下ようになる。ただし、論点ペーパーはパブリックコメント用の資料であるため、具体的な市場区分や上場基準は示されていない。

<議論の背景>

（東証）

現在、東証は市場第一部・第二部、JASDAQ、マザーズの４つの市場が併存する階層的な市場構造になっている。東証は、この狙いを①上場する企業のリスク特性に応じて市場を分類し、投資家の投資環境を整備すること、②市場を階層化することで、企業の市場第一部への「昇格」（市場変更）に向けて中長期的な企業価値の向上や、健全な内部管理体制を維持・強化するような行動を促進すること、としている。

しかし、マザーズのような新興企業向け市場では、さらなる事業成長のために資金を調達するという本来の役割とは異なり、創業者が投資資金を回収するための上場という、いわゆる上場ゴールと呼ばれる行動が見受けられるという指摘がある。また、マザーズなどへの上場後、企業価値に大きな変化のない状況において短時間で市場第一部へ「昇格」する企業もあり、その結果、一般的には選び抜かれた企業が集まったと思われる市場第一部の上場企業数が市場第二部、JASDAQ、マザーズの上場企業数を上回る状況にある。今般の懇談会の設置やパブリックコメントの実施は、企業の企業価値向上に向けた行動を促し、投資家の投資環境の整備を行うことが目的である。

（経産省）

一方で、経産省は 2017 年 10 月から「第四次産業革命に向けたリスクマネー供給に関する研究会」を開催し、日本経済にとってリスクマネーの供給が不可欠との認識に基づいて、投資の起点から終点までのインベストメント・チェーンの強化を検討し、2018 年 6 月に報告書を取りまとめている。報告書では、上場企業は米国で減少している一方、東証では増加していること、そして東証では低 PBR・低生産性のまま上場を続けている企業が多いとし、新陳代謝が進んでいないことを指摘している。この問題意識が、今回公表された「市場構造の在り方等の検討について」の底流にある。

（１）市場区分

（東証）

これまでエントリー市場として活用されてきたマザーズという新興企業向け市場と市場第二部・JASDAQ という実績のある企業向け市場、これらに属する企業のステップアップ先であり、

日本経済を牽引することが期待される企業が上場する市場第一部の上場基準等について、東証はパブリックコメントの募集を行った。この内容からは今後の方向性として、高い成長を遂げる可能性のある新興企業向け市場、実績のある企業向け市場、ステップアップ先市場という3つの市場区分に階層化した構造がモデルとして想定されている可能性がある¹と推測される。報道でも現行4つの市場を、成長企業向け市場（新興企業向けのエントリー市場）、中堅企業向け市場（スタンダード市場）、プレミアム市場の3つへの再編が有力視されている¹。

（経産省）

以下の3つの市場（名称は仮称）を想定している（図表1）。

①新興市場

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

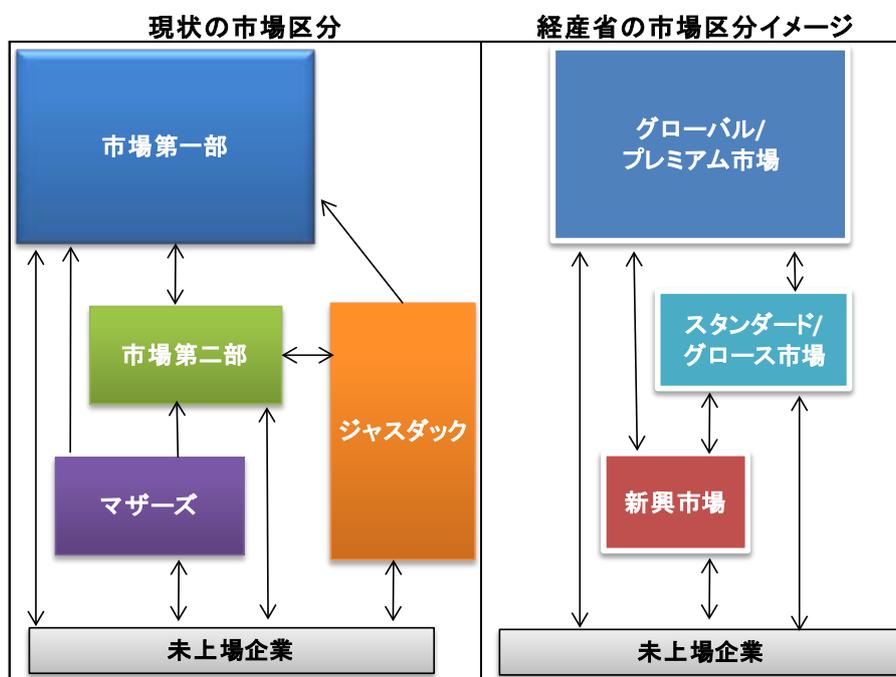
②スタンダード / グロース市場

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/プレミアム市場

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

図表1 現状の市場区分と経産省の市場区分イメージ



（出所）東京証券取引所、経済産業省より大和総研作成

¹ 読売新聞 朝刊（2019年2月11日）「1部上場基準引き上げ 時価総額 「新興」と差別化 東証検討」、毎日新聞 朝刊（2019年3月15日）「東証：『1部』絞り込み 『厳しい降格ライン』提言 有識者会議」

経産省は東証と同様に複数の市場を設置することを想定しているものの、階層構造（ステップアップ）を所与としない検討が望ましいとしており、必ずしも階層化に固執しないことを明確に示している。また経産省は、市場を定義づける評価軸として、上場企業群の規模（時価総額）やリスク・リターン属性、流動性等とともに、効率性とコスト、そして自由度・選択肢を評価軸に置いている。効率性とコストは上場維持や資金調達に関するものであり、自由度・選択肢とは種類株式等発行可能な株式や開示・手続きに関する選択肢を広げるというものである。

（2）上場基準など（図表2）

（東証）

マザーズ（新興企業向けのエントリー市場）については、バイオベンチャーなどの先行投資型企業についてリスク特性を踏まえつつ、適切に投資機会を提供するための基準などの在り方についてパブリックコメントの募集が行われた。

市場第二部と JASDAQ（スタンダード市場）については、一定の事業実績を持ち、投資家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考えの下、現状の上場基準などの在り方について意見募集に付された。

市場第一部（プレミアム市場）については、当該市場における上場企業として求められる基準は何か、そして時価総額、流通性（公開性）、ガバナンス、内部管理体制などを考える際にその水準をどのように考えるかなどについてパブリックコメントの募集が行われた。

現時点では具体的な基準の方向性は示されていないが、上場基準には濃淡をしっかりとつける模様である。上述したように、マザーズなどへの上場後、企業価値に大きな変化のない状況において短期間で市場第一部へ「昇格」している状況を問題視しているためである。JASDAQ から市場第一部への市場変更や市場第一部への直接上場は時価総額基準が 250 億円以上である。その一方で、市場第二部やマザーズから市場第一部への市場変更は、現在、時価総額 40 億円以上で可能になっている。市場再編に際しては、新興企業向けのエントリー市場、スタンダード市場、プレミアム市場のそれぞれの時価総額基準に大きな差を設け、さらに直接上場と市場変更の基準の平仄を合わせることになるものと思われる。報道によれば、プレミアム市場の上場基準を 500～1,000 億円以上とする案が出ている模様である²。なお、プレミアム市場から他市場への「降格（指定替え基準）」に関する時価総額基準は 250 億円以上と現行の 20 億円以上から引上げられるとの報道³もある。

（経産省）

新興市場については、マザーズや JASDAQ における時価総額や流通株式等の上場基準を維持するという考え方が示されている。先行投資型企業の多くが最初に新興市場に上場すると思われ

² 日本経済新聞 電子版（2018年12月20日）「東証、『1部』企業を削減へ 優良企業を選別」

³ 日本経済新聞 電子版（2019年3月15日）「東証1部企業数絞り込み、3割減も 英文開示も義務化」

るが、当該企業（特に赤字企業）の上場については売上・利益の実績や黒字化に至るまでの見通しの提示を不要とし、一定の条件を満たす投資家の投資・コミットメントを活用するプロセスを導入する⁴。大ざっぱに言えば、証券取引所が上場する企業を直接審査するのではなく、当該企業が条件を満たした投資家から一定の投資を受けていることを条件として、証券取引所が上場を認めるというものである。投資家と一定の投資が条件を満たしているかどうかは証券取引所が判断することが想定されているようである。また、会計基準や開示については、海外の成長企業による上場を容易にするため、会計基準の適用等の明確化⁵や任意開示⁶の充実・四半期開示・ガバナンス報告等の見直しが考えられている。

スタンダード/グロース市場は、国内機関投資家の投資を呼びこむことを念頭に置き、一定程度の時価総額や流動性基準の設定が考えられている。あまりにも流動性がない銘柄の場合、機関投資家自身の売買で株価が大きく上下変動することになりかねないためであろう。先行投資型企業については、一定の時価総額を超える場合、売上・利益の要件を不要とする基準が提案されている。上場企業の資金調達の効率性や自由度を高める取り組みとして、一定の時価総額等を条件に議決権種類株の柔軟な発行を可能にすることが考えられている⁷。開示の効率化・選択肢の拡大の取り組みについては、任意開示の充実・四半期開示・ガバナンス報告等の見直しなどが提示されている。

グローバル/プレミアム市場では、スタンダード/グロース市場と比較して、高い水準の時価総額、流動性基準等のグローバルな機関投資家が投資しやすいような基準を設定することが考えられている。開示については、英語での情報開示・海外投資家への説明・任意の統合的報告の推奨があり、さらにグローバルな機関投資家が重視するガバナンス要請・開示の充実が必要としている。

東証と経産省ともにそれぞれの市場のコンセプトを明確化し、それに伴って上場基準の設定を行おうとしている。それぞれの市場において今まで大まかなコンセプトはあったものの、上場基準等で平仄がとれておらず、コンセプト通りに市場が形成されていなかったため、その修正が企図されているのだと思われる。

⁴ 新興市場だけではなく、各市場への上場についても同様の想定が考えられている。

⁵ 各市場への上場についても同様の想定が考えられている。

⁶ 金融商品取引法などで決められている法定開示ではなく、企業がIR活動の一環として任意に行う開示。

⁷ 新規上場する企業を念頭に考えているため、各市場への上場についても同様の想定が考えられている。

図表2 東証の市場ごとのパブリックコメントと経産省の上場基準などに対する考え方

| 東証 | 経産省 |
|---|--|
| 市場第一部（プレミアム市場） | グローバル/プレミアム市場 |
| <ul style="list-style-type: none"> ・当該市場における上場企業として求められる基準 ・時価総額、流通性（公開性）、ガバナンス、内部管理体制などの水準 | <ul style="list-style-type: none"> ・スタンダード/グロース市場より高い水準の時価総額、流動性基準の設定 ・先行投資型企業は一定条件を満たす投資家の投資などを活用するプロセスの導入 ・議決権種類株の柔軟な発行 ・英語で情報開示・海外投資家への説明・任意の統合的報告の推奨 ・グローバルな機関投資家が重視するガバナンス要請・開示の充実 ・会計基準の適用等の明確化 |
| 市場第二部と JASDAQ（スタンダード市場） | スタンダード/グロース市場 |
| <ul style="list-style-type: none"> ・一定の事業実績を持ち、投資家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考えの下、現状の市場第二部や JASDAQ の上場基準などの在り方 | <ul style="list-style-type: none"> ・国内機関投資家の投資しやすい時価総額、流動性基準（流通株式比率など）の設定 ・先行投資型企業は一定条件を満たす投資家の投資などを活用するプロセスの導入や一定時価総額を超える場合は売上・利益の要件が不要 ・一定の時価総額などを条件として、議決権種類株の柔軟な発行 ・任意開示の充実・四半期開示・ガバナンス報告などの見直し ・会計基準の適用等の明確化 |
| マザーズ（新興企業向けエントリー市場） | 新興市場 |
| <ul style="list-style-type: none"> ・先行投資型企業についてリスク特性を踏まえつつ、適切に投資機会を提供するための基準などの在り方 | <ul style="list-style-type: none"> ・現状のマザーズや JASDAQ の時価総額や流通株式等の上場基準を維持 ・先行投資型企業は一定条件を満たす投資家の投資などを活用するプロセスの導入 ・議決権種類株の柔軟な発行 ・任意開示の充実・四半期開示・ガバナンス報告などの見直し ・会計基準の適用などの明確化 |

（出所）東京証券取引所、経済産業省より大和総研作成

(3) 上場廃止基準

(東証)

東証ではそれぞれの市場ごとに上場廃止基準が定められているが、論点ペーパーでは上場廃止に関する時価総額基準が低いことや財務基準が早期改善を促進させることになっていないことなどが指摘されている。また、上場廃止となった企業（非上場企業）の株式流通市場として日本証券業協会がフェニックス銘柄制度を運営しているものの、実質的に機能していない現状がある。パブリックコメントでは上場廃止基準について見直すべき基準、そして上場廃止後の企業の株式を投資家が換金する場をどのように考えるかということについて意見が求められた。

(経産省)

新興市場については、先行投資企業（赤字企業）の場合、現行の売上・利益基準ではなく一定規模の時価総額基準が考えられている。スタンダード/グロース市場では各市場の上場基準、特に時価総額の水準を基準として上場廃止基準の水準の見直しに言及している。

(4) インデックスの見直し

(東証)

市場再編に伴ってインデックスがどのように見直されるかは重要な論点であるが、論点ペーパーや「市場構造の在り方等に関する懇談会」での議事録には言及がない。まずは、新たな市場のコンセプトや上場基準が明確になってから検討することになるのだと思われる。

(経産省)

新たな市場区分に合わせて TOPIX を見直すことが適切としており、グローバル/プレミアム市場とスタンダード/グロース市場から一定数を選択するとしている。また、新興市場向けのテーマ別のインデックスの創設も打ち出している。

インデックスの見直しは市場区分が決定した後の話であるため、検討時期は相対的に遅くなると考えられる。しかし、現状、TOPIX を活用した ETF や投資信託は多く、さらに TOPIX をベンチマークとしている投資家が多いため、見直しの影響は極めて広範に及ぶだろう。

(5) 機関投資家等による長期投資を促す仕組み

(経産省)

経産省のみが言及している項目として、機関投資家等による長期投資を促す仕組みがある。具体的には、一定規模の公募・売出しを行う場合の上場について、機関投資家が長期保有を予定し一定期間のロックアップ（売却制限）を受け入れる場合、公募価格で一定水準の株式を配

分できるプロセスの導入である。公正性や公平性が求められるものの、それぞれの案件ごとに市場の状況、投資家の動向、発行者の資本政策などを勘案して、柔軟な配分を考えることも可能という認識があるようである。

さらに、機関投資家が重視する企業のガバナンス確保として独立社外取締役の独立性基準の見直しが挙げられている。これは、議決権 50%超などの支配株主のいる上場会社（上場子会社）では、親会社に代表される支配株主と被支配会社である上場子会社の一般株主の間で利益相反問題が生じることから、上場子会社のガバナンスを強化するための見直しである。

（6）スケジュール

（東証）

再編に関する移行期間、移行完了時期は示されていない。報道では市場再編の移行期間に3年以上の猶予期間を設けるとされている⁸。

（経産省）

東証と同様に、再編に関する移行期間、移行完了時期は示されていないものの、早期に取り組むべき事項と一定の移行期間を必要とする事項に分けて再編を実施していくべきとしている。早期に取り組むべき主な事項として、上述した以下の項目が挙げられている。

- ・先行投資型企業（特に赤字企業）の各市場への上場について、売上・利益の実績や黒字化に至るまでの見通しの提示を不要とし、一定の条件を満たす投資家の投資・コミットメントを活用するプロセスを導入
- ・先行投資型企業のスタンダード/グロース市場などへの上場に際し、一定の時価総額を超える企業については、売上・利益の要件を不要とする基準の見直し
- ・新興市場の上場廃止基準について、先行投資型企業（特に赤字企業）として上場した場合には、上場廃止基準について（現行の）売上・利益基準ではなく一定規模の時価総額基準を適用
- ・一定規模の公募・売出しを行う場合の上場について、長期保有を予定し一定期間のロックアップを受け入れる機関投資家に対して、公募価格で一定水準の株式を配分できるプロセスを導入

最後に

パブリックコメントを反映した東証の報告書の公表によって、市場再編の議論はさらに熱を帯びることになると思われる。当該報告書は市場再編に関する大まかな見直し案にとどまるの

⁸ 日本経済新聞 電子版（2019年3月15日）「東証1部企業数絞り込み、3割減も 英文開示も義務化」

ではないか。制度設計に関するパブリックコメントは特定の事項について意見を求めるものが一般的であるが、今回パブリックコメントに使われた論点ペーパーを見ると、広範な主体から様々な意見を求めて、論点を浮き彫りにすることを目的としているようにみえるためである。公表される報告書の内容について予断は許されないが、市場再編の議論はスタート地点に立った段階にすぎないのではないだろうか。

そうであれば、市場再編の実施までの道のりは遠い。一つのことが決まれば、また新たな問題や懸念が生じてその影響が非常に大きいと考えられるためである。市場のコンセプトが決まったとして、その後に問題になるのは上場基準である。報道されている時価総額基準が適用される場合、プレミアム市場に上場する企業数は現行の市場第一部の上場企業数よりも少ない。市場第一部に上場する一部の企業は他の市場へと「降格」を余儀なくされる公算が大きい。そうすると、市場間移行が大きな問題となる。企業のファンダメンタルズや今後の成長力とは関係なく、「降格」した企業の株式は売却されたり、信用売りされたりし、直接的に株価に影響が出る可能性がある。

そして、次に考えられる問題は TOPIX などのインデックスをどのようにするかという問題である。上述したように、TOPIX は多くの投資信託でベンチマークとして活用されており、ETF は日本銀行の金融緩和における資産買入対象であり、TOPIX を廃止すると大きな影響が出ると思われる。また、プレミアム市場から「降格」した企業にもマイナスに作用すると考えられ得る。市場再編後も引き続き TOPIX が公表されるのか、経産省の提案する新たな指数（例えば、プレミアム市場に上場する企業を対象とした指数）が公表されるのかは、まだ分からない。ただ、TOPIX を構成している銘柄のうち、プレミアム市場のインデックスには含まれないことになる銘柄については、当然のことながらプレミアム市場のインデックスに連動した投資信託や ETF の運用の対象外となり、需給面などから株価にマイナスの影響が出る恐れがあるだろう。

いずれにしても、3月末に公表見込みの東証の報告書を待ちたい。