

2019年11月25日 全6頁

東証再編、3市場案 vs 2市場案

既存の市場第一部の上場企業への経過措置も

政策調査部
主任研究員 神尾 篤史

[要約]

- 金融審議会「市場構造専門グループ」の第5回会合が開催され、金融庁からこれまでの会合の内容を踏まえた市場再編に関する見直しの案・論点が示された。また、次回会合で最終報告書の取りまとめを行うというアナウンスがあった。
- 示された市場構造は、主に市場第一部から構成されるプライム市場、主に市場第二部、JASDAQ スタンダードから構成されるスタンダード市場、主にマザーズ、JASDAQ グロースから構成されるグロース市場という3つに再編する市場案である(市場の名称はいずれも仮称)。
- 各市場は上下関係ではなく、並列の関係が想定されており、企業は自社の理念、ガバナンスや株主との対話へのコミットメントなどを踏まえて、自ら上場先の市場を選択することが期待されている。
- 示された案・論点に対して、「市場構造専門グループ」の委員は概ね賛同を示した。ただ、市場区分や各市場でのガバナンスの在り方では意見が分かれた。市場区分では3市場案と2市場案について議論が行われた。

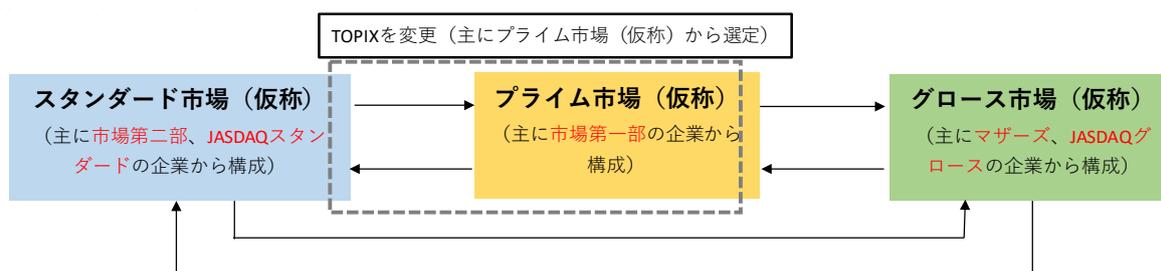
市場再編に関して金融庁から示された案・論点

金融審議会「市場構造専門グループ」の第5回会合が11月20日に開催され、金融庁からこれまでの会合の内容を踏まえた市場再編に関する見直しの案・論点が示された。会合の最後には、次回会合で最終報告書の取りまとめを行うというアナウンスがあった。筆者が指摘¹したように年内の最終報告書の公表が見えてきた格好である。なお、この会合の目的は市場再編の基本的な方向性やコンセプトをまとめることにあるため、時価総額(流通時価総額)や流動性など、市場を再編する際の具体的な数値基準が決められるわけではない。

¹ 神尾篤史(2019)「年末までに東証再編の方向性が見えてくる？」大和総研レポート、2019年10月31日を参照。https://www.dir.co.jp/report/research/capital-mkt/securities/20191031_021107.html

示された市場構造は東京証券取引所（東証）が今年3月に示した構造と変わりはなく、主に市場第一部の企業から構成されるプライム市場、主に市場第二部、JASDAQスタンダードの企業から構成されるスタンダード市場、主にマザーズ、JASDAQ グロースの企業から構成されるグロース市場という3つの市場案である（図表、市場の名称はいずれも仮称）。各市場は上下関係ではなく、並列の関係が想定されており、企業は自社の理念、ガバナンスや株主との対話へのコミットメントなどを踏まえて、上場先の市場を自ら選択することが期待されている。

図表 金融庁が示した市場再編イメージ



(出所) 金融庁 金融審議会「市場構造専門グループ」(第5回会合(参考資料(市場構造の見直し案のイメージ)))より大和総研作成

それぞれの市場のコンセプトに関する主な案・論点は以下の通りである²。

<プライム市場>

- ✓ 多くの機関投資家の投資対象になりうる規模の時価総額・流動性を持ち、より高いガバナンス水準を備え、投資家との建設的な対話を中心に据えて持続的な成長と中長期的な企業価値の向上にコミットする企業を対象としてはどうか
- ✓ 所要の経過措置を設けた上で、直接上場と市場変更の際の時価総額基準の直接上場基準への一本化をしてはどうか(現在は直接上場とJASDAQからの市場変更の場合は250億円、市場第二部からの一部指定とマザーズからの市場変更の場合は40億円)
- ✓ 投資家との対話の実効性を高めるため、株主構成がいわゆる安定株主によって占められているよりも流通株式の比率が高い方が経営に対するガバナンスが働きやすく、より建設的な対話が行われるのではないか
- ✓ コーポレートガバナンス・コード(CGコード)に加え、上場企業の持続的な企業価値向上を動機付けるために、例えば、社外取締役の数・割合、英文開示の実施など、一定の事項について強制適用となる上場基準を定めることについてどのように考えるか
- ✓ 直近の決算が赤字の場合でもプライム市場への上場を認めることができるように基準を

² ここでは議論がなされた案・論点などについて言及する。金融庁が第5回会合で提出した「討議資料(市場構造の見直しに関する論点)」は以下のウェブページを参照。

https://www.fsa.go.jp/singi/singi_kinyu/market-str/doc/1120/20191120.html

見直すこととしてはどうか

<スタンダード市場>

- ✓ 公開された市場における投資対象として一定の時価総額・流動性を持ち、上場企業としての基本的なガバナンス水準を備えつつ、持続的な成長と中長期的な企業価値の向上にコミットする企業を対象としてはどうか
- ✓ 市場第二部と JASDAQ で適用されるガバナンスに差異がある中で、ガバナンスの水準の在り方をどう考えるか（現在は、市場第二部では CG コードが適用され、JASDAQ スタンダードでは CG コードの基本原則のみの適用）

<グロース市場>

- ✓ 高い成長可能性を実現するための事業計画及びその進捗の適時・適切な開示が行われ、一定の市場評価が得られる一方、事業実績の観点から相対的にリスクが高い企業を対象としてはどうか
- ✓ ベンチャー企業にとって世界で最もアクセスしやすい市場であるために、時価総額などは現状のマザーズ基準の維持をしてはどうか
- ✓ 機関投資家の参入を進めるための方策

<経過措置>

- ✓ 既存の市場第一部に上場する企業は、上場基準・退出基準に関する新たな時価総額（流通時価総額）に関する基準を満たしていない場合であっても、プライム市場の選択を希望する場合には、ガバナンスについてのコミットメントを行う限りにおいて、プライム市場への上場・上場維持を基本的に認めてはどうか
- ✓ 既存の市場第一部に上場する企業が、流通株式比率に関する基準を満たさなくてもプライム市場の選択を希望する場合には、当分の間、流通株式比率向上に向けた取組み等を策定・開示することにより、プライム市場への上場を認めてはどうか

インデックスについては、現在の TOPIX は市場第一部の全企業を対象としているが、新たに創設されるプライム市場とスタンダード市場の一部の企業を含む案が示され、市場区分からは切り離すことが提案された。選定にあたっては市場の流動性をより重視した流通株式時価総額を中心にする事が示された。ただ、マーケットに与える影響を最小化するために、連続性に十分に配慮し、移行期間を設けることが明示された。なお、指標算出に当たって独立性の確保やプロセスの公平性を確保する必要性について言及があった。

議論の内容

上述の案・論点について、委員は概ね賛同を示した。主に意見が分かれた部分は、市場区分、各市場でのガバナンスの在り方である。

市場区分に関する議論

市場区分については金融庁が示したプライム市場、スタンダード市場、グロース市場の3市場に分けるもの（3市場案）とプライム市場+スタンダード市場、グロース市場の2市場に分けるもの（2市場案）で意見が分かれた。ただ、新たなインデックスは市場区分とは分離させることを念頭に置いていることから、2市場案を投資家から見た場合には実質的な3市場案となるイメージを持っているようである。つまり、上場企業から見た市場区分を、プライム市場+スタンダード市場、グロース市場の2つとした上で、プライム市場+スタンダード市場から新しいインデックスの対象企業を選定すれば、インデックスの対象企業群、インデックスの非対象企業群、グロース市場に上場する企業群という3つに分かれるということになる。

2つの市場区分案のうち、3市場案を推す委員の方が多い。これは、企業によって時価総額やガバナンスなどに大きな相違がある中で、プライム市場とスタンダード市場を1つにすることは難しいという実際の企業の状況を踏まえたことによるものである。例えば、プライム市場への上場が想定される市場第一部とスタンダード市場への上場が想定される市場第二部ではCGコードが適用される一方で、JASDAQスタンダードではCGコードの基本原則のみが適用されており、それらの企業に同程度の水準の規制を適用することは簡単ではないということである。

他方で、2市場案では他国の例を挙げつつ、投資家に分かりやすい市場構造にするべきという主張や、ガバナンスの適用に差を設けるプレミアム市場とスタンダード市場を並列に扱うことには無理があるという意見があった。さらに、2市場案であれば、既存の市場第一部に属する企業への経過措置は不要になるとしている。

最終報告書では両論併記ということは考えづらく、賛成する委員の多い3市場案になると予想される。その場合、経過措置の導入を考えると、プライム市場には時価総額（流通時価総額）、流動性、ガバナンスについて、ある程度の高い基準が導入されることが予想される。既存の市場第一部に上場している企業が、プライム市場への上場を希望する場合は、経過措置に鑑みると、時価総額基準だけに目を奪われるのではなく、流動性とガバナンスについての基準に留意しておく必要がある。ただし、後述するように英文開示が必要になる可能性が高いだろう。

ガバナンスに関する議論

各市場でのガバナンスの在り方では、プライム市場での英文開示の強制適用に複数の委員が可能性を示唆した。また、同市場での社外取締役の数・割合などの強制適用については賛同する委員や強制適用の可能性を示す委員がいる一方で、慎重な姿勢を示した委員もいる。

より詳細には、社外取締役の数の強制適用に賛同した委員は、資本市場を活性化させることを目的として、独立社外取締役の人数や取締役会にある委員会の独立性基準を強制適用し、英文開示は有価証券報告書のみに適用するとした。強制適用の可能性を示した委員はガバナンスの水準を見極めることが難しいことから、英文開示や社外取締役の人数・割合といった具体的な数値基準を強制適用する対象はあまり多くない方がよいという認識を示した。慎重な姿勢を示した委員は、CG コードにおけるコンプライ・オア・エクスプレインという方法³を重視して、社外取締役の人数・割合の強制適用はCG コードフォローアップ会議での議論に委ねるべきとした。もっとも、英文開示は東証の上場規則で扱える内容であるとして、強制適用の可能性に言及した。

2 市場案を推す委員はプライム市場とスタンダード市場で適用するガバナンスに差異を設ける必要性に疑問を呈した。上場企業にはふさわしい規制を一律に適用して、その中で企業がコンプライ・オア・エクスプレインしていけば良いとした。また、他の委員はガバナンスに差異を設けるのであれば、市場区分ではなく、インデックスの対象企業となるための基準を活用することが望ましいとした。

その他の論点

その他の論点としては、次の (a) ~ (d) が指摘できる。

(a) プライム市場の流動性基準については、流通株式比率もあるが、株式売買代金という基準も見ていく必要があるという指摘があった。また、現在の規定では流通株式比率の計算から10%の大口保有者が除かれることになっているが、中長期の株主が流通株式の計算から除外されないようにするべきという考えが示された。その理由は、企業は建設的な対話を通じて中長期の成長戦略を説明し、中長期の株主を増やそうとしているためであるという。

(b) プライム市場とグロース市場への赤字上場については、双方ともに複数の委員が賛意を示し、反対の姿勢は見受けられなかった。

(c) グロース市場への機関投資家による投資を増加させることについては、マザーズ市場に上場する企業においても市場第一部や第二部と遜色のない開示を行っている企業もあることから、開示に関するベストプラクティスの作成を提案する委員がおり、また、株主数基準（マザーズは200人以上）を緩和・撤廃することで機関投資家が保有できる持ち分を大きくする案を示した委員もいる。

(d) インデックスの在り方は市場区分から切り離すことがコンセンサスであると見受けられる。その中で、TOPIX からの連続性を重視するが、時価総額と流動性の基準で絞込みを行い、TOPIX よりも使いやすいインデックスに修正することが適当であるとする委員もいる。他の委員からは、インデックスの基準として ESG など非財務情報やガバナンスの状況を活用するという提案

³ CG コードを遵守（コンプライ）するか、遵守しないのであれば説明（エクスプレイン）せよ、というもの。

がなされ、また、インデックスの対象になるために競争原理を導入することが望ましいと発言する委員が複数いた。インデックスの対象企業はプライム市場の大半とスタンダード市場の一部とされる。インデックスの算出については、独立性の確保やプロセスの公平性を重視して、算出する機関を日本取引所グループの傘下内で、東証とは別法人として独立させる余地があるとした。

今後のスケジュールなど

金融庁から今後のスケジュールとして次回の「市場構造専門グループ」で報告書の取りまとめを行うことが示された。また、その後、東証での上場規則の制度設計、そしてパブリックコメントが行われる可能性の言及があった。企業が市場を選択する時間を確保し、準備や周知期間を置いて、速やかに実施されるとのことである。

金融庁が示したスケジュールに従えば、来年から東証が上場規則の制度設計を行うことになるが、その動きと並行して注視しなくてはならないのがCGコードの改訂である。金融庁より来年から改訂の議論が行われるとのアナウンスがあったが、それを踏まえて企業は市場を選択する必要があるだろう。早い企業ではすでに現在の市場第一部に相当する新市場（プライム市場）への上場に言及して、様々な施策を打ち出している。市場の再編を機に、日本企業の中長期的な成長が促され、最終的に日本経済の発展につながることを期待される。