

# 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

経済産業省

# 市場構造の在り方に対する基本的な考え方（総論）

インベストメント・チェーンを通じた企業と投資家の対話による企業の持続的な価値向上

リスクマネーを通じたベンチャー企業の成長、新たな産業の牽引

## 市場設計の基本的な考え方（案）

- 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

## （1）市場区分のコンセプト（案）

- 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（仮称：新興市場）
- 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（仮称：スタンダード／グロース市場）
- 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（仮称：グローバル／プレミアム市場）

※上記の「仮称」は、市場のコンセプトであり、実際の市場をどの範囲で区分するかは柔軟に考えることを前提としている。

## （2）留意すべき点

- ①市場コンセプトを否定形で定義しないこと
- ②階層構造に固執しないこと
- ③効率性・コストを評価軸とすること
- ④自由度・選択肢を評価軸とすること

## （3）インデックスの在り方

- TOPIXについては、（結果として合致することはあり得るが）市場区分とは独立して「新 T O P I X」の在り方を検討すべき
- 海外のインデックスの例や機関投資家の活用実態、廃止・他主体への移管も含む変更に伴うインパクト等も勘案して検討が行われるべき

# 市場構造の在り方に対する視点（各論1/5）

## 1) 世界で最もベンチャー企業が資金調達しやすい市場

### (1) 新興市場としての間口の広さを維持

- 現行マザーズ及びジャスダックにおける上場基準の間口の広さは維持すべきではないか

### (2) 先行投資型企業が上場しやすい環境の整備

- 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取引所への提示を不要とし、一定の条件を満たす投資家による投資・コミットメント、主幹事証券会社によるコミットメント、第三者専門委員会による評価などを活用したプロセスを導入できないか
- バイオベンチャー等、（短期的な売上や利益は見込まれないが将来の成長可能性がある）先行投資型の個別セクターに関する上場審査ポイントについて、企業の実態に応じた見直しができないか
- 先行投資型企業の市場区分の移行に際し、一定規模の流動性を満たす企業については、売上・利益の要件を不要とすべきではないか
- 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すべきではないか

### (3) 海外の成長企業が上場しやすい環境の整備

- 財務報告における会計基準の適用等の明確化など、アジアを中心とする海外の成長企業が上場しやすい環境の整備を進めるべきではないか

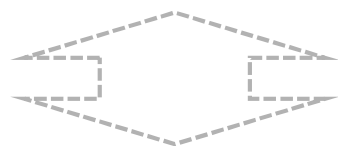
# (参考1-1) 先行投資型企業の上場審査の事例 (香港、上海)

- アジアでは、バイオベンチャー向けに投資家や証券会社のコミットメント等により企業を評価する審査プロセスが導入されている市場がある。

## 投資先行型企業の上場要件の最新動向 (バイオベンチャーの事例)

海外では第三者の見解や投資家・証券会社のコミットメントに基づき企業を評価するプロセスを導入

- 直近で相次いでバイオベンチャー上場に門戸を開いた香港証券取引所・上海証券取引所は、上場のプロセスに第三者専門家の意見、適格投資家（取引所が判断）のコミットメント、主幹事証券会社のコミットメントなどを取り入れ、**より柔軟な上場制度を構築**



日本では上場ガイドブックのQ&Aが形式要件的なものとなり重視されているとの指摘あり

- 新興企業のビジネスモデルによっては、上場ガイドブックQ&Aに沿うことが適当でない場合もある
- 例えば、企業が提携要件を満たすために、本来最適な時期よりも早期にかつ安価にシーズを大手企業に導出するケースがあるなど、**企業の中長期の成長にマイナス**となるケースがある

主要な要件	香港 (18年に改正/Biotech Chapter)	上海 (19年に新設/科创板)
パイプライン要件	フェーズ1終了でフェーズ2開始に問題ないこと (※)	フェーズ1終了でフェーズ2開始に問題ないこと (※)
提携要件	なし	なし
時価総額要件	15億香港ドル (約 210 億円) 以上	40億人民元 (約 600 億円) 以上
第三者の評価	第三者の有識者からなる BIOTECH ADVISORY PANELが助言	第三者の有識者からなる ハイテク・イノベーション諮問 委員会が審査
適格投資家からの一定投資	必須	必須
主幹事証券会社による株式保有	なし	2-5%を一定期間保有

※フェーズ1：  
第1相臨床試験  
フェーズ2：  
第2相臨床試験

## (参考1-2) 日米の上場廃止基準の比較

- 日本の新興市場は売上/利益の業績で成長企業を評価する仕組みとなっており、一方米国では、業績以外の指標との選択制になっている（株式規定/市場価値規定/純利益規定）。

		マザーズ	JASDAQ スタダード	JASDAQ グロース
主な 上場廃止 基準	流通株式 数	2,000単位未満（上場後10年間は1,000単位） （猶予期間1年）		500単位未満 （猶予期間1年）
	流通株式 時価総額	5億円未満（上場後10年間は2.5億円未満） （猶予期間1年）		2.5億円未満 （猶予期間1年）
	流通株式 数（比率）	5%（所定の書面を提出すれば除外）（猶予期間なし）		—
	業績	上場5年後以降、売上高が1億円に満たず利益も無い場合	5年連続で営業利益及び営業活動による キャッシュ・フローが負	5年連続で営業利益及び営業活動によるキャッシュ・ フローが負（上場10年以内は免除） または 上場後10年連続で営業利益が負
	時価総額	10億円未満（上場後10年間は5億未満）		—
	株主数	400人未満（上場後10年間は150）（猶予期間1年）		150人未満（猶予期間1年）
	売買高	最近1年間のつき平均が10単位未満 または3ヶ月間売買不成立		—

		NASDAQ Capital Market *注1			NASDAQ Global Market *注1		
		株式規定	市場価値規定	純利益規定	株式規定	市場価値規定	総資産規定
主な 上場廃止 基準	流通株式 数	500,000			750,000	1.1M	1.1M
	流通株式の市場価値	\$1M			\$5M	\$15M	\$14M
	公募株主数/総株主数	(公募株主) 300			(総株主) 400		
	総資産および総収入 *注2	—			—	—	いずれも \$50M
	純利益 *注2	—	—	\$500,000	—	—	—
	上場証券の市場価値	—	\$35M	—	—	\$50M	—
	株主持分	\$2.5M	—	—	\$10M	—	—

出所：「上場制度（内国株）－上場廃止基準」,東京証券取引所（2017）、「Initial Listing Guide”/”Continued Listing Guide”, Nasdaq Listing Center（2017）より作成

注1：NASDAQにはsmall cap向けのCapital Market、mid cap向けのGlobal Market、large cap向けのGlobal Select Marketがある。それぞれにおいて3種類の規定があり、これらのうち最低1規定を満たせば上場が可能。なお上記のほか、ガバナンスに関する規定（全ての市場区分に共通）が存在する。

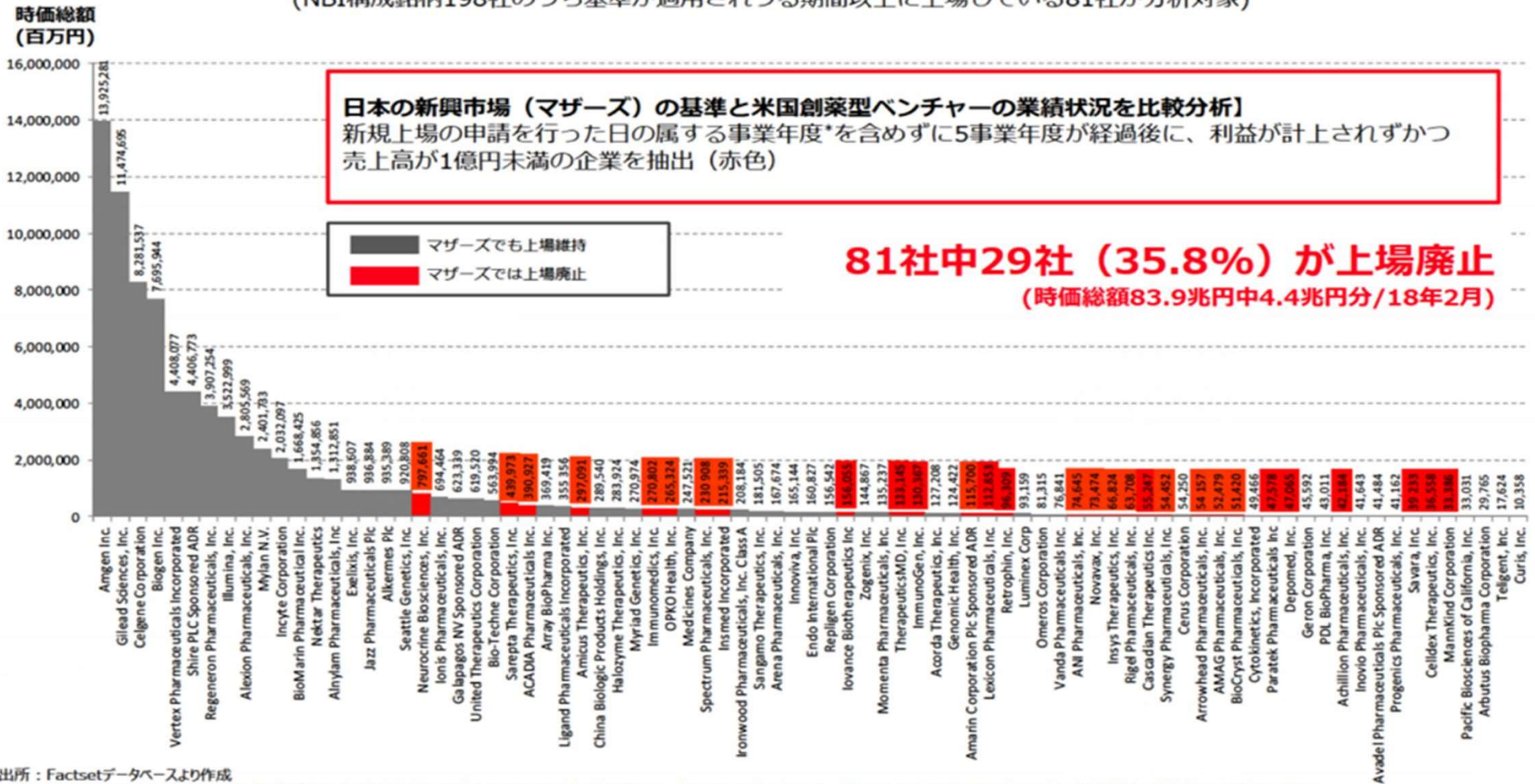
注2：直近1年、または直近3年のうち2年の実績が適用される。



# (参考1-3) 先行投資型企業の中長期的な成長の課題

- 米国では上場廃止基準が業績以外の指標との選択制であることが、企業の赤字での上場維持に寄与している。

マザーズの上場廃止基準に該当するNBI（ナスダックバイオテクノロジーインデックス）構成銘柄  
 (NBI構成銘柄198社のうち基準が適用される期間以上に上場している81社が分析対象)



出所：Factsetデータベースより作成

(注) NBIはナスダックバイオテクノロジー指数を指す。新規上場の申請を行った日の属する事業年度はデータ取得が困難であるため、上場した事業年度で代替して分析。また決算期は基本的に12月として算出。米国のバイオ企業は日本の上場制度を前提としていないことから、単純な比較は困難である点、また、ジャスダックがマザーズのどちらの市場に上場するかによっても、企業が受ける影響は異なる点に留意が必要。

# 市場構造の在り方に対する視点（各論2/5）

## 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

### (1) 機関投資家の投資対象とするための規律（基準・条件）の設定

- 流通株式の定義について、より実態に即したものに見直してはどうか
- 機関投資家からの投資を期待する市場区分への新規上場時の流動性に係る要件として、「公募・売出しの総額」を基準の一つとする方法も追加してはどうか

### (2) 上場企業の資金調達の効率性や自由度を高め、市場の魅力を向上する仕組み

- 市場区分に応じた求める開示について効率化・選択肢の拡大をすべきではないか

### (3) 長期的な機関投資家が重視するガバナンスの確保

- 独立社外取締役の独立性基準を見直すべきではないか（上場子会社における一般株主との利益相反への懸念も踏まえ、支配株主企業出身者の取扱いを厳格化）
- グローバルな視点で事業成長を目指し、世界の投資家からの資金供給を期待する企業には、グローバルな機関投資家が重視するガバナンス要請・開示の充実が必要ではないか

### (4) インデックスの見直し

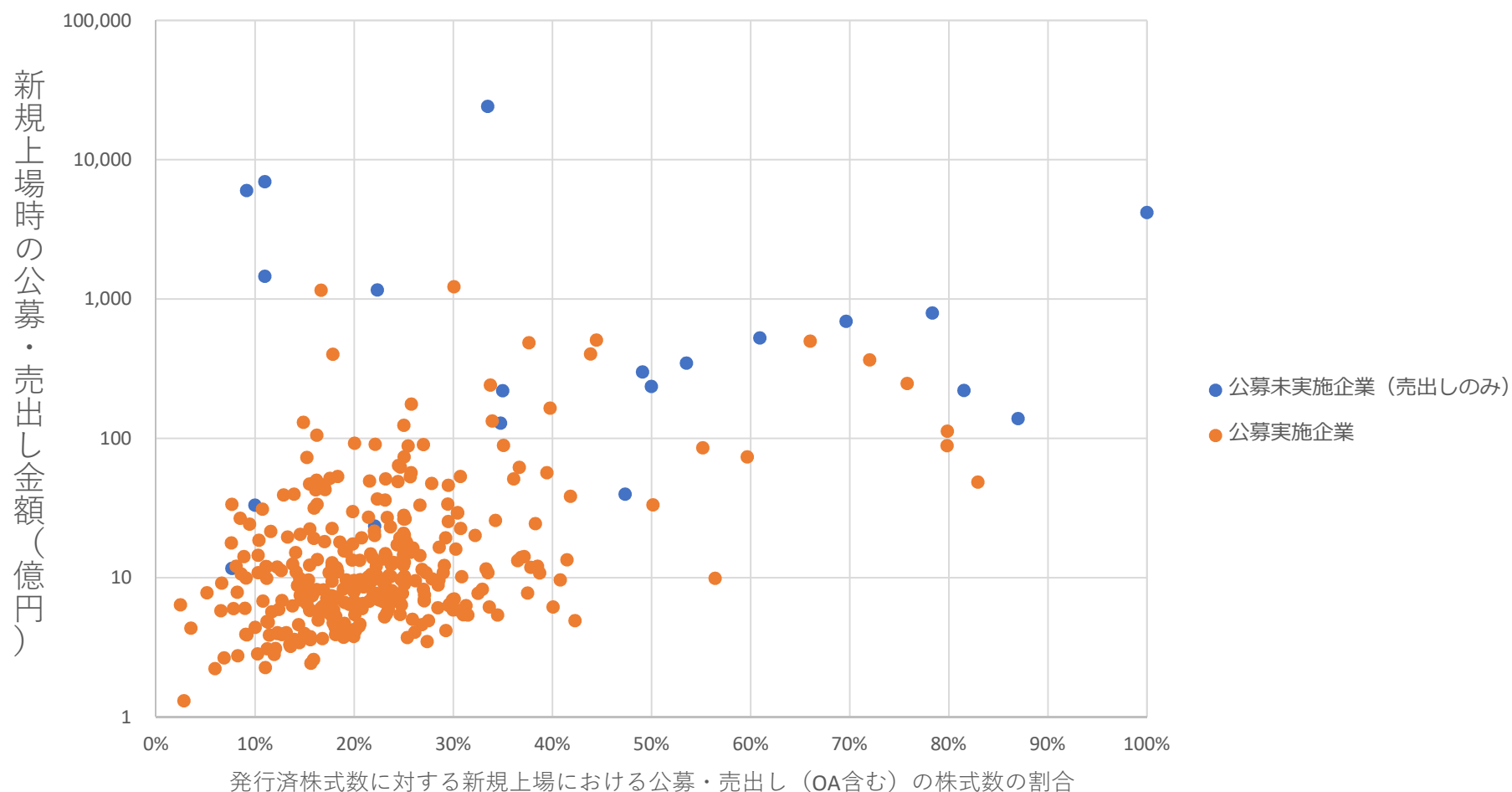
- TOPIXについては、対象銘柄の選定を市場区分とは切り離し、全ての一部上場企業という現行の絶対評価の選定方法から、銘柄数を制限した相対評価の選定方法に変更した上で、費用対効果や投資家のニーズを踏まえた合理的な程度の市場代表性を備えた指数にすべきではないか。

## (参考2-1) 新規上場時の公募・売出しの動向

- 新規上場企業のうち、公募・売出しの規模が小さく、発行済株式のうちの割合も低い事例が一定程度存在。

### 新規株式公開時の公募・売出しの規模と公開性

(2014年から2018年に東証1部、2部、マザーズ、ジャスダックのいずれかへの上場企業のうち、株式の公募又は売出しを実施した企業を分析)



出典：有価証券届出書(新規公開時)、東京証券取引所 新規上場会社情報をもとに経済産業省作成



## (参考2-2) 株式の所有者別売買代金回転率の動向

- 所有者によっては、売買代金回転率が低く、実質的な流動性が低い場合が存在。

	2016年	2017年	2018年	3期平均
政府・地方公共団体	—	—	—	—
都銀・地銀等	0.098	0.108	0.097	0.101
信託銀行	0.716	0.640	0.567	0.641
生損保	0.114	0.083	0.090	0.096
その他の金融機関	0.543	0.610	0.550	0.568
証券会社	20.218	18.684	18.740	19.214
事業法人等	0.124	0.101	0.132	0.119
外国法人等	5.174	4.816	4.648	4.879
個人・その他	2.585	2.703	2.309	2.532

※ 東証1部、2部、マザーズ、ジャスダックの上場企業が対象

※ 売買代金回転率は所有者別の総売買代金（売り買い合算）を保有金額で除して算出

※ 「政府・地方公共団体」は、総売買代金の公表データがないため省略

## (参考2-3) 各国取引所における流通株式の定義

- 各取引所において、流通株式の計算から除外される株主として主なものは下表のとおり。
- 各取引所において、実質的な所有者や共同保有者が除外されるルールが規定されている。

	取締役	取締役の近親者	子会社の取締役	10%超保有者	5%超保有者
東証	✓	✓	✓	✓	
ニューヨーク	✓	✓		✓	
NASDAQ	✓			✓	
ロンドン (※)	✓		✓	✓	✓
香港	✓		✓	✓	
シンガポール	✓	✓	✓	✓	✓

※ロンドンについては、以下も流通株式からは除外される。

- ・従業員の持株制度又は取締役及び従業員向け年金基金の受託者
- ・契約により取締役候補者の指名権を有する者
- ・180日超のロックアップ義務がある場合

## (参考2-4) 各国取引所における流動性基準

- 各取引所における流動性基準の概要は下表のとおり。

	株主数	流通株式数	流通株式時価総額	流通株式比率
東証（一部）	2,200人	200万株	10億円	35%
ニューヨーク	単元株主400人	110万株	4,000万 \$ (約40億円)	なし
NASDAQ (Global Select)	単元株主450人又 は総株主2,200人	125万株	4,500万 \$ (約45億円)	なし
ロンドン	なし	なし	なし	25%
香港	300人	なし	1.25億香港 \$ (約17.5億円)	原則25% ※時価総額100億HK\$（約1400億円）以上：取引所の裁量で15～25%を容認 ※ただし大株主3位までに50%超が保有されていないこと
シンガポール	500人	なし	なし	12～25% ※時価総額に応じて階段式 時価総額3億S\$（約243億円）未満25% 時価総額10億S\$（約810億円）以上12%

## (参考2-5) 市場区分に応じた開示ルールの海外事例 (英国)

- 英国では、取引所の市場区分毎に異なる開示ルールが設定されている。

開示項目		ロンドン証券取引所			
		Main Market (EU規制市場)			AIM (EU非規制市場)
		Premium	Standard	High Growth Segment	
財務報告 の提出 期間	年次	- 4ヶ月以内	- 4ヶ月以内	- 4ヶ月以内	- 6ヶ月以内
	半期	- 2ヶ月以内	- 2ヶ月以内	- 2ヶ月以内	- 3ヶ月以内
	四半期	- なし	- なし	- なし	- なし
財務報告 以外の 適時開示	企業経営 に影響を与 える取引	- 企業に対し各基準 (Class Test) にお いて <b>5%以上</b> の変動をもたらす取引	- なし	- 企業に対し各基準 (Class Test) にお いて <b>25%以上</b> の変動をもたらす取引	- 企業に対し各基準 (Class Test) にお いて <b>10%以上</b> の変動を もたらす取引
	関連当事 者との取引	- 企業と関連当事者間で行われる取引 - 企業と関連当事者間における、資金調 達、資産の贈与等の合意 - 企業と関連当事者への利益を目的とす る者による取引、合意	- なし	- 企業に対し各基準 (Class Test) にお いて <b>5%以上</b> の変動をもたらす、 関連当事者間で行われる取引	- 企業に対し各基準 (Class Test) にお いて <b>5%以上</b> の変動をもたらす、 関連当事者間で行われる取引
	事業の根 本的な変 化に関する 情報	- なし	- なし	- なし	- 過去12か月間に他の取引と集計して基 準のいずれかで <b>75%以上</b> の変化をもたら す取引
	基準 (Class Test)	- 総資産基準 (The Gross Assets test) - 利益基準 (The Profits test) - 対価基準 (The Consideration test) - 総資本基準 (The Gross Capital test)	- 総資産基準 (The Gross Assets test) - 利益基準 (The Profits test) - 対価基準 (The Consideration test) - 総資本基準 (The Gross Capital test)	- 総資産基準 (The Gross Assets test) - 利益基準 (The Profits test) - 対価基準 (The Consideration test) - 総資本基準 (The Gross Capital test)	- 総資産基準 (The Gross Assets test) - 利益基準 (The Profits test) - <b>売上高基準 (The Turnover test)</b> - 対価基準 (The Consideration test) - 総資本基準 (The Gross Capital test) - <b>代替基準 (Substitute tests)</b>
CGコードの適用状況 (コンプライ オア エクスプレ イン)	- 英国コーポレートガバナンスコード	- 英国コーポレートガバナンスコード、QCA コーポレートガバナンスコード、各国コーポ レートガバナンスコードでも <b>適用可能</b>	- 英国コーポレートガバナンスコード、QCA コーポレートガバナンスコード、各国コーポ レートガバナンスコードでも <b>適用可能</b>	- 英国コーポレートガバナンスコード、QCA コーポレートガバナンスコード、各国コーポ レートガバナンスコードでも <b>適用可能</b>	

出典：ロンドン証券取引所公表情報をもとに経済産業省作成

## (参考2-6) 独立社外取締役の独立性について

- 「グループ・ガバナンス・システムに関する実務指針」において、親会社から独立した社外取締役として、10年以内に親会社に所属していた業務執行者を独立社外取締役として選任しない方向性が示されており、これを受け、東京証券取引所において独立性基準の見直し等の支配株主からの独立性を高めるための更なる措置を講ずることとされている。

		取締役の属性		
		上場会社・子会社の業務執行者	親会社・兄弟会社の業務執行者	主要な取引先、多額の金銭その他の財産を得ているコンサルタント等の業務執行者
該当時期	現在	独立性×	独立性× <sup>注1</sup>	独立性×
	最近 <sup>注2</sup> (1年以内)	独立性×	独立性× <sup>注1</sup>	独立性×
	過去 (10年以内)	独立性× <sup>注3</sup>	独立性○ ⇒ 独立性× (10年以内に親会社の業務執行者であった者)	独立性○

(出典) 東京証券取引所「独立役員確保に係る実務上の留意事項 (2015年6月改訂版)」9頁の図を基に経済産業省において作成。

※ 濃青色部分に該当する場合、社外性なし (会社法2条15号参照)。

※ 濃青色部分に加え、水色部分に該当する場合、独立性なし (青太線枠内)。

※ 近親者や上場会社の経営を支配している自然人については省略。

(定義) 「業務執行者」とは、業務執行取締役若しくは執行役又は支配人その他の使用人を指す。

(注1) 親会社の業務執行者でない取締役を含む。

(注2) 実質的に「現在」と同視できるような場合を指す。1年以上前については「最近」には通常該当しない。

(注3) その就任前10年内のいずれかの時において、株式会社又はその子会社の取締役、会計参与 (会計参与が法人であるときは、その職務を行うべき社員) 又は監査役であったことがある者 (業務執行取締役等であったことがある者を除く。) にあつては、それらへの就任の前10年間も含む。

# 市場構造の在り方に対する視点（各論3/5）

## 3）機関投資家等による長期投資を促す市場

### **（1）機関投資家への株式配分のプロセス円滑化**

- 上場関係者にとって長期的にメリットがある形で、引受証券の配分における個人投資家への偏重を是正できないか
- 例えば、一定規模以上の公募・売出しを行う上場については、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一定程度の配分が期待できる制度や配分プロセスを導入すべきではないか

### **（2）クロスオーバー投資家が参加しやすい環境整備**

- 上場前後の継続的な投資・エンゲージメントを促す観点から、機関投資家がクロスオーバー投資を行う際に障害となっている規制の解釈（未上場株式と上場株式に関連するインサイダー取引や投資運用業に関する規制など）について、機関投資家のニーズを踏まえた明確化をすべきではないか

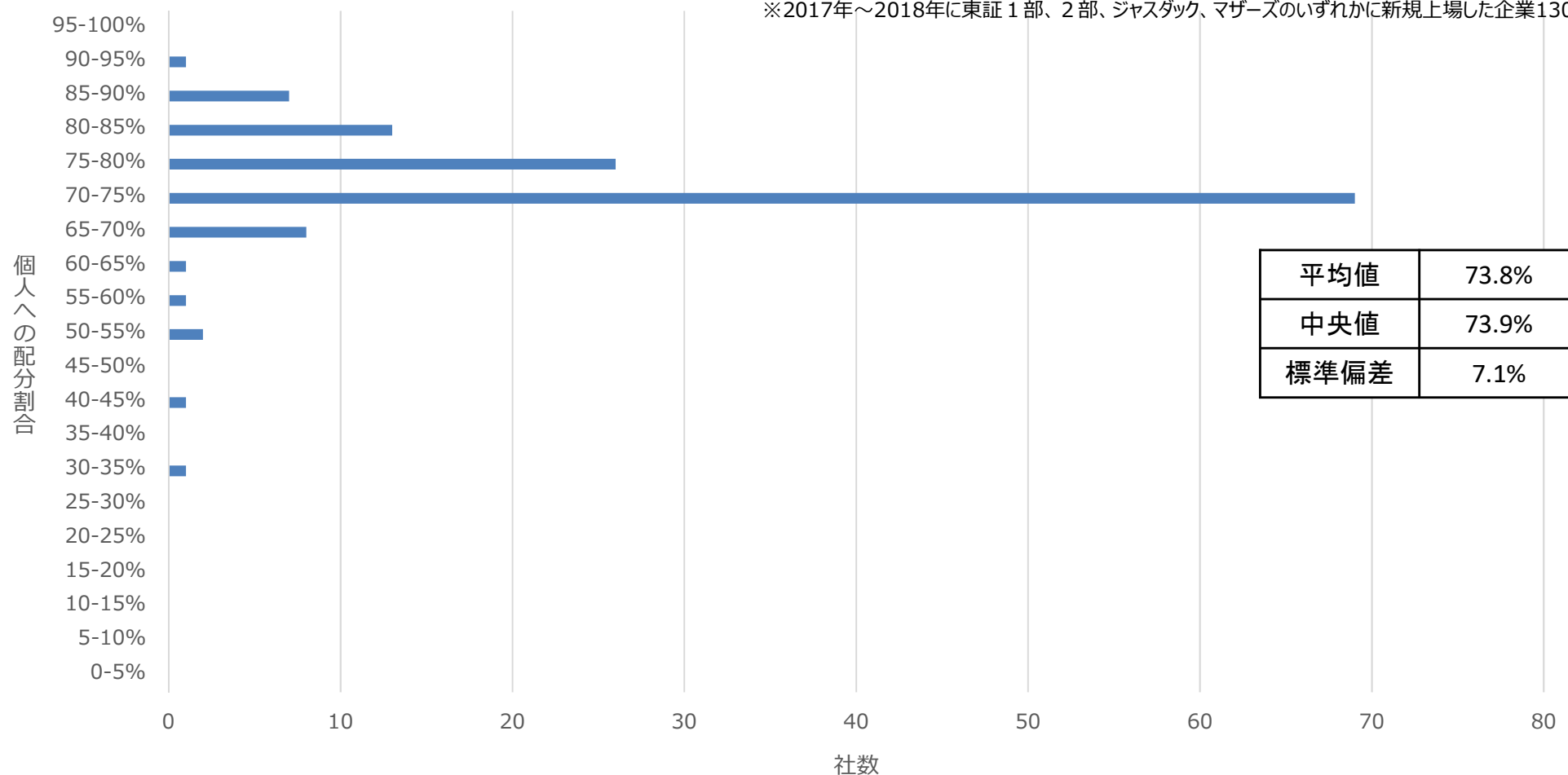


## (参考3-1) 新規株式公開時の株式配分の動向

- 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。

### ＜新規株式公開企業の引受証券の個人顧客への配分割合の分布＞

※2017年～2018年に東証1部、2部、ジャスダック、マザーズのいずれかに新規上場した企業130社の分布



(出典) 東京証券取引所、日本証券業協会公表資料より経済産業省作成

## (参考3-2) 新規上場時の株式配分の海外動向 (香港等)

- 香港では、比較的長期の保有が期待できる安定的な投資家に、新規上場企業株の一定量を優先的に配分する「コーナーストーン投資家プロセス」が規制上明確に位置付けられている。
- 欧州では、コーナーストーン投資家プロセスに対する明確な規制はないが、2011年以降、コーナーストーン投資家プロセスでのIPOが普及してきているとの指摘もある。

### 1. 香港の「コーナーストーン投資家プロセス」

- 安定的な投資家(「コーナーストーン投資家」)に、新規上場企業株の一定数量を優先的な配分が可能。コーナーストーン投資家はIPO前に一定の割り当てを受け、この株をIPO価格で取得。
  - ※ コーナーストーン投資家：大規模な機関投資家、アセットマネジメント会社、ソブリンウェルスファンド等
- コーナーストーン投資家はIPO前に一定の割り当てを受ける代わりに、通常、6か月の間は株を手放してはいけないルール(ロックアップ)が課される。

### 2. 当該プロセスでの配分ルール

- コーナーストーン投資家への配分は以下の原則に則って行われる。
  - (a) IPO価格でなければならない
  - (b) 割り当てられたIPO株式は、通常、上場日から少なくとも6か月間のロックアップ期間の対象となる
  - (c) 各投資家は上場申請者に取締役会の代表を持たず、上場申請者、その関係者、およびそれぞれの関連者から独立していなければならない
  - (d) コーナーストーン投資家の名前、所属、割り当ての詳細を上場文書に開示する
  - (e) 株式はメインボードルール(8.08)に基づく公開株式の一部となる

(出典) 香港取引所公表資料より経済産業省作成

# 市場構造の在り方に対する視点（各論4/5）

## 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

- 新たな市場区分（及び新たなT O P I X）を創設する際には、変更による影響を多面的に評価し、市場参加者等にとって納得感のある基準等を設定するとともに、適切な移行措置（経過期間・措置）を設けることが必要ではないか
- 各市場の上場基準の水準を基準として、他市場からの移行や上場廃止基準の水準との差異を見直し、合理化すべきではないか
- 新たな市場区分の名称については、各市場の役割に応じた名称に変更し、「一部」「二部」の名称、「ステップアップ」等の使い方について、機能に応じた見直しを行うべきではないか

## 5）早急に対応すべき事項

- 現行の市場区分での要件や基準の合理化や、その他の市場区分の議論とは独立した対応が可能な事項として、以下の事項については、市場区分の抜本的な変更在先立ち、早期に取り組むべきではないか
  - 上場関係者にとって長期的にメリットがある形で、引受証券の配分における個人投資家への偏重を是正する制度や配分プロセスの導入に向けた検討（一定規模以上の公募・売出しを行う上場については、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も一定程度の配分が期待できる制度や配分プロセス）（再掲）

（次頁に続く）

# 市場構造の在り方に対する視点（各論5/5）

（前頁のつづき）

- 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取引所への提示を不要とし、一定の条件を満たす投資家による投資・コミットメント、主幹事証券会社によるコミットメント、第三者専門委員会による評価などを活用したプロセスの導入に向けた検討（再掲）
- バイオベンチャー等、（短期的な売上や利益は見込まれないが将来の成長可能性がある）先行投資型の個別セクターに関する上場審査ポイントについて、企業の実態に応じた見直し（再掲）
- 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（再掲）
- 独立社外取締役の独立性基準を見直すべきではないか（上場子会社における一般株主との利益相反への懸念も踏まえ、支配株主企業出身者の取扱いを厳格化）（再掲）
- 有価証券報告書等の財務諸表の適正性に関する対象期間の差異（5期間・2期間）を2期間へ共通化するなど、形式的な要件を合理化

## 市場構造の在り方等の検討について

2019年2月20日  
経済産業省産業資金課

### 1. はじめに

経済産業省では、企業の成長を支えるリスクマネー供給が今後の日本経済にとって不可欠との認識の下、2017年10月より「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。同研究会は、リスクマネーの源泉から企業の事業投資に至る「インベストメント・チェーン」全体を強化する方策を検討し、2018年6月、上場市場のあり方も含む課題や政策の方向性に関する提言を取りまとめた。ここでの議論やバイオベンチャー等個別産業における資金調達を巡る課題の検討等を踏まえ、市場構造の在り方等の検討に当たり重要と考えられる論点と対応の方向性を提示する。

### 【総論】

#### 2. 基本的な考え方

市場構造等の検討に当たっては、企業の特長やニーズに応じて、最も効果的・効率的に資金の確保・調達を行うことができる市場として機能することが期待される。例えば、以下の点を市場設計の基本的な考え方としてはどうか。

- 1) 世界で最もベンチャー（新興）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

#### 3. 市場構造（市場区分）を考える視点

##### （1）市場区分のコンセプト

上記の考え方を踏まえ、企業の特長に応じた市場区分として、以下のような類型を念頭に置いて各市場に期待されるコンセプトを明確化してはどうか。新たな市場区分の設計・移行に当たっては、現行の市場区分における上場企業や投資家の状況を踏まえつつも（経過措置等）、新たなコンセプトに基づく市場の特徴を高める方向で転換を進めるべきと考える。

なお、以下で示す「仮称」は、市場のコンセプトであり、実際の市場をどの範囲で区分するかは柔軟に考えることを前提としている。

- A) 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（仮称：新興市場）
- B) 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（仮称：スタンダード／グロース市場）
- C) 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（仮称：グローバル／プレミアム市場）

## （２）特に留意すべき点

### ① 市場コンセプトを否定形で定義しないこと

市場区分の設定に当たっては、各市場のコンセプトに基づく特徴（メリット・制約条件等）を明確に定義すべきであり、他の市場区分に比べて「●●でない」「●●に満たない」という形で定義すべきではない。

特に、上記B)の「スタンダード／グロース市場」については、その必要性も含め、どのような市場として積極的に定義づけ、上場基準や運用ルール等を設定すべきかを優先的に検討すべきである。この設計によっては、現行上場企業の相当数の銘柄が属する可能性とともに、現状とは異なる特性・ニーズを持つ企業群が上場する可能性もあり、移行に与える潜在的なインパクトが極めて大きい。これを単に「グローバル／プレミアム市場」でもなく、「新興市場」でもないと定義づけることは健全な市場運営を阻害する恐れがある。

### ② 階層構造に固執しないこと

基本的に市場区分は、各市場に上場する企業群の特性（規模、リスク、流動性等）に応じたコンセプトによって設計すべきである。現状、階層的な構造が上場企業の成長の動機付けになっている面は考慮するとしても、上記①も念頭に、階層構造（ステップアップ）を所与としない検討が行われることが望ましい。

この点、各市場間の競争（東証の各市場間のみならず外国市場も含め）も意識して設計されることが期待される。

### ③ 効率性・コストを評価軸とすること

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、上場維持や資金調達に関するコストや効率性の観点も明確に加え、それぞれの要素のバランスを意識した制度設計が行われるべきである。

この点、特にバックオフィスのリソース制約がある上場企業にとって市場を選択する際の考慮要素となるが、投資家にとっても上場・資金供給に伴うコストは企業価値（収益構造）に影響するため重要な判断要素となると考えられる。

### ④ 自由度・選択肢を評価軸とすること

各市場を特徴づける要素として、例えば、種類株式等発行可能な株式や開示・手続に関する選択肢を広げるなど、各市場のコンセプトに応じて上場企業や投資家を取り



得る自由度についても、評価軸として加えることを検討してはどうか。

### (3) インデックスの在り方について

市場区分の検討に併せて、TOPIXを始めとするインデックスをどのように関連付けるか、海外の例や機関投資家の活用実態、廃止・他主体への移管も含む変更に伴うインパクト等も勘案して検討が行われるべきである。

## 4. 市場改革スケジュール

市場構造等の改革に当たっては、上記2, 3を踏まえた理想的な全体像（ビジョン）と制度設計を念頭に置いた（根本的な）移行を着実に進めるべきである。それとともに、現行市場における基準等の整合性確保や有効性検証により、優先的に取り組むべき見直し事項については、（全体像と整合的な方向で）早急に実施するなどメリハリをつけた段階的な実施が行われることが期待される。

### 【各論】

## 5. 世界で最もベンチャー（新興）企業が資金調達しやすい市場

特に多くのスタートアップ、ベンチャー企業が最初に上場することが想定される「新興市場（仮称）」については、「間口の広い資金調達環境を提供する市場」というコンセプトの下、以下の方向性で検討を行うことを提案したい。また、機関投資家からの一定規模以上の投資を期待するベンチャー企業については、「スタンダード／グロース市場（仮称）」に新規上場することも想定されるため、併せて円滑な資金調達が行えるような環境整備が望まれる。（後述6も参照）

なお、下記では、（後述するように）早期措置としてマザーズ・JASDAQそれぞれの基準・運用等の見直しを行うことを前提としつつ、次の段階として現行市場の統合・整理が行われる可能性も念頭に置いて、「新興市場」のコンセプトに基づく必要条件等を提示する。また、各市場において「先行投資型企業」や海外の成長企業の上場を円滑化する方策についても示す。

### (1) 新興市場としての間口の広さを維持

- 現行マザーズ（JASDAQ）における時価総額や流通株式等の上場基準の維持【5-1】

### (2) 先行投資型企業が上場しやすい環境の整備

- 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【5-2】

- 先行投資型企業の「スタンダード／グロース市場（仮称）」等への上場の際し、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【5-3】
- バイオベンチャー等、（短期的な売上や利益は見込まれないが将来の成長可能性がある）先行投資型の個別セクターに関する上場審査ポイントの明確化・見直し【5-4】
- 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【5-5】
- 議決権種類株の柔軟な発行【5-6】

### （3）海外の成長企業が上場しやすい環境の整備

- 財務報告における会計基準の適用等の明確化【5-7】

## 6. スタンダード／グロース市場（仮称）等の在り方

上場企業が、持続的な成長を目指し、主として国内の機関投資家による投資や一定規模以上の公募増資が行われることを想定した市場として「スタンダード／グロース市場（仮称）」を形成していく方向で具体的な検討を行うことを提案したい。

この市場においては、多くの機関投資家が投資対象とすることができる水準の時価総額や流動性の基準を設定することが想定される。また、一定規模の公募・売り出しが行われることを条件として求めることも考えられる。

さらに、プレミアム市場と比較した同市場のコンセプトとして、主に国内投資家を念頭に置いていること、成長段階・中小型株でリソースが限られる企業が多いこと、柔軟・迅速な資金調達手段へのニーズが高いこと等を踏まえ、上記の規律付けとともに効率性（上場コスト等）や自由度を高める方向で設計がなされることを期待する。この際、欧州市場における区分設計も参考とすべきと考える。

### （1）国内機関投資家の投資対象とするための規律（基準・条件）の設定

- 上場基準（他市場からの移行も同様）において、国内の機関投資家が投資しやすい水準で時価総額基準を設定【6-1】
- これに加え、一定規模の公募・売出しを行う場合の要件についても設定【6-2】
- 流動性基準（流通株式比率等）について、国内の機関投資家が投資しやすい方法・水準に設定【6-3】
- 各市場の上場基準（特に時価総額）の水準を基準として、他市場への移行や上場廃止基準の水準を見直し【6-4】

### （2）上場企業の資金調達の効率性や自由度を高め、市場の魅力を向上する仕組み

- 一定の時価総額等の下、議決権種類株の柔軟な発行【6-5】

- 開示の効率化・選択肢の拡大（任意開示の充実、四半期開示・ガバナンス報告等の見直し）＊新興市場についても要検討【6-6】

(3) クロスオーバー投資家が参加しやすい環境整備

- 未上場株式と上場株式に関連するルール等の明確化【6-7】

## 7. グローバル／プレミアム市場（仮称）等の在り方

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資金供給を期待する企業が上場する「グローバル／プレミアム市場（仮称）」を創設。情報開示やガバナンス等について、グローバル投資家が求める水準を設定し、市場としての魅力を高める方向で検討することを提案したい。

(1) グローバルな機関投資家が投資しやすい市場設計

- 「スタンダード／グロース市場（仮称）」と比較して、高い水準の時価総額、流動性基準等の設定【7-1】
- T O P I X見直しも含む適切なインデックスの提供（後述）【7-2】

(2) グローバル投資家のニーズに応じた情報開示、ガバナンスの要請

- 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等【7-3】
- 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【7-4】

## 8. 機関投資家等による長期投資を促す仕組み

企業の成長を支える長期の機関投資家からの投資を促すため、企業の公募・売り出しの規模を大きくすること、その中で他国に比べて低い機関投資家の保有割合を増やすこと等の方策を検討することが有益である。

以下の取組は全ての市場に関連するが（前述5～7参照）、具体的な設計に当たっては、それぞれの市場特性に応じた検討が行われるべきである。例えば、特に「スタンダード／グロース市場（仮称）」において、上場時に一定の公募及び売出しの規模を確保する動機付けを行う仕組みを検討することも考えられる。

(1) 企業の公募・売り出しの規模を高める市場設計

- 「スタンダード／グロース市場（仮称）」等において、上場時に一定の公募・売出し規模を条件化（前述）【6-2】

(2) 機関投資家への株式配分のプロセス円滑化

- 一定の公募総額以上の上場について、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【8-1】

- 当該プロセスによる配分について、金商法及び日本証券業協会自主規則の解釈を明確化した上でガイドライン等を整備【8-2】
- 株主数基準の見直し・柔軟化【8-3】

(3) 長期的な機関投資家が重視するガバナンスの確保

- 独立社外取締役の独立性基準を見直し（上場子会社における一般株主との利益相反への懸念も踏まえ、支配株主企業出身者の取扱いを厳格化）【8-4】

## 9. 新たな市場区分の名称の見直し

新たな市場区分の名称について、各市場の役割に応じた名称に変更することが適切である。例えば、「一部」「二部」の名称、「ステップアップ」等の使い方について、機能に応じた見直しを行うことが想定される。

## 10. T O P I X等のインデックスの見直し

市場区分の見直しと合わせ、T O P I Xの範囲・基準についても見直しを行うことが適切である。投資家ニーズを踏まえ、日本市場の上場企業のパフォーマンスを代表する指数として、市場区分とは独立して（結果として合致することはあり得るが）「新T O P I X」の在り方を検討すべきである。

その際、時価総額や出来高等の水準に応じて、上場企業の企業価値向上に向けた動機付けとなるように設計することが重要と考える。

(1) T O P I Xの対象範囲見直し

- 現行の一部上場企業全体から、「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」から一定数選択される方式への変更【10-1】

(2) T O P I Xを含むインデックスの見直し

- 他国市場のインデックス等も参照し、適切な選定方法・基準を設定【10-2】
- 新興市場向けのテーマ別インデックスの創設の検討【10-3】
- 投資家ニーズを踏まえ、その他のインデックス見直しも検討【10-4】

## 11. 市場改革スケジュールと経過措置の設定

市場区分等の変更にあたっては、上述のように各市場のあるべき姿と方向性を明確にした上で、早期に取り組むべき事項（後述12）と一定の移行期間を必要とする事項を分け、着実かつ段階的に実施していくことが必要である。

特に新たな市場区分（及び新たなTOPIX）を創設する際には、変更による影響を多面的に評価し、市場参加者等にとって納得感のある基準等を設定するとともに、適切な移行措置（経過期間・措置）を設けることが不可欠である。

## 12. 早急に対応すべき事項

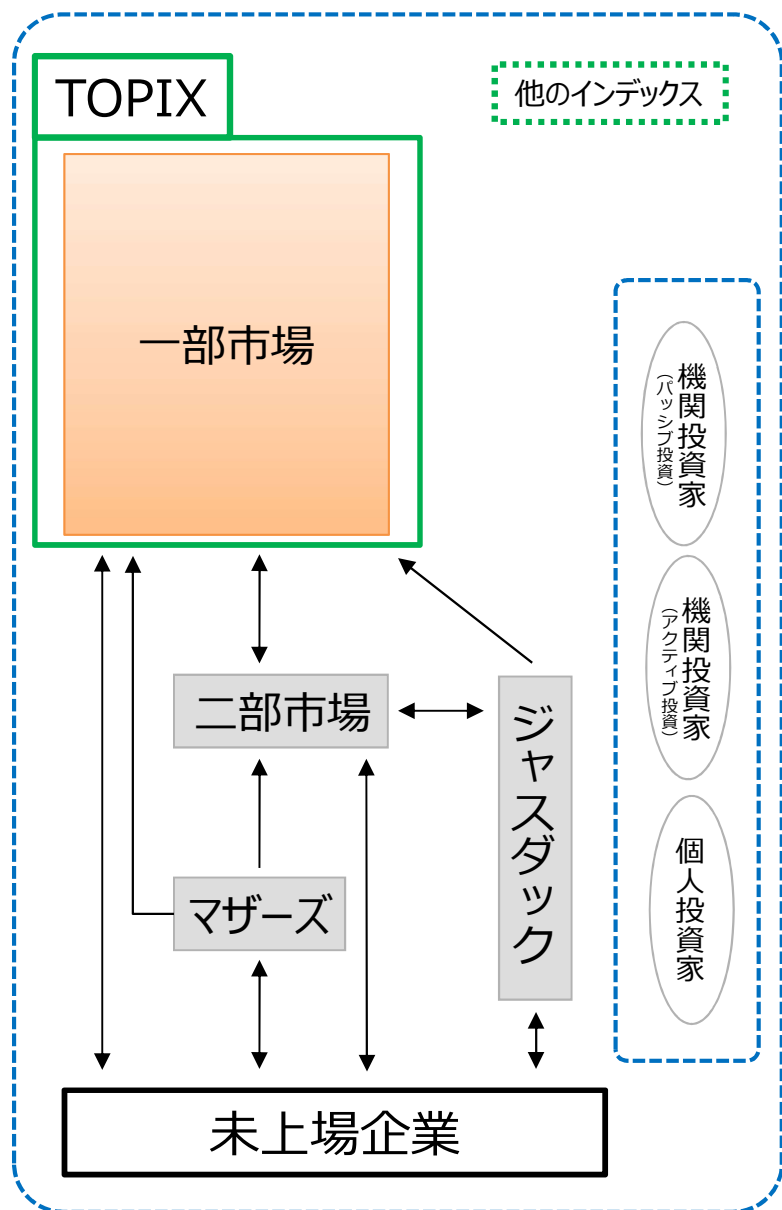
市場区分の抜本的な変更に向けて（あるいは全体の方向性と矛盾しない形で）、現行の市場区分においても、要件や基準等の合理性や必要性を検証し、見直すべき事項については早期に取り組むべきと考える。また、市場区分の議論とは独立した対応が可能な事項についても迅速に対応することが望まれる。

- 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（再掲）【5-2】
- 先行投資型企業の「スタンダード／グロース市場（仮称）」等への上場に際し、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（再掲）【5-3】
- バイオベンチャー等、(短期的な売上や利益は見込まれないが将来の成長可能性がある) 先行投資型の個別セクターに関する上場審査ポイントの明確化・見直し（再掲）【5-4】
- 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（再掲）【5-5】
- 一定の公募総額以上の上場について、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（再掲）【8-1】
- 当該プロセスによる配分について、金商法及び日本証券業協会自主規則の解釈を明確化した上でガイドライン等を整備（再掲）【8-2】
- 二部市場から一部指定の形式要件の合理化・見直し【12-1】

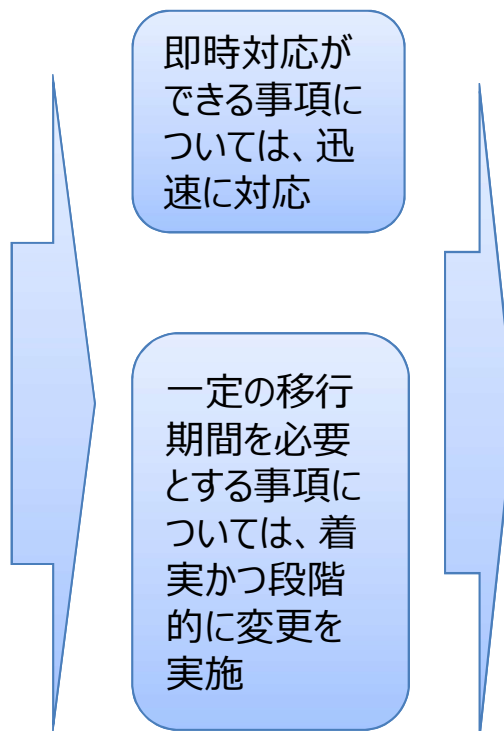
以上

# (参考) 市場区分及び基準の見直しに関するイメージ

## < (1) 現状の主な市場区分 >



## < (2) 移行措置 >



## < (3) 新たな市場区分 >

