

討議資料

(市場構造の見直しに関する論点)

これまでの4回における市場構造専門グループの議論では、市場構造の見直しに関し、関係者等から様々な意見が出されたところ。

これらを踏まえ、以下の方向性が考えられるが、どうか。

なお、以下において、これまでの議論において言及されていたA市場は「スタンダード市場」、B市場は「グロース市場」、C市場は「プライム市場」としており、いずれも仮称である。

1. 市場構造の見直しの目的

- 今回の市場構造の見直しにより、上場企業に中・長期、かつ、持続的な成長を促し、年金基金等を通じた投資を含め広く国民の健全な資産形成に寄与することで「経済の好循環」を実現すべきではないか。
- 具体的には、以下の3つの課題に対し対応することとしてはどうか。
 - ① 各市場区分のコンセプトが曖昧であり、多くの投資者にとって利便性が低い。
 - ② 上場会社の持続的な企業価値向上の動機付けの点で期待される役割を十分に果たせていない。
 - ③ 投資対象としての機能性と市場代表性を兼ね備えた指数が存在しない。

2. 新たな市場区分の基本的な方向性

- 現在、5つある市場（一部、二部、マザーズ、JASDAQ スタンダード、JASDAQ グロース）を3つの市場（スタンダード市場、グロース市場、プライム市場）に再編してはどうか。
- スタンダード市場とプライム市場について、両市場に上下はなく、既存の一部上場企業は、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、適切と考える市場区分を選択することとしてはどうか。

また、グロース市場とスタンダード市場・プライム市場との関係について、グロース市場も、後者の2市場と並列の関係と考えてはどうか。

- 現在、一部市場＝ＴＯＰＩＸとなっている。市場区分は、企業に対し規模に応じた資金調達・リスクマネー調達の間を提供し、投資家に対し取引（換金）・投資の間を提供する役割を担っている。一方、ＴＯＰＩＸは単に株価動向を表すだけでなく、近年、特にインデックス投資が隆盛となっているなかで、運用対象やベンチマークとしての役割の重要性がますます高まってきた。

このように求められる役割が徐々に異なってきたため、今後は市場区分とＴＯＰＩＸの範囲を切り離してはどうか。

(1) プライム市場

(コンセプト)

- プライム市場のコンセプトとして、どのようなものが考えられるか。例えば、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及びその企業に投資をする機関投資家や一般投資家のための市場としてはどうか。

(上場基準等)

- プライム市場の上場については、時価総額は重要な基準であるものの、時価総額だけではなく流動性やガバナンスといった他の基準を合わせて検討することが重要。時価総額、流動性、ガバナンス、収益性といった基準の組み合わせ方についてどのように考えるか。

(時価総額（流通時価総額）)

- プライム市場に今後、新たに上場する企業の時価総額（流通時価総額）基準としてどのような水準が考えられるか（現在の一部上場企業であって、新たな時価総額（流通時価総額）基準に満たない企業がプライム市場への上場を希望する場合の経過措置は後掲）。

- 上記の新たな時価総額（流通時価総額）基準によってプライム市場に上場する企業に退出を求める際の基準をどのように考えるか。

現在の基準では、一部市場から二部市場への移行となる基準は、時価総額 20 億円未満となっているところ、当該基準が上場時の基準と非対称の低い水準となっているため、新陳代謝を妨げているとの指摘がある。

上場後の企業価値向上の動機付けのため、仮に、時価総額（流通時価総額）を用いる場合、どのような水準が考えられるか。

- 現在、マザーズを經由した一部市場への上場基準は、一部市場に直接上場する際の時価総額よりも緩和された基準となっているが、所要の経過措置を設けたうえで、これを高い方の基準に一本化してはどうか。

（流動性）

- プライム市場のコンセプトとして、投資家との建設的な対話を企業価値向上の中心に据えるのであれば、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。

注）その際、現在、流通株式から除かれる株式の保有者は、10%以上の大口保有者などとなっているところ、これをどのように考えるか。

- また、現在、一部市場へ上場する際、流通株式の比率が上場株券等の35%以上必要なところ、流通株式の比率が上場時より大きく低下したまま上場を維持している企業がある状況について、どのように考えるか。

いわゆる安定株主が、会社法における特別決議の可決のために必要な水準（2/3以上）を占めることのない水準に流通株式の比率を維持することが考えられるが、どうか。

注）流通株式数が上場株券等の数の5%未満になると上場廃止基準に抵触する。

（ガバナンス）

- 我が国を代表する「投資対象として優良な企業」が集まる市場にふさわしいガバナンスの水準を求めていく必要があるのではないか。

これについては、企業の持続的な成長と中長期的な企業価値向上をより実現していくという観点も踏まえ、今後行うコーポレートガバナンス・コードの改訂等を通じて、プライム市場の性格にふさわしい水準にガバナンスを向上させることを促進していくことが考えられるが、どうか。

- その際、コーポレートガバナンス・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とすることについてどのように考えるか。

(収益基準)

- 現在、一部市場の上場基準において、収益基準として「安定的な収益基盤の確保」を求めているところ。当該基準に関し少数の事例はあるものの、実質的に直近決算期が赤字である企業の上場は難しいとの指摘がある。

- 一方、近年のネット系等の企業においては、企業価値向上のために初期段階において積極的な広告や人材の獲得、研究開発を集中的に行い、長期間で見た場合により大きな企業価値の向上を図る企業があるところ。

これらのビジネスモデルにおいては従来の設備投資型産業のように投資対象が資産計上されないため、赤字が出やすくなるとの特性がある。

- このため、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基準を見直すこととしてはどうか。その際、プライム市場へ上場するための基準に、時価総額、売上や開示などの条件を加重することが考えられるが、どうか。

(経過措置)

- これまでのヒアリング等を通じて、「市場一部上場企業」は、上場基準の遵守・取引所によるモニタリングなどを通じて、国・地域における主要企業としてのブランドイメージが示され、雇用や取引に当たった信頼性・安心感を与える源泉となるなど、当該企業のステークホルダーに対して有形・無形の多大な価値を提供していることが確認された。また、このことは既に一部上場企業に投資を行っている投資家から見ても、企業価値に反映されているのではないかと考えられる。

- 現在の一部上場企業からは、ブランドイメージを保持する観点から「市場一部」の名称を今後も継続して欲しいとの声もあるが、どのように考えるか。

- 上記の観点を踏まえ、既存の一部上場企業は、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。
- また、既存の一部上場企業が、流通株式比率に関する基準を満たし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。

(2) スタンダード市場

（コンセプト）

- スタンダード市場のコンセプトとして、どのようなものが考えられるか。例えば、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及びその企業に投資をする機関投資家や一般投資家のための市場としてはどうか。
- スタンダード市場は、主として現在の二部市場、JASDAQ スタンダード市場に属する企業から構成されるのではないか。現在の一部市場に属する一部の企業等がスタンダード市場を選択することも想定されるか。

（上場基準等）

- スタンダード市場に今後、新たに上場する企業に対する基準をどう考えるか。仮に現行制度と同様に時価総額（流通時価総額）を基準とすると、どのような水準が考えられるか。
- 現在、二部市場の上場企業はコーポレートガバナンス・コードが適用され、JASDAQ スタンダードの上場企業は基本原則のみの適用となっているところ、スタンダード市場については、いずれの水準とすることが考えられるか。

(3) グロース市場

(コンセプト)

- グロース市場のコンセプトとして、例えば、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及びその企業に投資をする機関投資家や一般投資家のための市場としてはどうか。
- 基本的に、現在のマザーズ市場、JASDAQ グロース市場の上場企業が移行することが想定されるのではないか。

(上場基準など)

- 現在のマザーズ市場は、時価総額が10億円で上場することが可能となっているところ、低い時価総額で上場しその後の成長が見られなくなっているとの指摘（いわゆる上場ゴール）と、当該基準によって早期に上場し、得られた資金を次のベンチャー企業へ投資する、とのモデルが成り立っているとの指摘の両面からの考え方があるが、どう考えるか。
- このような両面の考え方があるなかで、適切な上場基準についてどのように考えるか。引き続き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、時価総額など現状の基準を維持してはどうか。

(グロース市場への機関投資家の参入について)

- 現在のマザーズ市場は、個人投資家中心の市場となっているところ、機関投資家の参入を進めるための方策について、今後、検討する必要があるのではないか。

3. インデックス（TOPIX）について

- 新たなTOPIXへ内容を変更し、これを運用するに当たっては、マーケットに与える影響を最小化するため、連続性の確保に十分留意するとともに、明確な方針のもと、十分な移行期間を設けて、事前周知を行うなど最大限の配慮を行う必要があるのではないか。

(コンセプト)

- 機関投資家（アセットオーナー、アセットマネージャー）にとって使い勝手のよいインデックス、選定される企業にとっても納得感のあるインデックスを目指してはどうか。

(算出基準)

- 選定の対象市場（プライム、スタンダード、グロース）をどのように考えるか。選定に当たっては、指数継続性の観点から必要な場合はプライム市場だけではなく、（選択可能な市場との前提からも）スタンダード市場からも選定できるものとするのが考えられるが、どうか。
- また、選定に当たっては、市場の流動性をより重視した「流通株式時価総額」を中心とすることが考えられるが、どうか。
- その際、以下の点に着眼することが考えられるが、どうか。
 - ・ 流通株式（浮動株）の定義について、どのように考えるか。
 - ・ 諸外国の代表的なインデックス算出に当たっての時価総額や代表市場の時価総額に関する水準や取扱いを参考にしてはどうか。
 - ・ 指標が幅広い投資家に使われている実態に照らし、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ためにどのようなことが考えられるか。
 - ・ 新たなTOPIXへ内容を変更する際、インデックス全体の時価総額で見た場合に現在のTOPIXに対して連続性が確保できる水準とする必要があるのではないか。

(現在のTOPIXの取り扱い、経過措置)

- 現在、TOPIXは年金基金や投資信託など幅広い金融商品において投資対象やベンチマークとして利用されているところ。新たなTOPIXへ内容を変更する場合において、経過措置としてどのようなことが考えられるか。

4. その他

(1) 退出基準と受け皿

- 現在の基準では、二部市場から上場廃止になる時価総額は10億円、マザーズ市場から上場廃止になる時価総額は5億円となっている。上場後の企業価値向上の動機付けのため、退出基準を引き上げることが

考えられるか。

- 一方、厳格な退出基準を適用する場合、投資家の換金機会の確保の観点からも問題が大きいのではないか。このため、退出基準を強化することに合わせ、受け皿市場の整備についても、今後、検討する必要があるのではないか。

(2) 適用時期

市場構造の見直しに関して、上記について、各種規定の改正やこれに対して企業が対応するための期間や周知期間を十分に設けたうえで速やかに実施することが望ましいのではないか。

(3) その他

- その他、必要な論点としてどのようなものが考えられるか。