

2019年12月

東証における市場構造改革の方向性 ～注目される論点と今後の見通しについて～

弁護士 竹岡 真太郎

現在、東京証券取引所(以下「東証」という。)が運営する一般投資家向けの株式市場には、市場第一部、市場第二部、マザーズならびに JASDAQ(スタンダードおよびグロース)がある。これらの統合を含む市場構造改革を議論するため、2018年10月、東証において「市場構造の在り方等に関する懇談会」が設置された。その後、東証での議論を引き継ぐ形で、2019年4月に金融庁において金融審議会「市場構造専門グループ」が設置され、2019年5月を皮切りにこれまで5回の会合が開催されているが、2019年12月25日には第6回会合が開催予定であり、そこでの議論を踏まえて報告書の取りまとめが行われることが見込まれる。

本ニュースレターでは、東証および市場構造専門グループにおける議論を踏まえ、市場構造改革の方向性について、特に注目される論点を取り上げつつ、今後の見通しとあわせて概観したい。

1 日本の株式市場の沿革と市場構造改革の必要性

(1) 各市場の沿革

東証の運営する一般投資家向けの株式市場は上記の通り5種類に分類されるが、それらそれぞれのコンセプトを理解する前提として、以下、各市場の沿革について簡単に触れたい。

① 市場第一部および第二部

市場第一部および第二部の由来は、1878年に開設された東京株式取引所および大阪株式取引所にさかのぼる。戦中の日本証券取引所への統合を経て、1949年には東証および大阪証券取引所(以下「大証」という。)が開設された。また、1961年には、それぞれの市場に市場第二部が開設された。

2013年には、東京証券取引所グループおよび大証の経営統合により日本証券取引所グループが発足し、これに伴って、大証市場第一部に上場していた銘柄は東証市場第一部に、大証市場第二部に上場していた銘柄は東証市場第二部に、それぞれ移行された。

② JASDAQ

JASDAQ の由来は、1949 年に日本証券業協会により創設された店頭売買承認銘柄制度にさかのぼる。1983 年には、将来性のある未上場の中堅・中小企業を対象とした店頭登録市場が発足し、2004 年には店頭登録市場が組織変更する形で証券取引所としての JASDAQ が開設された。

その後、大証との経営統合を経て、2010 年には新興企業向け市場のヘラクレスおよび NEO と市場統合し、新たに JASDAQ(スタンダードおよびグロス)が開設された。2013 年の日本証券取引所グループの発足に伴い、現在これらは東証により運営されている。

③ マザーズ

マザーズは、1999 年 11 月に新興企業向け市場として、東証により開設された。これに先立つ 1998 年には証券取引法の改正により JASDAQ が取引所市場と対等な位置付けとされるとともに、1999 年 6 月には大証等により新興企業向けとしてナスダック・ジャパンの開設構想が公表されていた。マザーズの開設は、新興企業をターゲットとした他市場におけるこれらの動きに対応して、急ピッチで進められた。

(2) 市場構造改革の必要性

上記の各市場のすべてが東証により運営されるようになったのは、2013 年の日本証券取引所グループの発足によってである。その際、市場第一部および第二部は大証から東証へ統合されたものの、上場会社および投資家等の混乱を避けるため、それ以外の市場構造は維持された。

そのため現在では、(ア)新興企業向けとしての由来・性格を有する市場としてマザーズおよび JASDAQ が併存するとともに、(イ)将来的に市場第一部への上場を目指すエントリー市場として市場第二部、マザーズおよび JASDAQ が併存する状況となっている。また、市場第一部についても、時価総額、流動性およびガバナンスの状況等に照らし、様々な種類の会社が上場している状態となっている。このため、各市場の違いがわかりにくく、投資家の利便性が低くなっているとの指摘がなされている。市場構造に関する指摘はこれらに留まらないが、諸々の課題を踏まえ、市場区分の見直しおよび統合を主たる目的として、市場構造改革が議論されるようになった。

2 注目される論点

市場構造改革の検討にあたっては、東証および市場構造専門グループにおいて様々な議論が行われてきたが、以下ではそのうちで注目される論点について取り上げたい。

(1) 市場区分と各市場のコンセプト – 各市場の位置付けと関係性 –

① 金融庁および東証からの提示案

現在、市場構造専門グループにおいて金融庁から見直し案として提示されているイメージにおいては、現状 5 種類に分類される市場を 3 つの市場に再編することが提案されている。これに、2019 年 3 月に東証が取りまとめた「現在の市場構造を巡る課題(論点整理)」において提示された各市場のコンセプトや、市場構造専門グループにおける議論の内容を当てはめると、概ね以下のように整理される。

市場の名称	プライム(仮称)	スタンダード(仮称)	グロース(仮称)
コンセプト	「国際的に投資を行う機関投資家をはじめ広範な投資者の投資対象となる要件を備えた企業」が上場する市場	「一般投資者の投資対象としてふさわしい実績のある企業」が上場する市場	「高い成長可能性を有する企業」が上場するアクセスしやすい市場
想定される上場基準等の適用水準	最も厳しいレベル	基本的なレベル	他の市場より緩和する項目を設ける
現在の区分との関係	主に市場第一部に属する上場会社から構成	主に市場第二部およびJASDAQ スタンダードに属する上場会社から構成	主にマザーズおよびJASDAQ グロースに属する上場会社から構成

② 各市場の位置づけと関係性をめぐる論点

これらの各市場の関係性に関しては、プライムを日本企業の目標となるような企業が上場する最上位の市場と位置付け、他の市場に上場した新興企業等に対して将来的にはプライムへの上場を目指す成長への動機付けを行うことで、日本の資本市場全体を底上げする効果を狙うといった点が議論されている。このような位置付けとした場合、プライムがスタンダードおよびグロースの上位に立つというイメージに馴染む。

一方で、各市場をピラミッド型に配置するのではなく並列的に配置して、各上場会社が投資家等のステークホルダーとの対話を通じ、自主的にどの市場に上場するかを選択するという考え方も議論されている。このような議論の背景には、現在の市場第一部に属する会社の中にはプライムの上場基準を満たすことができず、他の市場に移行する会社が出てくることが見込まれる中で、そのような移行に「降格」というイメージが生じないようという配慮があると言える。

このように、(ア)各市場をピラミッド型に位置付けることより、上場会社にその後の成長の動機付けを行うという狙いと、(イ)各市場を並列的に位置付けることにより、上場会社の自主性を重んじつつ、既存の上場会社への影響を緩和するという狙いがある中で、双方をいかに調和・共存させるか、各市場の位置付け方法が注目される。

(2) 市場区分の基準 – 時価総額に留まらない視点 –

各市場の区分の基準について、報道等においては特に時価総額が取り沙汰されることが多く、市場構造専門グループにおいても時価総額は重要な基準の一つとされている。しかし以下の通り、市場区分の基準については時価総額に留まらず、様々な視点から議論が行われている。

① 時価総額

時価総額に関しては、現在、(ア)市場第一部への直接上場の際に必要な時価総額(250 億円)と、(イ)市場第二部またはマザーズから市場第一部へのステップアップの際に必要な時価総額(40 億円)との間に大きな乖離がある点が問題として捉えられており、プライムとその他の市場を区分するにあたり、直接上場の基準とステップアップの基準とを統一することが議論されている。また、(ウ)市場第一部から市場第二部への指定替えとなる時価総額(現在は 20 億円)についても低すぎるとの指摘があり、プライムからの退出基準を検討するにあたって見直しが議論されている。

② 流動性

特に機関投資家からの投資を呼び込むためには、上場株式の流動性が非常に重要との指摘が行われており、例えば、時価総額は大きいですが、安定株主による保有割合が多い等の理由により流動性が低い株式について、どのような取扱いをすべきかが市場構造専門グループでは論点となっている。もっとも、流動性の基準として具体的にどのようなデータを用いるべきか(例えば、流通株式比率を基準とすべきか、または一定期間の株式売買出来高を基準とすべきか)についてはあまり触れられておらず、今後の議論が注目される。

③ コーポレートガバナンス等

コーポレートガバナンスに関するルールとして、現在、コーポレートガバナンス・コード(以下「CG コード」という。)が制定されているが、市場第一部および第二部に属する会社にはその全原則が適用される一方で、マザーズおよび JASDAQ には基本原則のみが適用されている。また、いわゆる「コンプライ・オア・エクスプレイン」の方式が採用されており、各社は適用される原則を実施するかどうかを自らの状況に照らして判断し、実施しない場合にはその理由を説明することとされている。

これについて、プライムに上場する会社については、(ア)現在の CG コードよりもさらに厳格なガバナンスの要件を課すべきとする見解や、(イ)CG コードのうちの一定の原則については、「コンプライ・オア・エクスプレイン」ではなく、強制適用とすべきであるという見解がある。一方で、(ウ)グロースに上場する会社も含めた全上場会社に一律に CG コードの全原則を適用したうえで、各上場会社に「コンプライ・オア・エクスプレイン」による対応を求めることを想定した見解や、(エ)強制適用する項目は CG コードではなく会社法等の法令により規定すべきという見解もある。市場構造改革にあわせて CG コードをどのように改正すべきかは特に重要性の高い論点と思われ、今後の議論の進捗が注目される。

また、コーポレートガバナンス以外にも、特にプライムに上場する会社について、英文開示の導入や国際会計基準(IFRS)の適用に関する議論も行われており、今後の動向が注目される。

④ 収益性基準

現在、市場第一部の上場基準においては、「安定的な収益基盤を有していること」が求められており、このため、上場の直前期が赤字の場合は実質的に市場第一部への上場が困難になっているとの指摘がある。しかし、インターネット関連業のような一定の業種においては、企業価値の向上のために、赤字となってもあえて戦略的投資を積極的に進めるべきケースがあり、そのような会社についてまで一律に上場を認めないとするのは適切でないといった議論が行われている。また、香港やシンガポールでは、バイオ・ライフサイエンス系の企業について、通常よりも財務要件を緩和した上場基準を適用する制度が導入されており、類似制度の導入についても議論が行われている。しかし、単に財務要件を緩和したのみでは、本来上場すべきでない経営状態の悪い企業の上場も許してしまうことになるため、赤字企業による上場を現在よりも広く認める場合には、その具体的基準がどのように設定されるかという点が注目される。

(3) TOPIX - 市場代表性を備えた INDEX とは -

市場区分に関連して、市場構造専門グループでは、TOPIX についても様々な議論が行われている。現在、TOPIX は市場第一部に上場するすべての会社の時価総額をベースに算出されており、TOPIX をベンチマークとする投資信託等を通じて、その構成銘柄である市場第一部の株式については相当量の売買が行われている。仮に、プライムの市場区分の基準が現在の市場第一部の基準から大きく変更され、その結果、TOPIX の構成銘柄

柄に大きな変動が生じると、TOPIX の連続性に問題が生じるとともに、TOPIX から外れることとなる上場会社や、その株式に投資している投資家に大きな影響が生じると見込まれる。

この点については、そもそも TOPIX の構成銘柄が、特定の市場(市場第一部)に上場する全会社の株式となっている状況に問題があるとの指摘が多く、TOPIX に含まれる銘柄の選別基準と市場区分の基準を切り離すことや、TOPIX に代わる市場代表性のある新たな指数の創設に関する議論が進められている。

(4) 既存の上場会社および投資家への影響緩和措置

市場構造改革に伴う現行制度の変更にあたっては、既存の上場会社および投資家への影響をいかに緩和するかという点も重要な論点となっている。特に、現在の市場第一部に上場する会社の中には、「東証一部上場企業」であることによるブランド的価値が、取引先からの信頼性確保や人材採用等の様々な場面で重要となっているケースが少なからずあり、このような会社が新しいプライムの上場基準を満たすことができない場合に、上記(1)②においても触れたような「降格」のイメージが生じないようにすることが必要と考えられている。具体的には、(ア)各市場間の位置付けや各市場のネーミングの決定において必要な配慮や、(イ)現在市場第一部に上場している会社に対してどのような経過措置を設けるか(例えば、時価総額や流動性に関する数値基準を満たさない場合でも、一定の要件のもとにプライムへの所属を選択できるようにするか)が議論されている。

また、TOPIX についても、上記(3)で触れたように、制度変更によって関係する上場会社および投資家に与える影響が懸念されるため、新制度への十分な移行期間の設定など、影響緩和の方策について議論が行われている。

3 その他の付随する論点と今後の見通し

(1) 市場構造改革に付随して検討が見込まれる論点

市場構造改革にあたっては、上記 2(2)③で触れたように、CG コードについて対応する改正が行われることが見込まれる。また最近では、上場会社に社外取締役の設置を義務付ける内容等を盛り込んだ会社法の改正が行われるとともに、スチュワードシップ・コードについても、金融庁の有識者検討会において改正に向けた議論が行われているが、市場構造改革の議論が進めば、これらについてもさらに改正の手当てが行われる可能性がある。

さらに、特にプライムとの関係で、海外投資家からの投資を呼び込むことを意識した場合には、IPO に際して海外投資家に株式をより配分しやすいルールやプラクティスを検討していくべきといった指摘もある。このほか、いったん上場した会社の市場からの退出との関係で、非上場株式の流通市場についても整備の検討が議論されている。

(2) 今後の見通し

市場構造専門グループでは、2019 年 12 月 25 日に第 6 回会合の開催が予定されており、報告書の取りまとめが行われる予定である。かかる報告書の完成後は、東証において有価証券上場規程や CG コード等の関連する規定の改正に向けた作業が進められ、一般への意見募集手続等が行われると見込まれる。上記の各論点との関係で議論されている基準等を具体的にどのように設定するかは、それらの改正案において提示されることになるが、その内容やそれを踏まえた今後のさらなる議論の進捗が注目される。

-
- 本ニュースレターの内容は、一般的な情報提供であり、具体的な法的アドバイスではありません。お問い合わせ等ございましたら、下記弁護士までご遠慮なくご連絡下さいますよう、お願いいたします。
弁護士 竹岡 真太郎(shintaro.takeoka@amt-law.com)
 - ニュースレターの配信停止をご希望の場合には、お手数ですが、[お問い合わせ](#)にてお手続き下さいますようお願いいたします。
 - ニュースレターのバックナンバーは、[こちら](#)にてご覧いただけます。
 - Capital Markets Legal Update 発行責任者
弁護士 広瀬卓生、吉井一浩、福田直邦