

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企業等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、上場時に一定規模の公募・売出しを行う場合の要件について設定（再掲）【6-2】

(2) 機関投資家への株式配分のプロセス円滑化

- 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【8-1】

- 当該プロセスによる配分について、金融商品取引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. TOPIX等のインデックスの見直し

市場区分の見直しと合わせ、TOPIX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TOPIX」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) TOPIX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) TOPIX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。

- 先行投資型企业（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】
- 先行投資型企业の「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、先行投資型企业（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（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】
- 形式要件の合理化・見直し【12-1】

以上