

市場構造の在り方等に関する意見

2019年5月17日

一般社団法人 日本経済団体連合会
金融・資本市場委員会 資本市場部会長
松山 彰宏

現在の市場構造における課題

【課題】

コンセプトが近似している市場毎に基準が異なり、不整合が生じている



市場におけるステップアップなどを通じた「企業の成長の動機付け」が有効に機能していない



市場からの退場が機能していない



【具体例】

- 市場第一部への上場審査基準が異なる（直接上場、一部指定、市場変更（JASDAQ、マザーズ））。
- 市場第二部から市場第一部へ市場変更する場合、マザーズ（時価総額基準）およびJASDAQから市場第一部へ市場変更する場合よりも年数が多くなる（有価証券上場規程308条）。
- JASDAQ（スタンダード及びグロース）の流通株式比率がマザーズよりも低い。

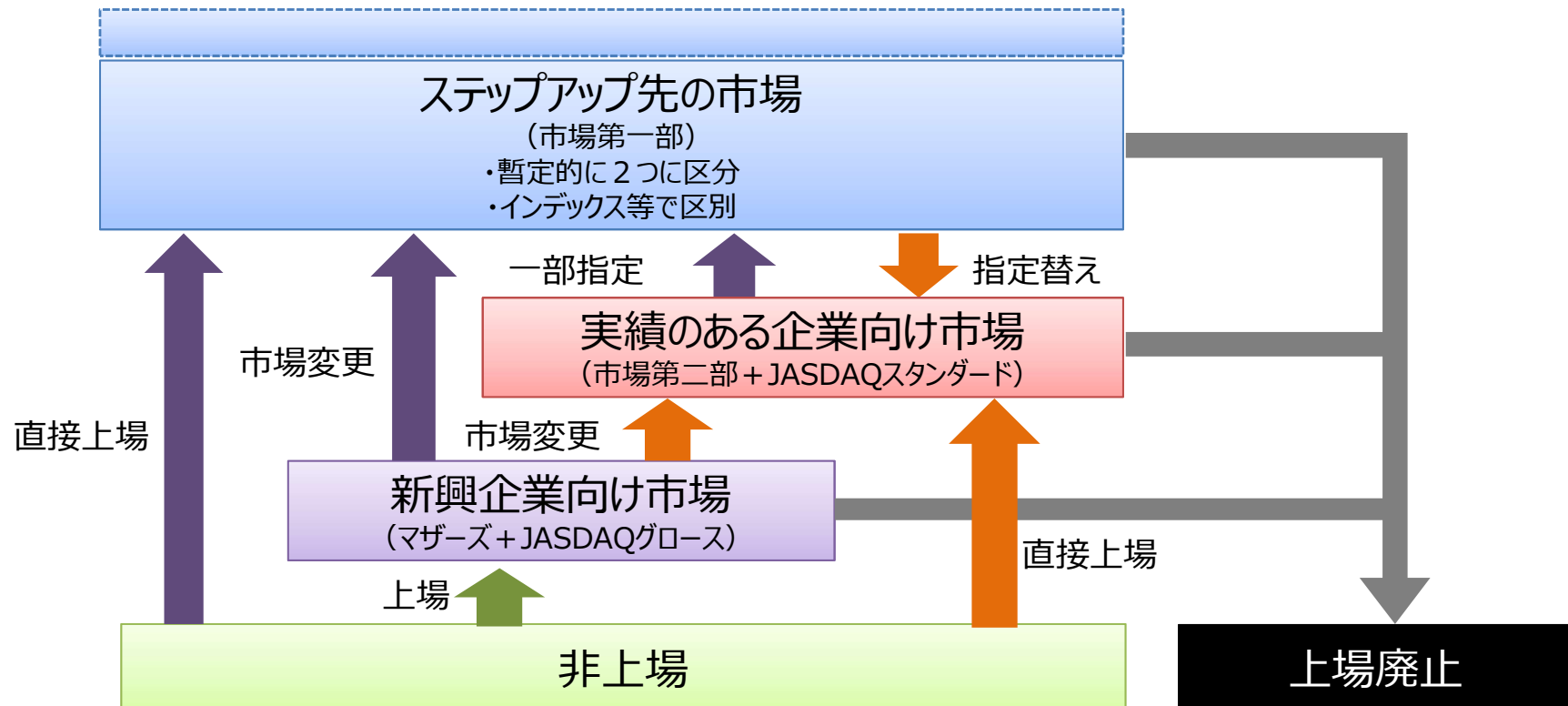
- 市場第一部への上場審査基準が異なり、マザーズからの市場変更では時価総額40億円での上場も可能なため、結果、企業の時価総額にばらつきがある。
- 上場廃止基準が低く、マザーズやJASDAQ、市場第二部に滞留しがちになり、企業の成長の動機付けが機能していない。
- マザーズ上場後6年目以降の業績基準（売上高1億円以上）が先行投資型企業の足かせとなっている。
- 市場第一部と市場第二部の規律が一律画一的で、企業の身の丈に合っていない。

- 全ての市場において上場審査基準と上場廃止基準に乖離がある。（例えば、市場第一部の上場審査基準の時価総額は250億円だが、上場廃止基準の時価総額は10億円未満）
- 上場廃止のほとんどが合併等の組織再編や非公開化によるものである。

市場構造のあるべき姿

- ・市場コンセプトの明確化
 - ※コンセプトが近似している市場の見直し（統合を含む）
 - ※欧米市場に上場している企業規模との比較の視点も重要
- ・企業の成長を動機付けする新たな市場構造区分の構築
（ステップアップ先の市場、実績のある企業向け市場、新興企業向け市場）
- ・上場及び廃止基準の差異の見直し

【イメージ】



ステップアップ先の市場の方向性

【市場の特性】

グローバルに展開する大企業が国内外の投資を呼び込み企業価値の更なる向上を目指す、
国外市場との整合性のとれた市場

【2つの方向性】

- ① 現行の市場区分の上に新たな市場区分（市場第一部の上にプレミアム市場）を作り、該当企業を上位に移行する（残された企業はいずれ市場第二部と統合？）
- ② 現行の市場区分は維持し、新たなインデックスで区別する

	メリット	デメリット
新たな市場区分	- 市場特性が明確になる - 新たな市場を目標とする企業の成長の動機付けとなる - 投資家への訴求力が高まる - 投資家との対話が促進される	- 上位指定のない企業のイメージが悪化する（企業の株価形成、投資意欲等） - 移行措置が必要となる
インデックス	- 市場への影響が最小限となる - 採用に向け企業競争が活性化する - 企業の成長の動機付けとなる	- インデックスに不採用の企業のイメージが悪化する - 市場の特性が不明瞭となる

ステップアップ先の市場の在り方

【市場の特性】

- グローバルに展開する大企業が国内外の投資を呼び込み企業価値の更なる向上を目指す機能を備えた市場

【上場審査基準】

- 最後のステップアップ先として、安易な上場を避けるため、審査基準を一本化する
 - ✓ 時価総額基準において、直接上場およびJASDAQから市場第一部への上場（250億円）と、マザーズから市場第一部への上場（40億円）とで異なる
 - ✓ 適正意見において、市場第二部から市場第一部へ市場変更（再上場を含む）する場合（5年間）と、マザーズ（時価総額基準）およびJASDAQから市場第一部へ市場変更する場合（2年間）とで求められる期間が異なる（有価証券上場規程308条）
- 各市場の上場審査基準の「利益の額」は経常利益とされているが、IFRSには経常利益がないため、市場の特性を踏まえ、見直しが必要
- 子会社上場はどうか

【上場企業の適格性の維持】

- 法定開示をベースとしつつ、国際比較が可能で国内外の投資家とのコミュニケーションが深まるレベルの開示を要求（英文開示など）

【退場の在り方】

- 実績のある企業向け市場へ降格
 - ✓ 上場審査基準を踏まえた降格基準を設定する（現行の市場第一部の上場審査基準の時価総額は250億円だが、指定替え基準は20億円と乖離がある）
 - ✓ 資本市場の混乱を避けるために、監理・整理ポストを活用する
- 上場廃止
 - ✓ 降格基準の設定を踏まえ、上場廃止の基準を新たに設定すべきである
 - ✓ 資本市場の混乱を避けるために、監理・整理ポストを活用する（期間の延長）

実績のある企業向け市場の在り方

【市場の特性】

- ステップアップを目指す企業が企業価値向上のために修練する市場
- 上位市場から降格した企業が再昇格を目指し、体制を再構築する市場

【上場審査基準】

- 安易な上場を避けるため、審査基準を一本化する
- 新興企業向け市場への上場10年経過後の市場選択の廃止

【上場会社の適格性の維持】

- ステップアップ先の市場よりも緩やかな基準とする

【退場の在り方（上場廃止）】

- 上場審査基準を踏まえた上場廃止基準を設定し、監理・整理ポストを活用する
- 一定の期間において既存株主の換金のための設置が必要

新興企業向け市場の在り方

【市場の特性】

- 先行投資型企業も含め高い成長可能性のある企業が資金調達を通じて事業を拡大し、更なる成長、上位市場へのステップアップを目指す市場

【上場審査基準】

- 赤字でも成長可能性があること
- 赤字企業の上場審査基準の運用の明確化

【上場企業の適格性の維持】

- 実績のある企業向け市場の基準よりも緩やかな基準とする
(例えば、四半期決算短信を求めないなど)

【退出の在り方（上場廃止）】

- 投資回収期間が相当長い企業に対応した業績基準の見直し
(現行は、マザーズ上場後 6 年目以降売上高 1 億円に満たないと上場廃止)
- 一定の期間において既存株主の換金のための設置が必要

(参考) 各市場区分の違い

	ステップアップ先の市場	実績のある企業向け市場	新興企業向け市場
市場特性	グローバルに展開する大企業が国内外の投資を呼び込み企業価値の更なる向上を目指す機能を備えた市場	・ステップアップを目指す企業が企業価値向上のために修練する市場 ・上位市場から降格した企業が再昇格を目指し、体制を再構築する市場	先行投資型企業も含め高い成長可能性のある企業が資金調達を通じて事業を拡大し、更なる成長、上位市場へのステップアップを目指す市場
上場審査基準	・最後のステップアップ先として、安易な上場を避けるため、審査基準を一本化 ・子会社上場はどうか	・安易な上場を避けるため、審査基準を一本化 ・新興企業向け市場への上場10年経過後の市場選択の廃止	・赤字でも成長可能性があること ・赤字企業の上場審査基準の運用の明確化
上場企業の適格性の維持	法定開示をベースとしつつ、国際比較が可能で国内外の投資家とのコミュニケーションが深まるレベルの開示を要求（英文開示など）	ステップアップ先の市場よりも緩やかな基準とする	実績のある企業向け市場の基準よりも緩やかな基準とする
退場の在り方	①降格 ・上場審査基準を踏まえた降格基準を設定 ・監理・整理ポストを活用 ②上場廃止 ・降格基準の設定を踏まえた上場廃止の基準を新たに設定 ・監理・整理ポストを活用（期間の延長）	・上場審査基準を踏まえた上場廃止基準の設定 ・監理・整理ポストの活用 ・一定の期間において既存株主の換金場の設置が必要	・投資回収期間が相当長い企業に対応した業績基準の見直し ・一定の期間において既存株主の換金場の設置が必要