「新市場区分の概要等について」の公表

東京証券取引所 上場部長
林　謙太郎

1．はじめに

株式会社東京証券取引所（以下「東証」という。）は、本年２月21日付で「新市場区分の概要等について」（以下「概要」という。）を公表した（注１）。

この「概要」は、昨年末に公表された金融審議会市場ワーキング・グループ「市場構造専門グループ報告書～令和時代における企業と投資家のための新たな市場に向けて～」を踏まえ、東証として、現在の５つの市場区分（市場第一部、市場第二部、マザーズ、JASDAQスタンダード及びJASDAQグロース）の再編成・再構築をどのように進めていくかにつき、その青写真を示すことを目的としている。

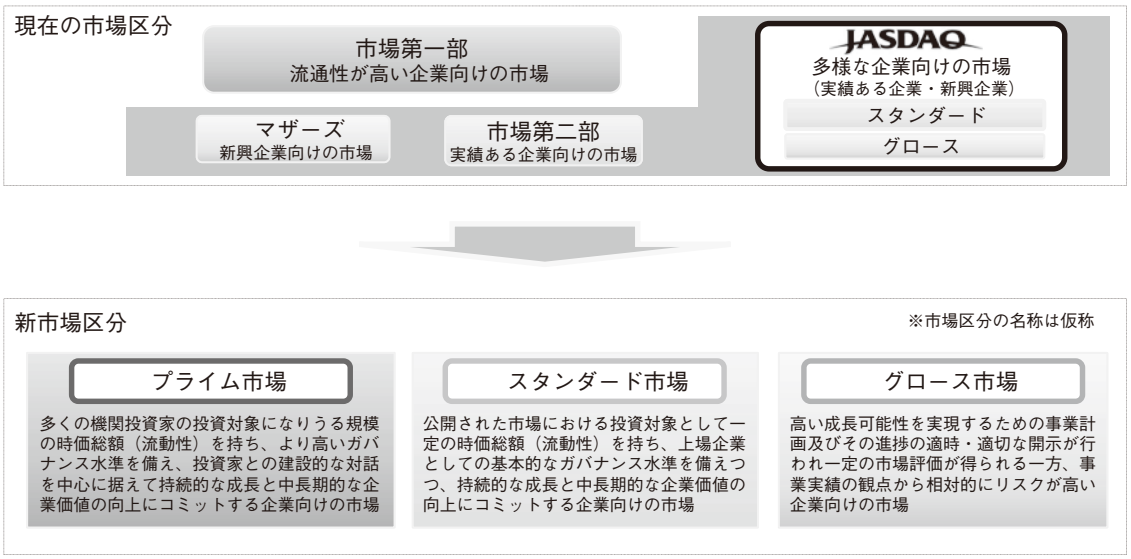
「概要」では、2022年４月１日を一斉移行の予定日とし、当該日をもって、東証の現物市場が「プライム市場」､「スタンダード市場」及び「グロース市場」（いずれの名称も仮称）の３つの市場区分で構成されるものに生まれ変わる方針を示したところである。

本稿では、東証が属する株式会社日本取引所グループ（以下「JPX」という。）の「市場構造の見直し」に係る検討の経過を振り返るとともに、「概要」が想定している制度変更等の内容について解説する。

〈目　次〉

１．はじめに
２．これまでの経緯
３．新市場区分の考え方
４．各市場区分における基準の概要
５．新市場区分への移行プロセス
６．今後のスケジュール
７．おわりに

（図表）新市場区分の概要等



2．これまでの経緯

そもそも、ある金融商品取引所が、複数の市場セグメントを有するか否かについて、定まった考え方が存在するわけではなく、それぞれの金融商品取引所が掲げる上場政策（組織的な取引所金融商品市場の取引対象の範囲に係る考え方）に依存しているのが実態である。

東証について言えば、1949年の戦後の取引所再開から1961年までは、単一の基準により単一の市場を運営する上場政策を採用していた。しかしながら、戦後復興期から高度経済成長期への移行期における中堅・中小企業の資金調達意欲の高まりを背景として、取引所金融商品市場の取引対象の拡大が期待され、緩和された上場基準を持つ「市場第二部」を新たに設置し、それ以前から上場していた会社群を「市場第一部」として区別したことが、東証における市場区分のはじまりである。

その後の市場運営において、未上場会社が新たに上場しようとする場合、まずは「市場第二部」で株式公開を行い、上場後の取引実績等を踏まえて、十分な流動性を有すると認められた銘柄に限って、「市場第一部」に指定することを原則とした結果、「市場第二部」から「市場第一部」への「ステップアップ」が、上場会社の持続的な成長及び中長期的な企業価値の向上を目指す、ひとつの動機付けとして機能してきた側面がある。

バブル経済崩壊後の低成長期においては、新たな産業の担い手となることが期待されるベンチャー企業に対する資金供給強化を目的

として、「市場第二部」よりもさらに緩和された上場基準を持つ「新興企業向け市場」（東証にあっては「マザーズ」）が設置された。「新興企業向け市場」の上場会社は、旧来の「市場第一部」及び「市場第二部」の上場会社と比較して、事業基盤・財政状態が相対的に脆弱であり、投資者にとって投資リスクが高いことから、事業活動に関するリスクや財政状態に関する情報開示を強化してきたほか、ビジネスモデルの破綻を想定した退出基準の設置など、市場セグメントによって区分されていることを前提に、特色のある制度設計が行われてきた。

「市場第二部」の設置から60年弱、「マザーズ」の創設から20年を経て、東証の市場構造における「市場区分」の存在は、（東証が必ずしも意図しない「新卒採用」や「営業活動」における無形の効果を含めて）投資者、上場会社及び市場関係者に幅広く受け入れられている。その一方で、近年では、連動資産の運用規模が拡大してきた「東証株価指数（TOPIX）」と密接不可分な「市場第一部」の在り方を巡り、様々な改善要望等が寄せられてきた。

また、2013年７月の大阪証券取引所との現物市場の統合にあたり、上場会社及び上場準備会社の負担や投資者の混乱を回避するため、大阪証券取引所の運営していたJASDAQ市場をそのまま承継した結果、現在の東証は、５つの市場区分を有するに至っている。最近では、新たに株式公開を目指す未上場会社やベンチャーキャピタルその他の関係者から、各市場区分のコンセプトが曖昧であって利便性が低い、研究開発型・先行投資型のベンチャー企業に対する資金供給に十分な役割を果たしていないといった指摘も見られていた。

そこで、東証では、現物市場の統合から５年が経過した2018年秋より、市場区分の見直しに向けた具体的な検討に着手し、市場関係者に対する意見募集を経て、2019年３月に論点整理を行った（注２）。

市場関係者から指摘された課題は、大きく３点に整理された。ひとつめは、各市場区分のコンセプトが曖昧であり、投資者に利便をもたらしていないという論点、ふたつめは、現在の市場区分が上場会社の持続的な企業価値向上の動機付けの役割を十分に果たせていないという論点、最後は、投資対象としての機能性と市場代表性を兼ね備えた株価指数が存在しないという論点である（注３）。

東証における検討を引き継ぐ形で、昨年５月から、金融審議会市場ワーキング・グループ「市場構造専門グループ」が設置され、幅広い市場関係者による活発な討議の結果、冒頭に述べたとおり、12月27日に「市場構造専門グループ」報告書が取りまとめられた。報告書では、「内外の投資家にとって魅力にあふれる市場となり、市場の公正性・活力が確保され、企業・経済が持続的に成長し、もって我が国の国民経済の発展に寄与すること」が市場区分の見直しのゴールであることが示されたところである。

今後、東証では、「市場構造専門グループ」報告書を踏まえ、その提言内容を具体的に上場制度に反映する作業を着実に進めるとともに、上場会社各社及び市場関係者における円滑な移行に向けた環境整備を図っていくことを想定している。

3．新市場区分の考え方

⑴ コンセプト

幅広い企業に上場による資金調達機会を提供するとともに、上場後の持続的な成長と中長期的な企業価値向上を促すためは、あらかじめコンセプトを明確にした複数の市場区分を設け、各企業が、自社に最も適した市場区分を主体的に選択することが重要となる。

こうした観点から、「市場構造専門グループ」において取りまとめられた3つの市場区分が、以下のプライム市場・スタンダード市場・グロース市場のコンセプトである。

- プライム市場：多くの機関投資家の投資対象となる規模の時価総額（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企業価値の向上にコミットする企業向けの市場
- スタンダード市場：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、持続的な成長と企業価値の向上にコミットする企業向けの市場
- グロース市場：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向けの市場

⑵ 基準の設計

これらのコンセプトに応じて、各市場区分において、時価総額（流動性）やコーポレート・ガバナンスに関する基準を定めるほか、各市場区分のコンセプトを反映した定量的・定性的な基準を設ける。その際、上場後の持続的な成長と中長期的な企業価値向上を動機付ける観点から、次の二点について、現行制度と異なる考え方･枠組みを採ることとした。

① 新規上場基準と上場維持基準の共通化

現在の市場区分においては、新規上場基準と比べて、上場維持基準が緩和された水準に設定されているが（注4）、新市場区分においては、各市場区分における新規上場基準と上場維持基準は、原則として共通化する。上場会社は、各市場区分への上場後において、新規上場基準の水準を継続的に維持することが求められる。

② 新規上場基準と市場区分間の移行基準の共通化

新たな市場区分は、それぞれが独立したコンセプトを有するものとし、現行制度における「市場第二部から市場第一部への指定」や「マザーズからの市場変更」の場面を想定し

た特別な基準は、設けないことを想定している。新たな市場区分への移行後に、上場会社が他の市場区分への変更を行おうとした場合には、変更先の市場区分の新規上場基準と同様の基準に基づく審査を受け、その基準に適合することが求められる。

同様に、現行制度では、「市場第一部から市場第二部への指定替え」や「マザーズ上場から10年経過した場合の市場選択」の規定が存在するが、新たな市場区分では、こうした制度を設けないことを想定している。したがって、各市場区分において上場維持基準に抵触した場合に、上場会社が他の市場区分への変更を希望するときは、変更先の市場区分の新規上場基準と同様の基準に基づく審査を受け、その基準に適合することが求められる。

4．各市場区分における基準の概要

⑴ プライム市場

プライム市場では、先述のコンセプトのとおり、グローバルな機関投資家を含め多様な投資者の投資対象となる流動性、投資家との建設的な対話に取り組むためのガバナンス体制を備える企業を対象とするため、この観点から、次の各基準を設ける。

① 流動性

多様な機関投資家が安心して投資対象とすることができる潤沢な流動性の基礎を備えた銘柄を選定するため、流通株式時価総額基準100億円以上を求めるほか、実際の取引の状況に係る基準として、１日平均売買代金0.2億円以上を求めることとする。なお、売買代金に関しては、新規上場時においては取引の実績が存在しないため、この基準が想定する企業規模の水準として、時価総額基準250億円以上を求める。

なお、その他の流動性に係る基準として、株主数800人以上や、流通株式数２万単位以上などの基準を設けている。これらのうち、株主数800人以上の基準に関しては、現行の市場第一部の新規上場基準（2,200人以上）と比較して緩和された水準としている。現在の基準は、海外の主要取引所との比較において高い水準であるほか、機関投資家によるエンゲージメントの局面において、この基準が障害となる場合があるとの指摘を踏まえ、水準を見直すものである。

② ガバナンス

機関投資家との間の建設的な対話の実効性を担保するため、流通株式比率35%以上を求める。これは、いわゆる安定株主が株主総会における特別決議可決のために必要な水準（３分の２）を占めることのない「公開性」を求める趣旨であり、現行の市場第一部の新規上場基準と同様の水準であるが、上場維持基準においても同水準が求められることに留意が必要となる。

また、今後予定されているコーポレートガバナンス・コードの改訂作業において、プライム市場の上場会社を念頭に、より高い水準

のコードを示すことを想定されている。プライム市場の上場会社は、改訂コードの全原則についてコンプライ・オア・エクスプレインを行い、機関投資家との対話を深めることを通じて、企業価値の向上に努めることが期待される。

③　経営成績・財務状態

安定的かつ優れた収益基盤・財政状態を有する銘柄を選定するための実質審査を行うが、その実質審査に際しては、利益実績として最近２年間の利益合計が25億円以上である企業を対象とする。一方で、新規上場申請会社の中には、安定的かつ優れた収益基盤は有するものの、事業拡大のための投資により一時的な赤字を計上している場合も想定されるため、上記の利益実績がなくとも、十分な収益基盤が確立されている場合を念頭に、売上高が100億円以上かつ時価総額が1,000億円以上である場合についても、実質審査の対象とする。

また、財政状態に関しては、諸外国における水準も参考にしつつ、純資産50億円以上を計上している企業を審査対象とすることとしている。なお、これら経営成績・財政状態に係る基準については、新規上場審査に係る（不）受理基準として設計するものであり、上場維持基準としては採用しない想定である。

⑵　スタンダード市場

スタンダード市場では、先述のコンセプトのとおり、公開された市場における投資対象として一定の流動性を有し、上場企業としての基本的なガバナンス水準を備える企業を対象とするため、この観点から、次の各基準を設けることとしている。

①　流動性

一般投資者が円滑に売買を行うことができる適切な流動性の基礎を備えた銘柄を選定するため、流通株式時価総額10億円以上を求めるほか、流通株式数２千単位以上、株主数400人以上などを求める。

②　ガバナンス

持続的な成長と中長期的な企業価値向上の実現のための基本的なガバナンス水準にある銘柄を選定するため、流通株式比率25%以上を求める。この水準は、海外の主要取引所との比較を踏まえ、上場会社として最低限の「公開性」を求めるものである。

また、コーポレートガバナンス・コードに関しては、プライム市場の上場会社への適用を念頭に新たに示される内容を除く全原則を適用することを想定している。

③　経営成績・財政状態

安定的な収益基盤・財政状態を有する銘柄を選定するため実質審査を行うが、その実質審査に際しては、利益実績として最近１年間の利益が１億円以上である企業を対象とする。また、財政状態に関しては、純資産額が正である企業を審査対象とする。これら経営成績・財政状態に係る基準については、新規上場審査に係る（不）受理基準として設計す

るものであり、上場維持基準としては採用しない想定である。

⑶　グロース市場

グロース市場では、プライム市場やスタンダード市場のような安定的あるいは優れた収益基盤・財政状態が新規上場時点で確立されていないため、相対的にリスクが高いものの、高い成長可能性を有する新興企業を対象とする。

また、現在のマザーズは、グローバルな比較においても、新興企業が資本市場にアクセスしやすい市場として認知されているため、グロース市場においても、その特色は継承し、引き続き上場の間口は広く維持していく方針である。

これらの観点から、次の各基準を設けることとしている。

①　事業計画

高い成長可能性を実現するための事業計画を有し、投資者の適切な投資判断が可能な銘柄を選定するため、以下の要件に該当していることを求める。

- 事業計画が合理的に策定されていること
- 高い成長可能性を有しているとの判断根拠に関する主幹事証券会社の見解が提出されていること
- 事業計画及び成長可能性に関する事項（ビジネスモデル、市場規模、競争力の源泉、事業上のリスク等）が適切に開示され、上場後も継続的に進捗状況が開示される見込みがあること（注5）

また、先述のとおり、上場の間口を広く維持する観点から、上場時点においては、企業規模を示す時価総額の基準は設けないこととしている。上場維持基準に関しては、高い成長可能性の健全な発揮を求める観点から、新規上場から10年経過後より、時価総額40億円以上を求める。

②　流動性

一般投資者の投資対象になりうる最低限の流動性を確保する観点から、株主数150人以上、流通株式数１千単位以上、流通株式時価総額５億円以上などを求める（注6）。

③　ガバナンス

事業規模、成長段階を踏まえた適切なガバナンス水準にある銘柄を選定するため、上場会社として最低限の「公開性」として、流通株式比率25%以上を求める。また、コーポレートガバナンス・コードについては、基本原則のみの適用で足りることとし、議決権種類株式を利用した新規上場については、現行制度どおりとする。

⑷　流通株式の定義見直し

各市場区分において、流動性を確認するための基準として求めている「流通株式」の定義に関しては、市場関係者から、より実態に即した定義に見直すことが必要との指摘がある。

現行の定義では、上場株式数の10%未満を保有する株主の株式であれば、実態として流

通性が乏しいと考えられる場合でも、流通株式として取り扱うこととしている。今後の見直しの方向性としては、実態としての流通性に着目し、保有比率にかかわらず、流通株式から除外することを想定している。

5．新市場区分への移行プロセス

⑴　市場区分の選択

今後、2022年４月の新市場区分への移行に向け、上場会社は、各市場区分のコンセプトや上場基準を踏まえ、上場しようとする新市場区分の選択を行う。その際、現在の市場区分と選択した新市場区分の組合せに応じて、異なる手続きが適用される。

まず、現在の市場区分と新市場区分との間でコンセプトや上場基準を比較した場合、市場第一部上場会社はプライム市場又はスタンダード市場、市場第二部上場会社及びJASDAQスタンダード上場会社はスタンダード市場、マザーズ及びJASDAQグロース上場会社はグロース市場を、それぞれ選択することが想定される。

これらの組合せに該当する移行を希望する場合には、⑵以降の市場選択の申請を行うこととなる。

一方、例えば、市場第二部上場会社やマザーズ上場会社がプライム市場を選択する場合など、現在の市場区分と新市場区分との間で、コンセプトや上場基準の間に大きな乖離が生じる場合には、この市場選択の申請とは別に、新規上場と同様の審査手続を求めることとなる。

⑵　市場選択に係る申請

上場会社における市場選択に係る申請は、2021年９月から12月までの期間中に実施することを想定している。申請に際しては、市場選択申請書のほか、市場選択の意向に関する取締役会決議内容を証する書面の提出が必要となる。なお、東証から上場会社に対しては、新市場区分の選択に先立ち、2021年６月末を基準日として、新市場区分の上場維持基準に適合しているか否かの通知を同年７月末までに行う。

⑶　経過措置

移行にあたり、新市場区分の上場維持基準に適合していない場合には、新市場区分の上場維持基準に適合するための計画を提出・開示することで、経過措置の適用対象とする。

例えば、プライム市場を選択した市場第一部上場会社が、流通株式比率35％以上、流通株式時価総額100億円以上などプライム市場の上場維持基準を充たしていない場合には、これらの上場維持基準の適合に向けた計画を策定し、市場選択申請書等とあわせて提出することが求められる。

この計画は、開示の対象とするほか、移行後においてもその進捗状況に係る継続的な開示を求める。経過措置の対象となる上場会社

においては、取締役会等において、計画の内容を含めて慎重に議論・検討を行った上で、市場選択をすることが期待される（注７）。

経過措置の対象となる上場会社には、新市場区分への移行後から当分の間、新市場区分の上場維持基準に代えて、現行の上場廃止基準等を適用することとなる。この経過措置については、当面、見直しを予定していないが、永続的な措置ではなく、一斉移行日以後の中期的な状況変化等を踏まえ、将来的に見直しを行う場合があることとしている。

６．今後のスケジュール

2022年４月の新市場区分への移行を着実に実現していくため、まずは、現行制度のうち新規上場・市場変更の基準に関して、新市場区分の基準を見据えた見直しを行い、その後、新市場区分の基準の詳細（注８）について公表を行う想定である。それぞれの内容に関しては、パブリック・コメント手続きを実施し、市場関係者から意見募集を行う。

また、コーポレートガバナンス・コードに関しては、今後、金融庁と東証が共同事務局を務める「スチュワードシップ・コード及びコーポレートガバナンス・コードのフォローアップ会議」において議論が行われ、2021年春以降を目途として改訂を行う想定であるため、上場会社には、これらの内容も踏まえたうえで、2021年末までの期間において市場選択を行うことになる。

７．おわりに

新型コロナウイルス感染症の影響拡大が、世界経済全体に制御困難な不確実性をもたらしている。感染症の拡大防止が何よりも優先されるなか、今後、上場会社や上場準備会社の事業活動や経営成績・財政状態にも、深刻な影響が及ぶことが懸念される。

こうした状況を踏まえ、東証では、本年３月18日付で「新型コロナウイルス感染症の影響を踏まえた対応方針について」を公表し、上場制度の改正を含めた臨時措置を講ずる方針を示したところである。

当面は本件への対応を優先するため、市場区分の見直しに係る制度改正の手続きの着手を見合わせているところであるが、新型コロナウイルス感染症を乗り越えた先において、我が国経済の持続的な発展を展望するためには、経済の中核を担う上場会社の中長期的な企業価値の向上が必要不可欠であることに変わりはない。また、新たな産業の担い手となる成長企業への資金供給環境の整備が焦眉の急であることにも変わりがない。

JPXの運営する取引所金融市場が、こうした社会・経済的な要請に貢献するものとなるよう、引き続き、上場会社、投資者及び市場関係者のご理解とご協力をいただきつつ、着実に、「概要」に掲げる市場区分の見直しに係る取組みを進めてまいることとしたい。

(注1) 東京証券取引所公表資料「新市場区分の概要等について」(2020年2月21日) を参照。なお、TOPIXなどの指数の見直しについては、同日、「TOPIX (東証株価指数) 等の見直しに関する今後の対応方針」を公表している。併せて荒井啓祐「TOPIX等の見直しの方向性について」本誌 (2020年4月号) 72頁を参照。

(注2) 東京証券取引所公表資料「現在の市場構造を巡る課題 (論点整理)」(2019年3月27日) を参照。

(注3) 最後の株価指数に関する論点については、2月21日付の「概要」では取り扱っていない。当該論点に対する東証の対応については、別稿に委ねるものとしたい。

(注4) 多くの基準において、上場廃止基準の水準は新規上場基準の水準の二分の一となっている。

(注5) これらの開示内容等の詳細については、別途、記載要領を公表する

(注6) 新規上場時における「公募」の基準に関しては従来同様の水準 (500単位以上) を求めることを想定している。

(注7) この新市場区分の上場維持基準に適合するための計画書についても、別途、記載要領をお示しする予定である。

(注8) 流通株式の定義の見直しの内容も含まれる。