

Research Focus

2022 年 3 月 29 日
No.2021-058

東証改革への期待と残された課題 ～上場基準引き上げ等のさらなる改革が不可欠～

調査部 マクロ経済研究センター所長 石川 智久

《要 点》

- ◆ 2022 年 4 月、東京証券取引所（東証）は 5 つの上場市場を 3 つに再編するなど、大幅な市場再編を行う。この背景にはグローバルな取引所間競争における東証の地位低下がある。再編前の問題点としては、① 5 つの市場の特性に分かりにくさ、② 最上位市場である市場第一部を中心に上場企業数が海外と比べて過大、③ 市場第一部に小型株が多く上場している結果、TOPIX にインデックス上の歪み、といった 3 つが主に指摘されていた。
- ◆ 今回の東証改革では、グローバルな企業を対象としたプライム市場、国内企業を対象としたスタンダード市場、新興企業向けのグロース市場の 3 市場に再編する。これによって、問題点①については改善の枠組みは整った。
- ◆ 一方で、問題点②③への対応は道半ばであるほか、新たな課題も浮上している。これらを整理すると、⑦プライム市場について、上場維持基準の引き上げが限定的であるほか、上場基準未達でも経過措置で当面上場が可能であるため、銘柄削減が進まず、再編前の問題点②③への改革が進展していない、①スタンダード市場をプライム市場の格落ち市場としてみている企業が多く存在している、⑧グロース市場では上場そのものが目的となり、その後市場価値が向上しない企業が多いが（上場ゴール問題）、その対応策が不十分である、④上場維持基準が引き上げられた結果、経過措置で時限的に上場が認められている上場廃止予備軍が数百社存在しているにも関わらず、上場廃止企業の受け皿が不在である、が指摘できる。
- ◆ 東証活性化に向けては、上場企業というステイタスに安住するのではなく、東証上場企業に対して経営改善に向けた緊張感を与えるため、スケールアップや市場価値向上に尽力する企業を増やすことが不可欠である。そのためにも、今回の再編で一段落させるのではなく、⑦プライム市場においては、上場維持となる時価総額基準を 10～20 年にかけて数千億円程度まで上げる、①スタンダード市場では身の丈にあった経営戦略を実施して市場で評価される企業を増やす、⑧グロース市場では新興企業の経営に緊張感を与える機関投資家向けのマーケティング等を強化する、⑤マーケットメーカー制度等の上場廃止市場の整備、といった改革に取り組むことが重要である。

本件に関するご照会は、調査部・石川智久宛にお願いいたします。

Tel: 080-9655-9444、Mail: ishikawa.tomohisa@jri.co.jp

日本総研・調査部の「経済・政策情報メールマガジン」はこちらから登録できます。

<https://www.jri.co.jp/company/business/research/mailmagazine/form/>

本資料は、情報提供を目的に作成されたものであり、何らかの取引を誘引することを目的としたものではありません。本資料は、作成日時時点で弊社が一般に信頼出来ると思われる資料に基づいて作成されたものですが、情報の正確性・完全性を保証するものではありません。また、情報の内容は、経済情勢等の変化により変更されることがあります。本資料の情報に基づき起因してご閲覧者様及び第三者に損害が発生したとしても執筆者、執筆にあたっての取材先及び弊社は一切責任を負わないものとします。

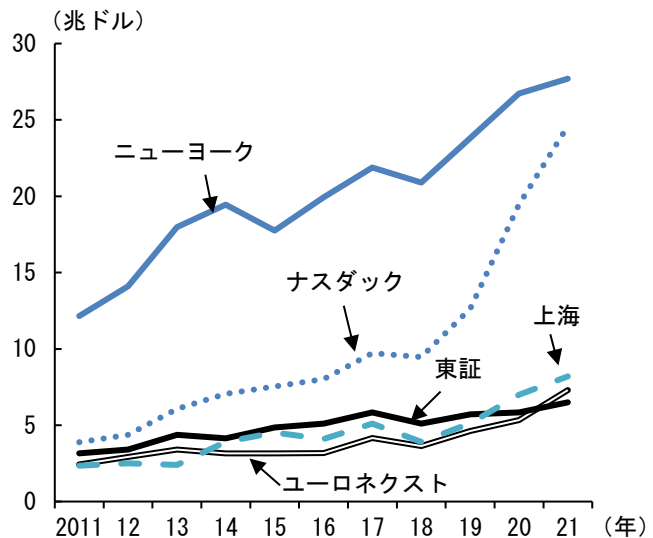
1. 東証改革の背景

2022年4月4日、東証は5つの上場市場を3つに再編するなど、大幅な市場再編を行う。東証が今回このような大改革を行う理由は、その世界的地位の低下に歯止めが掛からないことがある。

世界の各証券取引所グループの時価総額をみると、東証を含む日本取引所グループ(JPX)の株式時価総額は、長らく米国のニューヨーク証取やナスダックに次ぐ3位の地位を占めていた(図表1)。しかしながら足元(2021年12月)で、JPXは6.5兆ドルにとどまり、ニューヨーク証取(27.7兆ドル)やナスダック(24.6兆ドル)との差が拡大しているだけでなく、中国の上海証取(8.2兆ドル)、欧州のユーロネクスト(7.3兆ドル)にも抜かれ、存在感の低下が続いている。

このような停滞に陥った理由は、上場する企業の収益性が他の市場よりも劣っていたことも一因ではあるが、取引所としても利便性などの面で大きな問題があったことも理由の一つといえる。具体的には、以下の3つの問題点が指摘できる。

(図表1) 世界の株式市場の時価総額



(資料) World Federation of Exchanges databaseを基に
日本総合研究所作成

再編前の問題点① 5つの市場区分の特性の分かりにくさ

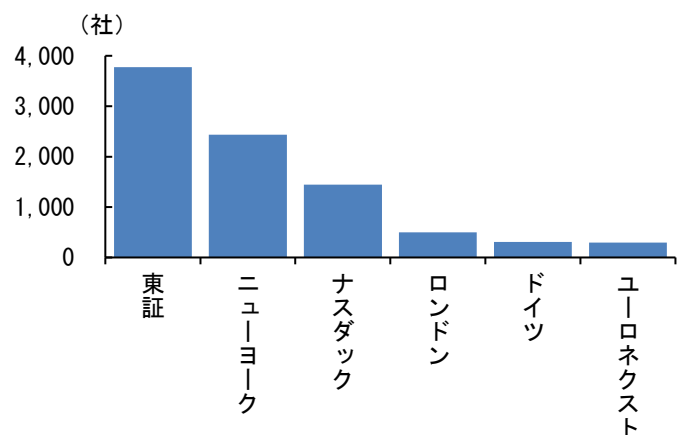
現在、東証には5つの市場区分(市場第一部、市場第二部、マザーズ、JASDAQスタンダード、JASDAQグロース)が設けられている。しかしながら、時価総額が小さい企業でも市場第一部に上場しているほか、市場第二部、マザーズおよびJASDAQには、新興企業と中堅企業が混在している。このように、企業の実態と上場している市場に大きな齟齬があるとの指摘が投資家から寄せられていた。

再編前の問題点② 市場第一部を中心に上場企業数が海外と比べて過大

最近の世界の株式市場では、新規上場を促す一方で、将来性の低い企業の上場廃止を積極的に推し進めることで、市場としての魅力を維持・向上を図る傾向が強い。しかし東証ではこうした競争原理が機能しておらず、徒に上場企業数を増やし続けてきたという大きな問題点を抱えていた(図表2)。

とりわけ、わが国では最上位市場である市場第一部(以下、東証一部)への上場へのハードルが低く、最上位市場に適さない企

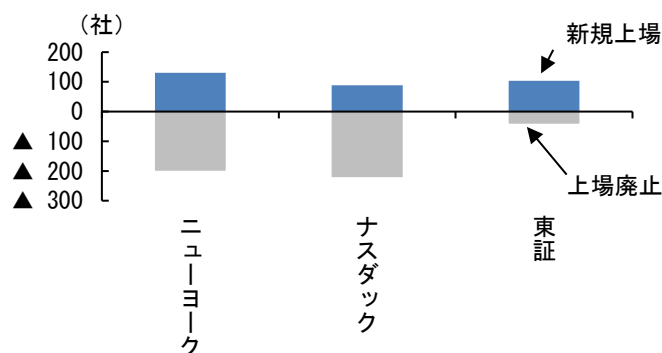
(図表2) 上場企業数



(資料) 各証券取引所を基に日本総合研究所作成

業の多さが問題となっている。東証一部は2,000銘柄近くあるが、海外の株式市場では、ナスダックが1,500銘柄と比較的多いものの、ロンドン、ドイツ、ユーロネクストは300～500銘柄であり、東証一部の多さが際立っている。このような状況となった理由としては、東証一部へのステップアップ基準が低いことのほか、上場廃止基準が甘いことが指摘できる。例えば、米国の株式市場では新規上場数よりも上場廃止数の方が多いが、東証は逆に新規上場数の方が多い(図表3)。

(図表3) 新規上場と上場廃止の状況



(資料) 東京証券取引所
(注) 2017年のデータ。

再編前の問題点③ 東証一部銘柄数が多すぎることによる TOPIX の歪み

多くの機関投資家がベンチマークとしている TOPIX は、東証一部の全ての銘柄で構成されている。しかしながら、上記のように東証一部の銘柄数が多いため、機関投資家が TOPIX と同様の動きを追うインデックス・ファンドを組成する際には多大な手間とコストがかかる。海外の主要インデックスは銘柄が数百社程度であることからみても、TOPIX の銘柄数は非常に多い。また、時価総額や流動性が著しく低い銘柄も入っているため、TOPIX の価格形成は大きく歪んでいるのではないかと指摘も投資家から寄せられていた。

2. 東証改革の概要

こうした問題点を是正する観点から、東証は5つのマーケットを上場する企業の特性に合わせて、プライム、スタンダード、グロースの3市場に再編する(図表4)。また、最上位市場がプライムに変更されるため、TOPIXについても取り扱いを変更する。

(図表4) 各市場における上場基準など

市場区分	考え方・ねらい	主な基準
プライム	- 多様な機関投資家が安心して投資可能な潤沢な流動性 - 機関投資家との間の建設的な対話の実効性を担保する基盤 - 安定的かつ優れた収益基盤・財政状態	○新規上場・上場維持共通 - 流通株式時価総額100億円 - 流通株式比率35%、 - コーポレートガバナンス・コード全原則 ○新規上場のみの基準 - 以下のa又はbに適合すること - a: 利益25億円<最近2年計>、 - b: 売上100億円かつ時価総額1000億円
スタンダード	- 円滑に売買可能な流動性 - 基本的なガバナンス水準 - 安定的な収益基盤・財政状態	○新規上場・上場維持共通 - 流通株式時価総額10億円 - 流通株式比率25%、コーポレートガバナンス・コード全原則 ○新規上場のみの基準 - 利益1億円(最近1年)
グロース	- 高い成長可能性についての投資家の適切な投資判断 - 投資対象となる最低限の流動性 - 成長段階を踏まえたガバナンス	○新規上場・上場維持共通 - 事業計画の合理性と上場後における継続的な開示 - 流通株式時価総額5億円 - 流通株式比率25% ○上場維持のみの基準 - 上場10年経過後の時価総額が40億円以上

(資料) 日本取引所グループから日本総合研究所作成

各市場の特徴を纏めると、プライムは最上位市場であり、「グローバルな投資家との建設的な対話を中心に捉えた企業向けの市場」とされている。そのため、新規上場・上場維持基準が最も厳しく、

流通株式時価総額が 100 億円以上¹、流通株式比率が 35%以上である。また新規上場の場合は、収益基盤の充実の観点から、1)過去 2 年間の利益合計が 25 億円以上、又は 2)売上高 100 億円かつ時価総額 1,000 億円などの基準が加わる。ただし、東証一部に上場していた企業であれば、プライム上場基準を満たさなくても、「上場維持基準の適合に向けた計画書」を開示すれば、当面の間プライム上場が可能となるという経過措置がある。この経過措置の期間は明確に定められていないが、定期的な進捗報告が必要となる。

スタンダードは国内向けの市場であり、「公開された市場における投資対象として十分な流動性とガバナンス水準を備えた企業向けの市場」とされている。主に東証二部やジャスダックに上場されていた企業で構成されており、上場要件は流通株式時価総額 10 億円以上、流通株式比率 25%以上である。グロースはスタートアップなどをターゲットとしたものであり、「高い成長可能性を有する企業向けの市場」とされている。主にマザーズやジャスダックに上場していた企業で構成され、上場要件は流通株式時価総額 5 億円以上、流通株式比率が 25%以上となっている。

こうした再編を受けて、TOPIX についても改革が行われている。2022 年 4 月以降、TOPIX の構成銘柄は、主に、プライム市場から選定される。TOPIX の新算出ルールは、流通株式時価総額 100 億円を目途としているが、2022 年 4 月 1 日時点の旧 TOPIX 構成銘柄は、市場区分に関わらず、継続採用する。プライム市場への新規上場・市場区分変更銘柄については、新 TOPIX に追加される。ただし、流通株式時価総額 100 億円未満の銘柄については、「段階的ウェイト低減銘柄」として指定し、2022 年 10 月以降、10 段階に分けて TOPIX から除外される。

3. 残された課題

今回の市場再編は、多くの機関投資家などからの問題提起や海外の動向を踏まえたものであり、方向性としては正しいといえる。特に先ほど指摘した課題のうち、各市場特性のわかりにくさ(再編前の問題点①)については大きく改善したといえる。しかしながら、東証一部において懸案となっていた、前述の銘柄数の是正(再編前の問題点②)や TOPIX のベンチマークとしての歪み(再編前の問題点③)という問題点の解決は道半ばであるほか、それ以外にも新たな問題も浮上している。これらを整理すると、以下のとおりである。

(1) 最上位市場プライムの銘柄数過多が是正されていない

今回の再編では、最終的にプライム市場は 1,841 社、スタンダードは 1,477 社、グロースは 459 社となったほか、東証一部のうち、スタンダードを選択したのは 344 社となった(図表5)。つまり、市場第一部のほとんどがプライムに残留するのが実態であり、最上位市場である東証一部を中心に上場企業数が海外と比べて過大という点(再編前の問題点②)は解決していない。本来であればグローバルな基準に適合する企業のみが上場するはずであるが、依然としてその目標には程遠い。

(図表 5) 旧市場と新市場における上場銘柄数

(社)

旧市場区分		新市場		
		プライム	スタンダード	グロース
市場第一部	2,185	1,841	344	—
市場二部・JASDAQスタンダード	1,132	—	1,132	—
マザーズ・JASDAQグロース	460	—	1	459

(資料) 東京証券取引所

¹ 流通株式比率が 35%以上であるので、政策投資などを含む全体の時価総額は 285 億円以上必要となる。

TOPIX の改革については、除外される銘柄の時価総額の合計は小さいため、新旧指数はそれほど相違が生じないとみられる。その結果、TOPIX 改革後も、継続性は概ね保たれる一方、TOPIX をインデックス・ファンド等のベンチマークとする際の問題点(再編前の問題点③)は解消できていない。

(2) スタンダードを格落ち市場とみる企業が多く存在

プライム市場に残留する企業が増えたのは、スタンダードを「格落ち」とみる風潮があったからである。実際、日本企業では東証一部上場を資金調達ではなく、会社のブランドイメージ向上や従業員の採用活動を有利にするために実施しているところも多く、そうした会社は企業実態とは別にプライム残留にこだわる傾向があった。

こうした事態を招いたのは、プライムが上、スタンダードが下というような上下関係でとらえる見方が多かったためとみられる。スタンダード市場がその価値を評価されれば、プライムに大量残留という事態は発生しなかったであろう。言い換えれば、スタンダードのブランド価値をいかに高めるかという課題が残っている。

(3) グロースにおける「上場ゴール問題」への対応が道半ば

これまでマザーズや JASDAQ においては、上場が目的化してしまい、上場後に時価総額がほとんど増えない企業が多く存在するという、「上場ゴール」問題があった。今回の改革では、上場基準は流通時価総額 5 億円と低いものの、上場後 10 年経過すると、上場維持基準として時価総額 40 億円の基準が適用されることとなった。入口のハードルとしては低いが、時間的余裕を与えてスケールアップを促す仕組みが入ったといえよう。

一方で上場後に新興企業がスケールアップを果たさないもう一つの理由として、個人投資家による売買が中心のマーケットであり、新興企業の経営に緊張感を与える機関投資家からの投資が少ないという問題が指摘されている。

また、海外の株式市場であれば、将来性があれば赤字企業でも積極的に上場を認めている。特にバイオ等の有望分野の先行投資型企業については、別途基準を設けるなど、その傾向が強い。わが国でも 2019 年よりバイオにはそうした基準を導入しており、その観点からは一歩海外市場に近づいたともいえる。ただし、基準が導入されたばかりであり、その成果はまだ明確ではない。さらに、対象分野をバイオ以外にも広げることが今後の課題となっている。

(4) 上場廃止の受け皿が整備されていない

現行のジャスダック市場は、取引所取引として認可される以前は、日本証券業協会(日証協)が運営していた「店頭株式市場」であり、いわば上場廃止後の受け皿的な役割を果たしていた。その後、ジャスダックが取引所の免許を取得し、非上場株は日証協が開設した「グリーンシート市場」で取引されることとなった。同市場は米国の店頭取引銘柄の気配値表示システムである「ピンクシート」(通称)を参考にしたものであった。

しかしながら、グリーンシートは情報公開や流動性の問題が解消されず取引が低迷し、18 年末に廃止された。現在は後継制度として「株主コミュニティ」という制度が作られたが、取引はほとんど行われていない。

今回の再編では、小幅とはいえ上場維持基準が厳格化された。その結果、各市場の上場基準を満たさず、適合計画を開示している企業はプライムで 296 社、スタンダードで 212 社、グロースで 46 社存在している。こうした企業は経過措置終了後に既存上場市場から退出を迫られる。プライムの場合はスタンダード上場基準を満たしていればスタンダードに移行できるものの、スタンダードやグロースでは上場維持基準を満

たしていなければ上場廃止となる。以上を踏まえると、今後は上場廃止に追い込まれる企業が必然的に出てくるが、その受け皿については環境整備が進んでいない。

4. 進めるべき改革

東証が国際標準の市場となるためには前述の課題解決への取り組みが不可欠である。具体的に取り組むべき方策として、次の4点が指摘できる。

(1) プライム上場銘柄数の適正化

前述の通り、プライム市場に上場している企業は海外の市場などと比較して多いという問題がある。即座に適正化することは困難といえども、一定の時間をかけて適正数にしていく必要がある。一つの目安としては、新規上場基準の一つである 1,000 億円を上場維持基準等にも適用することが考えられる²。この場合、現在の株価では 700~800 社程度と現在のプライム上場企業数の半分弱まで絞られ、時価総額の中央値も約 3,000 億円と欧米取引所の最上位市場(2,000~3,000 億円)と遜色のない水準となる。また、現在東証一部上場企業の時価総額の中央値は 650~700 億円であるが、1,000 億円は現在の水準を3割程度上回る水準であり、現時点の東証一部の平均的な企業にとって、合理的な準備期間を置いたとすれば、極端に高いハードルというわけではない。準備期間については、プライム市場が世界標準を目指す以上、世界の株式市場の成長率から平均的なプライム企業が時価総額 1,000 億円に達する時期を考えるのが妥当である。世界の株式市場の 2000 年以降の時価総額の増加率は全市場平均で年率+5.7%であり、仮にプライム市場の中央値の企業がこのペースで時価総額を伸ばすと、2030 年頃に時価総額 1,000 億円となる。その観点からは、10 年程度の移行期間を設けて時価総額基準を 1,000 億円程度まで引き上げることは、グローバル化という観点を満たすだけでなく、現実性も高いとみられる。

もともと、これで十分とするのは早計である。海外の機関投資家は時価総額が数千億円程度でなければ調査も開始しない。またわが国企業においても、グローバルなIR(投資家向け広報)体制もそのレベルである程度整ってくる。それを考慮すると、時価総額基準は、2030 年以降も適切な準備期間を置いたうえで、さらに引き上げる必要がある。前述の世界の株式市場の時価総額の増加率で 2030 年以降も成長したとすると、2040 年頃には現在の東証一部企業の中央値企業の時価総額が 2,000 億円、現時点で時価総額 1,000 億円企業は 3,000 億円となる。以上を纏めると、時価総額基準については、今後 10 年程度で 1,000 億円、20 年程度で 2,000~3,000 億円まで引き上げるというのが一つの目安になるといえる。

TOPIXについてはプライムの適正化が進めば、こちらもインデックスとして妥当なものに近づくと考えられる。ただし、それには時間がかかるのも事実である。一方で、インデックスについては他の手段で即座に対応することも可能である。例えば、MSCIジャパン、TOPIX100、日経株価指数 300 など、東証一部の企業中でも限定した大型株などで構成されているインデックスを使えば、この問題は解決する。これらのインデックスは銘柄数では現在の東証一部銘柄数の 10~20%を占めるに過ぎないものの、時価総額は 80%近くカバーしているほか、統計的手法で市場全体との乖離も小さくなるようにしている。つまり、インデックス・ファンド側でも、プライム市場と TOPIX の改善を待つのではなく、現在存在している質の高いインデックスをベンチマークにするなどの対応を進めることもできるのである。今回の改革を機にインデックス間で健全な競争が行われることを期待したい。

² 流動比率等から逆算される上場維持に最低限必要な時価総額(285 億円以上)と比較すると 3.5 倍となる。

（２）スタンダード市場のブランド価値向上

今回の再編では、プライムに値するか疑わしい企業のプライム上場が目立つ一方で、プライムの基準を満たしながらも、スタンダードを選んだ企業も多くあった。こうした積極的なスタンダード選択は、市場からも高い評価を得ている。あえてスタンダードを選択した理由としては、①自社のマーケットが国内市場中心であったり、地域密着型のビジネスを進めているため、グローバル展開は必要ないこと、②IRコストを減らして研究開発等に注力したい、③投資家が国内中心であるためプライム上場には意義が乏しいこと、などである。このような自社の特性を踏まえたスタンダード上場企業を増やしていくことが重要であり、企業側においては、こうした前向きな対応をIR（投資家向け広報）の場で積極的にアピールしていく必要がある。東証においても、こうした企業から構成されるインデックスなどを開発していくことで、スタンダード企業の企業価値向上に向けた対応をサポートすることも考えられる。また、今回の再編に際しては、東証一部上場地銀に対して、金融庁が「身の丈を超えた」プライム上場にこだわらないように促し、スタンダードを選択した地銀も多い。その意味では、各業界の監督官庁や業界団体の働きかけも重要となろう。以上を総合すると、スタンダード上場企業と取引所が相互に努力することで、プライムとは違う魅力を持ったブランド価値がある市場となるようにしていく必要がある。

（３）グロース市場の質の向上

前述の通り、日本の新興市場では機関投資家の取引が少ない。多くの企業は、前述の通り、上場そのものが目的となっていたため、資金量が豊富で、経営についてアドバイスを行える機関投資家と接点を持つ努力をしてきていなかった。わが国のスタートアップ企業が海外に比べてスケールアップできていない理由として、新興市場における機関投資家の存在感の低さも指摘できる。

もっとも、最近の株式公開では、日本の新興企業に投資する機関投資家もみられるなど、変化の兆しもある。機関投資家の資金を導入している企業は、証券会社や大手企業の財務出身など、機関投資家とのネットワークがある人材をIR担当者として招き入れたり、機関投資家向けの説明会などを実施している。このような形で機関投資家とのネットワークを構築させた新興企業は、他の新興企業よりも上場時に巨額の資金調達を成功させたほか、市場価値向上に繋がるアドバイスを受けており、上場後も時価総額を大きく伸ばしている。さらに、海外の機関投資家とのネットワーク構築が進んだ企業においては、その人脈を活かして海外市場への販路開拓につなげるなど、資金調達以外でもメリットを発揮しているところもある。このような大きなメリットがあるにも関わらず、こうした動きはまだ緒に就いたばかりである。今後の課題は、こうした流れを一部の事例で終わらせるのではなく、市場慣行として定着させることである。その観点からは、まず新興企業側では、機関投資家向けIRの強化を進めていくほか、上場の際に一定程度機関投資家に株式を割り当てることも検討が必要であろう。東証としては、こうした企業の努力をサポートすべく、新興企業と機関投資家のマッチングの場をセットするほか、既に設置されている新規上場の相談窓口において、機関投資家からの巨額資金調達の成功事例などを、上場を目指している企業に説明していくといった地道な対応も進めていくべきである。

また、先行投資型企業について、赤字でも将来性が高ければ上場を認めることも促進していく必要がある。前述の通り、東証ではバイオに関して同様の基準を入れているが、先行投資型企業はバイオに限らず、IT、宇宙開発など多岐にわたる。こうしたセクターの企業についても同様の基準を整備していく必要がある。

なお、スタートアップ投資に関連しては、現在東証で特別買収目的会社（SPAC）について議論が進められている。成長性と投資家保護にも留意しながら、SPAC とグロース市場とのすみわけについても議論を進

めるべきであろう。同時にSPAC専用市場からプライム、スタンダード、グロースに上手く移行するルートも作っていく必要がある。

（４）上場廃止に向けた環境整備

米国市場では上場廃止会社数が新規上場数を上回っており、こうした状況が、上場廃止に追い込まれるかもしれないという緊張感を企業に与え、スケールアップや付加価値向上のインセンティブを与えている。東証においても、このようなダイナミズムが市場の活性化に重要である。しかしながら上場廃止後の対応が未整備であれば、投資家も安心して投資することが困難になる。こうしたなか、東証では上場廃止後も一定の取引が成立するように「受け皿市場」の整備を始める方針を打ち出しており、その実現を急ぐ必要がある。

一つの解決策として、欧米などで導入されている「マーケットメーカー（値付け業者）制度」も検討すべきである。マーケットメーカーとは、証券会社等に気配値の提示を義務付ける制度である。株式が上場廃止となっても、受け皿市場でマーケットメーカーが「売り」「買い」の気配価格を表示することで流動性が担保される。わが国でも過去にジャスダック市場で採用されていた。しかし、一定量の売買数量がなければ、マーケットメーカー制度も効果を発揮しない。受け皿市場では、上場廃止企業といった敗者復活組だけでなく、グロース市場等への上場を目指す将来性が高い企業も対象とすることで、取引される企業を増やし、売買数量を確保していくことが重要である³。さらに大幅な法改正等が必要となるが⁴、最近の米国等の動きを踏まえ⁵、流動性確保などの面から投資家保護規制を整備したうえで幅広い投資家に門戸を開いた市場と、コスト削減の観点から投資家保護規制を大幅に緩和したプロ向け市場に分けて、すそ野の広い市場にしていくことも検討すべきである。また、コストや事務負担の面では、証券会社のシステム負担を減らすために証券保管振替機構のシステムを活用することなどが考えられる⁶。

5. おわりに

これまで東証上場企業においては、上場企業という立場に安住し、市場価値向上に向けた取り組みに必ずしも熱心ではない企業が少なからず存在していた。市場価値向上に向けた使命感・緊張感がなくても上場が維持できたことがその背景にある。今回の改革はこうした構造にメスを入れたことは評価できる。しかしながら、まだ道半ばである。今後は、東証上場企業に対して経営改善に向けた緊張感を与え、スケールアップや市場価値向上に尽力する企業を増やすと同時に、3つの市場に上場する企業の新陳代謝も進めることで、国内外の投資家が再び日本に投資を拡大する環境を整備することが望まれる。今回の改革はゴールではなく、まさに第一歩でもある。金融資本市場の活性化は日本経済の成長にもつながる。今後も不断の努力で、世界有数の魅力ある株式市場を目指すべきである。

以 上

³ 米国でピンクシートなどでの非上場株式の取引が活発な理由としては、①上場廃止企業は上場廃止時に株価が大きく下がるが、再上場時に大きなキャピタルゲインを狙える、②最近のスタートアップブームによってユニコーンなどの未上場であるが将来性の高い新興企業への投資が活発化していることなどがある。すなわち、上場廃止企業と新興企業の両者が豊富なことが非上場株式の取引を活発化させることに繋がっている。

⁴ わが国では非上場株式は証券会社による勧誘が原則禁止であり、例外的に特定機関投資家のみに容認されている。もともと、足元では、日本証券業協会などで、海外の事例を踏まえて、原則容認・例外禁止に変えるような抜本的見直しが議論されている。

⁵ 米国では、これまで非上場株式の取引において、一般投資家を対象とした市場であったが、最近では投資家保護規制等を緩和したプロ向け市場が急速に拡大している。

⁶ 日本証券業協会などにおいて、上場廃止企業の受け皿として期待されたが、あまり活用が進んでいない株主コミュニティの活性化策として、証券会社のシステム負担軽減策として証券保管振替機構のシステム活用が議論されている。

< 参考文献 >

JPX グループ「市場構造の見直し」 <https://www.jpx.co.jp/equities/market-restructure/index.html>

JPX グループ「上場会社による新市場区分の選択結果の公表 について」
<https://www.jpx.co.jp/corporate/news/news-releases/0060/20220111-01.html>

JPX グループ「市場構造の在り方に関する懇談会」
<https://www.jpx.co.jp/equities/improvements/market-structure/nlsgeu000003pd3t-att/nlsgeu000003qm1i.pdf>

金融審議会「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—」
https://www.fsa.go.jp/singi/singi_kinyu/market-str/doc/1224/01/01.pdf

JPX グループ「SPAC 制度の在り方等に関する研究会」議事録など
<https://www.jpx.co.jp/equities/improvements/spac/index.html>

日本証券業協会 非上場株式の発行・流通市場の活性化に関する検討懇談会 『非上場株式の発行・流通市場の活性化に関する検討懇談会』報告書～新規・成長企業へのリスクマネー供給の拡大に向けて～
https://www.jsda.or.jp/about/kaigi/jisyukisei/gijigaiyou/files/hijojokon_houkokusho.pdf

大崎貞和「米国における非上場株取引をめぐる制度の見直し」
<https://www.nri.com/jp/knowledge/blog/lst/2021/fis/osaki/1014>

藤田勉「世界の株価指数の潮流と TOPIX 改革の問題点」月刊資本市場 2021.5
<https://www.camri.or.jp/files/libs/1628/202105311417074871.pdf>

日本証券業協会「株主コミュニティ制度に関する懇談会」報告書～株主コミュニティ制度の更なる利活用に向けて～https://www.jsda.or.jp/about/content/190115_gaiyoban.pdf

週刊エコノミスト「東証再編 上がる株 下がる株」2022/2/15 号

週刊ダイヤモンド「東証再編 上場廃止ラッシュ」2022/2/26 号