

上場制度整備懇談会 第2回 議事要旨

1. 日時：平成18年10月11日（水）午前10時から正午まで

2. 場所：東京証券取引所会議室

3. 議題：

- (1) 上場制度整備の基本方針について
- (2) 市場区分及びマザーズ市場のあり方について

4. 議事要旨：

(1) 上場制度整備の基本方針についての意見
(上場制度整備の目的について)

- ・ 東証の目的として一番大事なものは投資家の尊重であり、東証の国際競争力強化や、東証市場の信頼性の向上は、それを追求する結果ついてくるものである。
- ・ 上場会社の企業価値を高めるために東証として何ができるかという点が重要である。東証の企業としての価値を高めるために上場会社に対して何かを求めたりするのではなく、日本における東証市場の重要性や公共性に鑑みて日本の企業制度にとって東証として何ができるかということを考えていくというスタンスが必要である。
- ・ 企業行動に対する関与のあり方についても、買収防衛策についての東証の行動などに鑑みると、市場機能の発揮の阻害だけではなく、株主の利益を害するような企業行動に対して適切な対応をとっていくというスタンスがよいのではないか。
- ・ 社会における資本市場の役割の増大という昨今の大きな流れの中で、取引所に対して法律上の規制以上のものを求めている社会的要請を具現化するため、規則その他を整備するということではないか。
- ・ 東証には、公共財としての面と株式会社としての面があり、これによる利益相反をいかにマネジメントするかが東証にとっての最大の課題ではないか。ただし、「株式会社」東証の議論は内部の議論であって、上場制度整備においては「公共財」として、市場としての東証が何をすべきであるかということが前面に出るべきである。それが投資家保護であり、企業価値の向上ということに繋がる。

(検討課題について)

- ・ 市場構成員としての自覚に欠けるような企業を沢山上場させているのではないか。自覚のない企業は、本来上場してはいけなかったということである。仮に新規上場時にチェックがしっかり行われていれば、上場企業に自覚を促す必要はないのではないか。

- ・ 上場審査をしっかりと行えば問題ないという話だが、企業買収の場合には、いくらデュー・デリジェンスをしっかりとしても、正確な企業評価をするには限界があり、買収が完了してから問題になってしまうこともあると思う。また、上場当初は十分に自覚があったが、その後経営者が変わってしまい、環境が変わってしまうというケースもある。従って、上場後のモニタリングをきっちり行い適切な処置をとっていくこと、上場廃止というレッドカードの前のイエローカード等で警告していくことが必要である。
- ・ 入口で自覚のない会社を排除するという姿勢よりは、上場後にしっかりと育てるという方が望ましいのではないか。
- ・ 企業行動への関与については、不当に企業行動の自由を束縛するのではなく、むしろ社会的に重要性が高まる資本市場の機能を十分に発揮してもらうために、これまでは不文律だったかもしれないルールを明文のものとして、あるいは制裁ということも置いてしっかりと守ってもらおうということに過ぎないのではないか。
- ・ 市場区分の問題とうまく組み合わせるべきと思うが、例えば市場第一部の企業には最大限厳しいものを最大限の制裁も含めた仕組みで守ってもらうというやり方もあるのではないか。
- ・ 上場会社は市場構成員として重要な役割を担うが、投資家や証券会社も同じように市場構成員として重要な役割を負い、自覚を持つ必要がある。

(2) 市場区分及びマザーズ市場のあり方についての意見

(総論)

- ・ 市場区分の議論においては、参加する投資家の属性は一般投資家も含めて現状と変わらないことを前提として議論する必要がある。
- ・ 本則市場（市場第一部、第二部）に上場できない企業に成長機会を与えるというマザーズ市場開設の原点に立ち返って、上場のあり方を考えるべきである。
- ・ 今後の日本経済の発展という観点からマザーズ市場を見ると、いかに新興企業をサポートするかという視点は欠くことはできず、どう規制するかやどう退場させるかばかりではなく、上場はある程度緩く、その代わりモニタリングは厳しいというような本則市場と違った特色を出していくべきではないか。資金調達はさせてもらえるが、そのフォローアップが手厚いとか、モニタリングが厳しいなどという体系も、日本の経営者を育てる観点から必要ではないか。また経営者がそこまでしても資金調達のためにこの市場に入りたいと思えるような仕組みにしなければならない。
- ・ マザーズ市場と本則市場は違う性質であるということは、一般には理解されているだろうが、市場第一部と第二部については本質的にあまり違いがあるようには見えない。
- ・ マザーズ市場の設立により資本市場の資本供給機能は高まったのではないか。一方で、成長性の評価は非常に難しい部分である。
- ・ 日本の場合、マザーズ市場を10社上場したうちの8社は上場廃止になるような市場にしたら、機関投資家は投資しないと思うし、個人投資家からも

信頼を失うのではないか。入口で締めるという方が波風は立たないであろうが、やはりそれは新興市場の基本的な意義に反する。この悩みが非常に大きい。

- ・ マザーズが市場一部への近道のように受けとられているという話を聞くことがあるが、それは東証として警戒すべきことである。

(本則市場とマザーズ市場の位置付けに関する意見)

- ・ 本則市場の中に市場第一部、第二部のような序列を設ける必要があるのかについては疑問に思う。
- ・ NASDAQの年間の新規上場会社数と上場廃止会社数を見ると、相当出入りが多いようだが、マザーズ等の国内新興市場もそのような市場であるべきなのだと思う。実績はないが将来の成長性はあり、そのための資金調達をし、企業は成長する、ダメであれば撤退していくという形で、上場した後のモニタリングがきちんと整備され、上場廃止が機動的に行われるべきである。そうすれば、本則市場と新興市場の特色の違いが投資家からも発行体からもはっきりし、性格の違う並立した市場という位置付けも成り立つのではないか。
- ・ マザーズ市場を本則市場へのステップ市場と位置付け、ランク付けをしてしまうと、どうしても下のランクの価値が下がってしまう。現状マザーズ市場は並立市場という建付けなのでそれは避けられてきたが、下のランクだと明示してしまうと、現状のようなブランド価値を維持できるかどうか懸念がある。上下関係でランクをつけるのではなくて、異なる特色を持った並立的なマーケットとする方がよいのではないか。
- ・ マザーズ市場と本則市場は全く別であると示した方が、投資家は誤解しない。ベンチャー志向的な投資家はマザーズ市場に投資するし、本則市場はオーソドックスな市場であるとはっきりする。
- ・ マザーズ市場の開設趣旨である実績のない会社の成長性というところと、上場廃止基準の整合性が取れているのかという点が論点ではないか。成長期待だけでは失敗する可能性があるわけで、その部分をどのように手当てするのかという点が一番重要だと思う。その観点からすると、上場の際にどのような基準でチェックし、それが結果として実現できているのかという評価が長期的には必要だと思う。
- ・ 現状ではモニタリング等の事後的な情報提供をいかにやっていくかということが、新興市場にとっては品質を高める上で重要ではないか。そうすると、うまくいかなかった企業の情報提供や、その企業への対処をきめ細かくやっていけるかという点で、上場廃止基準の強化は難しいのではないかと思う。少なくともある種のグルーピングをして、情報提供をして、どのような状況にあるのかということを外部に発信していくことが欠かせないのではないか。
- ・ マザーズ市場の位置付けは基本的には東証の戦略的な話であり、公益的な問題がなければどちらでも構わない。公益の観点から注目されるのは、デ

イスクロージャーの充実、企業行動のあり方、制裁措置の規律であり、デ
イスクロージャーについてマザーズ市場と本則市場で差をもたせるのか、
不公正取引等これまで全ての市場に共通したルールであったものについて
なんらかの変化をもたせるのかということが分からないと、公益的な観点
からどちらがいいかという意見が言えない。

(本則市場における区分に関する意見)

- ・ 市場第二部については、市場第一部とは違った特色を持ったマーケットと
考えてみる価値はあると思う。例えば、コーポレートガバナンスのルール
なども市場第一部とは違った基準で運用しているマーケットにすれば、あ
る意味魅力的なマーケットになるかもしれない。
- ・ マザーズ市場に個性が出てくると、逆に市場第二部の存在感がなくなると
いう構造ではないか。
- ・ 優良・準優良という観点で市場区分の線を引くのは、結局優良とは何かと
う判断が難しいので、困難である。そのため、世界の取引所には市場区分
がないのではないか。

(その他)

- ・ 東証のエキスパートが上場会社の投資適格性に疑問をもったら、その時点
で対処すべきだと思う。もう少し東証の裁量、判断力に任せて、投資適格
性に問題があれば、思い切って上場廃止にできるような制度設計にしても
よいのではないか。
- ・ 取引所としての制度の枠組の厳しさと、運用を合わせないと、放置されて
しまう懸念がある。特に枠組みの議論も大切だと思うが、一方で運用をど
のように作っていくのかということも、この場である程度議論する必要が
ある。

以上

(なお、議事要旨については、東証上場部文責による。)

－問合せ先－

株式会社東京証券取引所 上場部企画担当
TEL : 03-3666-0141 (大代表)