



市場構造の在り方等に関する検討について

2019年5月17日

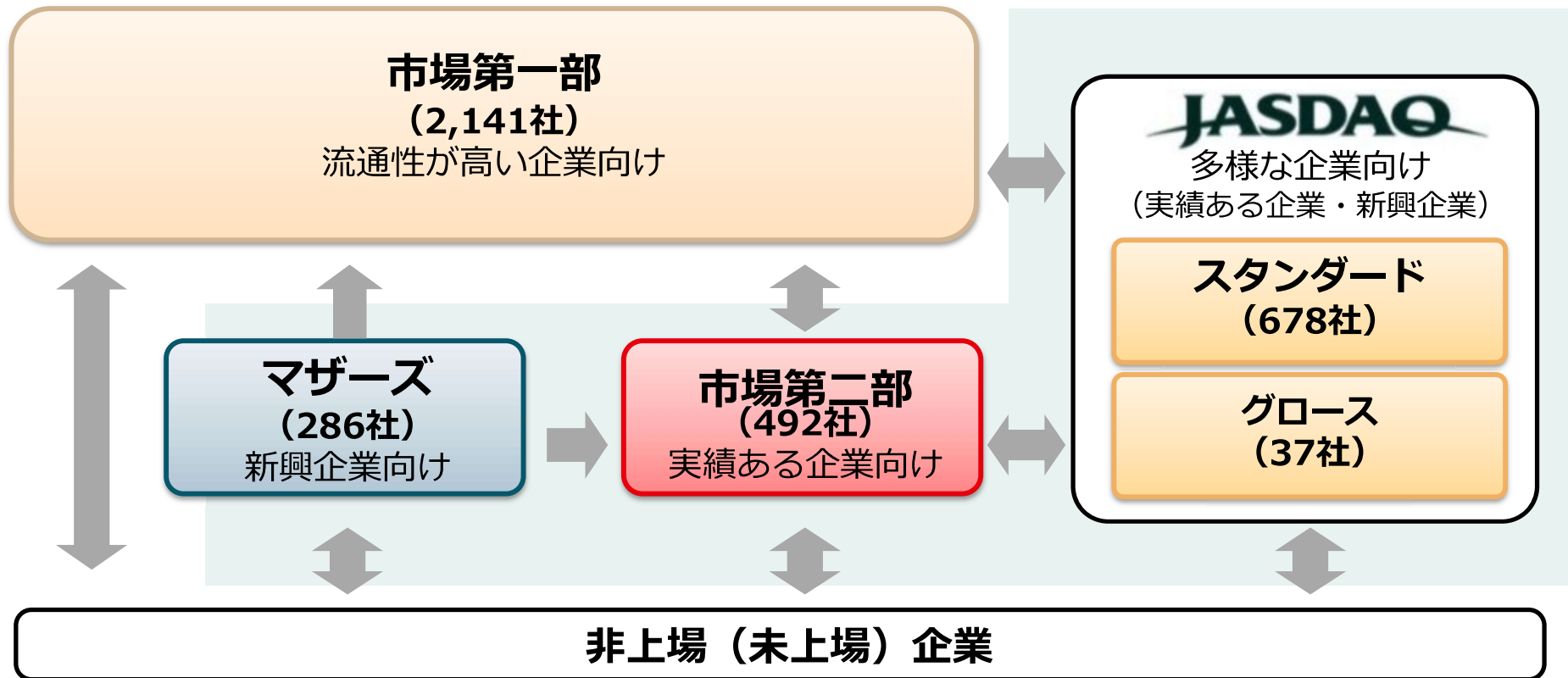
株式会社東京証券取引所

現在の市場構造

現在、東証の一般投資家向け市場は、2013年の現物市場の統合直前の東京・大阪の基本的な市場構造を維持

→統合から5年が経過する中、将来を見据えて改善すべき課題が顕在化

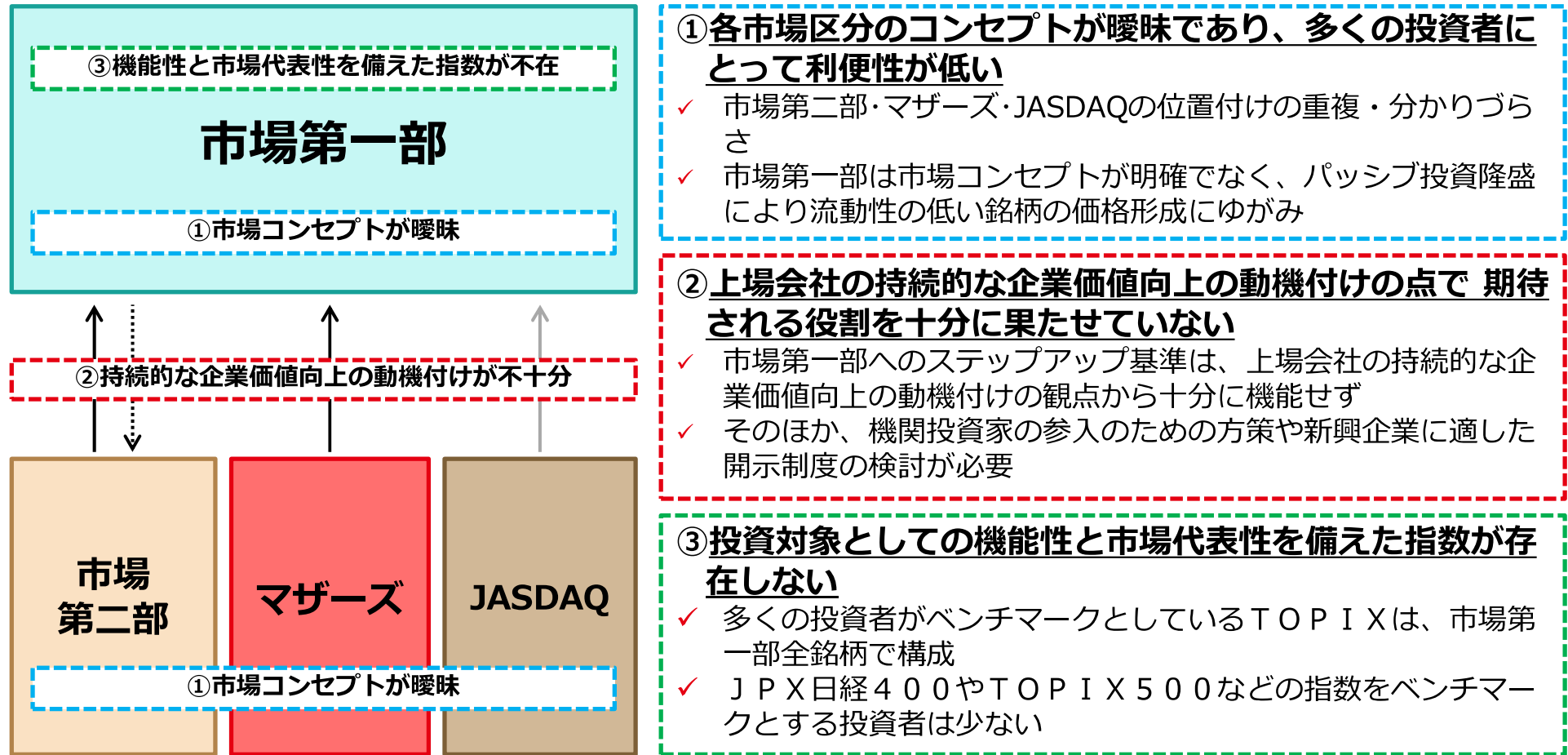
→昨秋から、現状の課題と論点の整理を実施



注：各市場の上場会社数は、2019年4月末時点

現在の市場構造を巡る課題

現在の市場構造を巡る課題 (3/27公表)



● **我が国経済の持続的成長に向けては、上場会社各社の中長期的な企業価値向上とベンチャー企業の育成が必要かつ喫緊の課題**

市場関係者のご意見① (市場の位置づけの重複・分かりづらさ)

頂戴したご意見
(課題)



■ 各市場区分のコンセプトが曖昧であり、多くの投資者にとって利便性が低い

- 現在の四つの市場区分 (市場第一部、市場第二部、マザーズ及びJASDAQ) は過度に複雑で断片的、特に市場第二部、マザーズ及びJASDAQの差異は、投資家にとって分かりにくく、それゆえに、日本で上場する中小企業に対する潜在的な投資家の興味・関心を損なっている
- 異なる四つの市場区分が存在することは、企業の資金調達能力を高めることにはつながっておらず、投資者の利便性も向上させていない
- 複数の市場区分があるため、中小上場企業への投資リスクが分かりにくくなっている
- 現在、中小型企業・新興企業に係る市場が複数あり、その性格付けがあいまいだが、特に、IPO先としてマザーズ、JASDAQ、市場第二部があることが紛らわしい
- 新興企業の新規上場先としては、マザーズとJASDAQ グロースがあるが、JASDAQグロースでは新規上場はみられず、事実上その存在意義は失われている
- 市場第二部とJASDAQスタンダードが併存しているが、二つの市場を維持する必要性はない
- 市場第一部上場企業の「数」が多いこと自体は問題ではなく、収益、時価総額、流動性、経営体制・ガバナンス、情報開示などの低い企業が多数含まれていることが問題である
- 市場第一部は、現在、時価総額、流通性、外国人株式保有比率の高い企業や低い企業が混在している状況
- TOPIXに連動する運用資産が増える中で、時価総額や流動性の低い株式の価格形成が歪められている懸念があるため、見直しによる早急な対応が必要

市場関係者のご意見② (企業価値向上の動機付けが不十分)

頂戴したご意見
(課題)



■ 上場会社の持続的な企業価値向上の動機付けの点で期待される役割を十分に果たせていない

- スタートアップのベンチャー企業によるスモールIPOの実態については様々な評価があるが、起業家のインセンティブとしては評価できるものの、上場時の規模が小さく、そのまま成長しない企業が相応に見られることは問題
- 特にオールドエコノミーの企業の場合、上場後大きなコーポレートアクションも取らず、何のために上場したのか分からない銘柄も多く存在する
- 実績のある企業の中には、企業価値向上のモチベーションが見受けられない場合もある
- マザーズから市場第一部へのステップアップの基準が低すぎるため、ステップアップ後の成長がみられず、企業価値向上のインセンティブが働いていない
- 多くの経営者にとって、市場第一部上場には大きな達成感があるため、早い段階でステップアップすると、その後の成長が鈍化する懸念がある
- 新興企業は、ビジネスモデルの新規性などの面から事業評価が難しい場合が多く、成果が出るまでの待機期間が長いことから、事業を評価する上での専門性を有する長期目線の機関投資家の参入が重要
- 上場前はベンチャーキャピタルによる外部からのプレッシャーがあるが、上場後は個人投資家中心となるため規律付けがなくなる
- 内部管理体制が貧弱なベンチャー企業に対して過大な情報開示の負担が生じており、その対応で疲弊している懸念がある
- 現行の開示制度では、業績に対する開示を重視しているが、成長性という観点では事業内容、進捗についてより詳しく詳細に説明する枠組みが必要である

■ 投資対象としての機能性と市場代表性を備えた指数が存在しない

- TOPIXの対象構成銘柄は多く、大半は流動性が低いこともあり、パッシブ投資家とアクティブ投資家にとって、ベンチマークとしてこれらの銘柄数を追うことは難しい状況（海外のS&P 500、FTSE 100などは、構成銘柄数がより少ない）
- TOPIXが市場第一部の上場会社すべてを対象としているため、時価総額が低く、浮動株比率の低い企業について、インデックスファンドの影響により、株価がフェアバリューより高く評価される傾向にある
- TOPIXは構成銘柄数が多すぎるため、問題がある
- 国際比較では、TOPIXとS&P500やダウが比較されているが、同じ性質の指数が比較されている訳ではないという問題意識がある
- TOPIXとそのほかにTOPIXコア30とラージ70もプレミアム指数として組成されているが、市場第一部の上場会社数に照らすと、この二つの指数には日本市場のトレンドが反映されていない
- JPX日経インデックス400が、どうして利用されず十分な成果を出していないのか
- JPX日経インデックス400の成否について適切に分析・検証することが必要

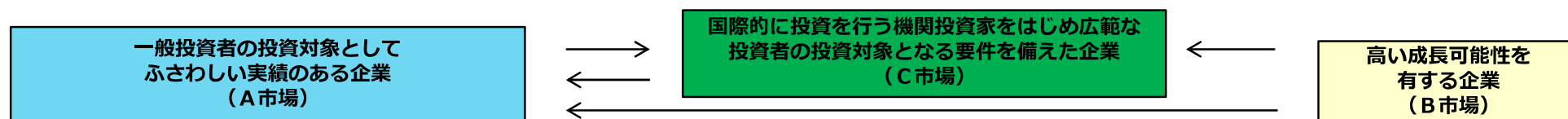
市場構造の問題と改善に向けた論点整理

市場構造の問題と改善に向けた論点整理 (3/27公表)

東証取りまとめ
(論点整理)



- 幅広い企業に上場機会を提供するとともに、上場後の持続的な企業価値向上を動機付ける観点から、既存の市場区分にとらわれず将来の市場構造の在るべき姿として、**上場銘柄の特性（上場会社の成長段階、投資家の層）に応じた複数の市場区分を設け、明確なコンセプトに基づいた制度に再設計を行うことが適当**



(※) 各市場の名称については今後検討

(コンセプトに基づく基準)

○上場基準

- ・ A・C市場：ガバナンス体制・流動性・利益水準・市場評価（時価総額）等による基準
- ・ B市場：先行投資型企業を含め、成長可能性の高い新興企業に幅広く上場機会を提供する観点から、A・C市場の基準より緩和された基準

○退出基準

- ・ 経営成績・財政状態だけでなく市場評価も加味した基準

(企業価値向上の動機付けを補完する仕組み等)

- ・ 他市場からの移行基準、新規上場基準、退出基準を共通化
- ・ 機関投資家参入促進のための方策の検討
- ・ 企業の成長段階、投資家層の厚みを踏まえた開示制度その他諸制度の最適化
- ・ 特にC市場においては、グローバルな機関投資家の視点等をより強調した基準により選定された銘柄で構成される指数や区分などにつき、投資者ニーズを踏まえて検討

※ **企業や投資者への影響を十分に考慮した移行プロセスを確保**

- ・ 上場会社の申請による市場選択機会の確保、数年単位の移行期間や段階的な基準変更など

市場関係者のご意見① (市場コンセプト)

■ 各市場の役割の明確化・市場構造の単純化のうえ、各市場のコンセプトの見直しを行うことが適当との意見

- 多数の市場区分は必要なく、役割を明確にしてシンプルにすべきであり、そのほうが海外投資家を惹きつけるという目的にかなう
- エントリー市場については、新興企業及び実績のある企業ともに、ステップアップを目指す企業が、企業価値向上に取り組む場（上位市場から市場変更した企業も再昇格を目指し、体制を再構築する市場）と積極的に位置付けることが適当
- それぞれに独自の役割と機能を持ち、ステップアップを狙いたくなるような自立した株式市場の整備・拡充が望まれる
- 時価総額や流動性基準のほか、資金調達を要件とする等、実績のある企業向けの市場の市場コンセプトを積極的に定義付けることが重要
- 新興企業に対しては、現行のマザーズにおける上場基準は維持し、間口の広い資金調達環境を提供する市場にすべきであり、市場構造として、世界で最もベンチャー企業が資金調達しやすい市場を目指すべきである
- 利益に関わらず、研究開発型の企業について上場機会を提供していくことは重要
- 資本市場が魅力的ではないと、海外からの投資が集められず、日本国内の資金の還流となると市場は成り立たないため、日本経済の将来のことを考え、グローバル投資家がポートフォリオに入りたいと思う会社を増やしていくことが必要
- 世界規模での投資機会を追求する洗練された機関投資家にアピールできるよう、海外の競合市場と競争できる十分な売買高と流動性を確保し、上場企業数という点でグローバルに見て競争的な「規模」を維持することが重要

市場関係者のご意見②（企業価値向上の動機付け）

頂戴したご意見
（論点整理）



■ 基準等の共通化、機関投資家参入の促進、開示制度その他諸制度の見直しなどによる持続的な企業価値向上の動機付けを補完する仕組みが考えられるとの意見

- 市場第一部への市場変更に関する基準を引き上げることで、上場後の成長を動機付けることが考えられる
- 市場第二部を介して市場第一部指定を受ける場合や、直接市場第一部に上場する場合の上場するための要件は、同一であって然るべき
- 市場第二部からの市場第一部へのステップアップの基準を、JASDAQから市場第一部へのステップアップの基準と同一にすることが必要
- 公開市場である以上、流動性に関する上場基準を厳しくするべきであり、そうすれば機関投資家の参入が見込まれるのではないか
- 「新興市場」については、「新興成長企業を育てる」という理念を踏まえて、機関投資家が参加できる市場になることを目指すべき、そのためには、流動性の確保（流通株式数の基準の引き上げなど）などの工夫が必要であろう
- 上場後は、短期的・事務的な開示事項が多いが、より中長期的なビジョンの開示とその進捗状況の開示を通じて、マインドセットを変えていくことが考えられる
- 市場区分で特性を明確にするほか、ステップアップ先の市場は現状のままとし、新たな指数で区分するという選択肢が考え得る
- 現在の枠組みを残した上で、市場第一部内に新たなプレミアム枠を設置することが、投資者等のステークホルダーの期待に応えられる制度ではないか

■ 上場会社、市場関係者への影響やTOPIXの連続性に配慮をしたうえで適切な移行プロセスが必要との意見

- 日本の場合、代表的なベンチマークと市場区分が一致していることから、市場区分の見直しは非常にインパクトが大きい
- 指数（TOPIX）の連続性に配慮が必要であり、さらに投資信託における重大な約款変更や運用手法の大幅変更等による混乱を避ける必要もある
- 指数の連続性及び代表性への考慮が必要
- TOPIXはカバレッジが大きく、時価総額加重平均型のため、日本の株式市場を表す指標として妥当だが、市場第一部企業数が減少すると、TOPIXの組入銘柄が減少し、株式指数の一貫性が大きく損なわれることを懸念
- 市場関係者への影響を十分に考慮し、移行期間を含めて移行プロセスについて検討することが必要
- TOPIXへの反映タイミングを複数回に分けるなど、市場に悪影響を及ぼさないような変更プロセスが望まれる
- 既存の運用商品や上場企業への影響を踏まえ、例えば、段階的に行う等の十分な移行期間の検討が必要
- 今回の見直しに伴う影響を懸念する意見には理解を示すが、企業価値は市場の区分ではなく、ファンダメンタルに基づき決定されるべきものであるため、よりよい市場区分の導入はできる限り早期に実施すべき、ただし、周知期間や移行期間は相応に設けることが必要である