

東京証券取引所の市場構造について、①上場企業やベンチャー企業の持続的な成長と企業価値の向上を促し、②内外の投資家にとって魅力あふれる市場となるよう、見直しを行う。

現状の市場構造を巡る課題

- 東京証券取引所に5つある各市場区分のコンセプトが曖昧
- 上場企業の持続的な企業価値向上に向けた動機づけに乏しい
- 「TOPIX（東証株価指数）＝市場第一部」となっており、投資対象としての機能性を備えていない

3つの市場区分に再編（企業は適切と考える市場区分を選択可）

- 各市場のコンセプトを明確化
- 上場企業やベンチャー企業の持続的な成長と、企業価値の向上を促すメカニズムの強化

プライム市場

- 高い時価総額・流動性、より高いガバナンスを備え、投資家との建設的な対話を企業価値向上の中心に据える企業が上場
 - 新たに上場する企業は、流通時価総額等の上場・退出基準を厳格化。ただし、ネット系企業等のビジネスモデルによっては、直近赤字でも加重した条件で上場可。
 - 一段高いコーポレートガバナンス・コードを適用。
- ※ 既存の市場第一部上場企業は、選択により引き続き上場が可能。

スタンダード市場

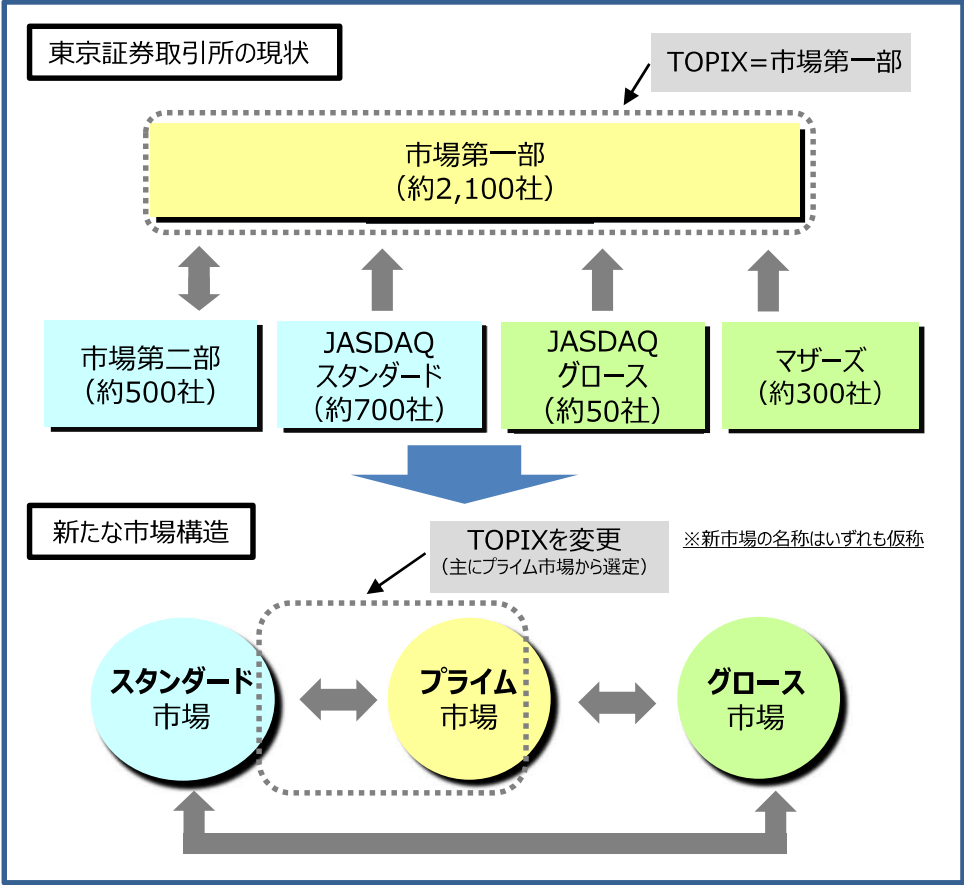
- 一定の時価総額・流動性、基本的なガバナンスを備えた企業が上場
 - コーポレートガバナンス・コードの全原則を適用

グロース市場

- 高い成長可能性を有する一方、相対的にリスクが高い企業が上場
 - 時価総額に係る上場基準を維持（ベンチャー企業の育成に資する市場）

TOPIXの見直し

- 市場区分とTOPIXの範囲を切り離す
- 現在のTOPIXとの連続性も考慮しつつ、より流動性を重視して選定



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—

令和元年 12 月 27 日

目次

はじめに	1
1. 市場構造の見直しの目的	2
2. 市場区分について	3
(1) プライム市場	3
(2) スタンダード市場	6
(3) グロース市場	7
3. インデックス (TOPIX) について	9
4. その他	11
(1) 退出基準と受け皿市場	11
(2) 適用時期	11
おわりに	12

「市場構造専門グループ」メンバー名簿

2019年12月27日現在

- 座長 神田 秀樹 学習院大学大学院法務研究科教授
- 井口 譲二 ニッセイアセットマネジメント(株) チーフ・コーポレート・ガバナンス・オフィサー
- 池尾 和人 立正大学経済学部教授
- 翁 百合 (株)日本総合研究所理事長
- 小林 喜光 (株)三菱ケミカルホールディングス 取締役会長
- 三瓶 裕喜 フィデリティ投信(株) ヘッド・オブ・エンゲージメント
- 高田 創 みずほ総合研究所(株)副理事長 エグゼクティブエコノミスト
- 松山 彰宏 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(三菱電機(株)取締役)

オブザーバー

日本取引所グループ 札幌証券取引所 名古屋証券取引所 福岡証券取引所

経済産業省 日本銀行 日本証券業協会

(敬称略、五十音順)

※ 当検討会においては、上記のメンバー等に加え、以下の参考人を招き、意見交換を実施した。

○ 第2回（2019年5月31日）

大場 昭義（一般社団法人日本投資顧問業協会 会長）

奥野 一成（農林中金バリューインベストメント株式会社 常務取締役 C I O）

細水 政和（RMBキャピタル ポートフォリオマネージャー）

○ 第3回（2019年10月2日）

木下 勝寿（株式会社北の達人コーポレーション 代表取締役社長）

工藤 貴史（エコモット株式会社 取締役管理部長）

山本 善政（株式会社ハードオフコーポレーション 代表取締役会長）

武藤 篤（タキヒヨー株式会社 取締役専務執行役員）

長澤 啓（株式会社メルカリ執行役員 C F O）

永見 世央（ラクスル株式会社 取締役 C F O）

○ 第4回（2019年10月23日）

川北 英隆（京都大学経営管理研究部特任教授）

黒沼 悦郎（早稲田大学大学院法務研究科教授）

武井 一浩（西村あさひ法律事務所パートナー（弁護士））

（敬称略）

はじめに

東京証券取引所の市場区分は、2013年の東京証券取引所と大阪証券取引所との統合前の基本的な市場構造を維持しているが、統合から5年が経過する中で改善すべき課題が顕在化してきたことから、2018年11月より東京証券取引所の懇談会において検討が行われ、本年3月に論点整理が取りまとめられた。

その後、東京証券取引所を始めとする我が国の取引所の在り方は、我が国の市場そのものの在り方に直結することから、金融審議会において、継続的かつ専門的に議論を深めることとなった。このため、今後の市場構造の在り方について関係各界の有識者から提言を得ることを目的として、金融審議会市場ワーキング・グループに市場構造専門グループが設置され、5月以降、投資家や企業を含め幅広い市場参加者・関係者からのヒアリングを行いながら、6回にわたり検討を行った。

本報告書は、当グループにおける検討結果を取りまとめたものである。

1. 市場構造の見直しの目的

我が国においては、1961年に、当時の東京証券取引所、大阪証券取引所、名古屋証券取引所に市場第一部と市場第二部の区分が設けられて以来、一つの取引所の中に複数の市場区分を有する仕組みの下で、証券市場の発展が遂げられてきた。また、これに応じて、企業や投資家の行動様式も形成されてきた。

また、東京証券取引所の市場第一部全銘柄で構成されるT O P I X（東証株価指数）については、1969年の算出開始以来、我が国における主要な株価指数として参照され、同時に、国内年金基金の運用上のベンチマークや投資信託・ETFを含めたインデックス投資の指数としても広範に利用されるようになっている。

一方で、現在の市場構造を巡っては、以下のような課題が指摘されている。

- ① 東京証券取引所には5つの市場区分（市場第一部、市場第二部、マザーズ、JASDAQスタンダード及びJASDAQ グロース）が設けられているが、各市場区分のコンセプトは曖昧であり、多くの投資家にとって利便性が低い。特に、市場第二部、マザーズ及びJASDAQは、位置付けが重複していてわかりにくくなっている。
- ② 市場第一部へのステップアップ基準が低いことのほか、上場時の基準に比べて市場第一部から市場第二部への移行や上場廃止に係る基準が低いことなどから、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。
- ③ 多くの機関投資家がベンチマークとしているT O P I Xは、市場第一部の全ての銘柄で構成されているため、投資対象としての機能性に欠けており、足元、T O P I Xに連動したインデックス投資の隆盛により、時価総額や流動性の低い銘柄の価格形成に歪みが生じている懸念もある。一方で、J P X日経400やT O P I X 500などの指数をベンチマークとする機関投資家は少ないことから、投資対象としての機能性と市場代表性を兼ね備えた指数が存在していない。

今回の市場構造の見直しは、半世紀以上にわたる経緯を認識しつつ、こうした課題を解決するために、各市場のコンセプトの明確化や株価指数の改定等により、上場会社やベンチャー企業の持続的な成長と企業価値向上の動機付けがなされ、内外の投資家にとって魅力あふれる市場となることを目的とするものである。更に、こうした市場機能の向上により、企業価値の向上と収益の果実が家計を含む我が国全体にもたらされることが期待される。

2. 市場区分について

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、上場銘柄の特性に応じた複数の市場区分を設けることが考えられる。具体的には、明確なコンセプトに基づいた制度に再設計を行うため、「プライム市場」、「スタンダード市場」、「グロース市場」（いずれも仮称。以下同じ。）の3つの市場区分に再編することが適当と考えられる。

また、既存の上場企業は、それぞれの市場のコンセプトに照らし、自社の理念、ガバナンス水準や株主との対話へのコミットメントなどを踏まえ、適切と考える市場区分を主体的に選択できるようにすることが適当と考えられる。

(1) プライム市場

① コンセプト

プライム市場のコンセプトは、「多くの機関投資家の投資対象になりうる規模の時価総額・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中長期的な企業価値の向上にコミットする企業及びその企業に投資をする機関投資家や一般投資家のための市場」とすることが考えられる。

② 上場基準等

プライム市場への上場については、時価総額は重要な基準であるものの、時価総額だけではなく流動性やガバナンスといった他の基準を合わせることも重要である。

（時価総額（流通時価総額）基準）

プライム市場に今後新たに上場する企業の時価総額に関する基準については、現在の市場第一部においては時価総額が大きくても取引されている株式が少ない銘柄もあるため、より市場における流動性に着目する観点から、単純な時価総額だけではなく、「流通時価総額」¹を基準とすることが適当と考えられる。なお、この機会に現在の流通株式の定義についても見直しを検討することが考えられる²。

その際の基準となる水準は、現在、市場第一部に直接上場する際の時価総額を踏まえつつ、新たな定義による「流通時価総額」を目途に検討することが考えられる³。現

¹ 「流通時価総額」は、「流通株式の数×（1株当たりの）株価」で算出される。

² 現在、流通株式から除かれる株式は、10%以上の大口保有者分などとなっている。今後、流通株式の定義については、保有者の売買の状況や保有の意図を踏まえてより実態に即したものとなるよう検討することが考えられる。また、PEファンド（再生ファンドを含む。）などの保有分を流通株式に含めることについても、検討が必要であると考えられる。

³ 現在、市場第一部に直接上場する際の時価総額の基準は、250億円となっている。また、上場時の流通株式比率

在、マザーズ市場等を経由した市場第一部への上場基準は、市場第一部に直接上場する際の時価総額よりも緩和された基準となっているが、これについても新たな基準に一本化することが適当と考えられる⁴。

現在、市場第一部から市場第二部への移行となる基準は、時価総額 20 億円未満となっているが、当該基準が上場時の基準と非対称の低い水準となっているため、企業の新陳代謝を妨げているとの指摘がある。上場後の企業価値向上の動機付けのため、新たな基準でプライム市場に上場する企業について、プライム市場から他の市場への移行を求める時価総額（流通時価総額）基準は、所要の経過期間を設けたうえで、プライム市場への上場時と同水準とすることが考えられる。

なお、市場第一部上場企業が決算期末時点で債務超過となった場合、現在の基準では、市場第一部から市場第二部への移行となり、2 期連続で債務超過となった場合には上場廃止となるが⁵、早期に資産超過へ回復する見込みがある場合等には機械的・画一的な運用とならないよう当該基準の見直しを検討することが考えられる。

（流動性（流通株式比率）基準）

プライム市場のコンセプトとして、投資家との建設的な対話を企業価値向上の中心に据えるのであれば、いわゆる安定株主によって大部分が占められているような株主構成よりも流通株式の比率が高い方が経営に対するガバナンスが働きやすく、より建設的な対話が行われると考えられる。現在、市場第一部へ上場する際には、流通株式の比率が上場株式等の 35%以上であることが必要となっているが、流通株式の比率が上場時より大きく低下したまま上場を維持している企業がある⁶。流通株式比率の望ましい水準としては、いわゆる安定株主が、会社法における特別決議の可決のために必要な水準（3分の2）を占めることのない水準を維持することが適当であると考えられる。

なお、流動性については、新たに売買高・売買代金に着目した基準の必要性についても検討することが考えられる。

（ガバナンス）

プライム市場に上場する企業については、我が国を代表する投資対象として優良な企業が集まる市場にふさわしいガバナンスの水準を求めていく必要がある。

の基準は、35%以上となっている。これらを踏まえると、新たな定義による流通時価総額の基準は、100 億円を目途に検討することが考えられる。

⁴ マザーズ市場等の上場企業の中には、現在の緩和された基準を念頭に既に市場第一部への上場に向けて取り組んでいる企業もある。こうした企業については、所要の規則改正（この部分は全体の規則改正に先行して実施することも考えられる。）までに申請を行った社に限り、緩和された時価総額基準に基づき所要の審査を経て市場第一部への上場を認めることが考えられる。

⁵ 市場第 2 部、マザーズ、JASDAQ においては、2 期連続で債務超過となった場合には上場廃止となるが、同様の見直しをすることが考えられる。

⁶ 現行制度では、上場後に流通株式数が上場株券等の数の 5%未満になると上場廃止となる。

これについては、企業の持続的な成長と中長期的な企業価値向上をより実現していくという観点も踏まえ、今後、コーポレートガバナンス・コードなどの改訂等を重ねる毎に他の市場と比較して一段高い水準のガバナンスを求めていくことなどによってガバナンスを向上させる必要がある⁷。その上で、プライム市場に上場する企業においては、自らの属する市場区分の選択を踏まえ、プライム市場にふさわしいコンプライの状況やエクस्पラインの質などを達成していくことが強く期待される。

なお、その際には、今後のデジタル化の急速な進展に伴うビジネス等の変革に対応したガバナンスという視点も重要であると考えられる。

(収益基準)

現在、市場第一部の上場基準においては、「安定的な収益基盤の確保」を求めているため、少数の例外事例はあるものの、実質的に直近決算期が赤字である企業の上場は難しいとの指摘がある。

一方、近年のネット系等の企業においては、初期段階において積極的な広告や人材の獲得、研究開発を集中的に行い、長期間で見た場合に、より大きな企業価値の向上を図る企業がある。これらのビジネスモデルにおいては従来の設備投資型産業のように投資対象が資産計上されないため、赤字が出やすくなるとの特性がある。

こうした事例について、直近の決算が赤字の場合でもプライム市場への上場を認めることができるよう基準を見直すことが適当と考えられる。その際、プライム市場へ上場するための基準に、時価総額、売上や開示などの条件を加重することが考えられる。

③経過措置

これまでのヒアリング等を通じて、市場第一部上場企業は、上場基準の遵守や東京証券取引所によるモニタリングなどを通じて、国・地域における主要企業としてのブランドイメージが確立され、雇用や取引に当たっての信頼性・安心感を与える源泉となるなど、当該企業のステークホルダーに対して有形・無形の多大な価値を提供していることが確認された。このことは既に市場第一部上場企業に投資を行っている投資家から見ても、企業価値に反映されているのではないかと考えられる。

また、特に時価総額が低位となっている企業が企業努力によって一定期間内にこれを増加させることは難しいと考えられるが、プライム市場のコンセプトに照らし、ガバナンスを強化することで企業価値の向上につなげていくとの観点は重要である。

こうしたことを踏まえ、市場第一部上場企業は、上場・退出基準に関する新たな時

⁷ プライム市場にふさわしいガバナンスの内容として最低限満たすべき事項については、プライム市場とスタンダード市場との違いを明確にするためにも上場基準で規定すべきであるとの意見があった。一方、ガバナンスの在り方については、これまでプリンシプルベースで対応してきたところであり、コンプライを強制することに関しては慎重であるべきとの意見があった。

価総額（流通時価総額）に関する基準を必ずしも満たしていないとしても、プライム市場の選択を希望する場合には、より高いガバナンスについてのコミットメントを行う限りにおいて、当分の間、プライム市場への上場・上場維持を基本的に認めることが適当と考えられる⁸。

一方、流通株式の比率は、持ち合いの解消や新規発行などの企業努力により達成できる可能性が比較的高いと考えられる。このため、市場第一部上場企業が、流通株式比率に関する基準を満たしていないとしても、プライム市場の選択を希望する場合には、流通株式比率向上に向けた取組等を策定・開示することにより、今後の流通株式比率の向上に向けたコミットメントを行う限りにおいて、当分の間、プライム市場への上場・上場維持を認めることが考えられる。

(2) スタンダード市場

① コンセプト

スタンダード市場のコンセプトは、「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、持続的な成長と中長期的な企業価値の向上にコミットする企業及びその企業に投資をする投資家のための市場」とすることが考えられる。

スタンダード市場は、主として現在の市場第二部及び JASDAQ スタンダードに属する企業から構成されると考えられる。ただし、現在の市場第一部上場企業がスタンダード市場を選択することも想定される。

② 上場基準等

スタンダード市場の上場企業については、機関投資家がプライム市場に上場する企業に対して求める時価総額、株式の流動性や高度なガバナンス水準は、基準としては必ずしも必要ないが、前述のコンセプトに即して、一定の時価総額、流動性を持ち、基本的なガバナンス水準の達成やそれぞれの企業に適した方法で持続的な成長や中長期的な企業価値の向上を目指すことへのコミットメントを求めることが考えられる。

スタンダード市場に今後新たに上場する企業の時価総額に関する基準については、プライム市場と同様に流通時価総額を基準とすることが考えられる。その際の基準としては、現在の市場第二部への上場基準⁹を目途に検討することが考えられる。

また、ガバナンス基準について、現在、市場第二部の上場企業にはコーポレートガ

⁸ 現在の市場第一部から市場第二部へ移行することとなる基準（時価総額 20 億円）は、経過措置の対象となる市場第一部上場企業がプライム市場からスタンダード市場へ移行する基準として設けることが考えられる。

⁹ 現在の市場第二部へ上場する企業の時価総額に関する基準は、20 億円となっている。

バナンス・コードの全原則が適用され、JASDAQ スタンドアードの上場企業は同コードの基本原則のみの適用となっている。スタンダード市場に移行する企業において、これまで求められてきたガバナンスの水準を引き下げることは適当ではなく、今後は、スタンダード市場全体として、コーポレートガバナンス・コードの全原則を適用することが考えられる。なお、現在 JASDAQ スタンドアードに上場している企業については、移行への負担に配慮する必要があると考えられる。

(3) グロース市場

① コンセプト

グロース市場のコンセプトは、「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及びその企業に投資をする機関投資家や一般投資家のための市場」とすることが考えられる。

グロース市場には、基本的に現在のマザーズ及び JASDAQ グロースの上場企業が移行することが想定される。

このように明確なコンセプトに基づき、更にベンチャー企業の育成に資する市場になることが期待される。

② 上場基準等

現在のマザーズ市場は、時価総額 10 億円で上場することが可能となっているが、これについては、低い時価総額で上場しその後の成長が見られなくなっている企業もあるとの指摘（いわゆる上場ゴール）がある一方で、早期の上場により、得られた資金を次のベンチャー企業へ投資するというモデルが成り立っているとの指摘もある。

このような両面の考え方があるなかで、引き続きベンチャー企業にとって世界で最も投資資金にアクセスしやすい市場であるために、時価総額など現状の基準を原則として維持することが適当と考えられる。

また、ガバナンス基準については、コーポレートガバナンス・コードの改訂後においても、引き続き基本原則のみの適用とすることが考えられる。

なお、その上で、我が国において、ベンチャー企業の中から、いわゆるユニコーン企業のような一定の規模まで成長した後上場を目指す企業の成長を促していく観点から、企業の成長段階の適切なタイミングで上場が選択される市場慣行が醸成されていくことが期待される。

③ 機関投資家の参入促進

現在のマザーズ市場は、個人投資家中心の市場となっているが、機関投資家の参入

を進めるための方策について、例えば、機関投資家の投資を呼び込んでいるマザーズ
上場企業の好事例集の策定、上場時の株主数基準の見直しや上場時の投資家への配分
の在り方などを含め、今後、幅広い観点から検討することが考えられる。

3. インデックス（TOPIX）について

現在、市場第一部の範囲とTOPIXの範囲は等しくなっている。市場区分は、企業に対し規模等に応じた資金調達を提供し、投資家に対し取引の場を提供する役割を担っている。一方、TOPIXは単に株価動向を表すだけでなく、近年、特にインデックス投資が隆盛となっているなかで、運用対象やベンチマークとしての役割の重要性がますます高まってきている。

このように求められる役割が徐々に異なってきているため、今後は市場区分とTOPIXの範囲を切り離すことが適当と考えられる。

(1) 選定基準等

機関投資家（アセットオーナー、アセットマネージャー）にとって使い勝手のよいインデックス、選定される企業にとっても納得感のあるインデックスを目指す必要がある。したがって、TOPIXが既に年金運用や投資信託に数多く用いられている実態を踏まえ、連続性の確保を考慮しつつ、より流動性を重視する方向で企業を選定することが適当と考えられる。具体的には現在TOPIXの算出に用いられている浮動株の定義を見直したうえで¹⁰、新たな浮動株の定義を用いて計算される「流通時価総額（浮動株時価総額）」を基準とすることが考えられる。

これらを踏まえ、その水準については、新たにプライム市場に上場する際の基準となる「流通時価総額」を目途とする方向で検討することが考えられる¹¹。

なお、選定対象数に上限を設けて定期的に入替を行うことや選定に当たりガバナンスや環境などの観点からの持続可能性等の質的な要素を加味してはどうかとの意見があり、これらについても引き続き検討することが考えられる。

こうしたTOPIXの変更に当たって、対象企業は主にプライム市場から選定されることが想定されるが、スタンダード市場等からも選定できるようにすることが考えられる¹²。

また、市場区分とTOPIXの対象を切り離すことに併せ、東京証券取引所として利益相反の懸念¹³を排除するため、指標算出に当たって、独立性やプロセスの公平性

¹⁰ 現在、浮動株から除かれる株式は、上位10先の大口保有者分などとなっている。今後、流通株式の定義については、保有者の売買の状況や保有の意図を踏まえてより実態に即したものとなるよう検討することが考えられる。また、PEファンド（再生ファンドを含む）などの保有分を浮動株に含めることについては、検討が必要である。

¹¹ 3頁注3を踏まえると、構成銘柄に選定される企業の新たな定義による流通時価総額の基準は、100億円を目途とする方向で検討することが考えられる。

¹² 仮にグロース市場からTOPIXの構成銘柄に選定する場合、同市場はコーポレートガバナンス・コードの適用が基本原則のみとなっていることから、ガバナンス等の要件を加重する必要があるとの意見があった。

¹³ 取引所内に、主として投資家利益の最大化の観点からインデックス対象企業を選定する部門と、上場企業数を維持・増加させることにより収益を得る部門が存在すると、利益相反が生じるおそれがあるのではないかとの意見があった。

を確保するための方策について検討を行うことが適当と考えられる¹⁴。

(2) 経過措置等

TOPIXの内容を変更し、これを運用するに当たっては、マーケットに過度な影響を与えないよう、連続性の確保に十分留意するとともに、明確な方針のもと、十分な移行期間を設けて、事前周知を行うなど最大限の配慮を行う必要がある。

例えば、過去にTOPIXを浮動株指数へ移行した事例を参考に、今般の見直しにより選定から外れる銘柄について、一定の時期に機械的に対象から外すのではなく、今後、市場区分・インデックス制度の変更開始の時期から徐々にTOPIXへの組入比率を低下させ、数年程度をかけて慎重に移行を進めていくことが考えられる。

現在、TOPIXは、年金基金や投資信託など幅広い金融商品において投資対象やベンチマークとして利用されている。TOPIXの内容を変更する場合において、変更されたTOPIXが使われることが期待されるが、これまでのTOPIXについても、当分の間、経過措置として算出されることが適当であると考えられる。

なお、先物取引市場などについても、TOPIXの見直しと併せて必要に応じて見直しを検討することが考えられる。

¹⁴ 指標算出の当事者である東京証券取引所による検討に加えて、監督当局における適切な対応が求められる。

4. その他

(1) 退出基準と受け皿市場

現在の基準では、市場第二部から上場廃止になる時価総額は10億円、マザーズ市場から上場廃止になる時価総額は5億円となっているが、上場後の企業価値向上の動機付けのため、退出基準を引き上げることも考えられる。一方、厳格な退出基準を適用する場合、投資家の換金機会を確保することが必要となることから、退出基準の強化を検討する際には、切れ目のない受け皿市場の整備についても合わせて、今後、検討する必要がある。

(2) 適用時期

市場構造の見直しに関しては、東京証券取引所における各種規定の改正や、これに対して企業や市場関係者が対応するための周知期間を十分に設けた上で、速やかに実施することが望ましい。具体的には、今後予定されているコーポレートガバナンス・コードの改訂等の後に、各企業において自社が上場する先として適切と考える市場の選択を行うことも踏まえると、2022年上半期を目途として市場区分やTOPIXの変更を開始することが想定される。

おわりに

以上が、当グループにおける検討の結果である。

本グループにおいて十分に議論を尽くすことができなかった退出と受け皿市場に係る論点のほか、今後の課題とされた検討項目については、画一的・形式的な基準をより実質的な基準とするなど、東京証券取引所を中心に、市場に求められる役割が十分に果たされるよう、検討が進められることを期待する。

今後、東京証券取引所をはじめとする関係者の適切な対応がなされ、ここに提言した各対応策が実現されることで、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を期待したい。

以上

Financial System Council Capital Market Working Group

Final Report by the Expert Study Group

on the Structure of Capital Markets in Japan

—A New Equity Market Structure Serving for Companies and
Investors in the New Era of *Reiwa*—

December 27, 2019

Table of Contents

Introduction	1
1. Purpose of Reform on the Equity Market Structure	2
2. Market Sections.....	4
(1) Prime Market	4
(2) Standard Market	7
(3) Growth Market	8
3. Index (TOPIX)	10
4. Others	12
(1) Delisting Criteria and Secondary Trading Venue for Delisted Stocks	12
(2) Appropriate Effectivite Date	12
Conclusion	13

Members of the Expert Study Group on the Structure of Capital Markets

As of December 27, 2019

Chair: Hideki Kanda, Professor, Law School, Gakushuin University

George Iguchi, Chief Corporate Governance Officer, Nissay Asset Management Corporation

Kazuhito Ikee, Professor, Faculty of Economics, Rissho University

Yuri Okina, Chairperson of the Institute, The Japan Research Institute, Limited

Yoshimitsu Kobayashi, Chairperson, Director of the Board, Mitsubishi Chemical Holdings Corporation
Hiroki Sampei, Head of Engagement, Fidelity International, Japan

Hajime Takata, Vice-chairman of the Institute Executive Economist, Mizuho Research Institute Ltd.

Akihiro Matsuyama (Member of the Board, Mitsubishi Electric Corporation), Chair, Sub-Committee on Capital Market, Keidanren (Japan Business Federation)

Observers

Japan Exchange Group, Inc.

Sapporo Securities Exchange

Nagoya Stock Exchange, Inc.

Fukuoka Stock Exchange

Ministry of Economy, Trade and Industry

Bank of Japan

Japan Securities Dealers Association

(Honorifics omitted, in *Gojuon* (Japanese alphabet) order)

* Additionally, the following experts were invited to provide insights and participated in the discussion.

○Second Session (May 31, 2019)

Akiyoshi Oba (Chairman, Japan Investment Advisers Association)

Kazushige Okuno

(Chief Investment Officer, Norinchukin Value Investments Co., Ltd.)

Masakazu Hosomizu (Partner, RMB Capital Management LLC)

○Third Session (October 2, 2019)

Katsuhisa Kinoshita (Representative Director & President, Kitanotatsujin Corporation)

Takahito Kudo (Chief Financial Officer, Ecomott Inc.)

Yoshimasa Yamamoto

(Chairman, HARD OFF CORPORATION Co, Ltd.)

Atsushi Muto (Director, Senior Managing Executive Officer, Takihyo Co., Ltd.)

Kei Nagasawa (Chief Financial Officer, Mercari, Inc.)

Yo Nagami (CFO and member of Board of Directors, RAKSUL INC.)

○Fourth Session (October 23, 2019)

Hidetaka Kawakita

(Distinguished Professor, Research Department, Graduate School of Management,
Kyoto University)

Etsuro Kuronuma

(Professor, Faculty of Law, Waseda University)

Kazuhiro Takei (Partner (Lawyer), Nishimura & Asahi)

Introduction

Tokyo Stock Exchange has been maintaining the basic market structure which was established prior to the integration of Tokyo Stock Exchange and the Osaka Securities Exchange in 2013, and has kept the market segments generally unchanged. Five years have passed since the said integration, and several issues have been identified. In response, Tokyo Stock Exchange established an Advisory Group and started its discussions since November 2018, and published a summary of the current issues in March 2019.

Since the discussions regarding the market structure of Tokyo Stock Exchange as well as other Japanese stock exchanges would have direct impact on the overall structure of the Japanese equity market as a whole, it was decided that the subsequent discussions should take place at the Financial System Council to further deepen the discussions with experts' perspectives on a continual basis. For this reason, the Expert Study Group on the Structure of Capital Markets was established under the Financial System Council Capital Market Working Group, with an aim to obtain recommendations on future market structure from experts in various fields. Since May 2019, the Expert Study Group has held six sessions, interviewing and discussing with a wide range of market participants and stakeholders, including investors and companies.

This report summarizes the results of the Expert Study Group's discussions.

1. Purpose of Reform on the Equity Market Structure

In 1961, Tokyo Stock Exchange, Osaka Securities Exchange, and Nagoya Stock Exchange, at the time, established the First and Second sections at respective exchanges. Since then, the equity market in Japan has developed under a structure where there are multiple market sections within a single exchange. This structure has also shaped the behaviors of corporations and investors.

In addition, TOPIX (Tokyo Stock Price Index), which is composed of all issues listed on the First Section of Tokyo Stock Exchange, has been referenced as the main index for Japanese stock market since the start of its calculation in 1969. At the same time, TOPIX has been widely used as a benchmark for domestic pension funds and as an investment index for passive funds such as mutual funds and ETFs.

That being said, the following issues have been identified regarding the current equity market structure:

- (i) Tokyo Stock Exchange has five market sections (First Section, Second Section, MOTHERS, JASDAQ Standard, and JASDAQ Growth), but the concept of each market section is ambiguous and may not be sufficiently convenient for many investors. In particular, the concept of the Second Section, MOTHERS, and JASDAQ are overlapping with each other and are confusing.
- (ii) The listing criteria for transferring (stepping-up) to the First Section from other market sections are not strict enough. In addition, compared to the listing criteria, the criteria for transferring from the First Section to the Second Section as well as the delisting criteria are lax and thus listed companies are not sufficiently incentivized to strive to sustain its growth and corporate value creation.
- (iii) Because TOPIX is composed of all the issues listed on the First Section, though TOPIX has been the chosen benchmark of many institutional investors, it is not functioning well as an investable index. Due to the recent rise of passive investment linked to TOPIX, there is a concern that price formation of issues with relatively small market capitalization or low liquidity may be affected. By contrast, there are few institutional investors that use other indices such as JPX-Nikkei 400 or TOPIX 500 as investable benchmarks. There is no index that is functioning properly as an investable benchmark, at the same time representing wide investment opportunities.

This reform on equity market structure intends to resolve these issues while also recognizing the history of the equity market which has developed over the course of time of more than half

a century. By clarifying the concept of each market section and revising the stock prices indices methodology, the reform aims to incentivize sustainable growth and corporate value creation of listed companies and start-ups, thereby creating a market that is attractive to both domestic and foreign investors. Furthermore, it is expected that these improvements to market functions will bear fruits of increased corporate value and profits to Japan as a whole, including household finances.

2. Market Sections

In order to provide various companies with listing opportunities and to incentivize sustained growth of corporate value after listing, one possibility is to restructure the existing market sections, and to redesign the equity market with multiple market sections based on the characteristics of the listed issues. Specifically, it seems appropriate to reorganize the market into three sections: "Prime Market," "Standard Market," and "Growth Market" (all names are tentative; the same applies hereinafter) so as to redesign the structure based on clear market concepts.

In addition, it would be considered appropriate for currently listed companies to be able to proactively choose the market section most suitable for its listing based on the concept of each new market section, by considering the company's corporate philosophy, quality of corporate governance, and commitment to engagement with shareholders.

(1) Prime Market

(i) Concept

The concept of the Prime Market may be defined as "a market for companies whose market capitalization and liquidity are large enough to attract investments from many institutional investors, that also have a high quality of corporate governance, as well as commitment to sustained growth and medium-to-long term improvement of corporate value with a focus on constructive dialogue with investors, thus, being a market for institutional and individual investors investing in those companies."

(ii) Listing Criteria, etc.

While market capitalization is important as listing criteria on the Prime Market, it is also important to consider other criteria such as liquidity and corporate governance.

(Market Capitalization Criteria (Market Capitalization of Tradeable Shares))

Currently, there are some issues on the First Section which have large market capitalizations but only a small number of shares actually traded. Focusing more on market liquidity, it is considered appropriate to take into account the "market capitalization of tradeable shares"¹ criteria for companies that will be newly listed on the Prime Market, in addition to the simple "market capitalization of all the shares." Additionally, review of the current definition of

¹ "Market Capitalization of Tradeable Shares" is calculated by "Number of shares in circulation multiplied by stock price (per one share)."

tradeable shares may also be considered.²

The market capitalization criteria should therefore indicate "market capitalization of tradeable shares" with a new definition,³ based on the current market capitalization criteria for listing directly on the First Section. The current market capitalization criteria for listing on the First Section via other market sections, such as MOTHERS, have a lower standard than those for listing directly on the First Section, and it is considered appropriate to integrate these different criteria into unified and standardized new criteria.⁴

At present, the market capitalization criteria when transferring from the First Section to the Second Section are less than 2 billion yen. It has been pointed out that these criteria are unbalanced compared to the criteria for listing, preventing proper market dynamic of company's exit from and entry into the First Section. For companies that will be listed on the Prime Market under the new criteria, in order to incentivize these companies to increase their corporate value after listing, one possible design would be to set the market capitalization (market capitalization of tradeable shares) criteria for exit from the Prime Market at the same level as those for listing on the Prime Market, with a certain grace period.

In the event of insolvency, when the liabilities of a listed company on the First Section exceed its assets at the end of a fiscal year, currently the company would be transferred from the First Section to the Second Section, and if this state remains unchanged for another fiscal year, it would be delisted.⁵ Revision of the criteria could be considered so as to recognize any expectation of prompt improvement of the financial condition of the company where its assets might exceed its liabilities, thereby avoiding such company to be automatically transferred or delisted.

(Liquidity (Tradeable Share Ratio) Criteria)

When the core focus of the Prime Market's market concept is on increasing corporate value through constructive dialogue with investors, an appropriate shareholder structure would be to have a high ratio of tradeable shares, which is more likely to facilitate governance on the management and strengthen constructive dialogue, compared to having most of the shares being

² Currently, shares excluded from tradeable shares are those of large shareholders with shareholdings of 10% or more. In the future, the definition of tradeable shares could be redefined, to grasp the actual situation of trading more accurately, taking into account the turnover of trades and shareholders' intention for holding. It may also be necessary to consider counting shares such as those held by PE funds (including revitalization funds) as tradeable shares.

³ Currently, the market capitalization criteria for listing directly on the First Section are 25 billion yen. In addition, the criteria for ratio of tradeable shares at the time of listing are 35% or more. With these in mind, 10 billion yen may be considered one standard for the criteria for market capitalization of tradeable shares under the new definition.

⁴ Some listed companies, such as those listed on MOTHERS, could already be preparing for listing/transferring to the First Section with the current listing criteria in mind. Amongst those companies, companies that file applications prior to the amendment of the relevant rules (the step-up criteria may be revised prior to amending other rules) could be allowed to be listed on the First Section pursuant to the current rules (under the current market capitalization standard).

⁵ Under the current criteria, the Second Section, MOTHERS, and JASDAQ listed companies are delisted if its liability exceeds its assets for two consecutive fiscal years, and therefore a similar revision could be made for these markets.

held by so-called “stable shareholders”. Currently, the listing criteria for the First Section stipulates the ratio of tradeable shares to be at least 35% of the listed shares, etc. However, there are some listed companies whose tradeable share ratio has dropped significantly since listing.⁶ It is considered appropriate for listed companies to maintain their tradeable share ratio at a level where so-called “stable shareholders” hold less than two-thirds of shares (the threshold necessary to pass a special resolution under the Companies Act).

As for liquidity, it may be worth considering the necessity of new criteria regarding trading volume and trading value.

(Corporate Governance)

For companies listed on the Prime Market, it is necessary to require a corporate governance standard appropriate for such market, where investors could be expecting to find good investment opportunities in Japan.

In order for listed companies to achieve sustained corporate growth and medium-to-long term increase of corporate value, it will be necessary to continue pursuing a higher standard of governance compared to other market sections, each time the Corporate Governance Code is revised in the future.⁷ Furthermore, it is strongly expected that companies listed on the Prime Market will duly comply with the relevant principles and sufficiently explain where needed, in a manner appropriate for the Prime Market, based on the selection of their own market section.

Additionally, it is also considered important to recognize the possible changes on business brought by the rapid progress of digitalization, which corporate governance might need to accommodate accordingly.

(Revenue Criteria)

Currently, the listing criteria for the First Section require a “stable revenue base.” Although there are few exceptions, it has been pointed out that it is difficult for companies which run deficit in their most recent fiscal year to be listed on the First Section.

In recent years, some companies running e-commerce businesses have invested heavily on advertisement, recruits and research and development in their early stages, and have sought to achieve significantly higher growth in the longer term. Since their investments do not appear as

⁶ Under the current rules, a listed company will be delisted if the ratio of tradeable shares falls below 5% of the listed shares, etc.

⁷ There were some comments that the minimum requirements for corporate governance appropriate to the Prime Market should be stipulated in the listing standards so as to clarify the differences between the Prime Market and the Standard Market. By contrast, other comments indicated that issues regarding corporate governance had been addressed on a principal basis for the past years and that much caution would be required in considering whether to introduce listing standards that compelling or force compliance.

assets under these business models, in contrast to traditional type of industries making capital investments, these companies tend to run deficit, appearing as money-losing companies.

For such cases, it is considered appropriate to revise the criteria so that listing on the Prime Market can be approved even when there is a deficit in the most recent financial results. Additionally enhancing requirements on market capitalization, revenue, disclosure and such would be appropriate.

(iii) Transitional Measures (Grandfathering)

At the hearings, etc., it was confirmed that companies listed on the First Section provide their stakeholders with tremendous values, tangible and intangible, in various forms, deriving from its listing on the First Section. These companies have established their brand images as major companies in the country/region which have become a source of trust and security in employment and transactions, by complying with the listing criteria and being monitored from Tokyo Stock Exchange, for instance. These values seem to be reflected in their corporate value even for current shareholders in these companies listed on the First Section.

For companies with small market capitalization, it might be difficult to increase their market capitalization through corporate efforts within a limited period of time. Nevertheless, in light of the concept of the Prime Market, it is still important that they strengthen their corporate governance in order to increase their corporate value.

With that in mind, even when companies listed on the First Section do not necessarily meet the new market capitalization (market capitalization of tradeable shares) criteria for listing and delisting, it is considered appropriate, in general, to allow them to be listed or to be kept listed on the Prime Market for the time being, as long as they choose the Prime Market and are committed to enhancing their corporate governance towards the higher standard.⁸

By contrast, it is relatively likely that the ratio of tradeable shares can be improved through corporate efforts such as eliminating cross-holdings of shares and issuing new shares. Accordingly, when companies listed on the First Section do not necessarily meet the tradeable share ratio criteria, it may be considered to allow them to be listed or to be kept listed on the Prime Market for the time being, as long as they choose the Prime Market and are committed to developing and disclosing initiatives and plans to improve the ratio of tradable share.

(2) Standard Market

⁸ It may be considered that the criteria for companies listed on the First Section, subject to transitional measures, to transfer from the Prime Market to the Standard Market, should be set in accordance with the current criteria for transferring from the First Section to the Second Section (market capitalization of 2 billion yen).

(i) Concept

The concept for the Standard Market may be defined as “a market for companies which have a base-line, standard level of market capitalization and liquidity representing appropriate investment opportunity as a public company, have basic corporate governance standards as a listed company, and which are committed to sustainable growth and medium-to-long term enhancement of corporate value, thus, being a market for investors investing in those companies.”

The Standard Market could be considered as primarily consisting of companies that are currently listed on the Second Section and the JASDAQ Standard. However, it is assumed that companies currently listed on the First Section may choose the Standard Market as well.

(ii) Listing Criteria, etc.

Companies listed on the Standard Market are not necessarily required to meet the listing criteria that institutional investors expect from companies listed on the Prime Market, such as the level of market capitalization and liquidity, and higher corporate governance standards. In light of the above concept, however, it is appropriate to require companies to be committed to having a base-line, standard level market capitalization and liquidity, achieving basic corporate governance standards, and striving for sustained growth and increase of medium-to-long term corporate value in a way that is appropriate for each company.

Regarding the market capitalization criteria for companies wishing to be listed on the Standard Market, adopting the concept of market capitalization of tradeable shares in line with the Prime Market may be considered. In setting the criteria, the current criteria for listing on the Second Section⁹ can be considered as a reference.

With regards to the governance criteria, companies listed on the Second Section are currently subject to all the Principles of the Corporate Governance Code, whereas companies listed on JASDAQ Standard are only subject to the basic Principles of the Corporate Governance Code. For companies transferring to the Standard Market, it is not appropriate to lower the level of corporate governance which has been required so far, and therefore, going forward, it would be appropriate to apply all the Principles of the Corporate Governance Code to the entire Standard Market. For companies currently listed on JASDAQ Standard, it is necessary to pay due attention to the possible additional burden on these companies in the course of transition.

(3) Growth Market

⁹ The current market capitalization criteria for companies to be listed on the Second Section are 2 billion yen.

(i) Concept

The concept for the Growth Market may be defined as "a market for companies which have a business plan to realize their high growth potential, the progress of which is timely and appropriately disclosed and have obtained a certain level of market value, but at the same time, have a relatively higher risk from the viewpoint of business performance, thus, being a market for institutional and general investors investing in those companies."

It is assumed that the current MOTHERS and JASDAQ Growth listed companies will, in principle, transfer to the Growth Market.

Based on this clear concept, it is expected that this market will further contribute to the fostering of start-up companies.

(ii) Listing Criteria, etc.

Currently, it is possible for companies to be listed on the MOTHERS with a market capitalization of a billion yen. On one hand, it has been pointed out that some companies got listed with small market capitalization with no further growth observed after listing (so-called listing goal). On the other hand, it has also been pointed out that providing listing opportunities at an early stage enables a model of quick- re-investment-cycle of the acquired capital, into upcoming start-ups.

Given these two sides of the analysis, it is appropriate, in principle, to maintain the current listing criteria including those for market capitalization, so that this market continues to remain as the world's most accessible market for start-ups to obtain risk capital.

Regarding the corporate governance criteria, applying only the General Principles of the Corporate Governance Code would be appropriate, even after the Corporate Governance Code is revised.

Furthermore, fostering a market practice, where start-ups choose the appropriate timing of their listing in line with their corporate growth, would be appropriate. This practice will promote certain start-up companies in a pool of start-ups in Japan, to grow and achieve the size of so-called "unicorns," aiming to list after having grown to a certain size.

(iii) Promoting Participation of Institutional Investors

The current MOTHERS is a market where individual investors are the main players. In order to promote institutional investors' participation in the market, a number of measures may be considered from a broader perspective. The measures may include, for instance, publishing good disclosure practices of MOTHERS-listed companies that are attracting investments from institutional investors, revising the criteria for the number of shareholders when listing, and reviewing the appropriate distribution of shares to investors when a company is listed.

3. Index (TOPIX)

Currently, the composition of listed companies on the First Section and the composition of TOPIX are identical. Market section provides companies with a place to raise capital according to their size, etc. and it also provides investors with a place to trade the shares. In comparison, TOPIX plays its role not only as an indication of stock price trends, but also, as an investment index and benchmark, which has become an even more important role especially following the recent rise in passive investment.

Since the required roles of market section and TOPIX are becoming different, it is considered appropriate to delink the composition of TOPIX from the market sections accordingly.

(1) Selection Criteria, etc.

It is necessary to aim for an index which the institutional investors (asset owners and asset managers) find convenient and which also comprising companies find reasonable. Therefore, it is considered appropriate to select companies in a way that places more emphasis on their liquidity, while also ensuring the continuity of TOPIX, considering that TOPIX has already been widely used in pension management and mutual funds. Specifically, after revising the definition of the free float currently used in calculating TOPIX,¹⁰ it may be considered to set the criteria based on "market capitalization of tradeable shares (free float market capitalization)" which is calculated using the new definition of free float.

Based on the above points, the criteria may be set by referring to the "market capitalization of tradeable shares" criteria for listing on the new Prime Market.¹¹

There were some comments on capping the number of constituents and changing the composition of TOPIX on a regular basis, or taking into account qualitative factors such as sustainability from the perspective of those including, but not limited to corporate governance and environment when selecting these companies. These issues may need to be discussed further.

In changing the methodology of TOPIX, while it is assumed that constituents will be mainly selected from companies listed on the Prime Market, it could consider allowing other companies listed on other market sections such as the Standard Market to be selected.¹²

¹⁰ Currently, shares held by the 10 largest shareholders are excluded from the free float. In the future, reviewing the definition of free float may be considered to grasp the actual situation of trading more accurately, taking into account its turnover of trades and shareholders' intention for holding. Counting holdings of PE funds (including revitalization funds), etc. as free float is necessary to be discussed.

¹¹ Based on the footnote 3 on page 5, in selecting constituents, an estimate of 10 billion yen may be considered as the criteria for market capitalization of tradeable shares (free float market capital) under the new definition.

¹² There were some comments that if TOPIX constituents were to be selected from the Growth Market, it would be necessary to impose additional requirements on corporate governance as only General Principles of the Corporate Governance Code is

In addition to delinking TOPIX composition from the market sections, it is considered appropriate to explore measures that ensure independence and fairness of the process for calculating the index, so as to eliminate concerns¹³ on conflicts of interest in Tokyo Stock Exchange.¹⁴

(2) Transitional Measures, etc.

In changing the methodology of TOPIX and publishing the calculation results, it is necessary to pay the utmost attention to ensuring TOPIX's continuity so as not to unduly affect the market, as well as to give advance notice to the public with a sufficient transition period based on a clear policy.

The past experience when TOPIX was moved to a free-float-based index may be followed as an example. With regard to issues that will not be selected under the revised methodology, it may be appropriate that the transition take place with due care and over a course of a few years. This can be achieved by reducing the weight of these issues in the TOPIX composition, gradually from the time the market sections and index methodology are changed, instead of automatically removing all these issues at a certain time.

At present, TOPIX has been used as an investment index and as a benchmark for a wide range of financial products such as pension funds and mutual funds. While it is expected that the revised TOPIX will be used when the TOPIX methodology changes, calculating the current TOPIX as a transition measure for the time being is considered appropriate.

Additionally, in reviewing the TOPIX methodology, other related matters such as effect on futures markets may also be reviewed as needed.

to be applied there.

¹³ There were some comments that, a conflict of interest might occur within the exchange if there is a department which selects index constituents mainly from the perspective of maximizing investor profits, and also if there is a department which can earn profits by maintaining and increasing the number of listed companies.

¹⁴ Appropriate measures must be taken by the relevant supervisory authority, in addition to consideration by Tokyo Stock Exchange, which is calculating the index.

4. Others

(1) Delisting Criteria and Secondary Trading Venue for Delisted Stocks

Currently, the market capitalization criteria for delisting from the Second Section are a billion yen and those for delisting from MOTHERS are 0.5 billion yen. It may be considered to tighten the delisting criteria to incentivize companies to increase their corporate value after being listed. By contrast, once the strict delisting criteria are applied, securing opportunity for investors to sell their shares to be delisted is necessary. Therefore, when considering tightening the delisting criteria, it is also necessary to consider developing secondary markets which seamlessly function as alternative, secondary venues of trading for these investors.

(2) Appropriate Effective Date

It is desirable that this reform on market structure be implemented in a prompt manner, following the amendment of the relevant rules of the Tokyo Stock Exchange and the sufficient period of time for companies and market participants to be informed of and respond to. Specifically, it is expected that changes to the market sections and TOPIX will occur in the first half of 2022, considering that each company will choose a market section it considers suitable to be listed after the Corporate Governance Code has been revised as planned.

Conclusion

The above recommendations are the results of the discussions by the Expert Study Group.

There are remaining issues that were not fully discussed, including those related to exit from the market and those related to the development of alternative, secondary trading venue for delisted stocks. It is expected that these remaining issues will be further discussed in order for the equity market to sufficiently fulfill its role, revising the formal and procedural criteria to more substantial ones, which the overall discussions could be handled by Tokyo Stock Exchange taking the lead.

Going forward, it is expected that Tokyo Stock Exchange and other stakeholders will take appropriate measures to implement the various recommendations made in this report. We hope that this implementation will increase attractiveness of the market to domestic and foreign investors, ensure fairness and vitality of the market and promote sustained growth of the companies and the economy, thereby contributing to further development of the Japanese economy.

End of Document