

# 市場区分見直しに関する フォローアップ会議にあたっての意見

2022年11月25日

経済産業省 経済産業政策局 産業資金課

# 市場区分見直しに関するフォローアップ会議にあたっての意見

## 1. 総論

- 取引所は、明確な基準の設定及びその厳格な運用により、企業のコーポレートガバナンスに規律を与え、中長期的な企業価値向上を後押しする存在であると認識。その点、経過措置はそうした規律を緩めるものであるため、短ければ短いほどよく、また、明確に期限を区切るべきではないか（ただし、経過措置の廃止に伴う換金機会確保等についても、必要な検討をすべき）。
- 経過措置の議論を終えた後、市場の魅力を高める観点から、①各市場区分のコンセプトが適切か、②各市場区分がそのコンセプトを適切に反映した設計・運用実態となっているか、継続的に議論していくべきではないか。

## 2. 各論

### ① プライム市場

- 「グローバルな投資家との建設的な対話を中心に据えた企業向けの市場」というコンセプトや海外投資家からの声も踏まえ、英文開示の必要性が高い資料（例えば、決算短信、IR説明会資料、適時開示資料、有価証券報告書等）については、英文開示を義務づけるべきではないか。

### ② グロース市場

- 上場維持基準のうち債務超過基準については、減損リスクを念頭に企業の成長に向けた投資を阻害するものとなっていないか検討し、必要に応じて基準の改正等を検討すべきではないか。
- また、「高い成長可能性を有する企業向けの市場」というコンセプトを踏まえ、成長性に関する指標（例えば、時価総額成長率など）を上場維持基準に組み込むことも検討すべきではないか。

### ③ TOPIXなど

- 企業の自律的な成長を促す観点から、何らかの基準を設定し、構成銘柄を定期的に見直す制度を導入できないか。
- 例えば、PBR 1 倍割れなど投資家から評価されていない企業は、大規模で流動性がある企業であっても、構成銘柄に組み入れない等の措置は考えられないか。また、組み入れる場合、自社の企業価値向上に向けた一定期間の具体的かつ合理的な計画を開示していることなどを条件としてはどうか。
- 加えて、持続的な企業価値向上を促す観点から、長期的な価値創造を実現するための経営・事業変革に取り組む企業を選定した銘柄の創設なども有益ではないか。

# (参考1) 経過措置 — 上場維持基準に適合していない会社の状況

- 上場維持基準に適合しておらず、適合に向けた計画を開示している会社は**492社**（全市場合計）  
 ※ 適合計画を開示している549社のうち、57社は自社の試算ベースで適合した旨を公表
- 計画期間の終了時期は、新市場区分移行後2～4年に集中しており、95%が5年以内

## 基準ごとの適合していない会社数

### プライム市場

注：2022年7月1日時点

流通株式時価総額（100億円以上）	：	217社
流通株式比率（35%以上）	：	36社
売買代金（0.2億円以上/日）	：	81社
合計（重複除く）	：	262社

注：適合計画を開示している295社のうち、33社は自社の試算ベースで適合した旨を公表

### スタンダード市場

流通株式時価総額（10億円以上）	：	122社
流通株式比率（25%以上）	：	77社
株主数（400人以上）	：	11社
合計（重複除く）	：	191社

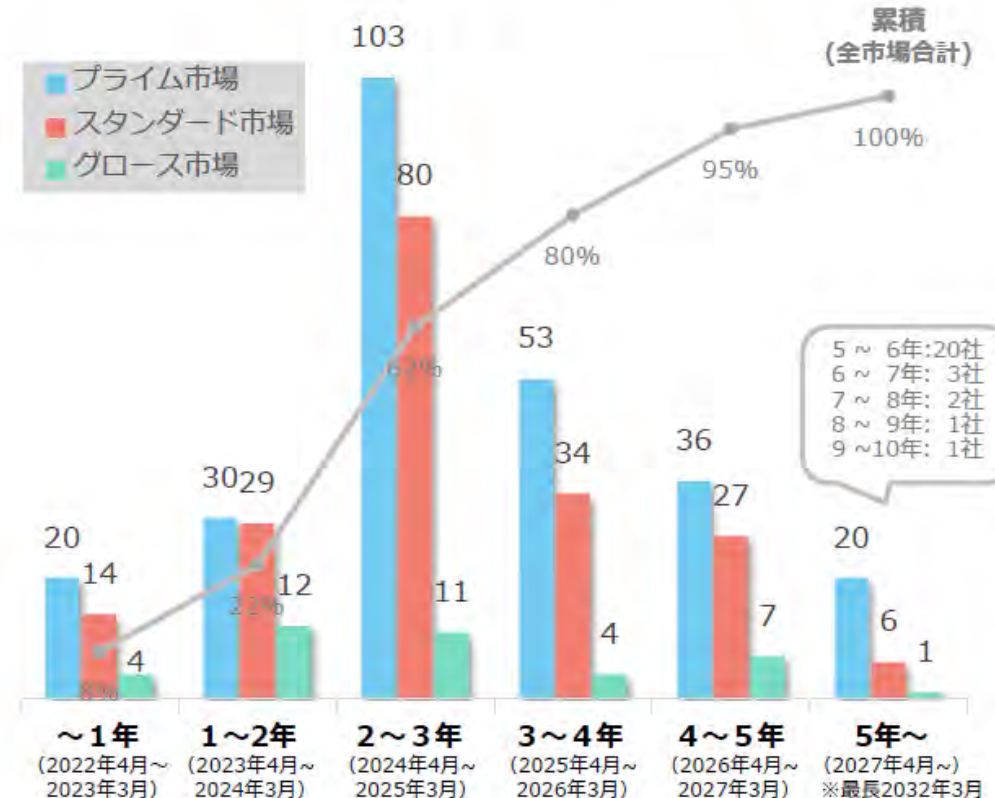
注：適合計画を開示している209社のうち、18社は自社の試算ベースで適合した旨を公表

### グロース市場

流通株式時価総額（5億円以上）	：	2社
流通株式比率（25%以上）	：	20社
時価総額（10年経過後40億円以上）	：	18社
合計（重複除く）	：	39社

注：適合計画を開示している45社のうち、6社は自社の試算ベースで適合した旨を公表

## 計画期間の終了時期の分布

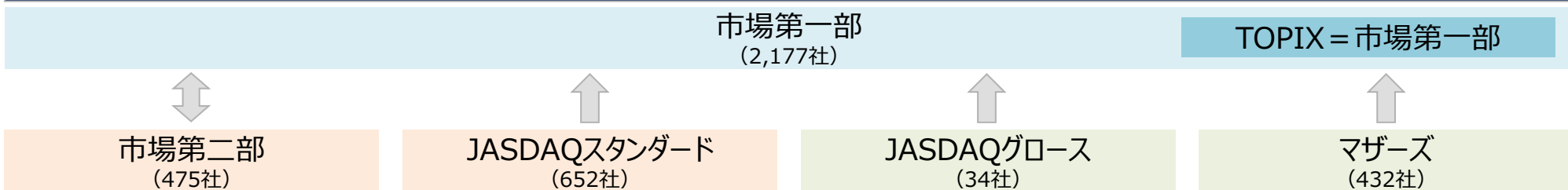


注：計画期間は新市場区分移行日からの期間。複数の基準に適合していない場合、最長の計画期間を採用

## (参考2) 市場区分見直しの概要

- 東証は、上場会社の持続的な成長を支え、国内外の多様な投資家から高い支持を得られる魅力的な現物市場を提供することを目的として、2022年4月4日に市場区分を再編。

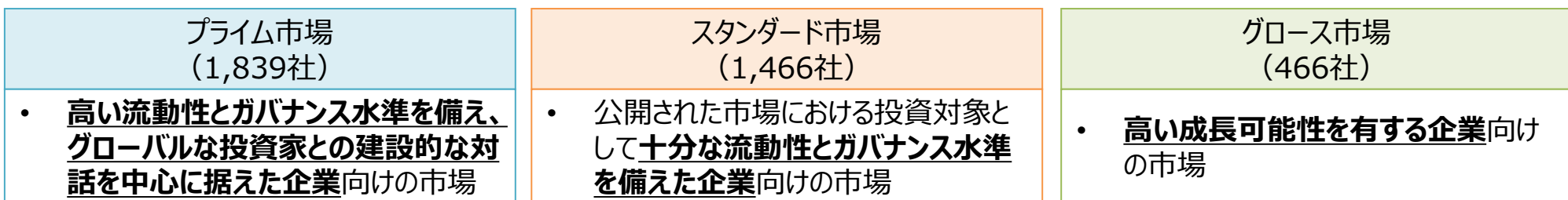
### 市場区分見直し前 (2022年4月3日時点)



#### 課題

- ① 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
- ② 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 投資対象としての機能性を備えた指数が存在しない

### 市場区分見直し後 (2022年4月4日時点)



#### TOPIX

- 市場区分との切り離し (現行TOPIXとの連続性も考慮しつつ、より流動性を重視して選定)

#### 経過措置

- 選択先の市場区分の上場維持基準を充たしていない場合、「上場維持基準の適合に向けた計画書」を提出し、改善に向けた取組を図ることで、**当分の間、経過措置として現行の上場維持基準を適用**



## (参考3) プライム市場における英文開示の状況

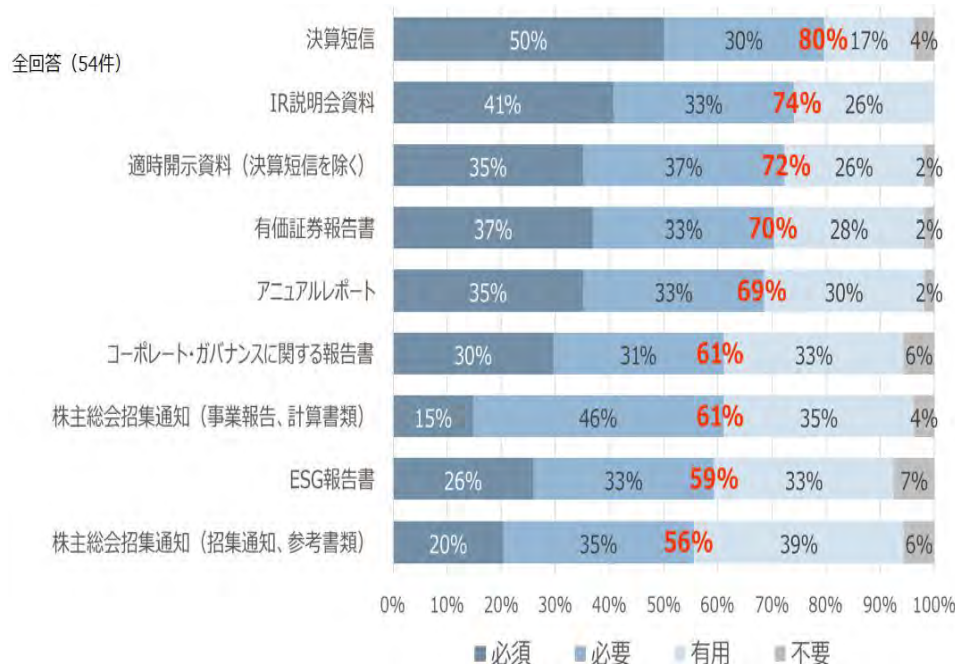
- プライム市場のコンセプトは、グローバルな投資家との対話を中心に据えた企業向けの市場。
- 他方、プライム市場上場会社でも、十分な英文開示の対応が為されていない。

### 資料別の英文開示の状況

(2022年7月時点)

	英文開示 実施	書類別の実施状況						
		決算 短信	株主総会招 集通知 (通知本文)	IR説明会 資料	適時開示 (決算短信 以外)	CG 報告書	有価 証券 報告書	
<b>プライム (n=1,837)</b>	<b>92.1%</b>	77.1%	76.1%	61.1%	38.7%	24.5%	13.3%	
時価 総額別	1,000億円以上 (n=679)	98.4%	89.6%	89.9%	86.2%	66.9%	49.1%	26.5%
	250億円以上1,000 億円未満 (n=695)	90.6%	72.7%	75.0%	52.2%	26.3%	13.1%	7.2%
	250億円未満 (n=463)	84.9%	65.4%	57.5%	37.6%	15.8%	5.4%	3.2%

### 海外投資家における「投資を行ううえで必要な情報」



補充原則  
3-1②  
【改訂】

- 合理的な範囲で、英語での情報の開示・提供を進めるべき
- プライム市場上場会社は、開示書類のうち必要とされる情報を英語で開示・提供すべき

## (参考4) グロース市場上場維持基準

- グロース市場においては上場を維持するために純資産の額が正であることが必要。
- 他方、米国市場では、時価総額又は利益を確保すれば、債務超過でも上場維持が可能。

### 上場維持基準

項目	グロース市場	NASDAQ (キャピタル)
株主数	<ul style="list-style-type: none"> <li>150人以上</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>300名以上</li> </ul>
流通株式	<ul style="list-style-type: none"> <li>次のaからcまでに適合すること</li> <li>a. 流通株式数：1,000単位以上</li> <li>b. 流通株式時価総額：5億円以上</li> <li>c. 流通株式比率：25%以上</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>次のa,bに適合すること</li> <li>a. 流通株式数：50万株以上</li> <li>b. 流通株式時価総額：100万ドル以上</li> </ul>
売買高	<ul style="list-style-type: none"> <li>月平均売買高：10単位以上</li> </ul>	—
時価総額	<ul style="list-style-type: none"> <li>40億円以上（上場後10年経過後）</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>3,500万ドル以上</li> </ul>
純資産の額※	<ul style="list-style-type: none"> <li><b>純資産の額が正</b></li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>株主資本：250万ドル以上</li> </ul>
利益額	—	<ul style="list-style-type: none"> <li>当期純利益：50万ドル以上</li> </ul>
株価	—	<ul style="list-style-type: none"> <li>1ドル以下が30日以上</li> </ul>

いずれかを満たすことが必要

※上場後3年間において、純資産の額が正でない状態となった場合、上場後4年経過後最初に到来する事業年度の末日までの期間に上場維持基準に適合しなかったときは、上場廃止基準に該当。



SaaS系企業

- 意図的に債務超過まで踏み込んでいないが、債務超過要件があることで、バッファを積んだ計画を立てざるを得ない。
- M&Aした場合、のれんの減損が発生すると債務超過になってしまう可能性が高く、スタートアップ企業にとってM&Aを避ける要因の一つ。

## (参考5) マザーズ上場会社の成長

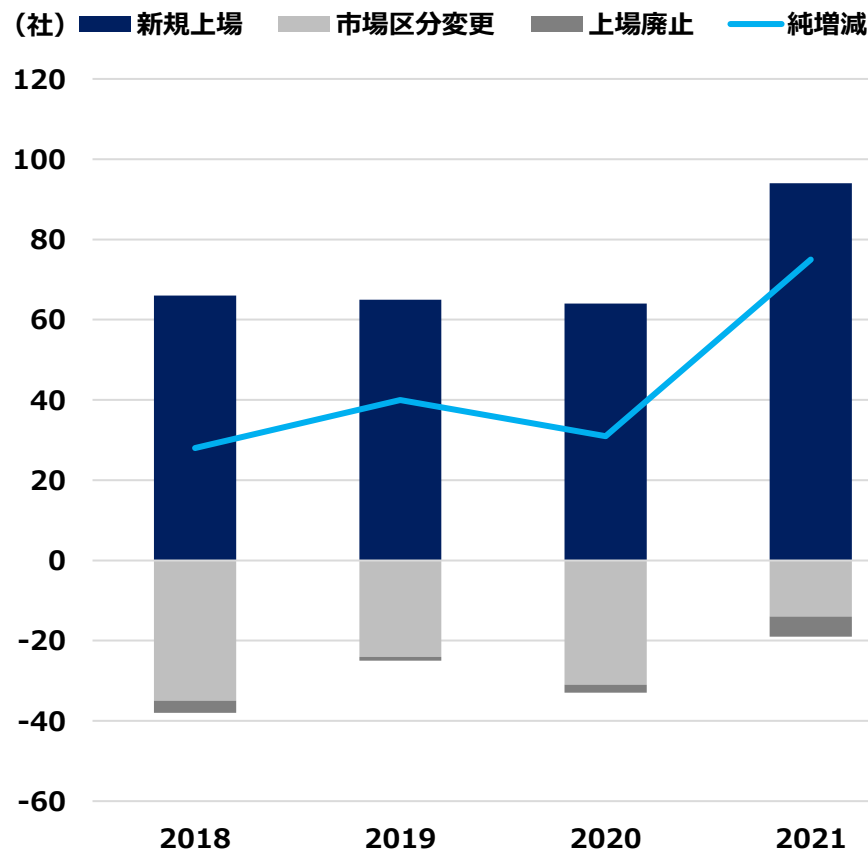
- 上場後、中央値としては大きな成長は見られず、半数前後の会社が上場時の時価総額を下回る状況。
- 他方、マザーズ市場から退出する会社数は限定的であり、その多くが市場第一部への市場区分の変更。

上場月の月末時価総額を100とした上場 x 年後の時価総額  
(マザーズ市場)

	上場 1 年後	3 年後	5 年後	7 年後
平均値	132	153	230	283
最大値	2,992	1,323	3,421	2,312
p75	150	179	251	359
<b>中央値</b>	<b>88</b>	<b>90</b>	<b>107</b>	<b>126</b>
p25	56	50	58	60
最小値	15	11	6	7
サンプル数	488 社	362社	243 社	142 社

- 注：
- ・ 2010年以降にマザーズに上場した会社を対象とし、上場した月の月末時点の時価総額を100として、上場 x 年後の月末時点の時価総額をスコア化
  - ・ 上場 x 年後時点で上場廃止している場合、当該時点の集計対象から除く
  - ・ P75は下位から75%に位置する企業、P25は下位から25%に位置する企業の数値を示す

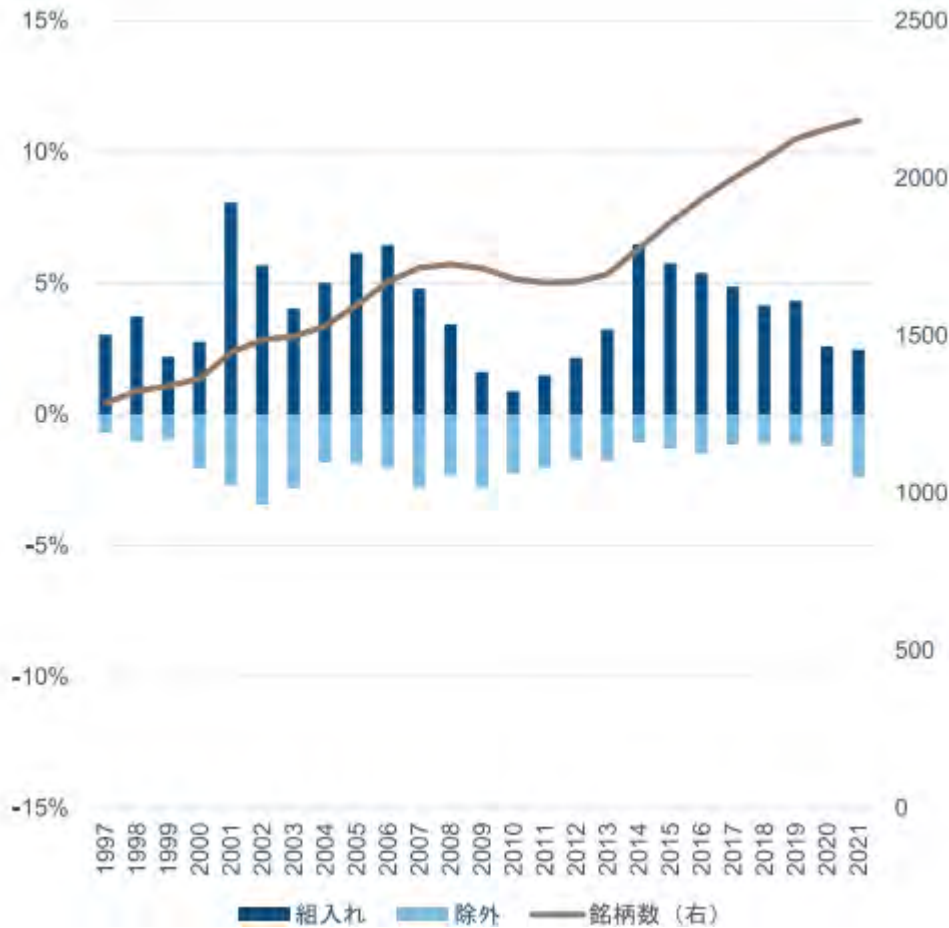
上場会社数増減  
(マザーズ市場)



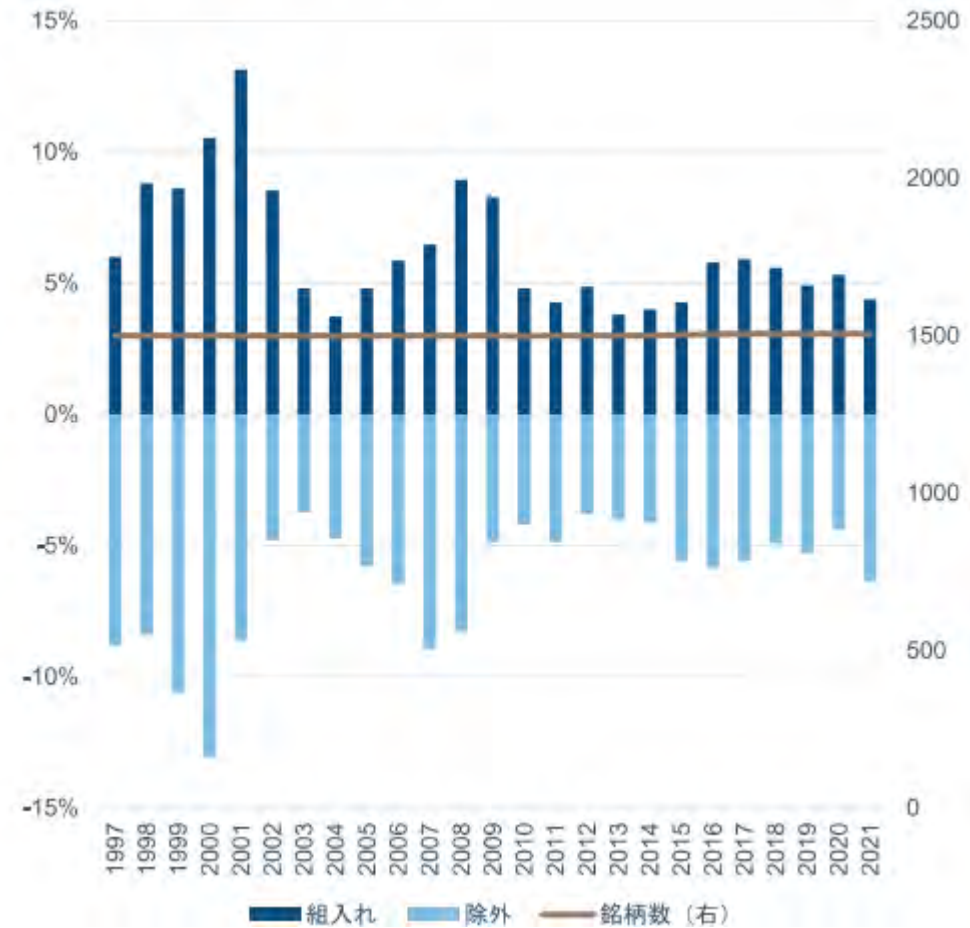
## (参考6) TOPIX・S&P1500の銘柄数と入れ替え

- 銘柄数が一定のS&P指数に対して、銘柄数の制限がないTOPIXは膨張。
- S&P指数では活発に銘柄の入れ替えが発生。

### TOPIXの銘柄数と入替割合の推移



### S&P1500の銘柄数と入替割合の推移



(注) 組入れ及び除外は前年末銘柄数に対する割合。合併等による証券コード変更も含まれる。

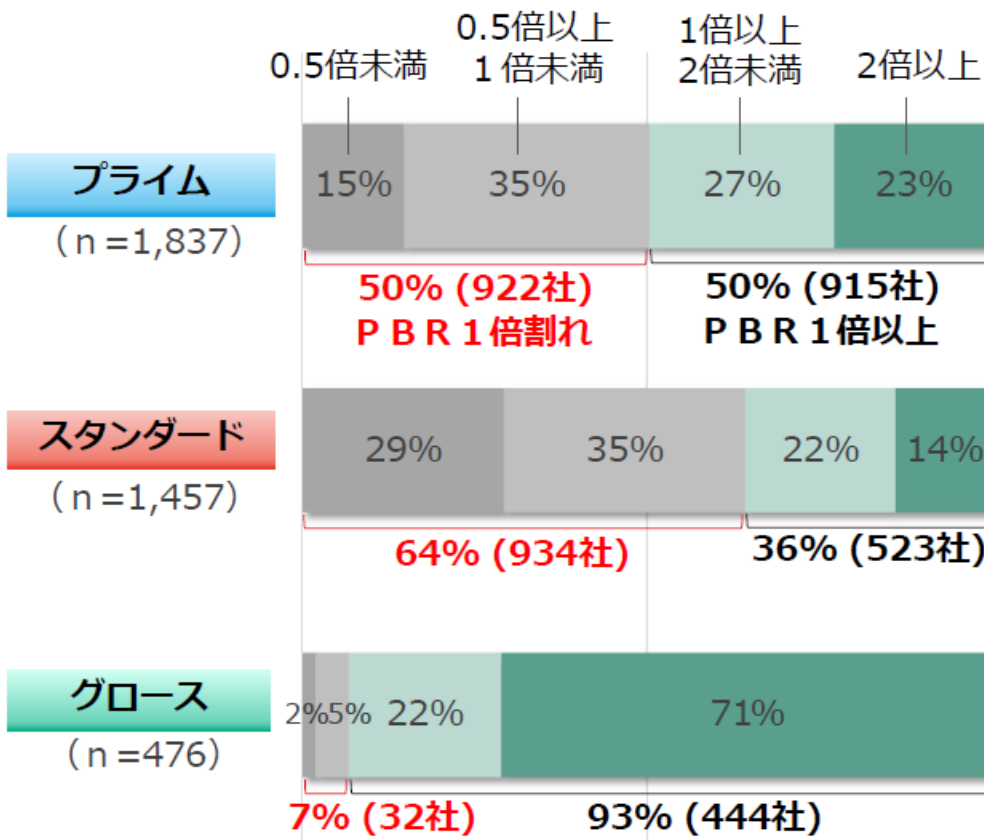
(出所) ファイデリティ投信株式会社「市場区分の見直しに関するフォローアップ会議 第二回 サステナビリティの観点から」



## (参考7) PBR (株価純資産倍率)

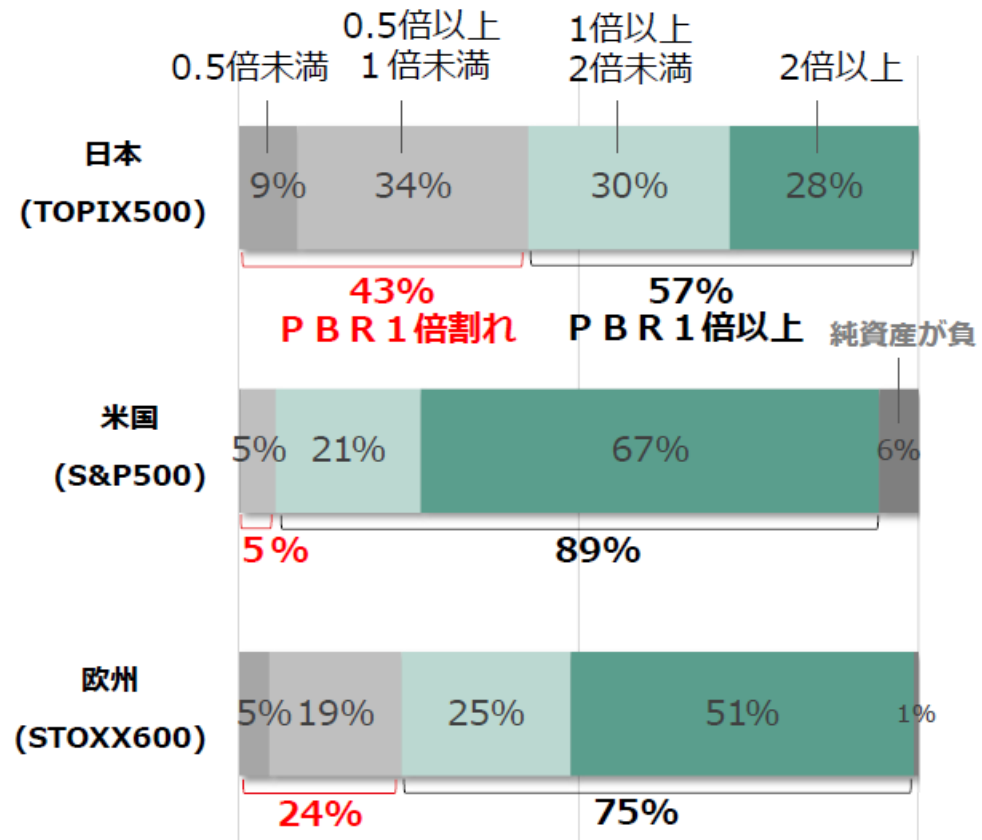
- PBR 1倍割れがプライム市場の50% (922社)、スタンダード市場の64% (934社)
- 主要株価指数の構成企業のうちPBR 1倍割れの企業の割合は、米国 (S&P500) 5%、欧州 (STOXX600) 24%に対して、日本 (TOPIX500) は43%

市場区分別のPBRの分布



注：QUICKから取得したデータを東証で加工、2022年7月1日時点(外国会社を除く)

PBRの海外比較 (主要企業)



注：Bloombergから取得したデータを東証で加工、データが得られる企業のみ抽出、2022年7月1日時点