

市場構造の在り方等に関する 市場関係者からのご意見の概要 (更新版)

株式会社東京証券取引所
2019年3月
(2019年5月更新)

目次

| | | |
|------|---------------------------------|----|
| I. | 本資料について..... | 2 |
| II. | ご意見の提出者..... | 2 |
| III. | ご意見の概要..... | 3 |
| 1. | 現在の市場構造を巡る課題..... | 4 |
| (1) | 各市場の現状に対する評価..... | 4 |
| (2) | 企業価値向上の動機付けの不足..... | 8 |
| (3) | 投資対象としての機能性と市場代表性を有する指数の不在..... | 13 |
| 2. | 改善に向けた具体的な提案..... | 14 |
| (1) | 市場コンセプトの見直し..... | 14 |
| (2) | 企業価値向上の動機付けを補完する仕組み等..... | 35 |
| (3) | 投資対象として機能性と市場代表性を有する指数の在り方..... | 41 |
| (4) | 企業や投資者への影響等を考慮した移行プロセス..... | 43 |
| 3. | その他..... | 46 |

I. 本資料について

当社では、昨年より、現物市場の市場構造の今後の在り方等に係る検討を進めております。検討にあたり、当社では、昨年12月から本年1月にかけて、市場構造の在り方等に関する主な論点について意見募集を実施し、国内外から約90件のご意見をお寄せいただきました。また、並行して当社では、市場関係者の皆様に個別にヒアリングを実施し、約70社の皆様にご協力を頂きました。本資料は、それらのプロセスにおいて頂戴したご意見を当社において取りまとめたものです。

本資料は、お寄せいただいたご意見を原文のまま記載するものではありません。類似又は共通している他のご意見と統合している場合や重複等を考慮して要約している場合があることに加え、個別具体的な事例に言及するもの、その他今回の意見募集の趣旨から外れていると思われるものは記載していません。

また、日本語以外の言語で寄せられたご意見は、当社において日本語に翻訳したうえで記載しております。翻訳にあたっては正確を期しておりますが、細かなニュアンス等について、原文のご趣旨を反映しきれていない可能性がありますのでご留意ください。

II. ご意見の提出者

意見募集にご協力いただいた市場関係者の方のうち、名称の公表にご同意いただいた方（ただし、個人を除きます。）のみを記載しています。名称の表記は、いずれもご提出いただいた書面に依拠しています。

なお、ほかに、監査法人、大学教授、法律事務所などからもご意見を頂戴しております。ご意見をご提出いただいた方全体の属性の分布については、図表をご覧ください。

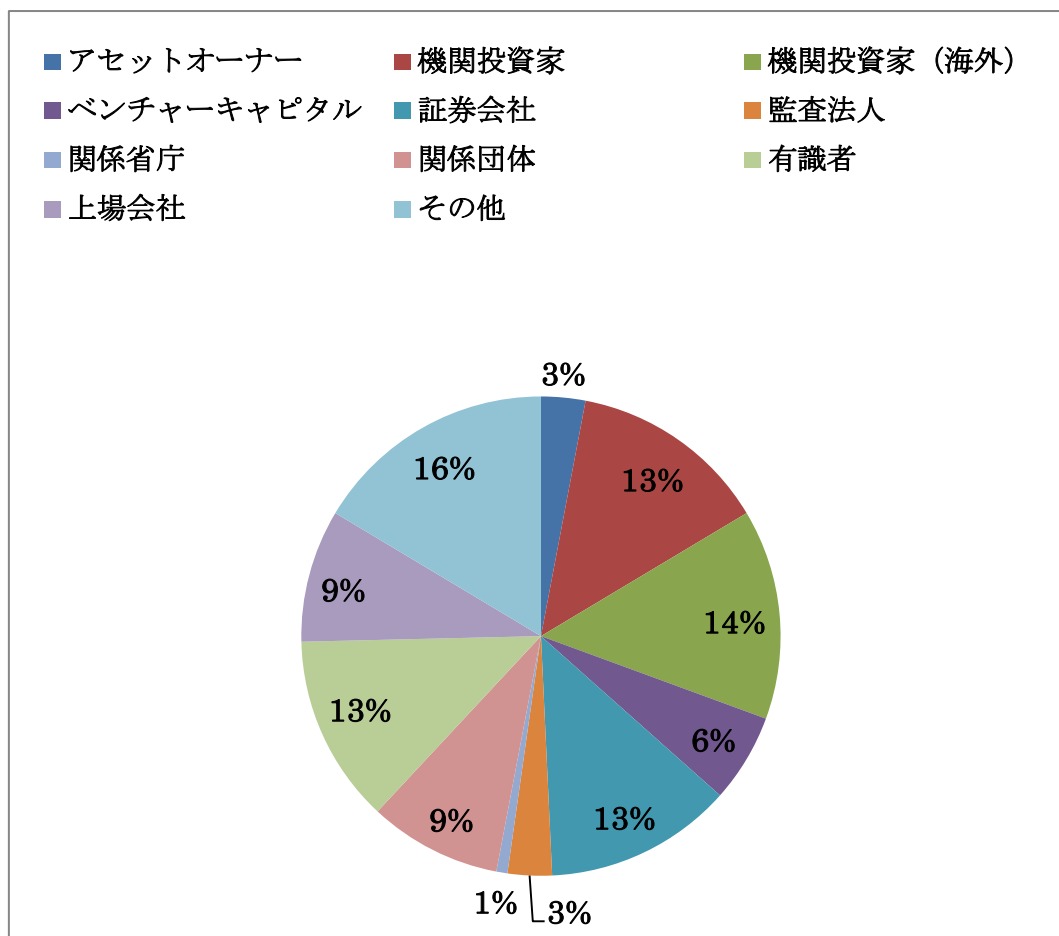
（意見募集にご協力いただいた皆様【名称の公表に同意いただいた先のみ】）

| | |
|--------------------------------------|------------------------|
| 3D Investment Partners Pte. Ltd. | 株式会社サガミホールディングス |
| Apollo Investment Management Ltd | シニフィアン株式会社 |
| Asset Value Investors | 株式会社ジャフコ |
| BNP パリバ証券株式会社 | 上場会社法制の在り方を考える会 |
| BrilLiquid LLC | シンプレクス・アセット・マネジメント株式会社 |
| Canyon Partners | 一般社団法人スチュワードシップ研究会 |
| Cornwall Capital Management LP | 株式会社ストラテジックキャピタル |
| Fir Tree Partner | 大和証券株式会社 |
| IFRS Foundation Asia Oceania Office | 大和証券投資信託委託株式会社 |
| Kaname Capital | 株式会社東京大学エッジキャピタル |
| King Street Capital Management, L.P. | 一般社団法人投資信託協会 |
| Monarch Alternative Capital LP | 内藤証券株式会社 |
| PointState Capital LP | 日興リサーチセンター株式会社 |

| | |
|---------------------------|-----------------------|
| RMB キャピタル | 一般社団法人日本経済団体連合会 |
| Swedbank Robur | 日本公認会計士協会 |
| Taiyo Pacific Partners LP | 日本電子材料株式会社 |
| TOA 株式会社 | 一般社団法人日本投資顧問業協会 |
| VARECS Partners Limited | 一般社団法人日本内部監査協会 |
| アセットマネジメント One 株式会社 | 農林中金バリューインベストメンツ株式会社 |
| いちよし証券株式会社 | フィデリティ投信株式会社 |
| 企業年金連合会 | ペガサスミシン製造株式会社 |
| 株式会社北の達人コーポレーション | 三菱UFJ信託銀行株式会社 |
| グロービス・キャピタル・パートナーズ | 三菱UFJモルガン・スタンレー証券株式会社 |
| 経済産業省 | |

（アルファベット順・五十音順）

【図：属性分布表】



III. ご意見の概要

1. 現在の市場構造を巡る課題

（1）各市場の現状に対する評価

【各市場に共通する指摘事項】

a. 市場の位置付けの重複・分かりづらさ（21件）

- 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らず、投資者の利便性も向上させていない
- 現在の市場区分ほどの数の市場は必要ない
- 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、中小型企业・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
- マザーズとJASDAQグロースは、共に成長性の高い新興企業の上場先だが、違いが分かりづらく、投資家の混乱を招いており、新興企業の成長の動機付けにもマイナス
- 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（マザーズとJASDAQスタンダードは、アーリーな企業と伝統的な会社ですみわけができていない印象）
- 市場第二部とJASDAQスタンダードの境界が紛らわしい
- 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

（参考）

- ・ 現在の市場構造（補足資料2ページ）
- ・ IPO会社数の推移（補足資料3ページ）
- ・ IPO時の上場会社の設立後経過年数（補足資料4ページ）

【新興企業向け市場に関する指摘事項】

b. 新規上場対象となる範囲（10件）

- マザーズは、国際的な比較において、小規模から上場が可能な開かれた市場であり、新興企業の育成、ひいては日本全体の産業振興において重要な役割を担っている

- グローバル比較の点で、マザーズは、エントリーの間口が広く、かつ、個人投資家の参加により流動性が高いことがユニークな特徴
- マザーズは、世界的にみて、最もアーリーな段階で上場できる市場であり、かつ流動性もあるため、マザーズのそうした特徴を魅力に感じている海外の会社がある
- 日本の新興企業向け市場の特殊性は、間口が広いことである
- 現在のマザーズの間口の広さは、適正である（成長性の判断や資金繰りなどをふまえると、よりアーリーな段階での上場は困難）
- ベンチャーキャピタルの投資余力が限られている状況では、資金回収の選択肢として、小規模で上場できる環境が望まれるが、近年はベンチャーキャピタルの投資余力が改善しており、上場基準の引上げは検討に値する
- 新興企業向け市場において、実際には市場に放出されない株式が流通株式の定義に含まれている

c. 先行投資型企業の上場機会（15件）

- 事業規模や成長可能性にかかわらず、赤字企業は一律に上場が困難な状況であり、上場できないために資金調達ができず却って成長が遅れるという悪循環に陥っている
- 先行投資型企業のうち、バイオ、宇宙、ロボットなど、政府が産業育成に注力している分野のベンチャー企業であっても、上場準備段階では、事業の見通しがつくまで IPO スケジュールを後ろ倒しすることが示唆されるなど、難色を示されることが多い、資金調達（上場）しやすい環境を整備することが考えられないか
- 研究開発型ベンチャーのうち、日本企業は、特にバイオ創薬・素材・部材等の分野に強みをもっているが、これらのベンチャーが、スタートアップ期や成長期のリスクマネー確保のために IPO しようと考えても、極めて狭き門となっている
- テクノロジー指向の企業への期待は高いが、企業成長のどの段階で上場を迎えられるかは各企業で異なる。現在は、未上場の段階の資金調達が十分に可能であり問題はないが、そのような資金調達環境ではなくなったときにどうするか
- バイオベンチャーは、赤字継続期間が長期化するが、当局の許可がなければ製品の販売ができず、開発に資金を要するため、バイオ以外の先行投資型企業との比較においても赤字継続期間が大きく異なる
- 米国に比べて、日本は経営者や CFO 人材が不足しており、これらを解決しなければ上場制度の見直しにより期待する効果が得られない

（参考）

- ・ 新興企業向け上場基準（海外比較）（補足資料5ページ）
- ・ マザーズ上場会社の資金調達額（補足資料6ページ）
- ・ マザーズ上場会社の業種（補足資料7ページ）

- ・ [最近のIPO企業の業種比較（補足資料8ページ）](#)
- ・ [IPO直前に経常赤字の企業数（補足資料9ページ）](#)
- ・ [米国での赤字上場の割合（補足資料10ページ）](#)
- ・ [米国IPOの実態（補足資料11ページ）](#)
- ・ [海外取引所における対応（補足資料12ページ）](#)

【実績のある企業向け市場に関する指摘事項】

d. 上場基準（流動性等）適切さ（9件）

- 実績のある企業向けの市場については、例えばJASDAQでは流通株式比率が求められない上場基準などにより、本来の市場コンセプトに合っていない企業が上場しているのではないかと考えられる（JASDAQの流通株式比率、株主数に係る基準は引き上げることが考えられる）
- 消去法的にJASDAQに上場する会社が多いが、小粒のIPOが多すぎるため、成長可能性が問われないことや利益に係る上場基準がないことについては、見直しが必要ではないか。また、時価総額20億円程度ではセカンドファイナンスもできないため、時価総額基準の見直しが必要
- 市場第二部上場銘柄は概して出来高が少なく、中には流動性が極端に乏しい銘柄も多く存在しているため、流通市場としての機能を十分に果たしていると言えない
- 既存の実績のある企業向け市場においては、開示姿勢が消極的であり、開示内容も乏しい上場会社がみられる
- 事業実績として上場時に求められる事業継続年数（3年間の取締役会設置実績）の要件は形式的すぎる

[（参考）](#)

- ・ [東証の上場要件（形式基準）（補足資料13ページ）](#)
- ・ [東証の上場要件（実質基準）（補足資料14ページ）](#)
- ・ [1日平均売買代金・投資部門別（2018年）（補足資料15ページ）](#)

【市場第一部に関する指摘事項】

e. 流動性やガバナンス体制等の適切さ（47件）

- 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、情報開示などが低水準な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、流動性、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
- 東証の問題は市場区分ではなく流動性の問題であり、パッシブ投資家が増えているこ

とななどの影響で、実質的な流動性が非常に限定的であること

- 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
- 流通株式比率が5%を超えていれば上場を維持できるという水準は、投資家に対し高い流動性を確保するには極めて不十分
- 現在の「流通株式」の定義は有効に機能しておらず、実際に市場に流通している株式が非常に限定的であるケースが少なくないと認識
- 投資銘柄の数は多いが、投資魅力に欠けていたり、投資可能ではない銘柄が多く含まれているとの問題がある
- 現在の時価総額基準は低すぎる
- 時価総額基準として、直接上場の場合には250億円、マザーズ経由あるいは市場第二部経由の場合には40億円という水準は理屈に合わないため、市場第一部上場の時価総額は250億円に一本化し、あくまでも市場第一部の上場基準は、容易に達成できないステータスとする必要がある
- （中小型株中心の投資において）投資対象は、少なくとも時価総額100億円以上の企業であり、それ以外の企業は流動性を考慮すると投資しづらい
- 中小型株中心に市場第一部上場会社に投資している立場からは、実際には、時価総額が100億円を下回ると、投資対象からは除外されてしまう
- 市場第一部の上場会社数が多く、投資魅力を有する企業と有しない企業とが混在しているため、機関投資家からの興味を失っている
- 市場第一部の現状として玉石混淆である点が問題
- 時価総額300億円未満の企業群は、ガバナンスに対する意識が明らかに低い傾向がある
- 東証のコーポレートガバナンス・コードの導入及び改訂を通じた日本の上場企業のコーポレートガバナンスの改善に向けた継続的な努力に感謝する一方で、残念ながら低ROEの上場企業が相当数存在し続けている点を指摘しなければならない
- 低いROEや脆弱なコーポレートガバナンスの企業は、世界規模での投資機会を追求する洗練された海外機関投資家の投資ユニバースからは除外されるため、市場第一部が、真に高品質な投資機会を求める投資家の関心を減じていることが懸念される
- 現状、市場第一部に上場する企業であっても、コーポレートガバナンス体制や内部管理体制の水準は他市場と大差ない状況

（参考）

- ・ 市場第一部上場会社数等の推移（補足資料16ページ）
- ・ 流通株式時価総額分布（補足資料17ページ）
- ・ 流通株式比率分布（補足資料18ページ）

- ・ 時価総額分布（補足資料19ページ）
- ・ 外国人持株比率分布（補足資料20ページ）
- ・ 指名・報酬委員会の設置状況（補足資料21ページ）
- ・ 2名／3分の1以上の独立社外取締役の選任会社数（補足資料22ページ）
- ・ 1社あたりの独立社外取締役人数（補足資料23ページ）
- ・ 市場第一部上場会社の英文開示の状況（補足資料24ページ）
- ・ 各海外取引所の代表市場（補足資料25ページ）

【市場からの退出に関する指摘事項】

f. 市場コンセプトに即した退出の実現（27件）

- 上場基準と廃止基準に乖離があり、市場からの退出が有効に機能していない
- 全体的に上場廃止基準が過度に低く、廃止に至るまで時間がかかり過ぎる
- 現行の上場廃止基準は、対応する上場基準と比較してその水準が極めて低いため著しい不均衡
- 構造的に退出する企業の数が少ない点については見直しが求められる
- 廃止基準が低く、個人投資家がリスクを認識できていない
- マザーズは、成功確率が低いステージでIPOを実現しているため、事業がうまくいかない会社が生じることは当然予期されること
- 売上・利益の廃止基準については、会社の成長可能性や市場の期待を表さないため見直しが適当
- 業績基準の中でJASDAQ（グロース）市場の営業黒字、営業キャッシュフロー黒字の基準は見直しが必要。先行投資型の企業においてはビジネスが停止しているかどうかを業績で判断することは難しいこと、また、利益水準によって上場廃止基準に抵触する可能性があるため、逆にビジネスを見送る先行投資型の企業が現れることが懸念される。また、高い成長を目指すために、新興企業は、事業へのチャレンジが幅広く許容されることが必要だが、上場廃止基準は妨げになっている

（参考）

- ・ 上場廃止会社数の推移・東証の上場廃止基準（補足資料26ページ）
- ・ 上場廃止後のマーケット（補足資料27ページ）

（2） 企業価値向上の動機付けの不足

【上場後の企業価値向上に関する指摘事項】

a. 上場後の企業価値向上（20件）

- 実績のある企業向け市場について、本来は、上を目指す動機付けがあるべきで、直近20年間成長していないといった企業は、本来上場会社としては相応しくないと考えられる
- 上場会社には、成長しないがキャッシュを増やし株主に還元していない会社があるが、そういった会社は、決算短信と有価証券報告書以外の情報開示には積極的ではなく、おそらく、ステータスのために上場しているため、そういった会社について活性化するような制度になればよい
- 市場第二部とJASDAQには、必ずしも市場第一部への上場を目指していない企業が上場しているが、これらの企業の成長の動機付けができるといい
- 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を取らず、なぜ上場したのか、その目的が明らかではない企業も多く存在する
- 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がある
- 上場後の健全な成長を促すことは、新興企業向け市場の健全性を確保するうえで重要性が高い政策課題。事業の成長は、経営者が本来自発的に目指していくべきものであり、利益誘導をして事業の成長を促すという考え方は本末転倒ともいえ、首肯できないが、他方、一度上場してしまえばそこが「ぬるま湯」のような状況になってしまっているとすると、それは誤った動機を与える状況という点で問題があるというべき
- ベンチャー企業が上場しやすいことは良いが、世界規模のベンチャーに成長していないことが問題であり、ビッグプレイヤーに成長することを期待
- 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、企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
- 問題はIPO時点での規模ではなく、その5年後に規模が大きくなっていないこと
- エントリー市場において、直近10年増資をしていないといった、証券市場を活用していない企業については増資への動機付けが必要かもしれない

(参考)

- ・ 上場会社の各市場上場後の経過年数（補足資料28ページ）

【ステップアップの現状に関する指摘事項】

b. ステップアップに係る基準（25件）

- 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
- 現在の市場第一部へのステップアップ基準は低すぎるため、ステップアップに関する

時価総額基準を段階的に引き上げることで、エントリー市場上場後の成長を動機付けることが必要である

- マザーズから市場第一部への移行基準は低すぎるため、市場第一部に上がって成長がとまってしまう会社が散見される
- ステップアップの時価総額基準（40億円）については、基準を引き上げない限り、企業価値向上のインセンティブが働かない
- マザーズから市場第一部に市場変更する際の、時価総額基準40億円については見直すべき
- 市場第一部上場会社数が多いことは特段問題ではないが、現在のマザーズから市場第一部へのステップアップの基準（時価総額40億円以上）の水準では、IPOしてからほとんど変化なくステップアップすることとなるため、問題である
- ステップアップ基準（40億円）は、直接市場第一部上場の基準（250億円）と比較して著しく低く、弊害が大きい、新規ステップアップは一貫性のある水準（例えば250億円）に統一すべき
- 時価総額40億円で市場第一部に移行できるということでは、基準が緩すぎる（市場第一部への新規上場と同レベルの250億円程度は必要）
- ステップアップまでの待機期間1年は短すぎる
- 新興市場と市場第一部は全くコンセプトの異なる市場であり、マザーズに上場して、1年程度で市場第一部に変更するということには違和感がある
- 市場第一部にステップアップするまでの期間が短すぎるような印象

（参考）

・ ステップアップの現状（補足資料29ページ）

・ マザーズにおける取組み（10年ルール）（補足資料30ページ）

c. ステップアップに係る基準の不整合（10件）

- コンセプトの近似した市場が重複して存在する中で、市場ごとに上場基準や市場第一部へのステップアップ基準が異なるため、不整合
- 市場第一部へのステップアップの基準を指定替えの基準と同一にすべき
- 市場変更（指定替え）について、ステップアップに係る基準を踏まえたものへ見直すことが適切（現状、指定替え基準とステップアップ基準に乖離あり）
- 他の市場から第一部へのステップアップへの基準の間の不整合を是正すべき
- 直接上場とステップアップとの間で時価総額の基準が異なることには違和感がある
- 退出については、一貫性と予見可能性が重要だが、市場変更（指定替え）と一部指定は両観点が不足

（参考）

・ 市場第一部への市場変更の基準（補足資料3 1 ページ）

d. ステップアップ構造の弊害（10件）

- ステップアップという構造があることで、本来の企業価値の変動とは異なる価格変動が起きてしまっている側面はある
- 「市場第二部」という名称の印象が良くない（経営者として市場第二部を目指しているとはいえない）
- 企業が上場する目的は、将来の株式発行による資金調達の間を持つこととすると、ステップアップという表現には違和感がある
- 「市場第一部上場＝優良企業」という考え方が、日本の株式市場を歪めており、上場会社が市場第一部上場を維持するために永続的な企業価値の成長とは関係のない形式的な企業行動をとることが懸念される（東証上場という共通の条件のもと、より個性を発揮し、投資家に高く評価されるように努力する必要がある）
- 新興企業向け市場に上場する企業に対し「成長の動機付け」が必要かどうかについては疑問がある

（参考）

・ 市場第一部から市場第二部への市場変更（指定替え）（補足資料3 2 ページ）

【投資家の市場参加の現状に関する指摘事項】

e. 上場後の成長を支援する機関投資家の不在（15件）

- 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
- 現状では新興市場の投資主体が個人になっているが、長期目線の機関投資家の投資対象となる事例を生み出していくことが重要
- 今のマザーズは、事業リスクが高いだけでなく、流通株式量が非常に限定的であるため、大口の機関投資家にとっては投資しづらい状況
- 新規上場において機関投資家への割当が少ないため、機関投資家が新興企業向け市場に入りづらい
- クロスオーバー投資家の担い手が存在するのか疑問
- ベンチャーキャピタルが、マーケットリスクをとることに抵抗感がある、ハンズオンでコントロールすべきという考え方が根強い
- ベンチャーキャピタルがクロスオーバー投資家となれるか否かは、ファンドの出資者に依るが、一般的に出資者は早く確実なリターンを要求しており、長期投資のスキルをベンチャーキャピタルに求めている

（参考）

- ・ 市場別株式保有比率（金額ベース）（補足資料33ページ）

【開示制度等に関する指摘事項】

f. 情報開示の負担感等（10件）

- 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
- 監査法人の監査証明や株主名簿管理人の費用は、規模の小さな企業にとっては相当な負担である
- 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
- 足元の業績だけでは事業の成長性の判断は難しいが、足元の業績の説明のみを行う新興企業が少なくないことは問題

（参考）

- ・ 上場会社に求められる情報開示（概要）（補足資料34ページ）

【ステップアップ後の企業価値向上を促す仕組みに関する指摘事項】

g. ステップアップ後の動機付けの不足（20件）

- 市場第一部上場を果たしてしまえば、後は安泰であるかのような錯覚を産業界全体が有していることが問題であるため、新陳代謝を促進する仕組みが肝要
- 資金調達ニーズはなく、市場第一部に上場して安住している企業には、市場第二部への指定替えのおそれはなく、さらなる成長に向けてプレッシャーを働かせる手段がない
- 信用力や採用が有利になるために上場しており、資金調達のためではない企業が多いが、最低限、パブリックな企業として責務を果たすべき
- ETFやパッシブ運用による需給の影響があり、小型株がパフォーマンスに満足して成長努力を怠ることが懸念される
- 本来のガバナンス改革は、企業価値向上により株価が上昇するが、パッシブ型運用の拡大等により、市場第一部上場会社は、満遍なく株価が上下しており、ガバナンス改革には問題
- 上場会社は、企業価値の向上ではなく、市場第一部へのステップアップに注力しており、市場として不健全である
- 小型の成長株は、アプローチをかけても突破口がないということが問題、さらなる企業価値向上の可能性があるとしても、投資家として働きかける手段がない

- 米国では、ROEはマイナスだが成長期待が大きい銘柄が多いが、日本の企業には多様性があまりない
- 市場第一部上場を果たせば、指定替えとなることはほとんどないため、業績予想の精度が甘くなり、株主や投資家への説明がおろそかになっているとの懸念がある
- 投資家の観点が必要だが、投資家からは、市場第一部上場会社には上場自体が目的になっている会社が多いという指摘はある

（参考）

- ・ 上場後の資金調達の状況（補足資料35ページ）
- ・ 市場第一部上場後経過年数別の時価総額分布（補足資料36ページ）

（3） 投資対象としての機能性と市場代表性を有する指数の不在

a. TOPIXの利便性（20件）

- TOPIXの対象構成銘柄は多く、大半は流動性が低いため、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、DJIA、Euro Stoxx 50、FTSE 100などは構成銘柄数30社から500社）
- TOPIXは構成銘柄数が多すぎるため、問題がある
- 投資のパッシブ化により、TOPIXには投資可能という役割が求められているため、構成銘柄の流動性が低い場合、最終的にインデックス複製コストに跳ね返り、低い流動性によって価格形成が歪められる（増幅されている）。特に、直近4～5年はその傾向が顕著であり、そのため、流動性の低い企業がTOPIXに多く含まれることによる弊害を考えるべき
- TOPIXの構成銘柄については流動性がない企業が多く、FTSEやMSCIのように構成銘柄を厳選することにより、コストベネフィットが改善するはずである
- 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
- 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
- 日銀によるTOPIX連動型ETFへの投資の影響は大きい

（参考）

- ・ 主要国におけるベンチマーク（補足資料37ページ）

2. 改善に向けた具体的な提案

（1）市場コンセプトの見直し

【市場区分の在り方に関する提案】

a. 各市場の役割の明確化、市場構造の単純化（33件）

- 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
- 投資家にとっては、それぞれが独自の上場基準を有する現在の四つの市場区分を単純化することが有益である。エントリー市場を二つとする場合、二市場を維持する理由、両市場の違いや果たすべき役割、単一のエントリー市場と比較して、流動性の増加や企業の資金調達能力の増加の観点からメリットがあるかといった点について、十分議論が必要
- 役割をはっきりさせたいうでシンプルにするべき
- 市場の区分は単純な分け方が良い
- 市場第二部とマザーズ、JASDAQについて整理が必要
- （市場第二部、マザーズ、JASDAQについて）コンセプトが近い市場の基準は統一することが望ましい
- 既存の市場第二部、JASDAQ、マザーズを整理・統合し、独自の役割と機能を持つ新たな市場区分を設けることを検討すべき
- 各市場の特性を鮮明・明確化することにより、国内のみならず、海外マネーの流入が期待されるため、市場の整理・統合にあたっては、上場廃止基準の統合を併せて行う必要がある
- 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、マザーズに一本化すべき
- JASDAQグロースには、経過期間を5年程度設け、マザーズに統合すべき
- マザーズとJASDAQグロースを統合することが、海外投資家を惹きつけるという目的にかなう
- マザーズはJASDAQの補完市場とはなっておらず、両市場の安易な統合はわが国の株式市場に大きな禍根を残すことになりかねない
- 特に市場第二部とJASDAQスタンダードの境界が紛らわしいため、この二つを統合するという視点を視野に入れるべき
- 市場第二部とJASDAQスタンダードの統合には違和感はない、市場第二部の上場基準に統一することでよいのではないか
- 市場第二部とJASDAQスタンダードの統合は、海外投資家を惹きつけるという目的にかなう

- 市場第二部とJASDAQスタンダードは、統合か、各市場のすみわけを明確にすることが考えられる
- JASDAQスタンダードの基準は、市場第二部の基準に共通化させていいのはいいか、JASDAQスタンダードはマザーズとの比較で成長イメージを出せない会社の上場先となっているが、マザーズへの上場が難しければ、市場第二部の上場基準に到達するまで待機することが考えられる
- 実績のある企業向け市場としての市場第二部とJASDAQについては、市場第二部とJASDAQを統合することは理にかなう

（当取引所の考え方）

これまで当取引所では、上場株式の流動性や事業実績等の点で、既存の上場会社群とリスク特性の異なる企業を対象として、上場基準を見直して新たに上場機会を提供するにあたり、その特性に応じた市場区分を設けることで、投資者がリスク特性を認識したうえで投資に参加しやすい環境を整備してきました。

また、市場区分ごとに階層的に上場基準が設計されてきたことが、実務においては、上場会社の中長期的な企業価値の向上や、上場後に健全な内部管理体制の維持・強化を動機付ける枠組みとしても重要な機能を果たしてきたと考えられます。

一方で、「1. 現在の市場構造を巡る課題」に記載のとおり、現在の市場区分を巡っては市場関係者から様々な課題が指摘されています。

当取引所が、取引所金融商品市場の運営を通じて我が国経済の持続的な成長に貢献する観点から、引き続き、幅広い企業に上場機会を提供し、上場後の中長期的な企業価値向上等を動機付ける役割を果たしていくためには、指摘されているような課題に的確な改善策を講じていくことが必要となります。その際には、上場会社の成長段階や想定される投資家の属性などの特性に応じ、必ずしも既存の市場区分にとらわれず、あるべき市場の構造を再設計していくことが望ましいと考えています。

b. 各市場のコンセプトの見直し（27件）

- 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
- 「実績のある企業向け市場」は、企業の規模は小さくとも上場企業としてのクオリティは一定のレベル以上であるというレピュテーションが重要
- 実績のある企業向けの市場では、新興企業と明確な差異のある高い水準での基準や、開示に対する姿勢をより厳密に評価する上場基準が必要
- 実績のある企業向けの市場のコンセプトとして、トップティア市場には及ばないものの素晴らしい企業が集まる市場とするべき
- 長期間、投資家の期待値が上がらない場合には退出させる仕組みが一案
- 実績のある企業向け市場は、上場会社の持続的な成長を目指し、主として国内の機関投資家の投資や一定規模以上の公募増資を期待する企業が属する市場との位置付けが適切
- 成長可能性はあまりないが、配当原資がある会社の上場先として実績のある企業向けの市場へのニーズがある
- 実績のある企業向け市場については、その必要性も含め、どのような市場として積極的に定義づけ、上場基準や運用ルール等を設定すべきかを優先的に検討すべき
- 財務実績に係る要件は厳しいが、流動性要件は緩いといった設計の工夫で、市場第二部やJASDAQについて存在感のある市場とすることが可能
- 「第二部」という名称の印象が良くないため、従来の第一部、第二部という呼称は廃止すべき
- 市場第一部、市場第二部の名称やステップアップ等の名称については、各市場の役割に応じた名称に変更が適切
- 国内投資家と一緒に挑戦することを望む中堅企業が実績のある企業向け市場に上場するという位置付けがよいのではないかと
- 現状では市場第二部の劣後感が大きすぎるということが問題であるため、実績のある企業向け市場の上場会社数のほうが他の市場より多いという状況が望ましい
- 新興市場向けの市場は、あくまでも本則上場のための猶予期間という位置付けが望ましい
- 新興企業向け市場については、成長がメインテーマであり、中期経営計画のような長期ビジョン及びその進捗の開示を制度化してはどうか
- 新興・成長企業向けの統合された市場としては、投資リスク及びビジネスモデルに関する充実した開示を伴った市場と位置付けるべき

（当取引所の考え方）

現在の市場区分を巡っては、「1. 現在の市場構造を巡る課題」に記載のとおり、それぞれの市場区分のコンセプトが曖昧であり、市場関係者にとって利便性が低いとの指摘が多く寄せられています。

今般の見直しにあたり、上場銘柄の特性に応じた複数の市場区分を設ける際には、それぞれの市場を明確なコンセプトで位置付けることが重要になると考えられます。

取引所金融商品市場は、多種、多様な幅広い投資者が、それぞれの投資判断に基づいて行う売買を、円滑かつ公正に執行する場として設けられています。したがって、上場会社に対しては、必要かつ十分な企業内容の開示によって、投資者の投資判断の基礎となる情報を提供することが求められますが、会社が将来創出するであろうキャッシュフローを投資者が的確に評価するためには、事業運営の実績に関するトラックレコードが提供されることが望ましいと考えられます。

そこで、当取引所が運営する主たる市場（A市場）においては、国内の機関投資家を含む一般投資者の投資対象として相応しい事業実績を有し、かつ、投資者が安心して投資に参加できる流動性を備えた銘柄を上場の対象とすることが考えられます。

一方、我が国経済の持続的な成長を実現する観点からは、イノベーションを通じて新たな産業を創出するベンチャー企業の育成が必要かつ不可欠となります。そのようなベンチャー企業は、研究開発その他の先行投資のために旺盛な資金需要を有する一方、事業実績が乏しかったり、安定的にキャッシュフローを創出できる事業基盤が未だ確立されていなかったりする場合も想定されます。そうしたベンチャー企業に対しても、市場を通じた資金調達機会を提供することは、当取引所の重要な役割のひとつであると考えられますが、一般投資者には、相対的に高い投資リスクの負担を求めることにもなります。そこで、当取引所が運営する実績ある企業向けの市場区分（A市場）とは別に、高い成長可能性を有する企業群を上場対象とする市場（B市場）を設けることが考えられます。

さらに、金融資本市場のグローバル化により、国際的に投資を行う機関投資家が当取引所市場においても大きなプレゼンスを持つ中、これらの機関投資家の巨大な投資資金を受け入れるには、当取引所が運営する実績ある企業向けの市場区分（A市場）に求められる流動性よりも、相対的に高い流動性が必要になると考えられます。また、グローバルな投資を行う機関投資家の側には、国際分散投資を行う際の比較可能性を担保するため、上場会社に対する情報開示等の要求水準が相対的に高くなる傾向があります。他方で、こうしたグローバルな機関投資家の資金を積極的に受け入れることが、わが国経済の持続的な発展の実現には不可欠であると考えられることから、こうしたグローバルな機関投資家を含む広範な投資者の投資対象となる要件を備えた企業を上場対象とする市場区分（C市場）を、実績ある企業向けの市場区分（A市場）とは別に設けることが考えられます。

c. 市場区分、ステップアップ構造の廃止（10件）

- 市場第一部、市場第二部との取引所が設定する市場区分を廃し、NYSEと同様に本則市場を単一市場としたうえで、投資家は日経平均株価指数やJPX日経インデックス400、中小型指数銘柄等を活用すべき
- 異なる上場基準に基づく市場区分の創設は理解できるが、ステップアップとしての方向性を共有する必要はない
- 市場コンセプトを否定形で定義しないこと、階層構造に固執しないこと、効率性・コストを評価軸とすること、自由度・選択肢を評価軸とすることの4点に留意が必要
- 上場会社の企業価値向上を促すことを目的に見直しを行うことには異論ないが、実績のある企業を対象とする市場について、階層的に区分を設けることが、本当に上場会社のインセンティブになるのだろうか（市場区分は、ある程度リスク・リターン特性が似通ったものをグルーピングして、並列して並べるということであれば意味があるが、サイズ別に縦列することに意味があるとは考えにくい）
- 企業の規模（時価総額、利益額、株式売買高等）による区分としたうえで「中小型株市場」については、あくまで「規模」による区分であり、企業の「質」が劣るものではないという性格を明確にするため、「市場第二部」の区分は廃止すべき

（当取引所の考え方）

現在の実務では、多くの上場会社において、市場第二部・マザーズ・JASDAQに新規上場を行った後、1年ないし数年を経て、市場第一部への市場変更（一部指定）を申請しています。

市場変更に際しては、市場第一部の上場基準を充足することが要件となるため、そのことが、上場後においても引き続き企業価値の維持・向上に努め、健全な内部管理体制の維持・強化を図る動機付けの枠組みとして、一定の機能を果たしてきたと考えられます。

一方で、「1. 現在の市場構造を巡る課題」に記載のとおり、「市場第一部へのステップアップに係る基準が低すぎる」ことに起因して、企業価値向上のインセンティブとして十分でないとの指摘や、「市場第一部に上がって成長がとまってしまう会社が散見される」といった指摘が多数寄せられており、現状の制度には見直しが必要な状況にあると考えています。

上場後における上場会社の中長期的な企業価値の向上については、近年、コーポレートガバナンス・コードとスチュワードシップ・コードの導入に代表されるように、上場会社と機関投資家との建設的な対話が重要な役割を担うとの考え方が浸透してきたことを踏まえつつ、市場区分の再検討に際しては、これまでのような階層的な構造を採用しないものとしたうえで、明確化したそれぞれの市場区分のコンセプトに基づいて、上場後の持続的な企業価値向上を支える環境を整備することが考えられます。

【実績のある企業向け市場のコンセプトに関する提案】

a. 流動性（15件）

- 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
- 堅固な収益基盤と実績を有する、中小規模の時価総額を有する国内企業向けの、スタンダードな「実績のある企業向け市場」とのコンセプトが考えられる
- JASDAQの流通株式比率、株主数に係る基準は引き上げることが考えられる
- 浮動株比率について、JASDAQの既存の水準は低すぎるため、マザーズと同水準の25%程度が目安ではないか
- 公開性の低い企業は上場には適さない。少なくともIPO時には過半数を市場に出すことが必要、上場のメリットだけ取ることは許されず、上場した以上、株主に対する責任を明確に負うべき
- JASDAQの利益基準を利益1億円かつ時価総額50億円などと引き上げることが考えられる
- 実績のある企業向けの市場において、一定以上の売出し・公募を求めることが考えられる
- 流動性に乏しく長期に亘って値がつかない銘柄については、市場の新陳代謝を促すような基準を設けることや、上場後の一定期間、主幹事証券にマーケットメイクを義務付けることが考えられないか
- 事業リスクが高い新興企業に対して市場第一部にステップアップすることを求めるのではなく、NYSE市場に対するNASDAQ市場のように、事業リスクはありながらも長期目線の投資家が入りうるだけの流通株式量を市場に提供し、投資家にとっての市場リスクを低減した新たな市場構築を目指すことが一考に価する

b. 現行のJASDAQ基準の採用（5件）

- 本則市場（市場第一部・市場第二部）の階層制度の機能の維持の観点からは、市場第二部を残す方向で現行基準の合理性・整合性を検討すべきだが、海外市場との比較等を勘案して、項目によっては、JASDAQの基準を採用する柔軟性も重要
- JASDAQの流通株式比率の基準の水準については、一定のニーズはあるため、上場後に、流動性を高めていくということが適切
- 上場準備の段階影響でシステムの拡充や人の採用などでコストが高まることがあるため、JASDAQの利益基準（最近1年間の利益の額が1億円以上であること）という基準は低すぎるとは言えない

（当取引所の考え方）

国内の機関投資家を含む一般投資者の投資対象としてふさわしい実績のある企業を上場対象とする市場（A市場）については、企業の事業実績に着目した制度に再設計していくことが考えられます。

具体的には、上場会社の事業運営に関するガバナンスの体制整備の状況、上場株式の十分な流動性、事業実績や財政状態の安定性（利益水準）、市場による評価（想定時価総額）、必要かつ十分な情報開示を行う体制の整備状況等により、上場基準を設けていくことが想定されます。

これらの内容は、現行のJASDAQスタンダードや市場第二部の上場基準に類似したものとなることも考えられますが、その場合でも、「1. 現在の市場構造を巡る課題」で指摘された問題点を踏まえた検討が必要となります。

【新興企業向け市場のコンセプトに関する提案】

c. 新規上場対象となる範囲（10件）

- 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
- エントリー市場の間口は広いほうが望ましく、小さく IPO したうえで、その後に成長してもらうことが大事
- 米国とは未上場の調達環境が異なることから、米国では未上場のミドルステージやレイトステージにあたる企業への資金供給機能を（日本では）証券市場が果たすことは有用
- 様々な新興企業に門戸を開くため上場基準は緩やかなものであるべき

d. 先行投資型企業に関する上場制度の在り方（50件）

- 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
- 赤字でもスケールする会社については、上場を認めるべき
- マザーズ市場創設時のように、赤字の企業について積極的に受け入れるというスタンスをはっきり示すことが大事ではないか
- 本来は、黒字かどうかは重要な問題ではなく、経営者に規律が働き、成長に向けた投資が行われているかとの視点が重要
- SaaS 型や先行顧客獲得を目指すインターネット関連企業など、事業基盤があって先行投資で赤字の場合と、研究開発型企業でバイオのように事業化そのものが先となる場合のそれぞれについて、個別に検討することが必要
- 赤字上場の場合、個々のビジネスモデルの特性に応じて将来性を判断することとなるため難しいことは承知しているが、上場基準の予見性が上がるとよい
- それぞれ、香港の取引所ではバイオ企業向け、イスラエルの取引所では、テクノロジー企業向けに基準を設けているため、東証でも、想定している企業向けの基準を設ければ、メッセージになるのではないか
- 優良な先行投資企業を上場させるという考え方ではなく、普通の先行投資企業の中で優良な先行投資企業を投資家が選別するという姿勢で上場基準を設定する必要がある
- ベンチャーキャピタル、証券会社、取引所いずれにおいても、ビジネスモデルの根幹の理解をし、判断することは難しいだろうが、先行投資型の企業については、上場を促していくべき
- マザーズを研究開発型ベンチャーの登竜門として特化させてはどうか
- 赤字企業の上場にあたって、機関投資家やコーポレートベンチャーキャピタルが参加する仕組みが必要であり、そのためには、一定の時価総額を求めることが考えられる
- 先行投資型の企業について、売上・利益の実績や黒字化に至るまでの見通しの提示を

不要とし、一定の条件を満たす投資家の投資やコミットメントを活用するプロセスを導入すべき

- 新興企業の事業性を適切に評価できる主体から、一定の投資を受けていることを上場の要件とすることが考えられる
- 成長性の評価は、市場での評価（時価総額、売買高等）が現実的、有力ベンチャーキャピタルのサポートやしっかりしたIRなどが必要となり、企業のインセンティブにつながる
- 先行投資型の企業については、赤字が先行するなど、業績の出方に特徴があるため、これらを踏まえた上場基準等の設計が必要
- 先行投資の対象となる技術やノウハウ、ビジネスモデル等（収益の源泉）に係る第三者による評価と投資回収期間（例えば上場後5年以内）を必要に応じて確認することで、中期的な成長可能性を判断すべきと考える
- 赤字企業の技術力やサービスの魅力をどのように評価するかは難題であり、その評価の責任を東証が負うことはできないだろう
- 研究開発型の赤字企業の上場審査において、（1）優良なマネジメントを備えているか、（2）市場性の高い研究成果を備えているか、（3）将来にわたり伸張する成長性を備えており、当該成長性が顕在化しているか、（4）上場目的が上記の成長を正当に遂行するためと評価できるか、といった観点から上場に足る資質を見極めることが必要
- 先行投資型のベンチャー企業の上場については、大型で長期間のリスクテイクが個人投資家中心のマザーズにおいて実現可能かどうか考えていく必要がある
- 時価総額基準を引き上げる場合には、会社の評価が適切に株価に反映されていることが前提となる
- 赤字の先行投資型企業について、制度上、上場機会を確保しておくことは重要だが、一方で、技術開発段階で製品化に至っていない企業等については、事業の蓋然性を見極めることは非常に難しいため、ベンチャーキャピタルが支援すべき領域と考える
- 先行投資型の企業について、そのリスクを踏まえ、例えば適時開示における単年度の業績予想とは別の、中期事業計画の開示（新規上場時開示後の進捗状況、達成見通し、修正及び更新等を含む）の制度化を検討すべき
- 先行投資型企業のリスク特性は業種、ステージや戦略によって大きく変化するので、そのリスク特性を踏まえた基準を考えるより、リスク特性を詳細に開示することが必要であり、その是非は市場にて評価すべき
- 赤字の先行投資型企業については、そのリスクを踏まえ、中長期の事業計画について、進捗や達成の見通し、計画の見直しも含めて開示を制度化することで、投資家保護を図っていくことが適切
- ベンチャー企業が上場を検討するに際して、取引所と直接コミュニケーションを取れるような運用の見直しが必要

e. ガバナンスや情報開示の最適化（10件）

- 小規模企業には、ベンチャーに必要な「柔軟性」の支障にならない程度のガバナンス基準が必要
- 企業におけるガバナンスと企業のニーズ（資金調達需要）は企業のライフサイクルに応じて変化するため、上場制度においては、ガバナンス、企業の成熟度に応じた企業の規模、複雑さ、所有構造などを反映すべき
- 新興企業向けの市場区分が、厳格なコーポレートガバナンスの基準を逃れるための場になってはいけない
- 上場後に求められる義務等については、企業の特徴を踏まえた上で、市場第一部より緩やかなものとしてはどうか
- 組織規模に応じたガバナンスが適切に確保されていれば、小粒IPOは否定されるべきではない

f. 新興企業向け市場における退出基準（28件）

- マザーズにおいては、開示の充実や退出基準の厳格化により投資者保護を図るべき
- （廃止基準が低く、個人投資家がリスクを認識できていないため）退出基準を厳しくすることで、投資家がリスクを認識する「健全なマーケット」とすべき
- 上場後評価されない会社について、退出を促していくべき
- 一般に基準を緩和させることは「質の低い」企業の上場を招く。そのことを踏まえて、東証として、（1）多産多死型：つまり多くの上場を許容し、その中で「質が低い」ものの退出を促す、（2）少産少死型：選抜を行う代わりに退出は少なくする、のいずれを追求するのか明確にすべき：先行投資型企業は多産多死型で、ある程度の質の低い企業が参入することを許容することになるため、参入機会は多く持つ一方でドライに退出させる必要がある
- 新興企業のリスクの高さを考えれば、適切な情報開示が非常に重要であり、不適切な開示については厳しく対応する必要
- 上場機会を適切に提供する観点からは、上場基準の水準は変えずに、退出基準を厳しくしてはどうか
- エントリー市場への上場後、ステップアップの基準を充たさず、結果として成長性が認められない場合には上場廃止とすることを明確にすべき
- 退出としては、さらに高品質の上場区分への移行を目指すか、ファンドによるバイアウト・上場廃止という観点が必要ではないか
- IPOして上手くいかなかった場合、他社にM&Aされる選択肢や自ら上場廃止になる選択肢があって良い
- 上場後、事業が軌道に乗らなかった企業については、市場からの退出を促していくことが必要

- 成長への動機付けとして、一定期間で成長しない場合に退出させることが必要
- ベンチャー企業は3～4年で勝負がつくので、10年ルールを厳格化することが適切（例えば、5年など）
- 新興企業向けマーケットは必要だが期間限定にすべき、そして成長したら他の市場にいかないとおかしい
- 上場後10年経過した時点で、一定の時価総額を満たしていなければ退出するといった設計が良いのではないか、一定期間経過しても、成長が見込まれない会社については、市場から適切に退出させることで動機付けが可能
- マザーズやJASDAQに留まる大規模な企業は、市場第一部に移すほうが投資家にとって分かりやすい

（当取引所の考え方）

高い成長可能性を有する企業を上場対象とする市場（B市場）を、国内の機関投資家を含む一般投資者の投資対象としてふさわしい実績のある企業を上場対象とする市場（A市場）とは別に設けることとした場合、B市場の上場基準は、企業の将来性（成長可能性）に着目した制度に再設計していくことが考えられます。

具体的には、先行投資型企業も含め、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、事業実績に関してはA市場（及び後述のC市場）よりも緩和された基準としたうえで、事業計画（成長可能性）に着目した基準を設けていくことが考えられます。

一方で、上場後の環境変化等によって事業が成長性を喪失した場合等において、必要に応じて適切に退出等が行われる基準を設けていくことも必要と考えられます。

これらの内容は、現行のマザーズやJASDAQグロースの上場基準に類似したものとなることも考えられますが、その場合でも、「1. 現在の市場構造を巡る課題」で指摘された問題点を踏まえた検討が必要となります。

【ステップアップ先市場のコンセプトに関する提案】

g. 対象となる企業像（25件）

- 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
- 「グローバルに展開する大企業が、国内外の投資を呼び込み、企業価値の更なる向上を目指す市場」と位置付けてはどうか
- より広範に投資が呼び込まれることにより、時価総額は増加していくため、投資家から評価される市場を構築するという観点が重要
- 市場第一部は、日本を代表する企業が上場する国際的な市場だと認識しており、海外の代表市場との比較の観点で、より高い水準に近づけていくことには納得感がある
- 海外投資家からの日本株への関心を取り戻すような方策をとるべき
- 「市場第一部」への上場で得られる社会的信用は、（1）透明性の高い企業情報開示、（2）少数株主との利益相反性の排除監督、（3）企業価値の向上、などに裏付けられていることが重要
- 「グローバルな視点で事業成長を目指し、世界中の機関投資家からの投資を期待する企業が属する市場」という市場コンセプトにすべき
- 日本市場は人口減等の構造的問題などにより、海外の投資家において、「アジアの主要国の一つ」程度の位置付けに低下している状況のため、時価総額、浮動株比率、親子上場等様々な観点において、アジア全体での基準の統一感が重要
- 「国内外を代表する大企業が上場する国際的な市場」という位置付けを踏まえた、退出基準の見直しが必要
- ステップアップ先の市場のコンセプトを踏まえた退出（維持）基準を厳格に運用することにより、企業の緊張感を高め、企業価値向上の意欲を高めることにつながる
- 「市場第一部にいたいこと」の重みを感じてもらい、企業に企業価値向上の努力を促すような取組みを行っていくべき。そのためには、定量判断をしたうえで、取引所が「こういった会社に市場第一部にいてもらいたい」という会社を（定性）判断することが重要。具体的には、時価総額と売買の状況、それに「カッコいいこと」との観点などを入れていくということであろう

h. 流動性等（42件）

- 浮動株調整後時価総額や流通量（1日当たりの平均売買高）を考慮するのが良い
- 政策保有株式として保有されている、あるいは、持ち合い先に保有されている株式は

除外して、流動性要件を判断することが考えられる

- 時価総額に代えて、流動性基準を用いて、非常に流動性の低い市場第一部上場銘柄を他の市場に移行させてはどうか（過去1年の日次平均出来高が2,500万円未満の場合又は市場の出来高中央値を10%以上下回る場合は移行といったことが考えられる）
- 浮動株比率の計算については、現行の取引所の手法より厳密なものとし、株主名簿に基づいていわゆる安定株主（親会社、政策保有株主、会社関係者持分など）を完全に除外すべき
- 機関投資家の観点からは、売りたい時に売れるかどうか重要（時価総額というより、流動性を重視）
- ステップアップに係る基準としては、時価総額だけでなく、十分な流動性を求めることが重要
- 流通株式時価総額の見直しは必要だが、時価総額の大きな新規上場銘柄の場合、市場第一部の流通株式比率基準（35%）は、市場の需給の関係から改善の余地があるのではないか
- ステップアップ先の市場の上場会社へ求められる要素としては、時価総額、流動性、長期的な成長性、資本効率、経営トップによる株主への十分な説明などが考えられる
- 企業価値向上の動機付けや海外の主要市場との比較の観点から、ステップアップ先の市場について、上場基準を引き上げる（時価総額、流通株式時価総額、利益の額及び純資産の額）ことが適当
- ステップアップ先の市場には、国内外の機関投資家の投資対象及び上場会社の企業価値向上の動機付けに資する時価総額や流通株式比率を求めることが重要
- グローバルな機関投資家の売買の増加、ETF、インデックスファンドの大型化などを考えると、一定の定量基準（時価総額、流通株式数、売買高など）の設定が望ましい
- ステップアップ先の市場にて、求められる基準・義務はガバナンス向上や企業価値創造のインセンティブとなるようなものであるべきだが、基本は時価総額だろう
- 企業価値（時価総額）の維持向上をより積極的に動機付けるべき
- ステップアップ先の市場の上場企業は、時価総額が一番重要であり、業績が良ければなおよいが、市場における企業の時価総額は業績に係る評価を含むため、時価総額が一定水準以上の企業、すなわちステップアップ先の市場の上位企業と同等の時価総額を有する企業には、業績等を緩和して評価すべき
- 世界の主要なプレミアム市場と同等の上場企業数を有し、より大きな時価総額及び洗練されたコーポレートガバナンス体制を有する優れたグローバル企業向けの市場へと見直すようなことが考えられる
- 時価総額のみでシンプルに見直すことが考えられる

i. 時価総額（56件）

- 見直しによるインパクトの小さい、例えば、時価総額100億円といった水準を採用するアイデアは妥当、パッシブ運用サイドとしては時価総額100億円未満の銘柄が除かれることは歓迎するのではないか
- インデックス運用の立場からは、浮動株調整後の時価総額が極端に小さい会社については、市場第一部としての投資対象から除外されることが望ましく、例えば、時価総額100億円未満の銘柄が除かれるイメージが望ましい
- 時価総額基準については、100億円以上など、見直しによる影響がほとんどない程度の水準への引き上げが理想だろう
- 流動性などの水準感としては、250億円は一ついいベンチマーク
- 時価総額500億円だと、ベンチャーの会社が目指す動機付けにはならないかもしれないため、250億円くらいが適当
- 投資対象としては時価総額250億円以上が目安であり、経験上、複数のファンドが投資対象とし得る最低限の水準である
- グローバルな市場として、国際会計基準に則り、直前売上高100億円以上、外国人株式比率30%以上、時価総額250億円以上等の基準を設けることが考えられる
- 時価総額基準は250億円以上とすることがいいのではないか
- 時価総額の基準は100億円をまずは発射台の基準とし、段階的に基準金額を250億円以上に引き上げていくことが考えられる
- 直接市場第一部上場基準と同様の250億円という水準は十分に考え得る水準
- 例えば1兆円のポートフォリオに対して、時価総額250億円未満の水準の銘柄については、市場ポートフォリオとして含めている意味はない
- アナリストカバーが行えるくらいの会社（時価総額500億円）は必要
- 機関投資家が安心して投資できる市場という観点で言えば、時価総額500億円が目安になるのではないか
- 1,000億円以上とすることは過激なため、500億円がより妥当
- 市場第一部は大企業が上場する市場というイメージからすれば、時価総額500億円以上という水準は選択肢の一つである
- 「市場第一部」で上場基準を維持できる時価総額の基準を、現行の20億円から500億円に引き上げることを提案
- エンゲージメントの対象は、パフォーマンスにインパクトがあるような先となり、具体的には時価総額1,000億円以上の企業が目安
- 海外の機関投資家（アクティブ）が、日本において、小型株（1,000億円以下）運用を行うことは基本的にない
- 時価総額1,000億円はユニコーンの育成という観点から適切ではないか
- ステップアップの最終目標を時価総額1,000億円超のエクセレント市場としてはどうか

- ガバナンス向上や企業価値創造のインセンティブとなるような時価総額の基準としては、1,000億円以上（又は時価総額500億円以上かつROE10%以上という水準が考えられる）
- 証券市場の成長、安定に貢献する用意がある企業の選別を中長期的に徹底していくことで質を高めることが望ましく、時価総額などでの銘柄数の絞り込みは適切ではない
- 少しばかり時価総額の大きな企業を市場第一部銘柄として選ぶのではなく、国際的に大規模な企業が生まれる仕組み作りが先決
- 上場会社の企業価値向上は、取引所の市場区分などではなく、企業（と投資家）に委ねられるべきであり、時価総額の基準だけ引き上げることは本質的な解決にならない
- 企業価値を正しく判断するためには、少なくとも時価総額のみを市場構造の区分基準とすることは適切でない
- 時価総額のみを基準とするのには問題であるため、時価総額・流通性・（公開性）、ガバナンス・内部管理体制などを総合的に判断すべきで、そのためには、ガバナンス・内部管理体制など、より一層の非財務情報の開示が求められる

j. 株主数（5件）

- 欧米では株主の機関化が進んできたが、市場の効率性（流動性、価格形成など）の観点では問題ないことが明らかであり、株主数基準は、むしろ事業会社同士の持ち合いの理由となったり、機関化を妨げることに繋がると懸念されるため、株主数基準については見直しが必要ではないか
- 株主数基準があるために、上場会社は、株主優待などの個人投資家集めに多くのリソースを割いている状況であり、株主数基準については見直しが必要ではないか
- 投資信託やファンドを通じて株式が保有されているケースがあり、株主数という基準にこだわる必要はないと考えられる

k. ガバナンス体制などの定性的な要件（25件）

- ステップアップ先の市場に求められる内部管理体制・ガバナンスの検討に際しては、国際的な比較可能性を確保する観点が重要（但し、市場第一部での一律適用は混乱を招くおそれがあり、市場第一部上位の新市場での対応を検討すべき）、上場後には、体制の有効性等を定期的に確認する仕組みを導入することが考えられる
- ガバナンスなどの定性的な要件について、市場関係者の意見を踏まえ、検討を深めていくことが必要
- ステップアップ先の市場について、取引所として追加的にいろいろな定性的な要件を求めるべきか、機関投資家との建設的な対話に委ねるのかは両論ある、前者のほうがよいと即座に結論づけられる話ではない
- 定性的な要件については、取引所が一律の基準として設けるのではなく、投資家との

エンゲージメントに委ねることで、上場会社へ実質的な対応を促すほうがよい

- エンゲージメントの観点からは、上位の会社にリソースをかけて対話をし、市場としての魅力を高めることが考えられる
- 海外の機関投資家が望むガバナンスの水準を求めることが必要
- 上場企業の良質なコーポレートガバナンスに重点を置くべき
- 海外とは違い、日本では取引所自体が主要な株価指数を算出しているため、ガバナンスや開示のレベルなどの上場基準を厳格にすべき
- 見直しに係る要件は、1.コーポレートガバナンスの質、2.開示姿勢、3.流動性とすべき
- 上場制度の設計において、ガバナンスの観点を加味するのが良いのではないか
- ステップアップ市場では、時価総額だけでなく、投資者がその企業価値を総合的な視点で判断できるように、会社の経営理念や成長意欲、経営者の資質などの定性的な情報を業績から読み取れる基準の設定について検討する必要がある
- 上場会社の基準・義務は、企業価値を毀損していないこと、コーポレートガバナンスや内部管理体制において著しく市場の信頼を損ねていないことと考えており、これ以外の評価において一律的な基準を設けることは馴染まない

（a）政策保有株式（10件）

- 預金と政策保有株式の合計額が、時価総額を上回る会社（バリューストロイヤー）については、市場第一部にいるべきではない
- 日本の上場会社において一番の問題は、政策保有株式である。企業価値の向上がなくとも経営者は解任されず、敵対的買収も起こらないこと。政策保有株式については議決権をなくすなどの対応が必要と考えられる
- 2018年のコーポレートガバナンス・コード改訂により政策保有株式の縮減は進捗しているが、縮減の努力を行っていない企業も多数ある。政策保有株式は事業上のメリットがなく、むしろ生産性を低下させ、経営陣のアカウンタビリティを下げため、さらに縮減を促すべき
- 「政策保有株式を有する企業の上場廃止」により、持ち合いを解消して、企業再編を可能にする土壌を整える必要がある
- 政策保有株式について透明性が高く定量的な方針（比率の制限）を設けるべき
- 政策保有株式の保有理由について十分な説明を求めるべき
- 政策保有株式の議決権行使基準を開示せずにコーポレートガバナンス・コード原則1-4を実施している上場会社が非常に多いが、上場会社に対しては、政策保有株式の議決権行使基準及びその遵守状況並びに、政策保有株式の縮減の方針の具体的内容、直近で縮減した銘柄・株数、今後縮減を予定している銘柄、株数等の開示を求めるべき

（b）取締役会、CEOの選任プロセス等（25件）

- 筆頭独立社外取締役の選任、独立社外取締役の選任などを要件とすべき
- 指名・報酬委員会の設置の有無（CEOの参加なし等）を要件とすべき
- 社外取締役の人数（3分の1、将来的には過半数等）を要件とすべき
- 指名委員会、報酬委員会の設置を推奨すべき
- 社外取締役の独立性（例えば、取引先在籍又は出身者の場合、当該取引先との取引条件等について取締役会で議論する場合、取引先ではなく株主全体の利益代表の立場から意見表明できるか否か等）を確認すべき
- 報酬委員会・指名委員会の議事録を徴求して、これらの委員会の議論が社長や会社事務局によって主導されているものではないことを確認すべき
- 独立役員は少数株主の利益を代表すべきであり、定期的に面談すべき、事業経験に基づくといった、ボイラープレートではなく実質的な適性により選任されるべき
- 例えば、独立取締役の比率が3分の1以上、又は、社長やCEOの後継者と役員報酬の決定が、社長やCEOに一任されておらず、決定に独立取締役が関与していることを求めてはどうか
- グローバル基準に準拠したガバナンス体制（例えば取締役会における独立取締役は少なくとも3分の1以上）を求めてはどうか
- 時価総額5,000億円以下の上場会社には、経営者次第で伸びしろがあるため、経営者の選任プロセスを整えることが重要
- 取締役の質の向上（ジェンダー、多様性、任期（再任）、評価）を図るべき
- 代表取締役か議長への承認が2年連続75%を下回らない旨を定款に定めることを義務付けるべき
- 代表取締役、取締役・監査役の選解任の方針及び手続きに係る開示内容と実態との間に齟齬がないことを東証は確認すべき

（c）英文開示（15件）

- 多様な投資家とのコミュニケーションを深め、国際的な比較可能性を確保する観点から、英文開示等の開示の充実を求めることが適切
- 情報開示の面において、より厳格な基準を適用されることが望ましい（例えば英文開示の奨励など）
- 発行体として海外機関投資家への情報発信と魅力発信の観点から、英文開示の義務付け（能力と意欲）を基準とするほうが時価総額を基準とするよりよいのではないかと
- 海外投資家への情報の透明性のため、十分な英文開示が求められる
- 市場第一部上場企業だけでもすべての開示情報について英文開示の義務化すべき（英文開示を行う企業しか投資しない方針の投資ファンドからの投資拡大が期待される）
- 市場の国際競争力を高めることが目的なのであれば、基準変更より、例えば市場第一

部上場企業のみだけでも英語での情報発信を進めるべき

- 英文での情報開示は投資判断上、重要。
- 英文での完全なる同時開示が求められる。

（d）資本効率（10件）

- 例えば、10年平均で5%以上といったROE基準による選別が考えられる
- 一定以上の配当性向等の株主還元の実績を具体的に明示すべき（コンプライ・オア・エクスプレインにより、実績を有しない場合は積極的に理由を開示させるべき）
- ROICの最大化を常に意識して経営している上場会社が制度上優遇され、そうではない上場会社は変化を促される制度変更を望む
- 市場第一部からの退出に関して、PBRの制約を設けることが考えられる
- 市場第一部の指定要件としてROEの最低基準を定めることは極端な改革と受け止められるかもしれないが、例えばコーポレートガバナンス・コードや企業行動規範のさらなる改訂を通じて、東証は上場企業に対してROEを改善するよう促すさらなる積極的施策を講ずるべきであると考え

（e）株主との対話（8件）

- コーポレートガバナンス報告書、統合報告書、四半期開示の義務化（他市場に対しては、コーポレートガバナンス報告書、統合報告書、英語開示、四半期開示を必須化しないといった緩和措置が検討に値する）
- 少なくとも年1回、株主総会以外の決算説明にCEOが登壇すること（コーポレートガバナンス・コード基本原則3及び5関連）は必須の義務とすべき
- 投資家との面談、年1回のアナリストミーティング開催、フェアディスクロージャー（説明会資料の公表）は、コーポレートガバナンス・コードの完全遵守を求めるべき
- 株式保有割合が3%以上の株主との面談（年2回）を義務化すべき

（f）議決権行使の環境整備（5件）

- 議決権行使プラットフォーム活用など株主が議決権を行使しやすい環境の整備が必要
- 拍手による定時株主総会決議は禁止すべき
- 定時株主総会の4週間前には招集通知の郵送かつ電子的提供を義務付けるべき

（g）買収防衛策（3件）

- 買収防衛策を導入している企業は、事実上、ステップアップ先の市場には上場できないように制度を工夫すべき
- 市場第一部上場企業は企業規模ではなく、ガバナンスの基準を設定すべき（ポイズンピル条項なしなど）

（当取引所の考え方）

金融資本市場のグローバル化に伴い、当取引所の取引所金融市場においても、海外機関投資家が大きな存在感を有するに至っています。海外機関投資家にとって投資魅力ある市場を構築、維持することは、我が国経済の国際的な競争力に関わる重要な課題であると考えられます。

そこで、国際的に投資を行う機関投資家をはじめ広範な投資者の投資対象となる要件を備えた企業を上場対象とする市場（C市場）を、国内の機関投資家を含む一般投資者の投資対象としてふさわしい実績のある企業を上場対象とする市場（A市場）とは別に設けることが考えられます。

具体的には、上場会社の事業運営に関するガバナンスの体制整備の状況、上場株式の十分な流動性、市場による評価（想定時価総額）、必要かつ十分な情報開示を行う体制の整備状況等について、それぞれグローバルな水準との比較可能性に配慮したものとすることが想定されます。

これらの内容は、現行の市場第一部の上場基準に類似したものとなることも考えられますが、その場合でも、「1. 現在の市場構造を巡る課題」で指摘された問題点を踏まえた検討が必要となります。

【各市場からの退出に関する提案】

l. 業績に関する基準（10件）

- 売上・利益の廃止基準については、時価総額での基準に統一すべき
- 退出は厳格にしたほうがいだろうが、業績基準ではなく、株価か株主の期待の高さをベースにすべき
- JASDAQ（グロース）市場の営業黒字、営業キャッシュフロー黒字の基準は、時価総額・株価に基づく上場廃止に改訂すべき。時価総額は業績やリスクを含んだうえでの評価がなされている（もしくはなされるべき）
- 現在は時価総額が10億円を下回ると上場廃止基準に抵触するが、株価の基準に変更すべき（発行済株式が多ければ、上場廃止基準を免れるというのであれば、第三者割当で株式を発行することにより、事実上、上場廃止を回避できてしまう）

m. 債務超過に関する基準（5件）

- 現在の債務超過による上場廃止基準は撤廃すべき、債務超過基準は、企業による自己株式取得や配当等の株主資本を減少させる効果を有する行動や買収等の投資を妨げる
- グローバルな機関投資家は、簿価ではなく、キャッシュフローと収益に基づき企業価値を算定するため、債務超過の場合にも、仮に企業が依然として支払能力を有するのであれば、上場廃止により企業とその投資家を罰するよりも、自ら改善する機会が与えられるべき
- 上場廃止基準として、上場企業としての投資適格性に欠けているといえる要素が何かという点から考えていくと、事業の安定性について、事業のキャッシュフローをベースとすることが望ましく、ネットアセットベースでの指標は必ずしもエクイティ投資の発想とはなじまないのではないか。そう考えると、多額の減損が一時的に発生した場合にヒットしてしまう債務超過という基準は、上場適格性を欠くものを選別する基準としての合理性が乏しいのではないか

n. 改善機会の確保（10件）

- 上場規則違反や上場廃止基準への抵触を治癒するための十分な機会を確保するため、最低2年間の猶予期間を採用することが、かかる混乱を最小化するための1つの方法
- ステップアップ先の市場として求められる基準を充たさなくなった場合の取扱いに関しては、算定期間や充足状況の測り方等に工夫の余地がある
- 基準への抵触から2年の猶予期間を経て上場廃止とすべき
- 「退出」を考慮した場合、投資家保護の観点から、現状の監理・整理銘柄に相当するような、上場廃止に至るまでの一定期間留まる「特別」な区分はあって然るべき
- 一定の経過期間を設けて、各市場から撤退した企業の「特設市場」を集約すべき

○. 退出後の換金の場合（18件）

- 廃止基準の見直しに際しては、既存株主の換金機会を十分に確保することが必要
- 上場廃止基準の運用を厳格化して上場廃止銘柄を増加させることを通じて、その受け皿としての役割を果たすフェニックス銘柄制度の活用を図ることが考えられる
- 換金機会を十分に確保する観点から、監理・整理銘柄等への指定期間を適切に確保することが考えられる
- 仮に、廃止後のマーケットができれば、廃止間近の会社の株価が適正価格より、さらに下回るといえることはなくなるのではないかと
- 投資家保護の観点から、注意喚起、現金化のプロセスを整備していくことが必要
- 少数株主が上場廃止された株式を手放すことができるようにするためには、日本は店頭市場を再活性化することが考えられる
- 廃止後の換金の場合があれば、廃止直前の株価形成が適正化すると期待されるが、米国と異なり、日本ではOTCのカルチャーが薄く、換金の場合への機関投資家の参入が期待できないので実現は難しい
- 廃止後の換金の場合には必要なし。売りたい人は上場廃止までに売り、未上場の段階で株の保有を継続したい投資家だけが、保有を継続すればよい

（当取引所の考え方）

市場の明確なコンセプトに基づいた上場制度に再設計していくにあたっては、各市場のコンセプトを適切に反映した新規上場基準・上場維持基準（退出基準）とすることが重要となります。また、コンセプトを一貫した透明性の高いものとする観点からは、新規上場基準と上場維持基準を、原則として、共通化することが考えられます。

また、債務超過に係る上場維持基準（2期連続債務超過）のほか、現行のマザーズにおける売上高に係る上場維持基準（1億円）や、現行のJASDAQにおける業績に係る上場維持基準（JASDAQスタンダードにおいては5年連続の営業赤字かつ営業CF赤字、JASDAQグロースにおいては上場後10年連続の営業赤字）などの経営成績や財政状態に関する上場維持基準については、市場における評価（例えば、時価総額）が存在していることを踏まえ、それを加味した基準に再設計していきたいと考えております。

なお、上場維持基準を充たさず市場から退出した後の換金の場合に関しては、今後の検討の進捗を踏まえつつ、重要な課題として幅広い市場関係者と議論を深めてまいりたいと考えています。

（２） 企業価値向上の動機付けを補完する仕組み等

a. ステップアップの基準の引上げ・共通化（２０件）

- 市場第一部へのステップアップに必要な時価総額については、引上げの余地があると考ええる
- 市場第一部へのステップアップ基準はある程度引き上げることが考えられる
- 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
- 新興企業向け市場への上場及び市場第一部へのステップアップの基準を検討するに際しては、資金調達額という観点が必要
- ステップアップまでの待機期間としては、２～３年必要ではないか
- 市場第一部にステップアップに係る基準については、より高い目標として設定すべきではないか
- 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
- 市場第一部へのステップアップ基準は、企業価値向上に資する水準へ統一する必要
- 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
- 公平性、正当性の観点から、市場第一部へのステップアップする場合の上場基準は、直接市場第一部に上場する場合の基準と揃えるべき

（当取引所の考え方）

市場の明確なコンセプトに基づいた上場制度に再設計していくにあたっては、上場基準や市場変更基準について、各市場のコンセプトに基づきひとつの基準に共通化していくことが考えられます。

例えば、現在、市場第一部への上場に関しては、直接上場の場合と一部指定（市場変更）の場合において、時価総額基準における二つの水準（４０億円以上・２５０億円以上）、その他売買高基準の有無などの差異がありますが、これらの差異についても、新しい市場のコンセプトに基づいて共通化していきたいと考えております。

また、有価証券報告書等の財務諸表の適正性に関する二つの対象期間（５期間・２期間）の差異についても、共通化していきたいと考えております。

b. 上場後の成長を支援する機関投資家の参入（34件）

- 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
- 現状では新興市場の投資主体が個人投資家となっているが、長期目線の機関投資家の投資対象となる事例を生み出していくことが重要
- 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
- 長期目線の機関投資家の投資対象となるためには、前提条件として投資ロットに見合うだけの流通株式量の確保が必要であり、そのためには、十分な規模のオフアリングの実施を上場の要件とすべき
- 機関投資家の投資対象に相応しい流通株式比率や流通株式時価総額の基準の厳格化が必要
- 「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
- 各市場への新規上場について、一定の公募・売出し規模がある場合に、長期保有を予定し一定期間のロックアップを受け入れる機関投資家に対して、公募価格で一定水準の株式を配分できるプロセスの創設と、その場合の法令等の解釈の明確化が必要
- 新規上場において証券会社から機関投資家への割当が増えるといい
- IPO 時の配分に際しては、需給などにもとづき、より柔軟性を持たせる余地があるのではないか
- 上場後、機関投資家の投資を獲得するためには、新興企業自身がファンダメンタルズを改善し、時価総額の引上げに努めることが必要
- 未上場の段階から、アンカーインベスターとなりうる機関投資家とのアクセスを強化することが重要
- 各市場への新規上場について、（上場前後で継続して株式を保有する）クロスオーバー投資家が参加しやすい環境整備が必要
- クロスオーバー投資家育成としてはベンチャーキャピタルが上場前後で継続して保有することが、最もイメージに近いが、ベンチャーキャピタルが保有し続けるという仕組みの場合、例えばシードの投資は売却可能、6ヶ月以内、あるいは1年以内の投資は上場後1年ロックアップなどが適切
- 新興企業向け市場の構造的な問題として、IPO の前後で継続的に株式を保有する機関投資家が少ないため、価格形成や IPO 後の企業の成長への影響がある状況。機関投資家が参入しやすい環境を整備する必要がある

（当取引所の考え方）

当取引所が集計・公表している投資部門別売買状況及び株式分布状況調査によれば、現状、市場第二部、マザーズ、JASDAQの各市場区分では、個人及び長期保有を前提としない海外機関投資家による取引が大半を占めており、上場会社と機関投資家との建設的な対話による中長期的な企業価値の向上が期待しにくい状況となっています。

とりわけ、高い成長可能性のある企業を上場対象とする市場（B市場）を設けることとした場合には、事業の成長可能性を評価する専門性を有する機関投資家の介在が、市場における価格形成の円滑性・公正性を向上し、上場後における資金調達機会の拡充にも寄与すると考えられるため、中長期の目線で投資を行う機関投資家からの投資（支援）を獲得しやすい環境を整備していくことが想定されます。

「1. 現在の市場構造を巡る課題」で指摘された問題点を踏まえつつ、例えば、上場後の株式の流動性や、新規上場前からのアクセス、クロスオーバー投資家の育成などの点を含めて、今後、具体的な方策を検討していきたいと考えています。

c. 中長期的な観点の情報開示（14件）

- 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
- 上場時に提出が求められる「成長可能性に関する書面」について、その後の進捗を開示させることが考えられる
- 経営者が開示した中期経営計画等の達成にコミットするようなインセンティブを設けることが重要
- JASDAQ（グロース）市場の開示制度において中期経営計画の策定を義務付けているが、このような制度はマザーズ市場でも行うべき。（より高い成長を目指す新興企業には今後どのように成長をしていこうかという点をよりよく開示させる制度がふさわしい）
- 上場時に描いた将来像について、しっかりと進捗の開示を求めていくことが重要
- 上場時に提出が求められる「成長可能性に関する書面」について上場後の進捗状況を開示することが考えられるが、KPIにコミットすることは求められるべきではない

（当取引所の考え方）

高い成長可能性のある企業を上場対象とする市場（B市場）を設けることとした場合には、企業の将来性（成長可能性）に着目してコンセプトを再設計していく際に、上場会社に対して、中長期的な観点の情報開示を積極的に促していく方策を検討していくことが考えられます。

そのほか、企業の成長段階や投資家層の厚みによって、各市場において求められる開示制度その他諸制度は異なることも想定され、それぞれの市場コンセプトに合わせて最適化を図っていく必要があると考えられます。

d. 新たな指数や区分等の活用（31件）

- 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
- 現在の市場第一部の中に、一定の要件が賦課された新たなステップアップ先としての上位区分を設けるなど、新たな枠組みを設定することを検討すべき
- 現在、市場第一部に上場している会社が、仮に大幅に指定替えするとすると、合意を得るのが難しいため、プレミアム区分を設けるのが現実的と想定
- 市場第一部から他の市場に移行させるという見直しではなく、市場第一部から、より上位の市場を目指すように設計するほうが、移行がスムーズではないか
- より厳しい基準が必要であるならば、市場第一部の先のステップアップ市場として、「プレミアム市場」を創設するほうが賢明である
- 市場第一部より上位の市場を設けることで、市場第一部の価値を損なうことなく、既存の市場第一部上場会社にさらなるステップアップというインセンティブを付与することができ、市場全体の価値向上につながる
- 市場第一部には圧倒的なブランド価値があるため、市場第一部から外れると、戻りたいという強いインセンティブが働くであろう、よってプレミアム市場などとするより、市場第一部をステップアップ先の市場とした方がよい
- 大型株500社に投資したいといったニーズは、インデックスで対応されるべきもの
- 様々な株式指数が大型、中型、小型を分ける役割を担えばよい
- TSE500（TSE プレミアム指数）を創設すべき。TOPIX コア 30 とラージ 70 が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。そのため、市場第一部、第二部、JASDAQ、マザーズの時価総額上位500社の指数組成を検討すべき
- プレミアム市場の導入を検討する前に、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、JPX 日経インデックス 400 が、どうして十分な成果を出していないのかを検討すべき
- 既に日経平均株価や JPX 日経インデックス 400 などのインデックスが存在する中、新たに制度変更をすべき積極的理由があるのか疑問（プレミアム市場は、JPX 日経インデックス 400 と何が違うのか、プレミアム市場の創設により、投資家の投資行動が変わるとは考えがたい）
- 新たな市場区分の拙速で一方的な設定は到底受け入れる事はできない、株式市場の底上げは、市場区分という証券市場の階層に手を加えて解決できるものではない
- 市場区分の変更前後では価格形成への影響等があるため、市場区分を増やすことには懸念がある

- 市場区分が増えることはシステム改修負荷が重い一方、指数を増やすことの負荷は重くないため、業界全体のコスト負担を考慮すべき

（当取引所の考え方）

国際的に投資を行う機関投資家をはじめ広範な投資者の投資対象となる要件を備えた企業を上場対象とする市場（C市場）の検討に際しては、グローバルな機関投資家の視点等をコンセプトに反映することとなりますが、ESG投資に関する考え方の浸透をはじめ、グローバルな機関投資家の視点そのものも変化の過程にあることを踏まえる必要があると考えられます。

上場制度上の市場区分について、高い頻度で基準の変更を行う場合、市場利用者の利便性を低下させ、かえって中長期的な企業価値の向上をも阻害することが懸念されることです。そこで、制度の円滑な運用や透明性の確保の観点から、例えば、グローバルな機関投資家の視点を強く反映した株価指数などとも組み合わせつつ、全体の設計を検討していく必要があると想定されます。

なお、具体的な検討に際しては、例えば、JPX日経インデックス400などの既存の株価指数の効果等についても、十分な検証が必要になると考えられます。

（3）投資対象として機能性と市場代表性を有する指数の在り方

a. 市場区分との関係（20件）

- 市場区分としての市場第一部とベンチマークとしての TOPIX については、切り離してそれぞれのあるべき姿を考えるべき
- 上場制度と TOPIX との関係では、必ずしも「市場第一部=TOPIX」である必然性は無く、取引所としての「市場第一部」と株価指数（インデックス）としての「TOPIX」のそれぞれに関し、望ましい在り方を議論することが重要
- 指数のガバナンスの観点からは市場区分と TOPIX が分離されることが望ましい
- TOPIX の見直しにあたっては、市場区分の議論とは切り離して、在るべき姿を検討すべき。海外の指数の例や機関投資家の活用実態、変更に伴う影響等を勘案して検討が行われるべき
- 現行の TOPIX をそのまま残して、別の新しい指数の組成や、指数先物を上場するというのではなく、最も望ましい新指数へ TOPIX を編成し直すべき
- 東証の株価指数には、「JPX 日経インデックス 400」など、ROE（資本効率性）やガバナンスの観点からの持続的な企業価値向上に着目したプレミアム指数が既にあるなか、当該指数のステータスを維持しつつ、「TOPIX」を市場代表インデックスとしてどう位置付けるか、指数間の棲み分けをどのように図るか等について、市場構造の在り方と並行して議論していく必要がある
- TOPIX の構成銘柄が多いことから、パッシブ投資家及びアクティブ投資家にとっては、ベンチマークとして TOPIX を追うことは難しく、また、企業価値を向上させた企業に十分に対価が払われていないこともあり、パフォーマンスの低い企業の動機付けに資さないため、TOPIX の構成銘柄数を 500 銘柄以下にすることでより適切な資本政策の見直しを動機付けるべき（海外の主要な指数の構成銘柄は、30～500 銘柄）
- パッシブ運用向けの指数と統計的な指数とを分離し、TOPIX 指数の名称と TOPIX 先物はパッシブ運用向けの指数に継承させることで、それぞれを利用目的に即して最適化してはどうか
- 指数の構成銘柄の入れ替えについては、極力、時価総額ベースで、定量的なルールに基づいて行われることが望ましい
- 汎用的なベンチマークには、構成銘柄に実質的な流動性があることが非常に重要
- 大規模なアセットオーナーとしては、市場全体をカバーするという観点から、指数の構成銘柄としては一定数の数があることが望ましい
- ベンチマークとしての TOPIX を考えると、銘柄数が減ればトラッキングエラーが減るため運用コストは下がるが、しかしながら、代表性や様々なオポチュニティを取り込むという観点からは中小型株（グロース）の方が中長期的なパフォーマンスは良いという実態があり、銘柄数は多いほうがよい

（当取引所の考え方）

市場第一部に上場する全ての内国上場会社を構成銘柄とするTOPIXについては、「1. 現状の市場構造を巡る課題」のとおり、市場関係者の皆様から様々なご指摘をいただいております。

既存の市場区分にとらわれない検討の観点からすれば、新たな市場区分は、既存の株価指数の構成銘柄と一致しない場合もあると想定されますが、TOPIXそのものの連続性や、投資対象としての機能性や市場代表性などの指数に対するニーズを踏まえつつ、今後、検討を深めてまいりたいと考えております。

（４） 企業や投資者への影響等を考慮した移行プロセス

a. 市場関係者への影響に対する配慮（30件）

- 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
- 市場第一部の見直しに伴い、TOPIXの構成銘柄が見直される場合、市場関係者への影響を十分に考慮することが必要
- 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
- 日銀によるETF購入において、特にTOPIXのウェイトが高くなってからは、小型株は市場をアウトパフォーマンスしており、見直しにより、株価が下がるのではないかとの懸念がある
- 2000年4月の日経平均株価指数の銘柄入れ替え時に大幅なパフォーマンス悪化が発生しており、個人投資家、年金資金が損失を被ったため、今回も懸念
- 市場区分と小型株への影響は本来、分けて考えるべきだが、パッシブ運用の拡大の影響から、市場区分の見直しに伴う指数の見直しについては、流動性の低い中小型株へのインパクトが懸念される
- 市場第一部上場会社に対する社会評価が定着していることへの配慮が必要
- 上場基準を過度に厳しくすると、投資家が投資機会を喪失する懸念がある
- ドラスティックな基準変更は、メッセージ性はあるものの、これまで蓄積してきた資産を大きく棄損させる可能性が高い
- 上場維持基準が大きく見直され、上場会社が市場第一部から外れた場合には、①から⑥の事項などにより、企業価値は大きく損なわれる（①市場第一部上場としての企業ブランドの毀損、②TOPIXをベンチマークとして投資する投資家の強制売却による株価下落、③新卒者の採用能力の低下、④銀行取引力の低下、⑤借入金利の上昇、⑥流動性の低下）
- 市場第一部は、所謂大企業だけではなく、ニッチな事業領域で特色をもって活躍する中堅企業も多く含み、その両輪で経済や産業の動きを反映できている日本独自の特徴的な市場だが、その有力な中堅企業が外れることとなる場合、市場第一部がこれまで築いてきた特徴を失うことにつながりかねないと懸念
- 維持基準見直しの検討にあたっては、上場会社が被りうる多大なる不利益と不条理性に十分配慮した結論を出して頂くことを強く要望する
- 1975年の上場基準の引き上げ（資本金に係る要件を3億円から5億円に引き上げ）により、多数の企業が基準変更抵触したが、数年の猶予期間中に第三者割当増資と株主割当増資が乱発された。制度変更には当初想定していなかったプレイヤーの行動を引き起こす可能性がある、そのことを念頭に置いて制度設計を行う必要がある

b. TOPIXの連続性に対する配慮（20件）

- 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
- TOPIXは、主要なパッシブ運用の対象及び多くのアクティブ運用のベンチマークとなっていることから、その連続性に配慮が必要であり、さらに、TOPIXに変わる新たなベンチマークができた場合、投資信託の約款や年金の運用契約の変更が必要になる可能性があるため、TOPIXを維持しつつ、時間をかけてその対象企業を大型の取引にマッチしたものに調整していくのが現実的
- 現状のTOPIXは指数として存続させた上で、様々な新しい株価指数を開発し、投資家に多様な運用の機会を提供すると同時に、上場企業に対して企業価値向上のインセンティブを与えるようにすることが必要
- ベンチマークとしてのTOPIXの在り方は変えないことを前提としないと、市場構造の見直しは相当難しいのではないかと印象
- TOPIXは、株式市場における多様なオポチュニティ（投資機会）を示しており、TOPIXをベンチマークに、年金運用やETFが組成されているため、TOPIXからほかの指数への移行は現実的には難しいのではないかと
- 指数（TOPIX）の観点で言えば、流動性が低位の銘柄が除かれることで、パッシブ運用における問題は解決するが、一方で、TOPIXにグロース株が含まれているため、パフォーマンスがよいという見方もある
- 市場第一部の見直しは、TOPIXの指標としての連続性の欠如、除外される発行企業への説明責任、市場価格への影響等が懸念され、特に、指数連動型ファンドなどの組入れ比率の調整等の実施期間を相応に確保できるよう対応しないと、市場へのインパクトが過大となり投資家保護上の問題が大きいと史料
- 日本ではTOPIXが日経平均株価指数に次ぐ代表指数になっており、海外投資家に使われている以上、TOPIXは使われ続けるのではないかと
- ステップアップ先の市場の在り方を見直す際には、TOPIXの在り方について、市場関係者の意見を考慮して検討する必要がある。見直すべきという意見や、現状のままとすべきという両方の意見が存在

c. 適切な移行プロセス（20件）

- 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（3年程度の猶予期間を要望）
- TOPIX構成銘柄が変更される際には、銘柄の入れ替えが頻繁になり過ぎないように、適切な措置を設けることが重要

- 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（例えば、100億円未満はTOPIX構成銘柄から除外するという場合に、リバランスを4回に分けて行う等）
- 市場構造の見直し後に、日経平均株価やTOPIXの連続性が保てなければ、市場に大きな混乱が生じるため、回避するための移行措置及び移行期間を適切に設けるべき
- 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
- 上場会社に改善機会を与える観点から、十分な移行期間の設定が必要であり、また、市場区分に残る企業、移行する企業の双方に納得性のある形で検討いただきたい
- 上場準備会社は、各市場の基準を踏まえて、上場市場を選択しているため、基準が大幅に変わる場合の影響が大きい。十分な移行期間を設けていただきたい
- TOPIXをベンチマークとしたパッシブ運用が膨大になっている現状からすると、退出基準の強化については、市場に大きなインパクトを与えることが想定される、したがって、退出基準を強化する場合、段階的な実施を行うなど長期的な時間軸で実施していくことが必須
- 市場第一部の上場企業として求められる基準・義務について検討し市場機能を改善する必要性には賛同するが、株式投資のインフラである取引所が、指数構築の基準となるルールや対象銘柄を唐突に、抜本的に変更することには慎重であるべきで、投資家保護のためにルール変更は漸進的であるべき

（当取引所の考え方）

上場会社や国内外の投資者その他の市場関係者に生じる影響を十分に考慮して、適切な移行プロセスを確保していきたいと考えております。

例えば、新たな市場区分を設けることとした場合には、既存の市場区分からの移行にあたって、上場会社自身が申請により市場区分を選択することも考えられるほか、個々の上場会社において対応期間が必要になると見込まれるときは、数年単位で移行期間を設けたり、適用される基準を段階的に変更したりすることも考えられます。

なお、TOPIXをはじめ、既存の指数の取扱いについて何らかの変更を行う場合にも、あらかじめ、十分に上場会社や投資者への影響を考慮することが必要になるものと考えております。

3. その他

a. 親子上場（10件）

- 市場構造の見直しにあたっては、ガバナンスの観点から、同じ市場区分における親子上場について論点としてはどうか
- 特定の株主が議決権の過半を持つ状況は、少数株主の意見が恒常的に経営に反映されない可能性があるため、ガバナンス面で健全ではない
- 親子上場については、社内の意見は分かれるが、市場評価に織り込まれている（ディスカウントされている）ということであれば問題ないという考え方や、親子上場は認めるべきではないという意見もあり様々
- 上場親会社が上場子会社を放任してしまった結果、大株主のガバナンスが皆無となって子会社経営陣は株主価値向上に無頓着となっている例が散見される
- 親子上場は禁止すべきとは思わないが、取締役会の独立性は高めるべき、例えば親子上場の場合、独立社外取締役が過半数ということであれば許容できる、なお、親子上場と違い、創業者が支配株主となるケースは気にならない

b. 企業再編（10件）

- 海外では企業価値向上のためのM&Aが盛んだが、日本企業はそういう努力をしないためインセンティブを与える必要がある
- 日本に小規模な時価総額の上場企業が多い理由は、株式の持合いが障壁となり、企業再編が行われないことであり、企業価値の維持向上という観点から、M&Aがしやすくなる環境整備が重要（成熟産業における企業統合により大規模化や効率化といったスケールメリットを享受し、統廃合により重複した資本や人材が、成長産業に移行して経済全体が発展するという本来のプロセスがない）
- 現状、日本ではイグジットの手段がIPOに偏っているが、市場第一部の会社がベンチャーをM&Aで取り込んでいくことが必要であり、例えば市場第一部の維持基準に成長性基準を入れるなど市場第一部の改革を行うことで、合理的に、IPOかM&Aかという判断が行われていくことが期待される
- 日本では、M&Aなどの事業再編は、上場維持が前提（米国であれば上場廃止）のため、日本独自の文化と状況を踏まえて、事業再編に向けて動機付けが重要
- 米国企業はM&Aを繰り返すことで成長を実現（時価総額が成長）したため、日本でも強い企業が中心となりM&Aに取組み、グローバルに通用する企業を増やしていくことが重要

c. 市場コンセプトに応じたガバナンスや情報開示（8件）

- 市場区分のコンセプトと上場会社の実態がリンクしていることが望ましく、市場区分

のステージごとに、要求されるガバナンスの水準を明示することが一案として考えられる

- ガバナンス改革、日本版SOX法、四半期開示などは、本当に全ての会社について同様の水準での対応が必要か見直すべき
- 市場区分として、企業規模（時価総額）やリスク・リターン属性、流動性、公募・売出しの規模等とともに、上場維持などのコスト、効率性の観点も重要
- 市場区分の抜本的な変更に向けて、現行の市場区分における要件や基準等の合理性や必要性を検証し、見直すべき事項については早期に取り組むべきではないか

d. 市場からの退出（8件）

- 申請による上場廃止は認めるべきではない、上場した以上、その責務を果たすべき
- 指定替え又は上場廃止に代えて、一定期間、新たに上場会社の経営者や社外取締役に就任できないといった形で経営陣の責任を問うべき
- ガバナンスに問題を有する企業に改善を促す観点から、「特設注意市場銘柄への指定」を退出基準に追加することが考えられる
- 大株主基準（支配株主の有無）を導入すべき（例えば、いわゆる上場子会社（過半数を支配株主である親会社が保有）やオーナー企業（創業家ないし経営陣が過半数を保有）については、一定の移行期間内（3～5年）後に支配株主の持ち分が3分の1以下にならない場合は市場第二部へ指定替えになるという基準を設ける）

e. 新規上場時の価格形成（初値）（6件）

- 初値形成のあり方として、初値が高騰し、上場後は株価が下落基調で推移するため、資金調達できていないという状況への問題意識がある
- 機関投資家は、初値高騰後の株価のボラティリティが高いことをリスクととらえるため、投資せず、結果として機関投資家の入れないマーケットとなっている
- 現在のIPOはボラティリティが高すぎるため、機関投資家は投資できず、大半がリテール層からの投資となっている

f. マザーズ指数の算出方法（3件）

- マザーズ指数では、マザーズに上場していた銘柄が、市場第一部に移行すると構成銘柄から除外されてしまうため、グロース株のインデックスとしては魅力がない
- 現在のマザーズ指数は、市場第一部にステップアップした企業の成長を取り込むことができず、新興企業向け市場が魅力に欠けるかのようなバイアスを与えている懸念がある

g. 支配株主との取引の公正性（5件）

- 公開買付け等における公正性担保措置として、定款上、マジョリティ・オブ・マイノリティによる事前決議を定めることを要件とすべき
- TOBの場合には、マジョリティ・オブ・マイノリティの決議を義務付けるべき
- 純資産10%以上に影響のある場合のマジョリティ・オブ・マイノリティ決議を義務付けるべき

h. 株主優待（3件）

- 株主優待の廃止を求める（コア事業に関係ないものをやめ、個人投資家だけでなく、機関投資家への便益を提供すべき）
- 現在のように何ら対策なく、株価維持のために金券類を株主優待とすることを放置すべきではない

（その他の意見）

- 柔軟に市場選択のプランニングを行えるよう、各市場の上場申請書類を共通化し、新興企業が上場を目指す先の市場変更をより柔軟に行えるようにすべき
- 海外の機関投資家は、キャッシュフローに注目しているため、上場会社が四半期ごとに適切にキャッシュフロー計算書を開示するよう要請すべき
- 税制については、持合株式の解消の局面にて重要な意味がある。売却益に課税されてしまうのであれば、経済的に見て保有の理由が強化されるため、税制の見直しが必要

（その他の意見に係る当取引所の考え方）

当取引所の市場構造の在り方については、金融庁の金融審議会「市場構造専門グループ」などを含め、様々な場で御議論いただいております。それらの議論も踏まえる必要がありますが、上記のご指摘及びご提案については、今後の市場構造の在り方等に係る検討及びその他の上場制度の見直しに際して、参考とさせていただきます。

以 上