



資料 2

(R1.05.13)

市場構造の在り方等に関する検討について

2019年5月13日

株式会社東京証券取引所

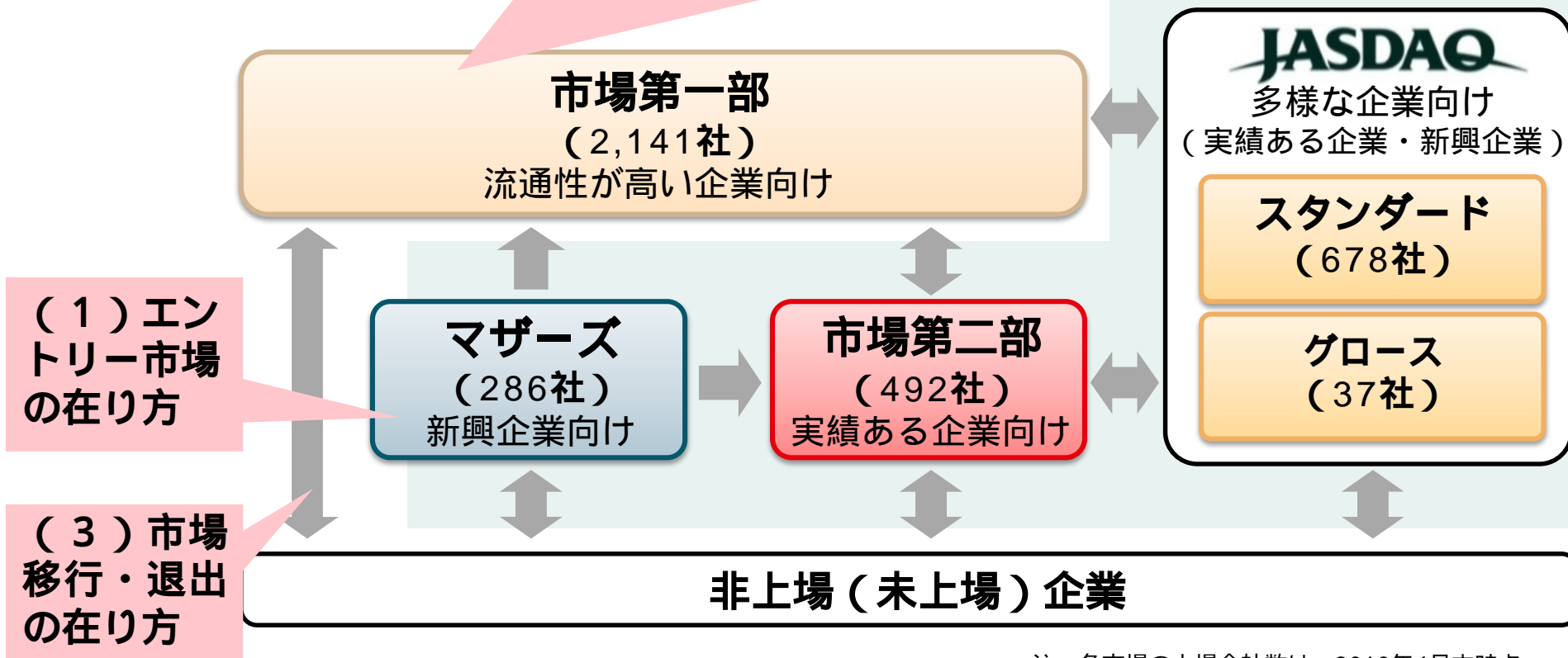
1 . 現在の市場構造

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

統合から5年が経過する中、将来を見据えて改善すべき課題が顕在化

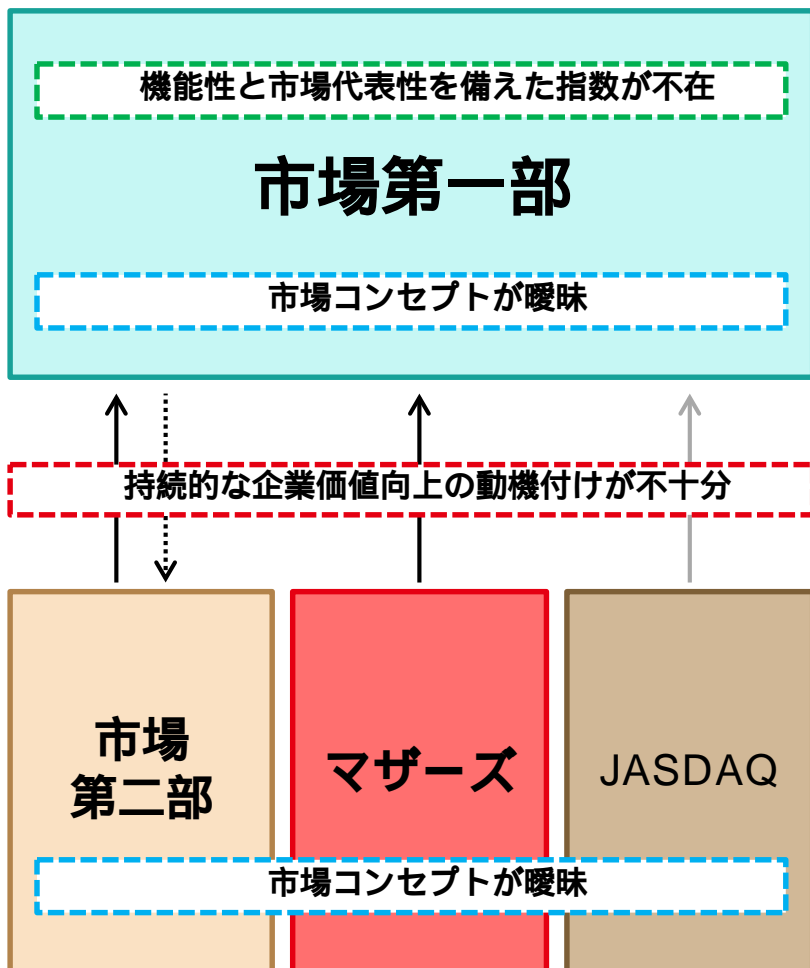
昨秋から、(1)～(3)の切り口で現状の課題の整理、改善策の検討に着手

(2) ステップアップ先の市場の在り方



注：各市場の上場会社数は、2019年4月末時点

2. 現在の市場構造を巡る課題（3/27公表）



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

- ❏ 市場第二部・マザーズ・JASDAQの位置付けの重複・分かりづらさ
- ❏ 市場第一部は市場コンセプトが明確でなく、パッシブ投資隆盛により流動性の低い銘柄の価格形成にゆがみ

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

- ❏ 市場第一部へのステップアップ基準は、上場会社の持続的な企業価値向上の動機付けの観点から十分に機能せず
- ❏ そのほか、機関投資家の参入のための方策や新興企業に適した開示制度の検討が必要

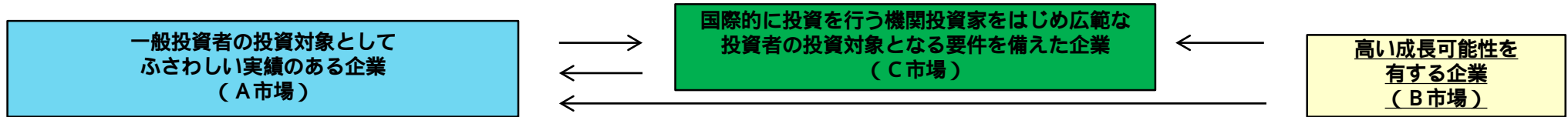
投資対象としての機能性と市場代表性を備えた指数が存在しない

- ❏ 多くの投資者がベンチマークとしているTOPIXは、市場第一部全銘柄で構成
- ❏ JPX日経400やTOPIX500などの指数をベンチマークとする投資者は少ない

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

3. 市場構造の問題と改善に向けた論点整理（3/27公表）

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



（コンセプトに基づく基準）

上場基準

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

退出基準

- **経営成績・財政状態だけでなく市場評価も加味した基準**

（企業価値向上の動機付けを補完する仕組み等）

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

企業や投資者への影響を十分に考慮した移行プロセスを確保

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

(参考資料) 意見募集等で寄せられた意見

- n 新興企業向け市場については、間口の広さが一定の評価を得られているが、バイオ、宇宙、ロボット、素材等の先行投資型企業について、十分な上場機会が提供されていないとの意見

- n 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
- n 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
- n 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）
- n 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
- n 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
- n 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
- n 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のか

n 新興企業向け市場については、間口の広さを維持しつつ、上場後の企業価値向上が課題

- n 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
- n 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
- n 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
- n 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
- n 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

n 市場コンセプトに照らして上場廃止基準に見直しの余地があるとの意見

- n 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
- n 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

n 先行投資型企業に関する上場の在り方について、時価総額をベースとした基準や、投資家のコミットメントを活用するアイデアなど様々な提案が寄せられた

- n 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
- n 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
- n 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
- n 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
- n 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
- n 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
- n 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
- n 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

- n 企業価値の向上の動機付けを補完する仕組みとして、上場後の成長を支援する機関投資家の参入や中長期的な観点の情報開示等が考えられるとの意見

- n 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
- n 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、十分な規模のオフリングの実施を上場の要件とすべき
- n 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
- n 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

- n 業績による廃止基準については、市場評価を加味すべきとの意見

- n 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
- n 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
- n 退出は厳格にしたほうがいいだろうが、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