



# ご説明資料

## Exchange & beyond

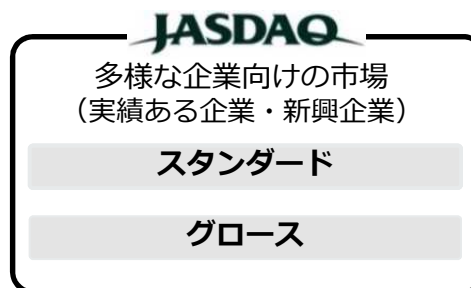
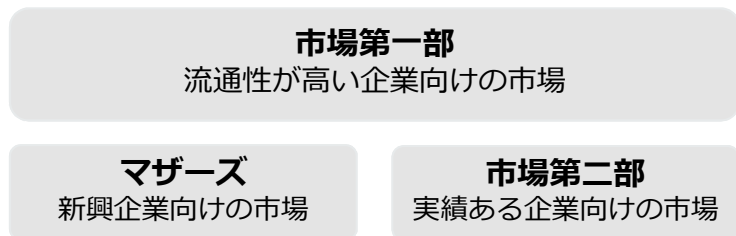
株式会社東京証券取引所

2023年9月15日



- 東証は、上場会社の持続的な成長と中長期的な企業価値向上を支え、国内外の多様な投資者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

## 従来の市場区分



### <指摘されていた課題>

- 各市場区分のコンセプトが曖昧
- 企業価値向上に向けた動機付けに乏しい
- 投資対象としての機能性を備えた指数がない

2022年4月4日  
新市場区分に移行

## 新しい市場区分



### プライム市場

高い流動性とガバナンス水準を備え、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

### スタンダード市場

公開された市場における投資対象として十分な流動性とガバナンス水準を備えた企業向けの市場

### グロース市場

高い成長可能性を有する企業向けの市場

### <基本的な考え方>

- 各市場区分のコンセプトに応じた基準の設定
- 各市場区分の新規上場基準と上場維持基準を原則共通化

注：各市場の上場会社数は2023年3月末時点

- 市場区分見直しの実効性を高めるため、有識者会議「市場区分の見直しに関するフォローアップ会議」を設置
- 2023年1月、それまでの議論について論点整理を行い、今後の東証の対応について公表
- 経過措置の終了時期を明確化するとともに、経過措置の適用を受けていない上場会社にも、企業価値向上への取組みを促す

## フォローアップ会議 論点整理

- 健全な新陳代謝を機能させる観点から、**経過措置について、終了時期を含む今後の取扱いを直ちに明確化**すべき
- 資本コストを意識した経営の推進など、**中長期的な企業価値向上に向けた自律的な取組みの動機付けとなる枠組みづくり**を進めていくべき

## 東証の対応

- 経過措置※は**移行後3年（2025年3月）で終了**  
※ 適用会社は2023年3月時点で554社
- プライム市場上場会社には、改めてスタンダード市場選択の機会を提供（申請期間は2023年4～9月。6月末時点で47社が申請済）
- 中長期的な企業価値向上に向けた取組みの動機付け
  - ① **資本コストや株価に対する意識改革・リテラシー向上**
  - ② コーポレート・ガバナンスの質の向上
  - ③ 英文開示の更なる拡充
  - ④ 投資者との対話の実効性向上

注：議論の透明性を高めるため、会議の資料・議事録などは、開催後遅滞なく、ウェブサイトを通じて公表

日：<https://www.jpx.co.jp/equities/improvements/follow-up/index.html>

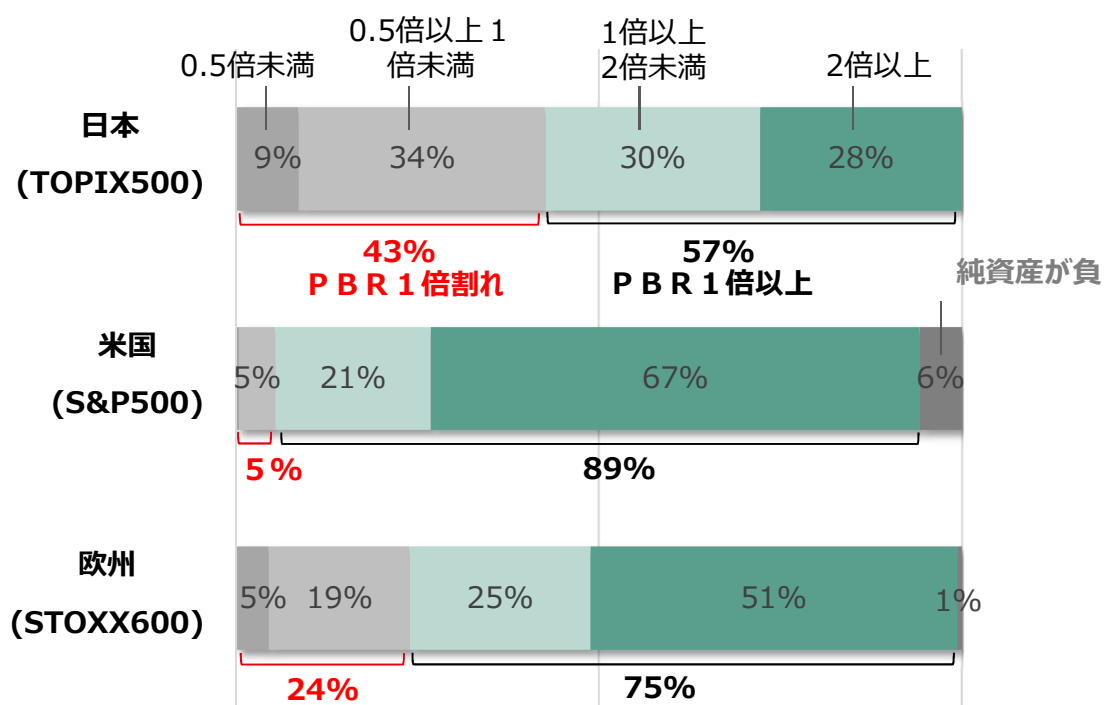
英：<https://www.jpx.co.jp/english/equities/improvements/follow-up/index.html>

# 資本コストや株価を意識した経営の促進 (プライム市場・スタンダード市場)

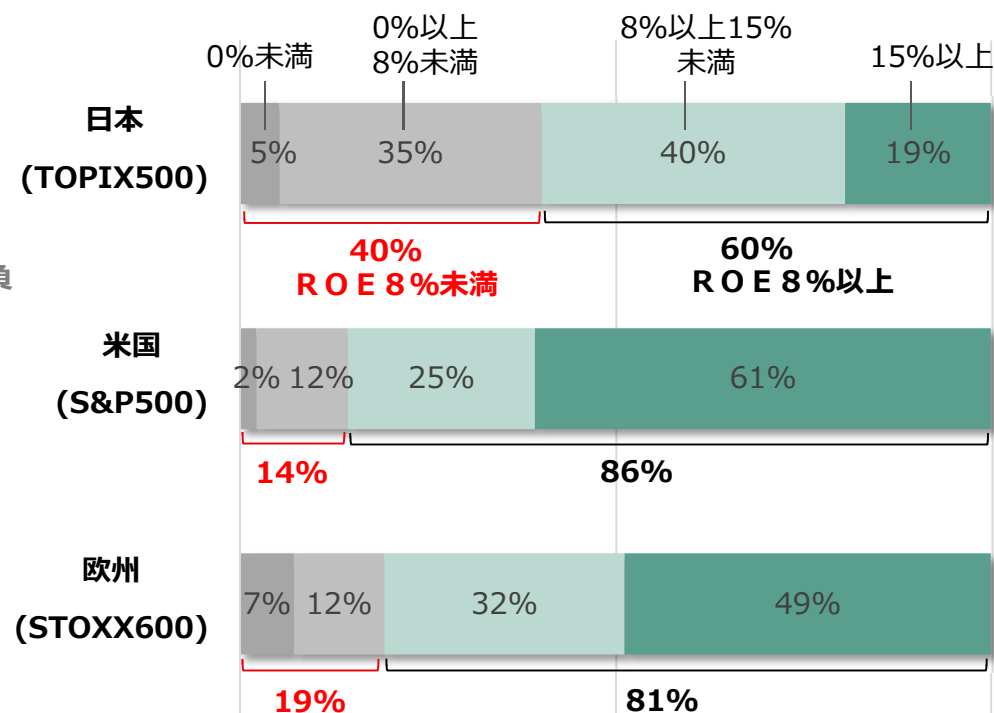
---

- 日本の主要企業（TOPIX500構成銘柄）の約4割（プライム市場全体では約5割、スタンダード市場では約6割）がPBR1倍割れ、ROE8%未満と、資本収益性や成長性といった観点で課題がある状況
- フォローアップ会議では、こうした現状を踏まえ、今後の各社の企業価値向上の実現に向けて、経営者の資本コストや株価に対する意識改革が必要との指摘

### PBRの海外比較（主要企業）

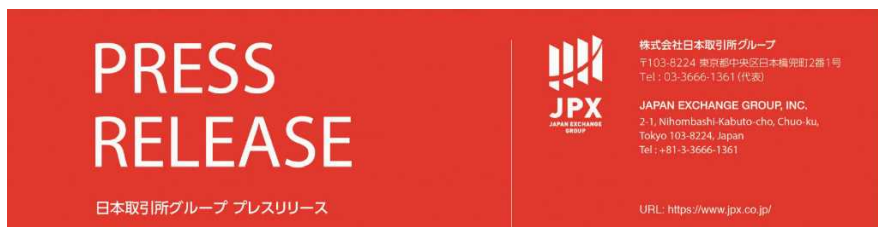


### ROEの海外比較（主要企業）



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

- 2023年3月31日、プライム市場・スタンダード市場の全上場会社に対して、①資本コストや株価を意識した経営の実現に向けた対応、②株主との対話の推進と開示、③建設的な対話に資する「エクस्पライン」のポイント・事例について、通知・要請を実施
- 同時に当該内容を公表し、上場会社との対話の担い手となる機関投資家にも、建設的な対話の実施を期待



2023年3月31日

各位

株式会社 東京証券取引所

資本コストや株価を意識した経営の実現に向けた対応等に関するお願いについて

当取引所は、本年1月に公表いたしました、市場区分の見直しに関するフォローアップ会議における議論を踏まえ、対応を進めることとしていた事項のうち、以下の3点について、具体的な内容を取りまとめ、上場会社の皆様にご通知申し上げますので、お知らせいたします。

- ・ 資本コストや株価を意識した経営の実現に向けた対応 (プライム/スタンダード)
- ・ 株主との対話の推進と開示 (プライム)
- ・ 建設的な対話に資する「エクस्पライン」のポイント・事例

これらの内容は、持続的な成長と中長期的な企業価値向上の実現に向けて重要と考えられる事項をまとめたものであり、規則上の義務付けを行うものではありませんが、上場会社の皆様に、投資者からの期待を踏まえ、積極的に実施していただくことをお願いするものです。

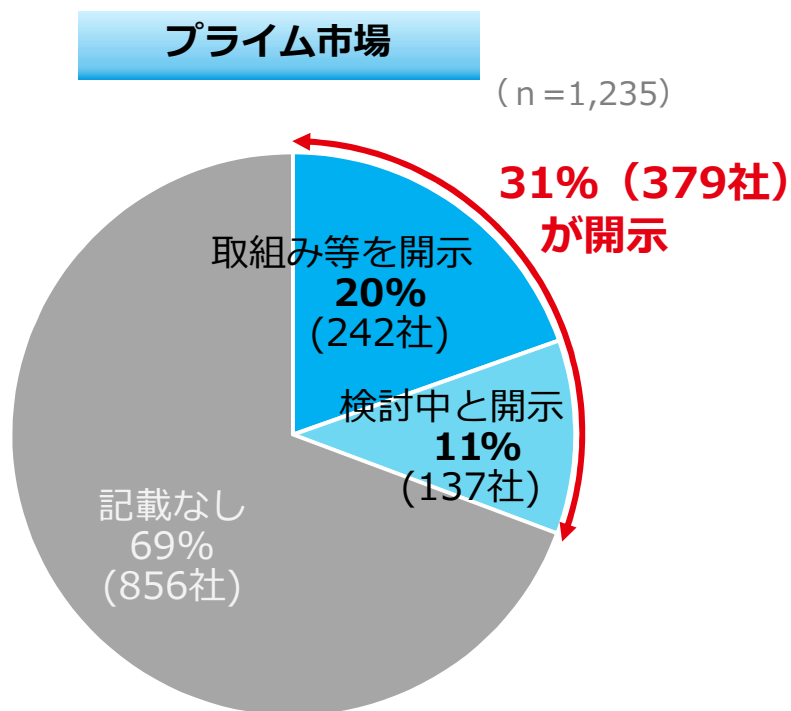
また、上場会社との対話の担い手となる機関投資家の皆様にも、上場会社における今般の対応を踏まえた開示内容等に基づき、上場会社の持続的な成長と中長期的な企業価値向上の実現に向けて、建設的な対話を実施していただくことを期待するものです。

## 「資本コストや株価を意識した経営の実現に向けた対応」の主なポイント

- 上場会社の皆様に、資本コストや株価を意識した経営を実践していただく観点から、まずは自社の資本コストや資本収益性を的確に把握し、その内容や市場評価に関して、取締役会で現状を分析・評価したうえで、改善に向けた計画を策定・開示し、その後も投資者との対話の中で取組をアップデートしていく、といった一連の対応を継続的に実施していただくことをお願いするものです。  
※ 対象はプライム市場・スタンダード市場の全上場会社です。
- 実施にあたっては、取締役会が定める経営の基本方針に基づき、経営層が主体となり、資本コストや資本収益性を十分に意識したうえで、持続的な成長の実現に向けた知財・無形資産創出につながる研究開発投資・人的資本への投資や設備投資、事業ポートフォリオの見直し等の取組みを推進することで、経営資源の適切な配分を実現していくことが期待されます。
- なお、資本収益性の向上に向け、バランスシートが効果的に価値創造に寄与する内容となっているかを分析した結果、自社株買いや増配が有効な手段と考えられる場合もありますが、自社株買いや増配のみの対応や、一過性の対応を期待するものではなく、継続して資本コストを上回る資本収益性を達成し、持続的な成長を果すための抜本的な取組みを期待するものです。
- ※ 対応の開始時期（開示時期）については、十分な現状分析や検討を行っていただくことが肝要であることから、具体的な定めはありませんが、できる限り速やかな対応をお願いしております。

- 今般の要請では、計画策定・開示の前提として十分な現状分析や検討が求められるため、開示時期に関して 具体的な期限を定めていないものの、既に、プライム市場の**31% (379社)**が開示済
- **PBRが低い企業/時価総額が大きい企業ほど、開示が進展**

「資本コストや株価を意識した経営の実現に向けた対応」の要請を踏まえた開示状況



PBR/時価総額水準別の開示状況 (プライム市場)

	PBR	
	1倍未満	1倍以上
1,000億円以上	<b>45%が開示</b> 取組み等を開示：31% 検討中と開示：14% (n=240)	26% 取組み等を開示：21% 検討中と開示：5% (n=301)
250~1,000億円	39% 取組み等を開示：22% 検討中と開示：17% (n=319)	15% 取組み等を開示：9% 検討中と開示：6% (n=165)
250億円未満	25% 取組み等を開示：12.5% 検討中と開示：12.5% (n=136)	15% 取組み等を開示：8% 検討中と開示：7% (n=74)

注：3月期決算企業を対象に、2023年7月14日時点のコーポレート・ガバナンス報告書等の内容に基づき集計

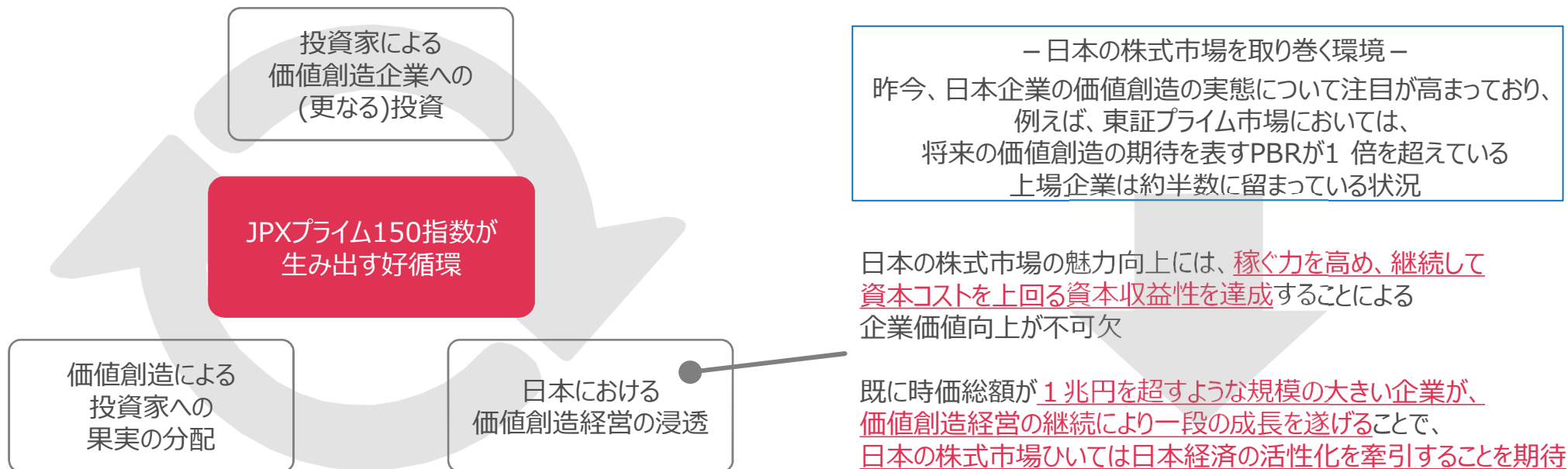
## 上場会社の対応状況に関する評価

- 短い期間でこれだけの企業が前向きに取り組んだことは**ポジティブに評価すべき**
- **大型/低PBR企業が中心となって開示が進んでいる一方、非大型/高PBR企業、スタンダード市場において開示率がまだ低い点は課題**
- **支配株主がいる企業では、アクションをとっている企業が少ない**いうえ、アクションをとっている企業も中身が不十分というケースも多く、別途議論が必要

## 企業の取組みを促進するための方策

- 現状は「**①要請を機に社内改革を試みようとする企業**」、「**②リソース不足で手が回らない企業や他社の出方を様子見する企業**」、「**③要請に取り組む意義に疑問を抱く企業**」という3類型あり、**それぞれの企業に合わせた施策の実施や環境作りが必要**
- 「**投資者の視点を踏まえた対応ポイントの取りまとめ・周知**」は企業のニーズに合った施策。また、開示を促進する環境を作るには、**開示した企業の一覧表を公表することも効果的**。要請の趣旨を継続して周知することに加え、**一層かみ砕いたガイダンスを行うことが考えられる**
- 中期経営計画や統合報告書などで開示していても、コーポレートガバナンス報告書では触れていない企業もあり、**コーポレートガバナンス報告書で開示している旨を記載すべき**ということ**を改めて周知すべき**
- 「**検討中**」なのであれば、**いつまでに、どういつことを開示するのか、具体的な工程や時間軸を開示していただくよう、改めてお願いする必要**がある





## 稼ぐ力によって、日本を代表する企業や日本経済とともに成長する “JPXプライム150指数”

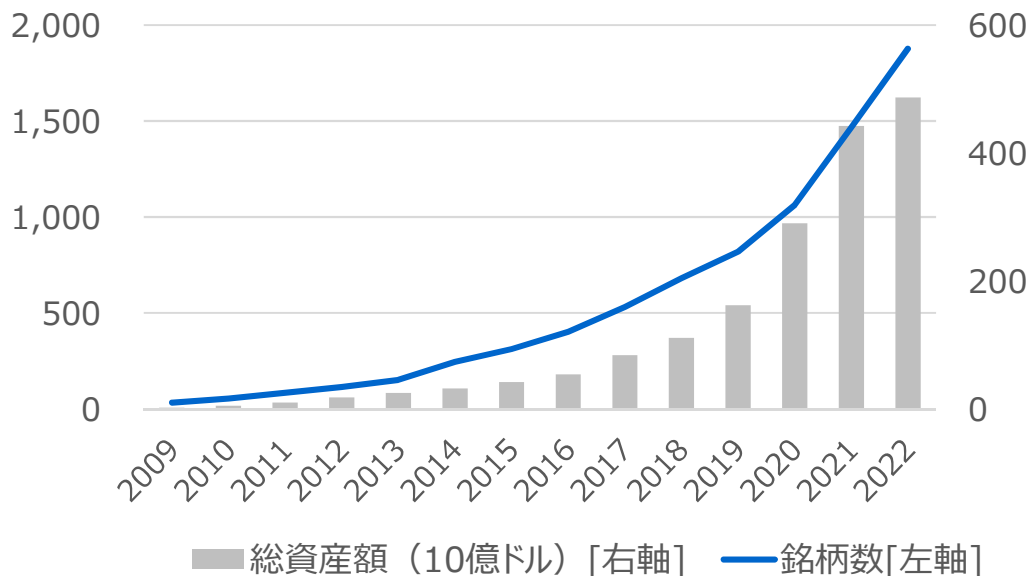
<p>求める特徴</p>	<p>① 「S&amp;P500と同等のクオリティ(※)を有する企業群」で構成された指数</p> <p>② 日本を代表するような時価総額1兆円以上の企業を中心に、150銘柄でありながら、日本市場の約50%をカバー</p> <p>③ TOPIXとは異なる特性・パフォーマンス (大型・グロース)</p> <p style="text-align: right;">(※)PBR、ROE、売上高成長率、EPS成長率など</p>		
<p>選定基準</p>	<p style="text-align: center;">東証プライム市場の時価総額上位500銘柄</p> <table border="1" style="width: 100%;"> <tr> <td data-bbox="425 1204 1198 1436"> <p style="text-align: center;"><b>エクイティ・スプレッド基準</b> 財務実績に基づく「資本収益性」 ROEが株主資本コスト(株主の期待リターン)を上回る 上位75銘柄</p> <p style="font-size: small;">※ 当期及び一期前のエクイティ・スプレッドが正の値の銘柄(ROEが8%を超える銘柄に限る)</p> </td> <td data-bbox="1209 1204 2094 1436"> <p style="text-align: center;"><b>PBR基準</b> 将来情報や非財務情報も織り込まれた「市場評価」 PBRが1 倍を超える 時価総額上位75銘柄</p> <p style="font-size: small;">※ 当期のPBR及び二期(当期・一期前)のPBRの平均値がいずれも1倍超の銘柄</p> </td> </tr> </table>	<p style="text-align: center;"><b>エクイティ・スプレッド基準</b> 財務実績に基づく「資本収益性」 ROEが株主資本コスト(株主の期待リターン)を上回る 上位75銘柄</p> <p style="font-size: small;">※ 当期及び一期前のエクイティ・スプレッドが正の値の銘柄(ROEが8%を超える銘柄に限る)</p>	<p style="text-align: center;"><b>PBR基準</b> 将来情報や非財務情報も織り込まれた「市場評価」 PBRが1 倍を超える 時価総額上位75銘柄</p> <p style="font-size: small;">※ 当期のPBR及び二期(当期・一期前)のPBRの平均値がいずれも1倍超の銘柄</p>
<p style="text-align: center;"><b>エクイティ・スプレッド基準</b> 財務実績に基づく「資本収益性」 ROEが株主資本コスト(株主の期待リターン)を上回る 上位75銘柄</p> <p style="font-size: small;">※ 当期及び一期前のエクイティ・スプレッドが正の値の銘柄(ROEが8%を超える銘柄に限る)</p>	<p style="text-align: center;"><b>PBR基準</b> 将来情報や非財務情報も織り込まれた「市場評価」 PBRが1 倍を超える 時価総額上位75銘柄</p> <p style="font-size: small;">※ 当期のPBR及び二期(当期・一期前)のPBRの平均値がいずれも1倍超の銘柄</p>		
<p>指数構成銘柄</p>	<p style="text-align: center;">日本を代表する稼ぐ力を持つ価値創造企業150社</p>		

- 近年、世界では**特定の連動対象指標が存在しないタイプ**の**アクティブETF**の市場規模が拡大
- 昨今の多様化した投資ニーズに的確に応えた商品を提供する環境を整備し、国際競争力を維持・向上させる観点から、本年6月、**アクティブETFの上場制度を整備**
- アクティブETFでは、運用会社による**柔軟な商品組成・運用が可能**。本年9月7日には、**PBRやROE、配当利回りに着目したETFなど6商品が新規上場**

## (参考) 世界的なアクティブETFの拡大

- 世界的にアクティブETFの総資産額・銘柄数は順調に拡大
- 上場制度の整備は、**国際競争力の維持向上**にも資する

世界のアクティブETFの投資残高・銘柄数(全世界)



## アクティブETFの特徴・比較

従来型：  
現在284銘柄

2023年9月7日  
6商品が新規上場

	東証指標連動ETF	東証アクティブETF	(参考) アクティブ投信
取引所への上場	上場		非上場
取引価格	市場価格 (リアルタイム)		基準価額
運用目標	指標連動	信託財産の成長	
柔軟性	低	高	
保有コスト	低	中	高
保有銘柄開示	日次	日次	決算期毎

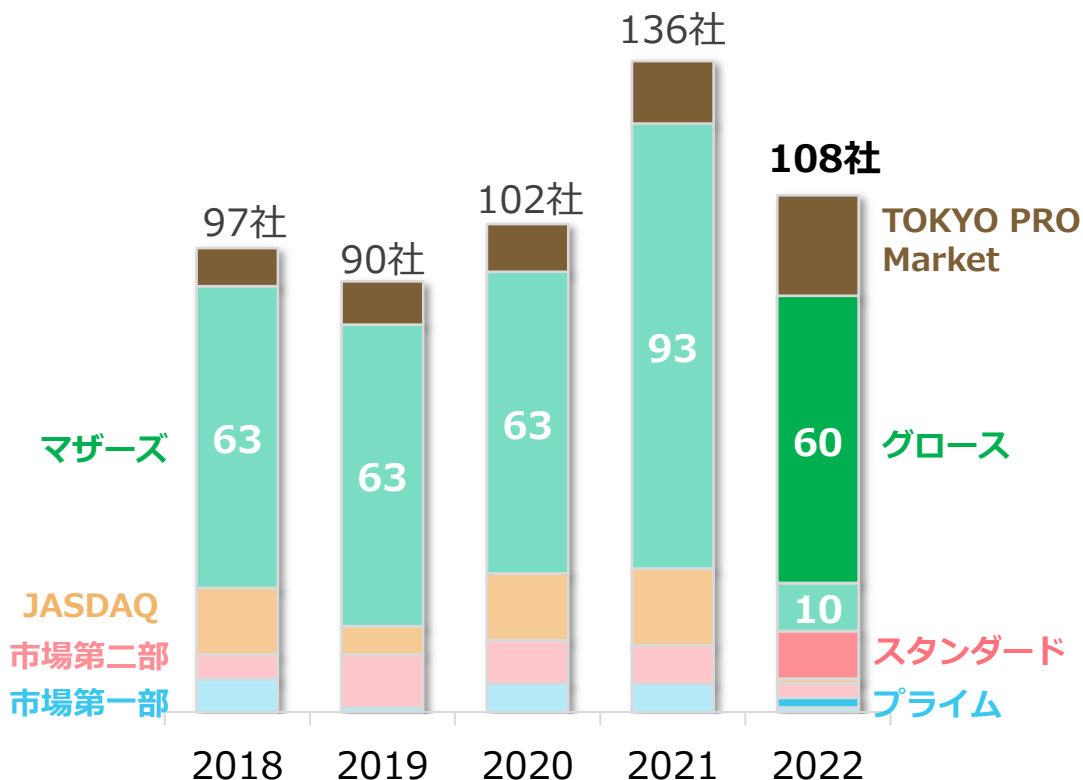
# グロース市場の機能発揮に向けた検討

---



- 近年は、毎年100社前後が上場（約7割がグロース市場（旧マザーズ）に上場）
- 諸外国と比較して、小規模で上場するケースが多い傾向

### IPO社数の推移



注：テクニカル上場を除く  
 注：TOKYO PRO Market への新規上場を含み、TOKYO PRO Marketを経由した上場を除く

### IPO時の時価総額・資金調達額

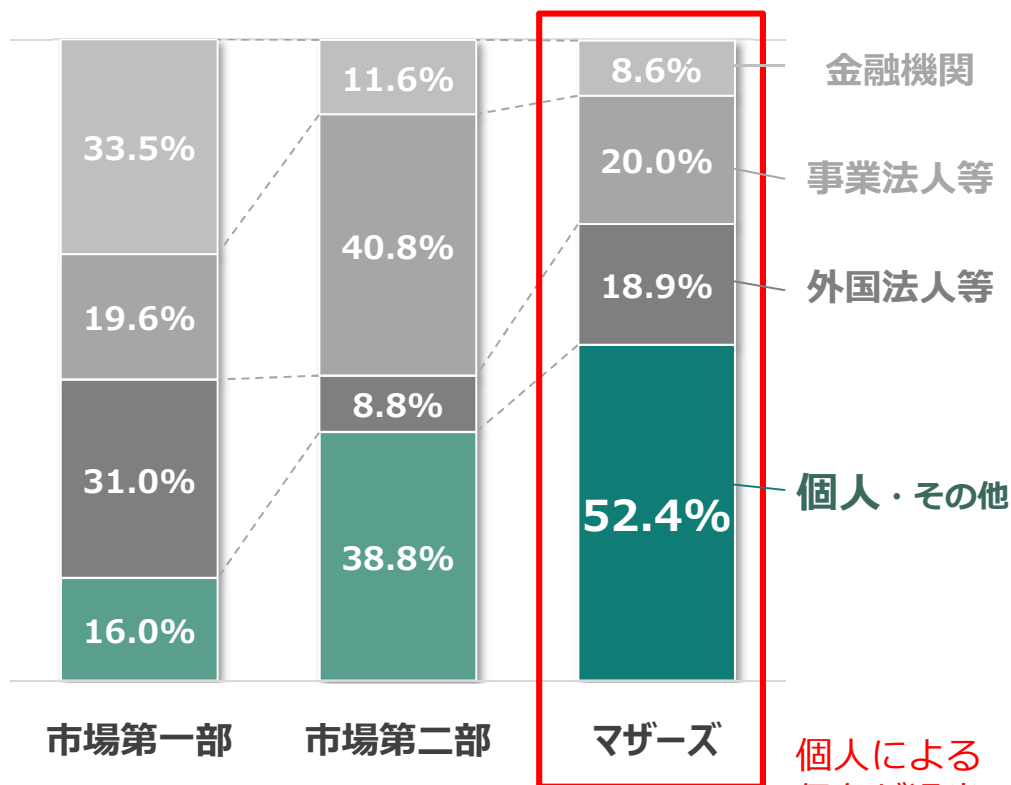
年	マザーズ		(参考) 米国	
	平均時価総額	平均資金調達額	平均時価総額	平均資金調達額
2017年	83 億円	8 億円	1,834 億円	260 億円
2018年	163 億円	23 億円	1,934 億円	300 億円
2019年	151 億円	13 億円	3,546 億円	420 億円
2020年	101 億円	10 億円	4,996 億円	450 億円
2021年	159 億円	14 億円	4,583 億円	458 億円

米国と比較して規模が小さい

注：IPO時の時価総額は公開価格ベースで計算  
 注：米国（NASDAQ・NYSEが対象）の各年平均は、J. Ritter教授（フロリダ大学）の“Initial Public Offerings: Underpricing”から作成、1ドル=120円で換算

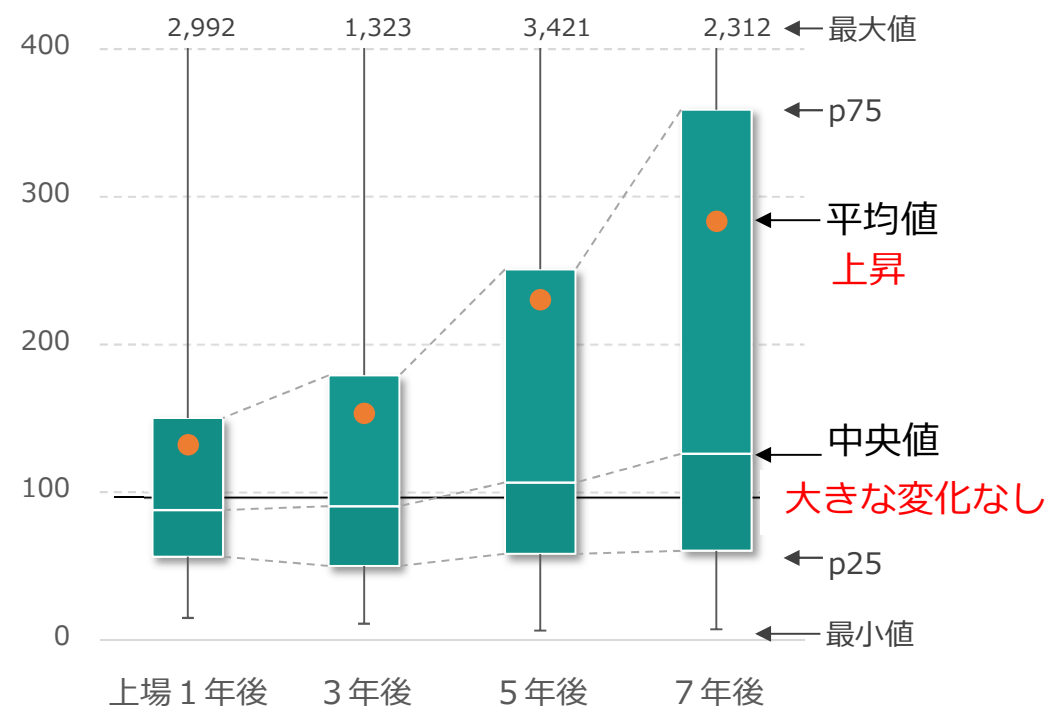
- 上場時から**個人投資家を中心**に株式が保有されており、**機関投資家の参入が進んでいない**
    - グロース上場会社が**機関投資家が参入しやすい規模まで成長できていない**
    - 上場会社（経営者）が、自社の成長性を**機関投資家に対して十分に訴求できていない**
- ⇒ **いかにして機関投資家の参入を促し、上場後における成長を促進していくかが課題**

### 属性別株式保有状況



注：2021年度における調査結果  
注：金融機関には、普通銀行、信託銀行、生損保、証券会社等を含む

### 上場後における成長の状況



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  
注：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

# 投資単位の引下げ

---



# 投資単位の引下げに向けた取組み

- 東証では、個人投資者が投資しやすい環境を整備するため、望ましい投資単位として「5万円以上50万円未満」の水準を設定
- 昨年10月、投資単位が高い水準にある上場会社に対して、**引下げに向けた株式分割の実施を要請**
  - 要請後、**50社以上が株式分割の実施を決定・公表**
- 本年7月、個人が投資しやすい環境を整備する観点から、望ましい投資単位の下限を下回る株式分割を実施・検討する会社が出てきていることなどを踏まえ、**下限「5万円以上」を撤廃する制度要綱を公表**
  - ※ NTTが7月、投資家層を幅広い世代において拡大することを目的に、分割後の投資単位が1万円台となる株式分割（25分割）を実施

## 要請後に株式分割を決議した主な会社（決議日前日の投資単位が100万円以上の会社） ※9月10日時点

コード	会社名	市場区分	分割比率	株式分割決議日	分割効力発生日	決議日前日の投資単位
9983	ファーストリテイリング	プライム	1:3	2022/12/15	2023/3/1	8,524,000
8035	東京エレクトロン	プライム	1:3	2023/2/9	2023/4/1	4,727,000
4628	エスケー化研	スタンダード	1:5	2023/5/10	2023/7/1	4,260,000
6146	ディスコ	プライム	1:3	2023/2/21	2023/4/1	4,000,000
7794	イーディーピー	グロース	1:5	2023/2/10	2023/4/1	2,938,000
6954	ファナック	プライム	1:5	2023/1/27	2023/4/1	2,227,000
4661	オリエンタルランド	プライム	1:5	2022/12/27	2023/4/1	1,860,000
9022	東海旅客鉄道	プライム	1:5	2023/8/22	2023/10/1	1,802,500
4063	信越化学工業	プライム	1:5	2023/1/26	2023/4/1	1,747,500
4051	GMOフィナンシャルゲート	グロース	1:2	2022/12/19	2023/1/17	1,580,000
6590	芝浦メカトロニクス	プライム	1:3	2023/5/11	2023/10/1	1,539,000
4011	ヘッドウォータース	グロース	1:2	2023/5/15	2023/7/1	1,463,000
6857	アドバンテスト	プライム	1:4	2023/5/19	2023/10/1	1,432,000
6963	ローム	プライム	1:4	2023/6/5	2023/10/1	1,201,000
2872	セイヒョー	スタンダード	1:3	2023/1/12	2023/3/1	1,180,000
9552	M&A総研ホールディングス	グロース	1:3	2023/6/27	2023/7/13	1,152,000
7735	SCREENホールディングス	プライム	1:2	2023/5/10	2023/10/1	1,138,000
2222	寿スピリッツ	プライム	1:5	2023/8/1	2023/10/1	1,081,000