

市場区分の見直しに関するフォローアップ会議（第13回） 議事録

日 時： 2023年12月18日（月）15時30分～17時30分

場 所： 東京証券取引所 15階第一会議室

出席者： メンバーリスト参照

【菊池部長】

それでは、予定の時刻となりましたので、第13回の「市場区分の見直しに関するフォローアップ会議」を開催させていただきます。本日もどうぞよろしくお願いいたします。

はじめに、本日の出席状況でございますが、熊谷メンバー、黒沼メンバーがオンラインでのご出席となっております。

それでは、さっそくではございますが、議事に入らせていただきたいと思います。

まず、本日の議事について、ご説明いたします。

【池田統括課長】

本日もよろしくお願いいたします。

本日は大きく3つ議題がございますが、まず1つ目が、資料2と資料3でございますが、グロース市場の機能発揮についてでございます。グロース市場に関しては、オブザーバーの金融庁様、経産省様からも、最近の取組みや課題意識をご共有いただけたとのことで、それぞれ資料4（金融庁様）、資料5（経産省様）として資料をお配りしております。東証の説明に続いて、まとめてオブザーバーの皆様にもご説明いただいたうえで、メンバーの皆様からご意見を頂戴できればと存じます。

2つ目は、資料6でございますが、プライム市場における英文開示の拡充についてございまして、拡充に向けた具体案についてご議論いただければと思います。

3つ目は、資料7でございますが、フォローアップ会議における今後の検討事項について、ご意見をいただければと思います。本日いただいたご意見を踏まえて、年明け以降のアジェンダを設定していきたいと考えておりますので、よろしくお願いいたします。

以上でございます。

【菊池部長】

それでは、早速ですが、資料の説明に入らせていただきたいと思います。本

日は、議題が3つございますので、それぞれのテーマごとに、ご説明とご意見を頂戴できればと思います。

それでは、グロース市場の機能発揮について、資料2と資料3に基づきご説明いたします。

【議員調査役】

今回、グロース市場関係では資料を2つご用意しております。

まず資料2でございますが、関係者へのヒアリングの結果をお示ししております。お時間も限られておりますので、グロース市場に関連する主なご意見を抜粋してご紹介いたします。

1ページには海外VCからのご意見を掲載しております。大局的な視点からのご指摘として、日本のスタートアップにおいては、上場のコストに見合った資金調達ができるのかという発想がなく、なぜ上場を行うのかがぼやけているため、上場後は、「後は野となれ山となれ」となっているとのご指摘があったほか、非上場領域における課題についてもご意見いただいております。

2ページは国内VCからのご意見です。たとえば、いわゆる赤字上場について形式的に否定するかのよう実務になっているのではないかなど、IPO実務の課題について様々なご意見を頂戴しております。また、上場後に関しては、短期的な利益計画というよりも中長期的な成長ストーリーをより一層示していくことが重要との指摘があったほか、上場維持基準の引き上げについて、産業の新陳代謝を促す観点から継続的に検討すべきであり、かつその議論がオープンになることで良い緊張感が生まれるとの指摘がありました。

3ページ以降では、機関投資家・アナリストのご意見をまとめております。ポイントは「経営者の役割・意識」の部分であり、経営者にはまず何よりも会社を成長させていくことが期待されておりますが、投資家にとってはその成長ストーリーが見えるということも重要であるため、投資家からの取材の申し込みを受けない会社や、重要なKPIを削除してしまう会社があることについては、上場している意義を問う厳しいご指摘もありました。こうした中、最後にあるとおり、資本コスト等の件のように、グロース市場においても、上場会社経営者の意識への働きかけをしてはどうかというご意見もございました。

また4ページでは、経営者は自ら積極的に情報発信を行うべきであり、取引所はそれを支えるために効果的なIR方法の普及や情報発信の場の提供を行うべきといったご意見をご紹介します。

続いて、資料3は、ヒアリング内容やこれまでのご議論を踏まえ、エコシステム全体の中で東証として採るべき具体的な対応案をご提示するもので、本日は主にその内容について、ご議論いただければと考えております。具体的には、1ページでございますが、IPOが「ゴール」になっているとのご指摘もある中、グロース市場への上場が「成長の契機」となり、スタートアップの経営者の成長に向けた取組みを支える基盤となるよう、対応案を6つほど、お示ししております。

まず1つ目ですが、経営者の皆様に、上場は「成長の契機」であることを改めて認識いただくべく、なぜ上場するのか、なぜそのタイミングなのかなどについて、しっかりと検討いただくきっかけを作れないかと考えております。

そこで、自社の成長ストーリーも踏まえて、上場理由や上場のタイミング、上場時のファイナンスの考え方などについて、開示を促していくことを想定しております。

2点目は、現状、実務において、IPOの支障になるのではないかと考えから、IPO前の成長投資やM&Aなどを控える動きが見られます。

もちろん、体制が整っていない中で闇雲に行くことは避けるべきですが、成長のために行うはずのIPOによって成長に向けた取組みが止まるのは本末転倒であり、もちろん取引所としてそうしたアクションを一律で認めていない訳ではございませんので、審査における考え方を丁寧に周知・普及していきたいと考えております。

この点、証券会社・監査法人などのIPOを支える関係者の方々にもしっかりと伝えていくという視点が重要ですし、投資家や発行体の考えを定期的に吸い上げていくことも必要ですので、各関係者と認識の共有を図る場も設けたいと考えております。

3点目は情報開示・IRについてでございます。市場区分見直し時には、「事業計画及び成長可能性に関する事項」の開示が義務付けられておりますが、一部には依然としてIRに積極的ではない会社も見られるとの指摘がございます。

この点、実効性を向上させるという観点では、開示以外の枠組みも活用しながら、積極的に投資者への情報発信を行うよう促すことが重要と考えており、たとえば説明会や個別面談の実施を推奨し、その実施状況を開示いただくこととしてはどうかと考えております。

一方で、4点目ですが、上場会社からはそうした場がない、効果的なIRの方法も分からないという悩みが、先般実施いたしました意見募集でも寄せられております。

取引所としては、機関投資家との接点の提供とともに、効果的なIRの実践に向けたサポートを行うことが考えられ、たとえば、IRイベントの開催、経営者へのインタビュー記事の作成、IRの好事例・機関投資家の目線の紹介などの支援を進めてはどうかと考えております。

5点目が上場基準についてでございます。東証の上場基準は、「小さく上場して大きく育つ」という観点から、新規上場基準は低めに設定し、そのうえで、上場後の健全な新陳代謝を促す観点から、上場維持基準において、上場10年経過後の時価総額が40億円以上という基準を入れております。

これらについて、広く機関投資家を呼び込むという観点や、あるいは上場後の成長をより促していくという観点などからは、基準を引き上げるべきとご指摘もございます。

この点、直ちに引き上げるということについては、非上場企業や経過措置適用会社への影響を指摘するご意見もあるため、非上場分野における資金供給や既上場会社の取組みの状況に進展が見られた際に、引き上げを行うことも念頭に置きつつ、継続的に具体的な内容の検討を進めていく必要があると考えております。

最後の6点目ですが、5点目とも関連する話で、非上場領域においては、「スタートアップ育成5か年計画」などが進められておりますが、グロース市場上場前に大きく成長いただくという観点で取引所としてできることとしては、プロ向け市場の活用が考えられます。

一方、今のTPMの実態としては、流動性は乏しく、資金調達もほぼ行われていない状況でございますので、コンセプトから刷新することも含めて、抜本的な見直しを行ってはどうかと考えております。

ご説明は以上でございます。

【菊池部長】

続きまして、オブザーバーの金融庁様と経産省様からも、それぞれ資料4と資料5に基づき、プレゼンテーションをお願いしたいと思います。

それではまず、金融庁 中島様からご説明をお願いいたします。

【金融庁 中島市場業務監理官】

金融庁からは、資産運用立国関係の取組みを紹介させていただきます。

金融庁としては、我が国の家計資産の半分以上を占める現預金が投資に向かい、投資家との対話に基づき企業価値の向上が図られる、その恩恵が家計に還元される、そしてさらなる投資や消費につながる、そのようなインベストメント・チェーン資金の流れを創出し、「成長と分配の好循環」を推進する資産運用立国の取組みを進めております。

先週、「資産運用立国実現プラン」が内閣官房より取りまとめられておりますが、その取組みの一部について金融庁の金融審議会 市場制度ワーキング・グループ 資産運用に関するタスクフォースにおいて検討が行われ、先週の12日に報告書が公表されたところであります。その概要を今日はお説明させていただきます。その中には成長資金の供給に関する取組みも含まれておりますので、それを中心にご説明させていただきます。

まず資料4の1ページでは、報告書の全体像をお示ししております。1番は資産運用会社の高度化、2番がアセットオーナーに対する金融機関の取組み、3番がスチュワードシップ活動の実質化、4番が成長資金の供給と運用対象の多様化、5番が家計の投資環境の改善。そのような全体像となっております。

2ページは、資産運用会社の高度化についての取組みです。ミドル・バックオフィスの業務が重たいというような意見があるので、そういった業務を委託して資産運用業の参入要件を緩和していこうというような取組みが書かれております。

3ページでは、アセットオーナー、上場企業、家計に関する取組みをまとめています。スチュワードシップ活動のところでは、東証の取組みについてフォローアップしていきたいと考えております。

次は4ページになりますが、ここでは成長資金の供給と運用対象の多様化に関する取組みが取りまとめられております。左からですが、1つ目が、機関投資家からのベンチャーキャピタルの資金の流れを拡大していくこと。2つ目が、クラウドファンディング等スタートアップへの資金提供主体の多様化を図っていくための取組み。3つ目が役職員へのインセンティブ付与の円滑化。4つ目が非上場有価証券のセカンダリー取引の活性化。そういったことに取り組んでいきたいと考えております。

次の5ページでは、上場前の非上場有価証券のセカンダリー取引に係る取組みについてご説明させていただきます。現在の課題としては、非上場有価証券・株式について、発行会社やセカンダリーのファンド等による非上場株式の買取りが行われているのですが、広く潜在的な投資家にアプローチすることが

難しく、株主の換金ニーズや投資家の投資ニーズに十分応えられていないという状況があります。非上場株式の流通につきまして、右側の方ですが、現状の金商業者・PTSなどの参入コストが少し高く、そういった点もありまして新規にこうした事業に参入する事業者がなかなか出てきていない状況になっています。

6ページですが、一方で、世界的な状況を見ますと非上場株式のセカンダリー取引の市場規模は増加傾向にあります。特にアメリカですが、OTCのマーケットが大きいということもありますが、インターネット上でプロ投資家が非上場株式のセカンダリー取引を行うことができるプラットフォームが複数存在している状況にあります。

最後に7ページですが、このような状況を踏まえまして、報告書では、非上場有価証券取引の仲介業務とPTSについて新規参入を促すため2つの規制緩和が提言されております。

まず、プロ投資家を対象とする非上場有価証券の仲介業務に特化し、有価証券や金銭の預託を受けない場合には、第一種金融商品取引業の登録要件を緩和することが提言されております。これまで金商業者のハードルは高いと感じていたIPOの支援会社などが関心を示している状況にあります。また、PTSについて、取引所ではないので簡易的なものになりますが、現状では株・国債などのPTSがあります。非上場有価証券のみを扱うPTSは、上場株式と比べると流動性や取引規模が限定的になると考えられますが、現行法では資本金要件・システム要件が重たいという話がありますので、それを緩和することが提言されております。

非上場株式の流通の活性化はスタートアップ企業の株式の換金ニーズや成長資金の供給の円滑化の観点から重要と考えておりまして、資本市場の重要なパーツとして環境整備を進めていきたいと考えております。

【菊池部長】

続きまして、経産省 亀山様からご説明をお願いいたします。

【経済産業省 亀山産業資金課長】

オブザーバーの立場で恐縮ですが、資料に基づきまして発言させていただきます。資料5をご参照いただければと思います。

経済産業省として、経済成長の重要な担い手であるスタートアップの創出・育成・支援が重要課題ということで、そのファイナンス環境について、産業界の声を踏まえて検討を行う場として投資家やスタートアップを含めた形でスタートアップ・ファイナンス研究会というものを開催しております。その中で上

場市場の在り方も重要なテーマとして議論を行っているところでございます。

グロース市場につきましては、上場後に成長が停滞して、そうした企業が市場に滞留している課題があると認識していますけれども、金融庁のご説明にもありましたが、要因の一つとされるスモールIPOの改善に向けて、その未上場段階における成長の促進、それからM&Aの促進のための取組みに注力しているところでございます。こちらのフォローアップ会議との関係では、上場維持基準の見直しが重要と考えておりまして、我々の研究会においても上場維持基準を引上げることがスタートアップの成長に資するといったご意見も多く聞かれました。上場維持基準の引上げによって上場企業の成長の動機付け、それからM&Aの促進、成長停滞企業の新陳代謝につながると考えております。

例えばの考え方としましては、下の赤いところにありますとおり、時価総額が数百億円に達してないと、上場後に上場企業が機関投資家から資金調達を行うことは難しいという実態がありますので、上場維持基準の引上げにあたってはその規模感を考慮していく必要があると思っております。

それから、研究会においては、上場企業に持続的な成長を促す観点から、現状は10年後という期間がありますが、もう少し段階的なマイルストーンで区切って評価する仕組みとすることも重要なのではないかという意見がございました。その際にマイルストーンの達成に向けた取組みや戦略が開示されることも重要であろうと思っております。

こういった基準の変更については、事務局の資料にもありましたが、予見可能性を高める観点から、変更の内容を決めてから数年間周知の期間が必要となりますので、そういう意味では速やかに基準の引上げの方針については議論を進めて、スケジュール感含めて対外的に示していく必要があると思っております。また、そうした検討を進めるためにも、市場区分見直し後の各市場環境の評価・モニタリングを直ちに行うことが必要なのではないかと思っております。

本日のフォローアップ会議でもこういった観点も含めてご議論がなされることを期待しております。

【菊池部長】

それでは、メンバーの皆様方からご意見を頂戴したいと思います。どなたからでも結構ですので、よろしく願います。

【熊谷メンバー】

グロース市場関係者へのヒアリングを丁寧に行っていただき、誠にありがと

うございます。関係者の問題意識がクリアになってきた印象を受けました。こうした関係者の意見を汲み取り、フォローアップ会議などで検討し、実際の施策に落とし込んでいくことは非常に重要なプロセスであると感じております。

以上の点を踏まえて、資料3の内容について意見を申し述べます。2～7ページで示された方向性については概ね賛同致します。その上で、3点、コメントさせていただきます。

まず、第一に、3ページの「上場準備に関する正しい理解の促進」ですが、上場会社の成長に向けた投資やM&AなどがIPO前に一旦ストップし、IPO前後で取組みが非連続になってしまうというご意見を伺うことがあります。東証ではそうした企業の取組みを一律に否定しているわけではないと承知しておりますが、3ページに書かれている「誤解が生じている事項を中心にFAQなどを取りまとめ」について、これまでの肯定・否定の事例を交えながら言語化し、丁寧に説明することが必要であると思います。

また、証券会社などの関係者を含めた認識の共有は、今でも行われていると思いますが、日々、市場の状況が変化していることなどを踏まえると、コミュニケーションを定期的に行える環境を作ることは非常に良いと思います。

第二に、5ページの「機関投資家への情報発信の支援」についてです。資料2の「ヒアリングの状況」の2ページでは「上場前のロードショー時に初めて機関投資家に会うという会社も存在する」、3ページでは「投資家からの取材の申し込みを受けないという上場会社もある」と書かれています。今年3月に要請された「資本コストや株価を意識した経営の実現に向けた対応」でも目的の1つとされた投資家と目線を合わせる・認識を理解することは、グロース市場でも積極的に行うべきです。不特定多数の投資家から市場で資金調達する意味合いに加え、投資家の投資判断において重要視するポイントを理解することは課題の1つであると思います。そのために、機関投資家との接点を増やす取組みを進めていくことは必要な施策です。

第三に、6ページの「上場基準の引き上げ」についてはスタートアップを生み育てるエコシステムのグランドデザインを見据えながら、その成長を支える証券取引所としての役割を踏まえて、目標の実現に向けた行動をとるべきです。併せて、経過措置の影響も考慮する必要があるでしょう。市場の新陳代謝を高めるために、上場維持基準の引き上げを念頭に置きながら、基準の在り方をストックテイキングしていくことが好ましいと思います。

【三瓶メンバー】

今回、ヒアリングを丁寧にさせていただき、かつ属性別に分けて結果をお示しいただいたので、非常に分かりやすかったと思います。

それを踏まえた、資料3の6つの対応案については、方向性として賛同します。その中で、具体的にどうするのかと少し思ったのは、5ページにある、効果的なIR方法が分からないなどの悩みに対して、どうサポートを行うかという点についてです。サポートするということが自体は重要だと思いますが、上場してから相当の年数が経っているプライムの会社でも、未だにIRの勘所がわかっていないような会社も多く、なかなか難しい問題だと考えています。特に、この情報を出すかどうか、どこまで出すかといった点が一番悩ましいポイントですが、投資家が求めている情報の粒度についての認識ギャップが大きいと感じています。上場会社が考えているよりも投資家が求めている情報の粒度は細くないにも関わらず、上場会社としてはセンシティブな情報なので出せないということがよくあるので、投資家からしてみると情報開示を行わないのはあり得ない、ということで溝が深まることになりがちです。そのあたりのニュアンスが互いに理解できていないと思っており、セミナーを開けばそれが解決するのにはよく分かりませんが、丁寧に少しずつ解いていかないといけない点であり、そのやり方が重要だと思っています。

そして、6ページの上場維持基準については、前々から発言してきたとおり、引き上げを十分検討しないといけないと思っています。資料には、「引き上げを行ったばかりであり、経過措置の終了を待つべき」という旨と、「実際の適用までに、より十分な周知期間が必要となることも念頭に置く必要」という旨が記載されておりますが、この両方を実現しようとする、経過措置の終了を待ってから十分な周知を行うということが必要となり、リードタイムがかなり長くなります。経産省のご指摘ももつともであり、経過措置の終了を待つ前に検討を進め、その過程をオープンにすることで、それが周知期間にもなるようにしつつ、将来の上場維持基準の変更について、早めに示していくべきです。また、経産省のご説明の中で、上場後から段階的に基準を高める案をお示しいただきましたが、私も段階的に高めるのが良いと思っています。IPO時と10年後だけではなく、中間的なタイミングでの基準があつていいと思います。今後は、IPO後の経過年数によって上場維持基準がどうあるべきかについて、考え方を整理することが考えられます。

【松本メンバー】

グロース市場の問題で一番大きいのは、起業家・経営者の問題ではないかと思っています。彼らが悪いと言っている訳ではなく、米国で研究されてきたベンチャーファイナンスや、アントレプレナーシップファイナンスでも明らかになってきたように、起業家・経営者をいかにして動機づけるかが重要だと考えています。もちろん、リスクマネーを供給する仕組みも当然重要ですが、最大

のポイントは起業家・経営者をどれだけ、インフォームし、エンパワーし、インセンティブを与えるかだと思います。それを意識・認識することが大切であり、その観点から2つ、申し上げたいと思います。

1つは、私自身も起業したり、証券会社として引き受けたり、ベンチャー投資をしたりと色々見てきましたが、情報の非対称性があります。上場しようとする起業家は、一生のうちでIPOを行うのはせいぜい1回か2回であり、持っている情報が限られる一方、証券会社・VCは何十社も扱っているため、全く情報量が異なります。その中で、起業家はどうしても証券会社・VCの言うことを真に受けてしまいます。たとえば、そんな契約を結ぶと成長する前に小さく上場するしかないというような投資契約をVCと早期に結ばされたり、証券会社に型にはまった対応を行われたりといったことがあっても、経営者側が情報を持っていないので、屈せざるを得ないということがあります。そのため、グロース市場の経営者あるいはこれから上場しようとする経営者、証券会社・VCなどを集めて、東証も含めてざっくばらんに話し合う場があるべきではないかと思いました。起業家とVCあるいは証券会社の二者で話していても勝負にならないので、エコシステム全体を支える各関係者が一堂に会する機会を設け、「このように言われていますが正しいでしょうか」などとオープンに相談し、それぞれが発言できるようにすることで、あるべき形にしていくことが効果的だと思います。

もう1つは、上場維持基準の引き上げについて、これは大賛成で、経産省や三瓶メンバーのおっしゃるように、上場後の経過年数に応じて段階的に上げるべきと考えます。たとえば、高校においては、毎年、中間・期末テストが設けられているからこそ学生は勉強するのであり、仮に最後の卒業試験まで全くテストがなければ皆が落第になってしまうのではないかと思います。それと同じように、上場してから10年後に一発勝負だと、最後に頑張ればいいということにもなりかねないので、2年後、3年後、5年後など、それぞれに達成すべき時価総額を段階的に切り上げていくなど、連続性のある、継続的に意識すべき基準を設けることが効果的だと思います。その導入時期としては、経過措置を待っていると時間がないので、とっとと始めるべきではないかと考えます。

【安藤メンバー】

まず「上場基準の引き上げ」に関して議論の前提を確認します。事務局資料3の6ページにおいては「新規上場基準」と「上場維持基準」の両方について言及されています。一方、経済産業省の資料5においては、上場維持基準の引き上げのみで新規上場基準には直接的に触れていませんが、新規上場基準は変えないということを想定されているのかを教えてください。

【経済産業省 亀山産業資金課長】

ご指摘のとおり、まず直ちに取り組むべきは、上場維持基準と考えております。新規上場基準については、現状では非上場で大きく成長できる手段・経路が限られている中、上場の入り口だけを引き上げてしまうと、エグジットできないということになってしまいます。現在、政府においては、非上場で成長できるような環境整備を進めておりますが、その状況を見ながら、同時並行で新規上場基準の引き上げについても考えていくべきだと考えております。それがまだ実現していない中で直ちに新規上場基準を引き上げるのは慎重であるべきと思っており、それも踏まえ、資料では上場維持基準だけを言及した次第でございます。

【安藤メンバー】

ありがとうございます。私自身も新規上場基準は維持すべきであると考えます。なぜなら、政府の資産運用立国プラン等に基づき、各省庁が様々な施策を矢継ぎ早に打ち出していますので、その進捗状況を確認しつつ、引上げの是非を検討するのが妥当です。

また、上場維持基準については、本日現在グロース市場には559社の上場会社がありますので、各社の成長を定点観測し、施策効果を見極めていく中で、自ずと引上げ時期や金額水準などが見えてくるはずで、そして、見直しの際には、スタートアップ企業の選択肢を奪わないようにすることは当然です。

【永見メンバー】

時価総額基準は、新規上場基準においては変えず、上場維持基準においては上げた方がいいと思っています。基本的なコンセプトとしては、産業の新陳代謝の促進ということがあり、それはグロース市場でも同様だと考えています。入口は間口を広くしつつ、出口はガバナンスを効かせていくことが重要です。スタートアップ間のM&Aはもっとあってしかるべきであり、上場維持基準の引き上げはそれにつながると考えています。

そのうえで、さらに踏み込んで、どのくらいの水準にすべきかという点について、経産省の考えを借りつつ一つの意見を申し上げますと、たとえば上場後5年で50億円、10年で100億円にすることがありうると思っています。一方、もっと上げるべきかと言われると、今日時点で、約550社のグロース市場上場会社がいる中で、100億円以上の会社は170社しかありませんので、それ以上引き上げるとグロース市場上場会社が数十社しかなくなること

となります。仮に100億円以上にしたとしても、300社以上が上場廃止ということになりますので、かなり大きな鉈を振るうこととなります。投資家からするとさらに引き上げるべきという意見もあろうかと思いますが、100億円以上であっても、かなり大きなハードルだと思っています。

また、資料3の2ページの「上場理由等の開示の促進」についてはもちろん大賛成で、書くべきだと思っていますが、スタートアップ目線で言うと、上場準備・上場審査が相当大変である中で、開示の要請はできる限り簡潔にすべきだと思います。

3ページにある「上場準備に関する正しい理解の促進」については、上場準備を経験した身からすれば、上場審査プロセスはブラックボックスだと感じました。それをエデュケーションするのが証券会社であり、監査法人であり、というのは理解しますが、実際に上場審査をしている方がどのように審査をしているのかが、たとえばケーススタディという形や基準のクリアさという形で分かるようにすべきだと思います。上場審査の方が実際にどこまで表に出るかはさておき、一定オープン・透明であるべきではないかと思っています。

最後に、7ページにあるTPMについてですが、金融庁からのご説明にもあったとおり、いま一番ニーズがあるのは非上場のセカンダリマーケットとっています。それにTPMが活用できるのであればいいですし、活用できないのであれば、東証がやっていくのか他の民間企業がやっていくのかはさておき、新しくどこかにセカンダリマーケットを開設するのがいいのではないかと考えています。

【小池メンバー】

事務局の皆様にご提供いただいた資料については、非常によくまとまっていて、納得感がありますので、概ね賛同します。

総論として、グロース市場において何が問題かを考えると、IPOを含めたエコシステムが上手に回っていないのではないかと感じています。私は、今は機関投資家の立場ですが、4～5年前までは投資銀行側でIPOの引受けをやっていましたので、プライシングのプロセスや、株主の設計などについても経験があります。本質的には、日本において新しい経済・企業・技術を生み出していくということ、そのために日本の経済をリードしていくような会社に資金投入を行うことに目的があり、その一つの手段がIPOであると考えていますが、以前よりもIPO前に資金調達しやすくなってきている中で、IPOの性質が変わってきているように感じています。それによって、VCの役割や投資銀行の役割も変わってきており、投資家と企業の二者間だけで解決できる訳ではないので、エコシステム全体を見直さなくてはいけないと思っています。資

産運用立国に向けた動きは、投資あるいはインベストメントチェーンにおいて好循環をもたらすエコシステムを作っていくということだと思っておりますが、IPOにおいても、未上場・上場・上場後のつながりの中でエコシステムがあるはずであり、それを作り直すことが必要だと感じています。

また、各論として、小さい会社が成長していく芽をつぶすことにもなりかねないので、新規上場基準は引き上げる必要はないと思っております。一方、上場維持基準は裏を返せば退出基準であり、厳しくしてもいいのではないかと思います。ただ、上場10年後の時価総額が100億円ということではなく、たとえば10年間経っても自己資本が積みあがっていないとか、上場時の時価総額を上回っていないとか、いくつか考えがあるはずであり、それらを複合的に導入するのもありうると思っております。

【黒沼メンバー】

私は、グロース市場の課題は、上場後の資金調達が進んでいないことだと思っております。日本企業は上場後に調達をしないとされますけれども、せめて成長の実現が期待されているグロース市場の上場会社くらいは、市場で資金調達を行い、成長していつてもらいたいと思います。そうした観点からすれば、悲観的な感想となり申し訳ありませんが、書かれている6つの施策は、やらないよりはやった方がいいと思うものの、あまり効果がないように感じました。

まず、資料3の2ページにある上場理由等の開示が、成長を促すためのIPOの実現にどう結び付くかについてですが、上場ゴールになっている会社を開示を求めても、それが目的だと開示するだけで、上場後の調達には結びつかないのではないかと思います。成長戦略の中で、なぜこのタイミングで上場するのかを検討いただくことも重要ですが、IPOを先延ばしになるだけであるように感じられます。ただ、それでいいということであれば、それも一つの政策であると思っております。

3ページの内容については基本的に賛成です。上場準備段階でコーポレートアクションを見送り、却って成長の実現が阻害されているとしたら問題です。ただ、その対応として、誤解を解くだけで足りるのかは分からないところで、上場審査基準を明確化して公表するという方法もありうるかと思います。

4ページにある、定期的な開示は行っているけれども、情報発信に前向きではない上場会社も見られるとの指摘については、憶測にはなりますが、そういった企業においては、定期的な開示を裏付けるだけの事実が出せないのではないかと思います。ただ、成長に向けた取組みを行わせるという意味では、IRを促すことに賛成です。

5 ページについては、I Rをやれば機関投資家が買ってもらえるようになるのかという点がポイントです。資料2の1 ページにあるヒアリング内容によれば、機関投資家が買うには一般論として時価総額50～100億円が必要とのことですが、そうだとすると、それに至っていない会社については、上場後の資金調達を促すことが先決ではないかと思いました。

6 ページの上場維持基準の引き上げについては、基本的に賛成ではありますが、外から形式的なインセンティブを付与しているだけなので、実質的に企業の成長を助けるもの、あるいは資金調達を促すものにはなっていない点には注意すべきだと思いました。

最後の7ページのプロ向け市場の活用については、うまくいっていないことは承知しておりますが、新規のものを作るにせよ、現在のものを変革するにせよ、海外の投資家に入ってもらうためにどうすべきかを真剣に考えるべきではないかと思いました。また、プロ向け市場を、グロース市場と並列するものとして捉えるべきではないかとも思っています。ある企業が小規模な段階でグロース市場でIPOを行いその後成長を続けるというルートと、プロ向け市場に一定の資金が入ってくるようにしたうえで、そこで大きく成長してからIPOを行うというルートの2つに、複線化できるようになれば意味のあることだと感じました。

【翁メンバー】

まとめていただき、ありがとうございます。資料については、概ね賛成です。

上場維持基準については、段階的な引き上げに賛成します。周知をしながら進めていく方向でお願いしたいと思えます。

一方、新規上場基準については、グロース市場は規模の観点では上場しやすいマーケットであり、これを当面維持することで良いと思っています。この点に関連して、黒沼先生が仰っていた点についてですが、私は、2 ページにある、なぜこのタイミングでIPOを行うのかを深く検討いただくということは、非常に重要だと考えています。IPOのタイミングについての考え方を開示することは、小さい規模で上場するのがいいのか、あるいは自社の成長の実現のためにはもう少し大きくなってから上場するのがいいのかを考え、検討するきっかけになると考えています。当面、新規上場基準に関連してできるのは、そういうことではないかと思えます。また、それと並行して、非上場分野に係る環境整備も進めていただければと思えます。

それから、資料2の市場関係者へのヒアリングについて、海外VCからも国内VCからも、ロックアップを長めにして既存株主により長く持ってもらうこ

とについて、意見を頂いています。これは東証自身が対応できることではないかもしれませんが、ぜひこうした慣行の見直しについて検討いただくよう、関係者に促すことも重要ではないかと感じました。

また、情報の非対称性やエコシステムというお話もありましたが、上場を考える会社や上場会社、その成長を支える投資家や証券会社などのエコシステムを、いかにして形成・機能させていくかは重要であり、各関係者がコミュニケーションができる機会などを東証にも作っていただきたいと考えています。

【神田メンバー】

皆様がおっしゃったことに付け加えることはほとんどなく、感想程度で恐縮ですが、少しだけ申し上げたいと思います。

グロース市場の問題点は、資料2でもよくヒアリングしていただいているとおり、規模が小さいということと、上場後に成長しないということの2点に尽きると思います。

それがなぜかということ、松本メンバーがおっしゃったことが大きいと思っています。ではどうするのかという観点で、資料3にある対応案についても、基本的に結構かと思っています。つまるところ、成長可能性の説明・開示について、改善の工夫ができるのではないかと理解しています。それから、現在も上場審査にあたり、成長ストーリーを確認しているかと思いますが、もう少し厳しめに求めていくことも考えられます。個社の状況によっても異なると思われるのでなかなか難しいですが、たとえば将来のエクイティ・ファイナンスの計画があるかなど、成長可能性を厳しく見ていくということです。

関連して、審査手続について、実際には、形式上定められた標準審査期間の前に事前相談も行えるものと認識しています。そうしたプロセスを東証から説明することで、関係者間の情報ギャップを埋め、透明性を高めていくことが考えられます。

最後に、上場維持基準については、何段階も設けるのは多いので、2段階くらいにすると、5年後にいくら、10年後にいくらという基準を設けるのがいいと思っています。上場10年後に40億円以上という基準を満たしていないのは資料によれば30社程度である一方、先ほどの話では現在において100億円以上の企業となると170社しかないとのことなので、確かに、時価総額だけで定めるべきかというのは論点です。一方、たとえばエクイティ・ファイナンスを5年以内に1回以上行うことを求めるのは現実には難しいので、やはり主には時価総額に着目して2段階程度で定めることが考えられると思います。

【松本メンバー】

グロース市場に限らず、全市場に共通すると思いますが、時価総額などの基準を満たせないならば、数社で一緒にやっていくということも考えられるのではないかと思います。日本は、あまりに経営リソースがバラバラになっており、生産性が下がっているので、コンソリデーション（統合）が起きて然るべきではないでしょうか。グロース市場もまた然りであり、今の状況から見ると一見高そうな上場維持基準であっても、前もって伝えておくことで、経営リソースを束ねていく動きが出てくるかもしれず、それは望ましいと思うので、そうした視点を持ってもよいように思いました。

【菊池部長】

ありがとうございました。

続きまして、プライム市場における英文開示の拡充について、資料6に基づき、ご説明させていただきます。

【中村部員】

お手元の資料6につきまして、ご説明申し上げます。

まず、冒頭、2ページから4ページは前回いただいたご意見の概要をまとめたものでございますので、ご説明は割愛させていただきます。

5ページからは、前回、投資家の真のニーズや上場会社における課題を丁寧にリサーチすべきというご指摘をいただいたことを踏まえまして、追加的に行いましたヒアリングで聞かれた投資家の声をまとめております。

まず、総論としまして、海外投資家からは、大企業においても依然として日英の開示に差がある企業が存在することや、小型株においては、そもそも英文の情報が非常に限定的であることに対する不満の声が聞かれたほか、開示のタイムラグが、大きなディスアドバンテージとなっているとのことで、速報性を求める声が多数聞かれました。

続いて、6ページが各論でして、優先的に英文開示を促すべき書類としては、決算短信や決算説明会資料を挙げる意見が最も多く、定性情報や注記も含めたタイムリーな開示を求める声がありました。

また、適時開示についても、マーケットに影響のある重要な情報を含むものとして重視されており、日英同時開示のニーズも強くあったところでございます。

なお、銘柄を広くリサーチする段階では、有報が有用との意見が聞かれましたが、こちらについては、用途も踏まえ、速報性は求めないといった意見が聞かれました。

7ページはその他の意見として、機械翻訳の利用に関する意見を載せております。

8ページは、一方で上場会社の実務がどうなっているかということとして、上場会社においては、翻訳会社から納品された資料をそのまま開示している企業もあるものの、内容の正確性への責任追及の懸念から、英文開示内容についてダブルチェックを行っている企業も多くある状況でございます。

また、同時開示の課題としては、適時開示を中心として、開示直前まで和文が確定しないことのほか、外注先のリソースの問題や、外注・機械翻訳を利用しても、翻訳後の内容を確認できる人材・体制が整っていないことが挙げられています。

こうした意見を踏まえまして、9ページ以降がご議論いただきたい事項でございます。

まず、拡充の具体案でございまして、1つ目の丸ポツにありますとおり、プライム市場のコンセプトを踏まえれば、将来的にはプライムの全上場会社において、重要な情報が日英等しく、同時に行われる環境が実現することが望ましく、これを目指していく必要がございます。

一方で、足元で生じる上場会社の実務的な負荷を踏まえる必要もございしますので、まずは、2025年3月を目途に、矢じりの1つ目にあるとおり、まずは、マーケットに与える影響が大きいものについて情報の非対称性を解消していくことで、現在日本株に投資している投資家の評価の改善を図っていく観点から、「決算情報」と「適時開示情報」について、英文開示を求めることとしてはどうかと考えております。

また、矢じりの2つ目にあるとおり、開示のタイミングについては、日本語と同時開示に努めるよう求めることでどうかと考えております。

3つ目の矢じりは、開示の範囲・タイミングの両方に係っておりまして、企業規模等によっては、必要な体制整備に時間がかかることも想定されることから、対応が難しい場合には、具体的な開始時期の開示を求めることでどうかと考えております。開示すれば猶予される一方で、コンプライ・オア・エクスペインとも少し違ったようなつくりとしておりまして、コンプライ・オア・エクスペインですと、違った方法で趣旨を実現する、例えば、「ドイツ語で開

示します」といった説明が許容されるものの、今回お示ししている案では、エクस्पレンの内容が「いつからやるか」に限定されることとなります。

なお、チェックマークの部分でございますが、決算情報については、決算短信や決算説明会資料が想定されるものの、具体的な開示範囲は各企業で判断としてはどうかと思っております。適時開示情報については、何かが起こったことすらわからないのは困るという投資家の意見を踏まえ、すべての適時開示項目について求めることとしつつ、必ずしも全文ではなく、概要のみでも可としてはどうかと考えております。

下の図は今ご説明した内容をまとめたものでございます。

そのうえで、10ページの最初の丸ポツにありますように、タイミングの同時化や対象範囲の拡大など、英文開示の更なる拡充については、今後の企業の進捗等も踏まえ、継続的に検討することとしてはどうかと考えております。その際、今後、機械翻訳などの技術の進展によっても状況は変わるかと考えております。

次の丸ポツは、拡充の具体案とは異なる話として、英文開示の位置づけについてでございます。上場会社においては、内容の正確性への責任追及の懸念が英文開示のハードルとなっている中、英文開示の位置づけについてどう考えるかという点でございます。あくまでも参考訳としての位置づけであることを周知していくことが適当と考えておりますが、この点に関しまして、ご意見を頂戴できればと思っております。

ご説明は以上でございます。

【菊池部長】

それでは、ご意見を頂戴したいと思います。よろしくお願いいたします。

【熊谷メンバー】

資料6の9ページ、10ページでお示しいただいた点について、概ね賛同いたします。この場合、英訳の範囲や開示時期など、企業の判断に委ねる部分が多くなりますので、推奨ガイドラインの作成を考えてはいかがかと存じます。

推奨ガイドラインの中に、プライム市場のコンセプトである「グローバルな投資家との建設的な対話」が求められることを明記するのみならず、これまでフォローアップ会議の中で示された海外投資家が必要とする書類・開示タイミングなどに関するデータや海外投資家の声を含めるべきだと思います。海外投資家のニーズと自社の英文開示状況を照らし合わせて対応を要請する必要があります。例えば、資料6の6ページにある「決算短信のサマリー情報は情報ベ

ンダーによって英文で配信されるため、定性情報にこそ価値がある」という海外投資家の声を踏まえると、決算短信の一部のみを英訳する企業は定性情報の英文開示に努めていくことが想定されます。

フォローアップ会議でも定期的の開示状況をモニタリングし、海外投資家の声を踏まえて検討を継続すべきであると考えます。

【安藤メンバー】

私は企業における情報開示の実務をよく理解している立場から、資料6の9と10ページにある「ご議論いただきたい事項(1)、(2)」でまとめられている内容に賛成します。こうした形であれば、原則を守りながら、短期間で英文開示に取り組む企業を大幅に増やすことができます。

ただし、9ページ下段の表中で、決算情報についての※で「開示範囲は各企業で判断」と記載されている部分だけについては、やはり「全文が望ましいが、難しい場合は、開示範囲は各企業で判断」とする方が良いのではないかと考えます。

また、10ページにおいて英文開示を取引所規則のエンフォースメントの対象外とすることも妥当な措置です。現状でも、英文開示については「レファレンスオンリー(参考のみ)」と明記している企業が数多くあります。

因みに、8ページの「上場会社へのヒアリング結果」では上場会社から正確性への懸念が述べられていますが、仮にエンフォースメントの対象外であったとしても企業は英文を十分に精査するので実態として心配ないと考えます。

【三瓶メンバー】

だいたいの方向性は(1)、(2)に記載のとおりと思いますが、少しずつ気になる点があります。

9ページの丸ポツで、上場会社において相当な実務負荷が生じるというところは、だからと言って消極的で良いということにはなりません。上場しているという責任からすればやらなければいけないことであり、できないのであれば体制を見直すのは当然のことだと思います。

とはいっても、その中で優先順位をつけるのは良いと思います。ただ、決算情報について、決算短信は規則上に定められている書類である一方、決算説明会資料は任意開示書類なので、どこまでの強制力を持てるかは曖昧なところだと思います。

そこで、ここに書いていただきたいのは、フェア・ディスクロージャー・ルール(投資家への公平・適時な情報開示の確保)という観点で判断してほしいということです。フェア・ディスクロージャー・ルールが策定された時には、

プライム市場というグローバルな目線の市場区分はなかったもので、日英での情報格差の問題についての文言は明確にはないと思いますが、今となつては、プライム市場で日英に格差あるのは本来あってはならないことだと思います。ですから、各社で判断する際に、フェア・ディスクロージャー・ルールを念頭に置いて判断していただきたいと思います。

また、適時開示情報は日英同時開示が基本だと思います。適時開示情報なので、言うまでもなくタイミングが重要であり、タイミングについてのフェア・ディスクロージャーを考えると、同時が基本となると思います。ただ、全文が間に合わない場合には、重要なサマリー・趣旨を英訳するのでもよいというのはそのように活用すべきと思います。

矢じりの3つ目にある、そうは言っても対応が難しい場合には、開始時期を開示する方法は許容できるかと思っています。

10ページの今後の拡充については、どこかで全面的一律英文開示に移行する期限を設けるべきだと思います。永遠に強制されないとなると、プライム市場のコンセプトに合っていないと思います。

最後の丸ポツは、安藤メンバーがおっしゃったように、日本語が正式な開示であつて、英語は参考という位置づけは、そうなのだろうなと思います。

【小池メンバー】

私も皆様とだいたい同じ意見ですが、想定される書類として挙げられている決算説明会資料、IR説明会資料は英文で発信すべきと思っています。

決算短信や数字を迅速に確認することも必要ですが、投資家ニーズが強いのは、数字の裏側、背景を補足する説明資料だと感じておりますので、同じタイミングで開示することが望ましいと思います。

また、投資家と話した際に、各企業のHPを探しに行かなければならず、情報を効率的に手に入れることができないという声も聞かれたので、例えば、東証のHP上に上場企業の情報をまとめて、投資家が見たい情報にすぐにアクセスできるようにするなど、投資家の利便性に配慮することも考えた方が良くかと思いました。

【松本メンバー】

皆様と違う意見かもしれませんが、上場ルールなので、エンフォースメントがあったほうが良いと思うのと、テクノロジーの進化は激しいので、それを意識して考えないと陳腐化してしまうのではないかと思います。

ちなみに、上場企業としての当社は、決算短信は英文を出さず、決算説明会資料と適時開示はすべて英文を同時に出すようにしています。特に時間にセン

シティブな投資家のニーズを考えると、適時開示だけエンフォースして同時に
出させるのが良いのではないかと思います。というのも、実際の値動きに大き
く影響を与えますし、決算説明会資料をしっかりと読み込む投資家の方が少し時
間の余裕があり、一方で新しいGPT4などはある程度時間をかければかなり
正確に翻訳できます。企業の負担も考えると、適時開示のみエンフォースメン
トのある形で同時開示を求める方向が、技術の動向等も考えると落としどころ
として良いのではないかと思います。

【黒沼メンバー】

ご議論いただきたい事項に示されている内容に概ね賛成ですが、皆様細かい
部分で意見が異なる部分もあるようなので、その点について意見を述べたいと
思います。

日英同時開示を望む声が高い一方、上場会社のリソースの問題もあることか
ら、決算情報と適時開示情報に限定して、まずは同時開示を求めていく方向性
で良いと思います。

その際、決算情報については、範囲を企業に委ねることには反対で、全ての
決算情報について同時開示できるのではないかと思いますので、範囲を限定し
ない方が良いと思います。

適時開示については、当然早く開示すべきですが、例えば発生事実は直前ま
でわからないということもあり、すべて日英同時にすると結果として開示自体
が遅れてしまうということもあり得ると思いますので、そういった場合には、
英文は概要のみでもやむを得ないと考えます。

また、英文開示についてはあくまで参考訳としての位置づけとし、その旨を
明確化するというのもやむを得ないと思いますが、エンフォースは全くしな
いということではなく、開示があまりにも遅れたり、あるいは、内容が誰の目
から見ても誤訳だと思われる場合には、何らかの措置が取れるようにしてお
いた方が良いのではないかと思います。

【翁メンバー】

私も(1)、(2)ともに賛成ですが、企業は複数回にわたって、コンセプト
を理解してプライム市場を選んでいるので、重要な情報が日英等しく、同時に
開示されることは、将来的にはではなく、現時点でも重要なことだと思いま
す。

英文開示について、決算情報と適時開示情報について日英同時に出していく
ということで、まず遅れている企業を引き上げるには良いと思います。

また、10ページについても、全体としては更なる拡充が望ましいという前

提で、これからどのように徐々に英文開示を遡っていきかは継続的に検討していくということだと理解しており、「望ましさ」をもっと発信していくことが重要だと思います。また、進んでいる企業については、ほとんどすでに実現済みの内容なので、色々なレベルの企業を念頭に置いた発信の仕方を考えていただきたいと思います。

【永見メンバー】

基本的には9ページに記載の時期、想定書類のスコープ、同時開示という点について全く違和感ありませんが、基本的には義務付けが良いと思います。一方で、発行体のことを考えると、日英で完全一致する訳を作るのは、事務的というより精神的な負担が相当あるかと思います。先ほどから話に出ているように、日本が正で英語がサブという取扱いについては、取引所から発行体や投資家に幅広く周知していただくことが重要だと思います。場合によっては、開示書類の中に東証が決めたディスクレマーを入れさせることで、精神的な負担を少しでも軽減させるということも考えられると思います。

【神田メンバー】

私も資料の方向性で結構かと思います。9ページの冒頭に書いてある基本的な考え方はそのとおりだと思います。キーポイントは、全文ということとタイムラグだと思います。

個人的には、最終目標としては法定開示書類すべてについて、全文かつ同時だと思いますが、すぐにはできませんので、まずはという時に、プライム市場の中でグループ分けして段階付けることも論理的には考えられますし、抽象的には財務／非財務で分けることも考えられますが、結論としては、決算短信、決算説明会資料、適時開示から始める、つまり、書類の範囲は狭めるものの、全文・同時というところを守って全プライム市場上場会社に求めるということが、多少ハードル高い感じもしますが妥当な線だと思います。

なぜ英文開示が必要か考えると、日本語を読めない方にとっては、開示がないのと同じであって、そういった方に対して、「自分たちで翻訳してください」というだけのことを主張する力が日本の市場にはないということなので、日本の企業の側で対応しなければならないのだと思います。

エンフォースメントについては、「日本語が正文という制度の下での英文開示」というアプローチが良いと思います。そうだとすれば、英語としてミスした場合であっても、もちろん訂正していただく必要はありますが、咎められるべきではありません。ただ、全体として内容がおかしいというのは問題なので、どこかで線引きがされるのだろうとは思いますが、いずれにしても、日本

語が正文だということを基本として考えることで良いと思います。

最後に2点、細かい質問で恐縮ですが、「2025年3月を目途」というのは、2025年3月期に係る情報開示からと理解しましたが、それでよいでしょうか。また、対応が難しい場合の時期の開示は、当然、英文で開示するということがよいでしょうか。

【中村部員】

1点目については、そのような設計を想定しております。2点目について、開示言語は想定していなかったものの、ご指摘はそのとおりと思いますので、そのような方向で検討したいと思います。

【松本メンバー】

皆様のご発言をお聞きしていて、私の発言が誤解を招くのではないかと思いますので、追加説明させていただくと、9ページに「求める」とあって、10ページに「エンフォースメントの対象外」とあったので、求めるのは当たり前だと思っておりますが、開示の問題はPBRの問題とはレベルが異なり、上場制度の根幹中の根幹であり、開示に関して「求めるもののエンフォースメントしない」のはどうかと思ったので、やるならエンフォースメントしなければならない、やるのであれば適時開示を義務としてやらせるべきという意見です。そのため、方向性としては皆様と同じ意見ですが、エンフォースしない開示は意味がないので、エンフォースできることに絞ってしっかり義務付けるべきと考えます。

【菊池部長】

ありがとうございました。

続きまして、今後の検討課題についてです。ご説明は事前説明にて行っておりますので省略させていただきまして、お手元の資料7の2ページに記載しております事項に関しまして、議論の優先順位ですとか、あるいは追加で検討すべき事項があれば、ご意見を頂戴したいと思います。よろしく願いいたします。

【熊谷メンバー】

事前説明時にお話しした「投資者との対話の実効性向上」について、コメントを反映していただき、誠にありがとうございます。

大和総研では、上場企業と機関投資家の双方とお話する数多くの機会を頂いておりますが、その中で最近注目されている話題が「投資者との対話の実効

性向上」です。上場企業のIR担当者からは、「資本コストや株価を意識した経営の実現に向けた対応」など、自分たちがやるべきことは明確化されているが、対話の相手となる機関投資家の動きが見えてこないという声が少なくありません。「株主との対話の推進と開示」で機関投資家への要請事項がより詳細にわかれば、それに向けた対応を取っていききたいという話を聞いております。

また、機関投資家の方々とのお話の中では、今後やるべきことの明確化と優先順位付けを行いたいというニーズがございました。12月13日には、政府から「資産運用立国実現プラン」が公表され、インベストメント・チェーンの残されたピースとして、資産運用業とアセットオーナーシップの改革等が挙げられました。具体的には、資産運用業の改革やスチュワードシップ活動の実質化が盛り込まれています。以前のフォローアップ会議での議論にあったように、対話などに関して資産運用業界が抱える課題があると思います。機関投資家同士で率直に内情を話したり、課題に対する方策を議論したりする機会を作ることなども考えられるのではないかと思います。そこでの議論は上場企業にも参考になりますし、政府の取組みと歩調を合わせたものになることが期待されます。

【松本メンバー】

日本では、今年は多くのM&Aが行われ、恐らく来年も世界的に見て大変多い状況が見込まれています。特に、MBOや親会社による子会社の買収が大変多く発生することが見込まれています。

こうした中、残念ながら、MBOや親会社による子会社の買収について、組織変更という観点からは良いものの、値段に大きな問題があるケースが頻繁に観察されています。経済産業省において「公正なM&Aの在り方に関する指針」が策定され、今年もアップデートされるなど、少数株主の利益を考えようということが強く言われているにも関わらず、それが完全に無視されているというのは言い過ぎかもしれませんが、少なくとも、少数株主の利益をきちんと確認するプロセスが行われていないケースが極めて多いと思います。これは大変由々しき事態で、資本市場を根底から弱くするものであり、しかも、日本市場が世界から注目されている中、かつ、来年はMBOや親会社による子会社の買収が増えると見込まれる中であることから、大変大きな問題だと思いません。

経済産業省の指針で示されている少数株主を保護するための対応、例えば第三者委員会を設けるといった対応について、エンフォースメントできていないことが問題であるため、東証の企業行動規範の遵守すべき事項において、MBOや親会社による子会社の買収を行う場合には、少数株主の利益を確認するプ

プロセスを走らせることを義務化すべきだと考えます。プロセスを走らせたうえでも、法律上、そのような買収は可能というのは仕方ないと思いますが、少なくとも、東証の企業行動規範の遵守すべき事項として義務付けることは必要だと考えます。これは以前から申し上げてきた支配株主に関する論点と極めて重なりますが、支配株主は定義が大変難しく、どういう議論をしても抑えきれないことから、安定的なやり方として、MBOと親会社による子会社の買収に限って、企業行動規範でエンフォースメントすることが良いと思います。

このような論点について、本フォローアップ会議において、すぐにでも議論すべきだと思います。

【翁メンバー】

資料に記載されている内容については、全てやっていただければと思います。

そのうえで、やはり「資本コストや株価を意識した経営」の推進の中で、松本メンバーが指摘されたようなMBOの動きが出てきていることから、実際に要請後に上場会社でどのような動きが出てきているかを一度整理していただき、課題認識について共通理解を持つための機会を設けていただきたいと思います。

「投資者との対話の実効性向上」については、先ほど熊谷メンバーが仰ったとおり、投資者に対して更に求めることは無いのかといったことも重要な視点だと思います。

「グロース市場の機能発揮」については、これから具体的な施策を展開するものと思いますが、本日議論したこと以外にも、ベンチャーキャピタルへのヒアリングで指摘されたような課題もあるため、資料に記載されている以外の課題も含めて継続的に把握し、追加的にやるべきことがないか検討していくべきだと思います。

「企業行動規範の総点検」についても重要だと思いますが、松本メンバーが指摘された親子上場の課題は、東証の別の会議体で検討が進められていると承知していますが、どのような検討状況なのか、教えていただけると有難いです。

【池田統括課長】

東証では、親子上場のケースのように、支配株主を有する上場会社における少数株主保護の在り方等を検討するための研究会（「従属上場会社における少数株主保護の在り方等に関する研究会」）を開催しています。年内でいったん中締め状況にはなりますが、基本的には、そのような上場会社における情報

開示の拡充や、独立社外取締役の役割をお示しすることなどを進めつつ、論点が多い上場制度の在り方の検討については、論点も多岐にわたるため、継続検討を行っていくこととしています。

本フォローアップ会議における「企業行動規範の総点検」においては、研究会での議論も紹介しつつ、検討を進めていくことを想定しています。

【翁メンバー】

ありがとうございます。そのような対応をお願いしたいと思います。

【経済産業省 亀山産業資金課長】

さきほど松本メンバーから発言があったM&A時の少数株主保護については、経済産業省としても重要な論点だと認識しています。

先ほども言及があったとおり、2019年に「公正なM&Aの在り方に関する指針」を公表して経済産業省の考え方を示しておりますが、本会議での議論も含めて、引き続きM&Aの議論が進展していくことを期待しています。

【永見メンバー】

そもそも本フォローアップ会議を始めた時の目的の一つは、国際的にも開かれた市場の実現ということだと認識しており、その観点で、本フォローアップ会議で扱うかは最終的に東証の判断に委ねますが、TOPIXの見直しを検討すべきだと思っています。

やはりクオリティの高い指数が市場を代表すべきであり、TOPIXとプライム市場がほとんどイコールになっているのが本当に良いことなのか、社数が増えていくことなども含めて、TOPIXをどうしていくべきかフラットに考えても良いと思います。

【三瓶メンバー】

まず、確認ですが、先ほど松本メンバーから言及があった従属上場会社における少数株主保護の論点については、「企業行動規範の総点検」の最後に記載されている「株主の権利の尊重、とりわけ支配株主がいる場合に関する検討」に含まれていると認識していますが、そのような理解でよいでしょうか。

【池田統括課長】

ご認識のとおり、検討テーマとして含まれています。

【三瓶メンバー】

了解しました。

先ほど松本メンバーが仰ったように、今年、経済産業省から「企業買収における行動指針」が公表されたところであり、企業の方々にその内容を十分に理解し、遂行していただくため、企業行動規範にどのように盛り込めるかは考えるべきだと思います。その際、以前の「公正な M&A の在り方に関する指針」も含めて、企業の方々に意識してもらうため、何ができるかということも、ここで取り込めるとよいと思います。

また、全体として、多くのことを非常に矢継ぎ早に実施していただき、ACGAのランキングのように、日本のコーポレートガバナンスに対する海外からの評価が上がっているのは良いことである一方で、多くのことが実施されている分、混乱している海外投資家が多いと感じています。東証からは英文で資料を開示しているにもかかわらず、例えば、PBR1倍割れ問題と経過措置期限の決定が同一施策と混同され、PBR1倍はいつまで放置していると上場廃止になるのかというような質問をする海外投資家が思ったよりも多くいます。

東証では、資料を単に英訳するだけではなく、もっとコンパクトに全体メニューやキーポイントをまとめた資料を英語で開示し、それだけ読めば全体像が分かって混乱しないような誘導を同時に行っていくべきだと思います。さらに、本日の資料に記載されている内容も追加的に検討したうえで、拡充していただけると有難いです。

また、永見メンバーが仰ったTOPIXの見直しについても、私もその後の状況について気になっていたところであり、関心を持っています。

【小池メンバー】

本フォローアップ会議では、今までかなり幅広く議論し、メッセージを出してきていると思いますので、今後の議論の中では、既に出しているものについて、もう少し深掘りしていくことも考えるべきだと思います。

例えば、「資本コストや株価を意識した経営」がどのような形で浸透していくのか、良い事例や課題となる事例について、上場会社の実際の声を聞きながら深掘りすることが考えられます。また、「投資者との対話の実効性向上」については先ほど出されたポイントのとおりです。

「グロース市場の機能発揮」に関しては、先ほどお話したようなエコシステムの参加者にも出てもらい、IPOを取り巻く現況についてどう考えているかを意見交換したり、もう少し深掘りするなど、違う立場の当事者に参加してもらって議論することで、追加で議論すべきことも出てくると思います。

今後、新たな 이슈を議論していくことも賛成ですが、今まで議論して発信したメッセージについて、深掘りしていただけると参考になると思います。

【安藤メンバー】

2点、お願いします。

一点目は、資料7の2ページ目に従来議論してきたテーマが赤字で列記されており、1番目の「資本コストや株価を意識した経営の推進」、2番目の「投資者との対話の実効性向上」、4番目の「英文開示の更なる拡充」は、企業経営者に対して更なる努力を促す項目です。

この前提には、企業による「経営情報の自発的な開示」が必須であり、まさにコーポレートガバナンス責任を果たすための必要条件、いわば一丁目一番地であるのですが、現状を見ると、まだ十分に認識されていないように感じています。私自身がセミナーやシンポジウムなどで企業向けに話しをするときには、必ず「資本コストや株価を意識した経営の推進」と「企業の自発的な情報開示及び投資者との対話の実効性向上」の重要性を啓発しています。

このように、企業のコーポレートガバナンス責任として、経営情報を自発的に開示することが極めて重要だというメッセージを入れていただくと、経営者に対する注意喚起になります。つまり、いくら資本コストや株価を意識した経営を実践していたとしても、どういう考え方で何をやっているのかを開示しない限りは、アクティブな投資者との質の高い対話やエンゲージメントには繋がりませんし、ましてやパッシブの投資家に経営の強みを訴求ことすらできません。この点をぜひ入れ込んでほしいと思いますが、対応は事務局にお任せします。

二点目ですが、企業行動規範の総点検はぜひお願いします。前回12回目の会合では、私がコーポレートガバナンス報告書のフォーマットに、「資本コストや株価を意識した経営の推進」に関する項目を新設することを提案し、神田メンバーから企業行動規範との関連性を担保しないといけないというご指摘がありました。したがって、コーポレートガバナンス報告書に盛り込む項目を念頭に置いて、総点検を行っていただきたいと考えます。結果として、項目に入ることによって注目度が増し、企業と投資家双方にとって比較対象性が高まることにより非常に有益な情報になるはずで

す。ちなみに、まだ時期は早過ぎると思いますが、コーポレートガバナンス報告書自体の英文開示を義務化すれば、日本のガバナンスが急速に改善していることを訴求できます。また、企業ごとの開示内容を見れば広義のガバナンスに

対する経営者の本気度や熱量が如実にわかります。

最後に、私はTOPIXの見直しは、このフォローアップ会議のテーマではないと認識しています。加えて、TOPIXから流通時価総額が小さな銘柄が段階的に除外されつつあり、TOPIXの見直しは実質的に終わっていると理解しています。

先程複数のメンバーから指摘や質問がありましたので、事務局の認識を教えてくださいたいと思います。

【菊池部長】

TOPIXの見直し自体は、2022年10月末から2025年1月末まで、10回に分けて段階的に流通時価総額100億円未満の銘柄を除外することとして、対応が進められております。

その後どうするかについては引き続き検討となっており、その検討はこれからという状況です。これまでも申し上げたとおり、検討・決定を行う主体はJPX総研となりますが、本フォローアップ会議でどのように議論ができるかについては、本日のご意見を踏まえて検討してまいりたいと思います。

ありがとうございました。それでは、これもちまして、本日の会合は終了させていただきます。

最後に、次回の予定についてご説明させていただきます。

【池田統括課長】

本日も活発なご議論をいただきまして、誠にありがとうございました。

次回のフォローアップ会議のアジェンダにつきましては、本日いただいたご意見も踏まえ検討のうえ、また事前説明でご相談させていただきます。よろしく願いいたします。

【菊池部長】

それでは、以上もちまして本日は散会とさせていただきます。

本日もまことにありがとうございました。次回もどうぞよろしくお願いいたします。