



日本取引所グループ金融商品取引法研究会

東京証券取引所における最近の取組み（市場区分の見直し等）

2022年9月30日（金）15:00～16:58

オンライン開催

出席者（五十音順）

石田	真得	関西学院大学法学部教授
伊藤	靖史	同志社大学法学部教授
梅本	剛正	甲南大学共通教育センター教授
片木	晴彦	広島大学大学院人間社会科学研究科実務法学専攻教授
加藤	貴仁	東京大学大学院法学政治学研究科教授
川口	恭弘	同志社大学法学部教授
黒沼	悦郎	早稲田大学大学院法務研究科教授
齊藤	真紀	京都大学大学院法学研究科教授
志谷	匡史	神戸大学大学院法学研究科教授
白井	正和	京都大学大学院法学研究科教授
高橋	陽一	京都大学大学院法学研究科准教授
船津	浩司	同志社大学法学部教授
前田	雅弘	京都大学大学院法学研究科教授
松尾	健一	大阪大学大学院高等司法研究科教授
山下	徹哉	京都大学大学院法学研究科教授
行澤	一人	神戸大学大学院法学研究科教授

【報 告】

東京証券取引所における最近の取組み（市場区分の見直し等）

東京証券取引所上場部長
菊池教之

目 次

1. 市場区分見直しの現状
 - ・市場区分見直しの概要
 - ・上場会社の新市場区分への移行結果
 - ・各市場区分における時価総額の分布
 - ・海外市場との比較（プライム市場）
 - ・ROE（自己資本利益率）
 - ・PBR（株価純資産倍率）
 - ・上場維持基準に適合していない会社の状況
 - ・上場維持基準の適合に向けた取組み
 2. 改訂コーポレートガバナンス・コードへの対応状況
 - ・コーポレートガバナンス・コード改訂の主なポイント
 - ・各市場区分におけるコーポレートガバナンス・コードの適用範囲
 - ・集計対象
 - ・独立社外取締役の選任状況（原則4-8）
 - ・指名委員会・報酬委員会の設置状況（補充原則4-10①）
 - ・指名委員会・報酬委員会の独立性（補充原則4-10①）
 3. IPO等に関する見直しの方針
 - ・はじめに
 - （1）ディープテック企業に関する上場審査
 - （2）IPOプロセス（上場日程の設計等）
 - （3）ダイレクタリストティング
 - （4）引受証券会社の参入
 - （5）スピンオフを行う場合の当事会社の新規上場
 - （6）その他
- 討論

○川口 時間になりましたので、今月の研究会を始めたいと思います。

本日は、東京証券取引所の菊池上場部長より「東京証券取引所における最近の取組み」についてご報告をいただきます。どうぞよろしくお願

いたします。

○菊池 ただいまご紹介いただきました東京証券取引所の菊池です。今年の4月から上場部長に就任いたしまして、本日は先生方の前で説明をさ

せていただく機会をいただきまして、大変光栄であるとともに、大変恐縮しております。どうぞよろしくお願いいたします。

今回私からは、「東京証券取引所における最近の取組み」と題しまして、1. 市場区分見直しの現状、2. 改訂コーポレートガバナンス・コードへの対応状況、3. IPO 等に関する見直しの方針についてご説明いたします。

本日ご紹介いたしますいずれのテーマに関しましても、現在進行形で検討しているものですので、いろいろなご意見を賜りつつ、企業の持続的成長を支援するマーケットの環境整備に活かしてまいりたいと考えております。ご指導のほど、よろしくお願いいたします。

1. 市場区分見直しの現状

・市場区分見直しの概要

既にご承知のとおりかと存じますが、改めて今回の市場区分見直しの目的を申し上げますと、上場会社の皆様が企業価値向上を目指していただく基盤を整えまして、その結果として投資者から高い支持を得られる魅力的なマーケットを構築することを掲げております。そうした環境といたしまして、「プライム市場」「スタンダード市場」「グロース市場」という3つの新たな市場区分を設けまして、それぞれについて想定する企業群のコンセプトを設定して、それに適した新しい上場基準を設けております。

・上場会社の新市場区分への移行結果

今回こうした狙いも踏まえまして、昨年末までに各上場会社がどの市場に移行するかを選んでいただきまして、4月4日から新市場区分の運営を開始いたしました。

その4月の時点での移行状況を示したのが資料4ページの円グラフです。円の内側が旧市場区分、外側が4月に新たに選択した市場区分ということで、結果としまして、プライム市場が1,839社、スタンダード市場が1,466社、グロース市場が

466社ということでスタートしております。

なお、スタンダード市場1,466社のうち338社は、市場第一部に所属していたところ、新市場区分においてはスタンダード市場を選択しました。新聞報道等におきましてはこうした社数だけが大きく取り上げられることも多いのですが、この状況はあくまでも新市場区分スタート時点のスナップショットであり、ここだけを見て大きく変化があるということではありません。今後は、各社において企業価値向上に向けた取組みが推進されることを取引所として後押しすべく、我々の方でサポートをしていきたいと思っております。

新市場区分への移行に当たっては、既に上場会社で様々な取組みが始まっています。まず、プライム市場を選択した会社においては、国内外の投資家を意識した一段高いガバナンスへの取組み、流動性向上のための売出し、事業ポートフォリオの見直し、それから親子上場の解消といった動きが見られております。

次に、スタンダード市場を選択した会社におきましても、企業価値向上への取組みに加えまして、JASDAQスタンダードから移行した会社については、今までのJASDAQでは、ガバナンスコードについては5つの基本原則だけを対応すればよいということでしたが、今回スタンダード市場を選んだ会社は、全ての原則に対応していただくこととなっております。

また、グロース市場を選択した会社におきましては、今回、「成長企業向けマーケット」というコンセプトを体現していくために、全てのグロース市場上場会社に対しまして「事業計画及び成長可能性に関する事項」の開示をお願いしまして、これをきっかけとして成長に向けた施策に取り組んでいただいております。

5ページのグラフは、上場廃止を選択する会社が最近増えているという事実をお示ししております。2021年に上場廃止となった86社のうち83社が、MBO、上場会社による完全子会社化、M&Aなどのコーポレートアクションによって上場廃止

となった会社数でございます。3社がそれ以外の要因で上場廃止となった会社です。もちろん、これら全てが市場区分の見直しに関連するものとは考えておりませんが、今回の見直しに伴って上場維持に必要な基準が引き上げられているという中で、会社によっては非公開化という道を選択した会社が一定程度いらっしゃったということかと考えております。

・各市場区分における時価総額の分布

6ページは、プライム市場、スタンダード市場、グロース市場それぞれにおける本年7月1日時点の時価総額の分布をお示ししております。例えばプライム市場ですと、中央値としては573億円ですが、内訳としましては、1,000億円以上が680社、250億円以上1,000億円未満が695社、250億円未満は463社ということで、プライム市場にしましては、時価総額1,000億円と250億円というところで線を引くと、大体3つに分けられるという感じになっております。

スタンダード市場につきましては、中央値は62億円で、時価総額100億円と40億円で線を引きますと、421社、584社、454社ということで、大体3つに分けられる感じになっております。

グロース市場につきましても、中央値は60億円で、スタンダード市場と同じく100億円と40億円で線を引きますと、157社、166社、156社と大体3つに分けられるという状況です。

このように、どの市場区分におきましても時価総額の分布にはばらつきが見られておりますが、そうした中で、比較的規模の小さい会社に関しましては、流通株式時価総額という上場維持基準への抵触を回避することが今後の課題になってまいります。

・海外市場との比較(プライム市場)①

7ページは、プライム市場の上場基準を海外の主要な取引所と比較した表です。

例えば「流通株式時価総額」のところをご覧い

ただきますと、プライム市場は100億円ですけれども、実は他国の取引所と比較して最も高い水準となっております。また、「流通株式比率」の35%に関しましても同様でございます。公開性そのものを厳格に求められるという点でも、グローバルに見て、基準としては最も厳格なセグメントとなっております。

一方で、この基準がいつもフォーカスされがちですけれども、上場維持基準はあくまでも上場維持に必要な最低水準を示しているものにすぎません。上場企業における企業価値向上のためのドライバーといたしましては、あくまでも投資家との対話を通じた企業自身の取組みにあると考えております。したがって、企業自身の取組みというところで申し上げますと、プライム市場にしましては、定量的な基準だけではなくて、高いレベルのガバナンスでありますとか、より積極的な情報開示などを通じまして投資家との対話を促進しながら、各社の取組みを期待した設計にしております。

・海外市場との比較(プライム市場)②

8ページは、プライム市場の上場会社数や時価総額を海外と比べた表です。

「時価総額中央値」というところを見ていただきますと、プライム市場の中央値は573億円、経過措置対象会社を除くと762億円ということで、市場第一部の434億円と比較しますと上昇しておりますけれども、海外の取引所に比べますと、やはり依然として時価総額は小さい水準にとどまっております。

メディアなどにおきましては、この点も取り上げて、プライム市場の企業数はもっと減らすべきなのではないかというような指摘をいただくこともあります。ただ、我々取引所といたしましては、今回の見直しに際しまして、単純に社数を絞ることが目的だとは思っておりません。取引所が目指すべきなのは、一社一社の取組みを促していくことにより、マーケット全体の価値向上につながり、

そういう魅力あるマーケットに投資者が参加するという好循環の実現ではないかと考えております。

この点につきまして、次のページで少し違う形でお示ししております。

・海外市場との比較（プライム市場）③

9ページは、データとしては前ページと同じものを使っているのですが、縦軸に時価総額、横軸に上場会社数をとりまして、各国の取引所がどこに位置しているかをプロットしたものです。なお、円グラフの大きさは、各取引所の時価総額の合計値を示しております。

プライム市場は、市場第一部と比べるとやや左寄りにシフトしている状況でございます。具体的には、上場会社数が減って、時価総額の中央値が少し増えたということになります。

ただ、今後の方向性といったしましては、先ほどもお話ししましたように、基準を引き上げたり、社数の上限を決めたりして、左上の方向を目指していくことではなく、あくまでも全体が上の方向に向かっていくことが大事であると思っております。そういう観点から各社の取組みを促せるよう、我々としてもしっかりとフォローを行っていきたいと考えております。

市場区分の見直しでは、これまでご紹介してきましたように時価総額に着目されがちですが、10、11ページでは、代表的な指標としてROEやPBRの状況をご紹介します。

・ROE（自己資本比率）

10ページは、左側で市場区分別のROEの分布、右側に国際比較を入れております。例えば、主要な目安となっております8%という水準で見ますと、プライム市場では約半数、スタンダード市場では6割ぐらいの会社でROEが8%を下回っているという状況です。他方、海外の状況を見ますと、米国のS&P500ですと、8%を下回っているのは14%しかないというような状況です。

・PBR（株価純資産倍率）

同じようなことをPBRで試みましたが11ページです。こちらはPBR1倍という線で見ますと、プライムでやはり半分、スタンダードで6割の企業が1倍割れという状況です。海外の方を見ますと、米国のS&P500では、PBR1倍割れは5%未満となっております。

後ほどご紹介しますが、今年の7月に開始しました「市場区分見直しに関するフォローアップ会議」におきましても、こういったファクトが注目されております。会議の議論の中では、それぞれの市場区分におきまして収益性や評価を上げていただくための環境づくりをどのように取り組んでいくのかということが重要な論点として取り上げられている状況です。

・上場維持基準に適合していない会社の状況

ROEやPBRというのは、全上場会社に共通する論点でしたが、次に、上場維持基準に適合しない会社の状況についてお話いたします。

今回の移行に当たって、選んだ市場区分の基準を満たしていない場合には、上場維持基準の適合に向けた計画書という書面を開示していただくうえで改善に向けた取組みを図っていただくということで、当分の間、経過措置として本来の基準よりも緩和した上場維持基準を適用することとしております。

現状、本来の上場維持基準に適合しておらず、経過措置を利用している会社というのは、全市場区分を合計すると492社となっております。もともとはそういった経過措置を適用している会社が549社あったのですが、これまでのところで既に基準に適合したということをお社で開示した会社が57社あり、492社になっています。

このように4月から半年たないタイミングで既に基準に適合しているという会社の多くは、流通株式比率の基準を満たしていなかったという会社で、大株主の持分を売却するなど株式分布状況の改善を図ることで早期に基準に適合したような

例が多くなっております。

さらに詳細に見ますと、プライム市場では、流通株式時価総額 100 億円の基準に達していない上場会社が 217 社と多い状況になっております。スタンダード市場におきましては、流通株式時価総額 10 億円の基準で 122 社、流通株式比率 25%以上の基準で 77 社という状況です。グロース市場におきましては、全体としては 39 社とそれほど多くないのですが、その中では、上場後 10 年を経過した会社に適用される時価総額 40 億円という基準を満たしていない会社が 18 社あるという状況です。

右側の棒グラフは、適合までにどれくらいの期間の計画を立てているのかという状況を見たものです。ファクトとしては、中期経営計画との兼ね合いから 3 年程度で計画を立てている会社が多くございまして、おおむね 5 年以内におさまっているという状況です。

状況としては以上ですけれども、経過措置に関しましては、今後の取扱いをどうしていくかというのが検討課題となっております。当初は、各社で検討することを優先して「当分の間」としておりました、期限を具体化しない状態が続いております。ただ、既に各社の計画がこのように出そろっておりまして、取組みに着手するというステージに移行しておりますので、そうした企業の予見可能性を確保するためにも、できるだけ早く今後の方針を示していくことが重要であると考えております。

(参考) プライム市場 流通株式時価総額基準
(100 億円) に適合していない会社の状況

13 ページのグラフは、前ページのプライム市場で流通株式時価総額に適合していない 217 社を対象といたしまして、縦軸に流通株式比率、横軸に時価総額でプロットしたものです。丸の色が濃くなるほど適合に向けた計画期間が長くなっていることを示しております。右下がりの青いラインが流通株式時価総額 100 億円のラインとなっております。

まして、青線に近いほど流通株式比率の改善をすることで基準への適合を図ることができるということです。

多くの会社は、赤点線で囲った会社のように、流通株式比率を改善するだけでは基準への適合は難しく、時価総額自体を上げるというような企業価値向上の策を併せて考えていく必要があるという状況です。

・上場維持基準の適合に向けた取組み

こうした各社が上場維持基準適合に向けてどのように検討を進めているかをまとめたものが 14 ページです。

まず、流通株式比率に関しましては、大株主による売却ですとか、その実現のための環境整備、自己株式の売却・消却などが多く見られております。また、流通株式時価総額あるいはプライム市場の売買代金の基準に関しましては、経営戦略・成長戦略の着実な推進ですとか、事業ポートフォリオ見直しによる収益性の向上、株主還元、IR・情報発信の強化といったものが多く見られております。

このように上場会社におきましては、適合していない基準に応じていろいろな取組みを検討したうえで、そうした取組みを進めていくことを株主や投資者に宣言したという意味では、いずれの内容も大変重みのあるものと思っております。

(参考) 市場区分の見直しに関するフォローアップ

先ほども申し上げましたように、今回の見直しの目的は、上場会社の中長期的な企業価値向上を支えていくことにありますが、企業価値向上は一朝一夕に実現できるものではありません。そこで、我々としたしましては、上場会社各社による企業価値向上の実現に向けた取組みをしっかりとフォローしていくことが重要と考えております。そのようなフォローアップを行うに当たりまして、有識者の助言を得るために「市場区分見直しに関

するフォローアップ会議」という会議体を設置いたしまして、ここには黒沼先生にもご参画いただきまして、これまでに2回開催しております。

この会議につきましては、何か制度をすぐ変えるのかということをよく聞かれるのですが、まだ新しい制度が始まったばかりですので、基本的には、今回の新制度の下で実効性を高めていくためにどういった視点が重要なのかとか、あるいは必要に応じてどういった追加的な取組みが必要なのかというようなことを議論していきたいと考えております。その中で、とりわけ制度として積み残しになってしまっている経過措置の在り方に関しましては、できるだけ早期に方向性をお示しできるよう議論を進めていきたいと考えております。

資料や議事録に関しましては、弊社のホームページに載せておりまして、必要に応じてご確認いただければと思います。

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

2. 改訂コーポレートガバナンス・コードへの対応状況

市場区分見直しに関するお話は以上でございまして、ここからは、昨年改訂したコーポレートガバナンス・コードへの対応状況についてご紹介させていただきます。

・コーポレートガバナンス・コード改訂の主なポイント

17ページには、今回の改訂の主なポイントをお示ししております。

1点目は、取締役会の機能発揮です。特にプライム市場上場会社には高い水準を求めておりまして、独立社外取締役3分の1以上の選任ですとか、独立性の高い指名委員会・報酬委員会の設置といったものを盛り込んでおります。また、変化を捉え持続的な成長を果たしていく経営判断を支える枠組みといたしまして、他社での経営経験を有する独立社外取締役の活用といったものを例示する

などしております。

2点目は、中核人材のダイバーシティです。こちらは、取締役会だけではなく、実際に企業を動かしている管理職などのレベルにおきまして、例えば女性・外国人・中途採用者といった多様性が確保されることを挙げております。

3点目は、サステナビリティです。気候変動などの人類共通の課題に対応していくことが企業にも求められている中で、上場会社がしっかりと自社のサステナビリティを巡る課題への対応に関する方針を策定いたしまして、その取組みを投資家に“見える化”していくことを掲げております。特にプライム市場上場会社には、TCFDといった枠組みに基づきまして、気候変動開示の充実も求めております。

4点目、その他の論点ですが、1つ目は英語での情報開示の話でございまして、プライム市場におきましては、グローバルな投資家との対話を想定したマーケットですので、必然的に、必要な情報について英文で開示することを示しております。それから2つ目、少数株主保護の観点からですが、支配株主を持つ上場会社におきまして、独立社外取締役を3分の1以上（プライム市場では過半数）置くか、あるいはそれに代えていわゆる特別委員会で利益相反取引等をチェックすべき旨を盛り込んでおります。

・各市場区分におけるコーポレートガバナンス・コードの適用範囲

18ページは、市場区分見直しに伴うコードの適用範囲の見直しについてのご紹介です。

右側の方が新しい市場区分の表で、プライム市場、スタンダード市場につきましては、基本原則、原則、補充原則全ての原則が適用されまして、グロース市場につきましては、従来のマザーズ同様、基本原則5原則だけが対象になるということです。そのうえで、プライム市場につきましてはより高い水準が示されることとなりまして、既に4月から適用されております。

また、以前の市場区分との比較で申しますと、左側の方で JASDAQ スタンダードに所属していた会社は、以前は5つの基本原則だけを対象としておりましたが、今回 JASDAQ からスタンダード市場を選択した会社につきましては、基本原則、原則、補充原則の全てが対象になります。

・集計対象

19 ページからは、改訂コードに基づく各社の取組みの内容を調査した結果をご紹介します。19 ページは集計対象の範囲を赤枠でお示ししております。

・独立社外取締役の選任状況（原則4-8）

20 ページは、取締役会の機能発揮という1つ目の切り口で、原則4-8の独立社外取締役の選任状況の推移をお示ししております。

改訂前は、独立社外取締役を2人以上選任すべきとしていた点につきまして、今回、プライム市場に関しては3分の1以上選任すべきであると改訂しております。左側のグラフですが、独立社外取締役が3分の1以上を占めるプライム市場の会社は直近7月時点で約92%という状況になっておりまして、右側のグラフの過半数を超えている会社となりますと、大分数字が下がりまして約12%という状況です。

・指名委員会・報酬委員会の設置状況（補充原則4-10①）

21 ページ、左側のグラフは指名委員会、右側は報酬委員会の設置状況でございまして、いずれも年々増加しております。法定の委員会、任意の委員会の両方を合わせた委員会の設置割合は、プライム市場では両委員会とも8割を超えていて、さらに JPX400 構成銘柄に限ると9割超という状況になっております。

22 ページは、指名委員会・報酬委員会の独立性についてみたグラフです。プライム市場の会社については、今回の改訂で任意の委員会の独立性を

強化すべく、補充原則4-10①で構成員の過半数を独立社外取締役とすることを基本とすべきとされていまして、また、委員会の独立性に関する考え方・権限・役割等を開示すべきということが盛り込まれております。この点に関しまして、委員会の構成メンバーの独立性がどれくらい確保されているのかについて、左側は各委員会における社外取締役比率のグラフで、右側は委員会の委員長が社外か社内かといった属性について調べたグラフです。

まず、左側の指名委員会・報酬委員会の社外取締役の比率に関するグラフをご覧ください。まず、プライム市場の法定の指名委員会の社外取締役比率ですが、全員が社外取締役である会社の比率は18.1%、3分の2以上の会社は72.2%、過半数から3分の2未満の会社が9.7%です。任意の指名委員会になりますと、社外取締役が過半数となっている会社は9割弱という状況になっており、3分の2以上が社外取締役という会社も半数以上を占めているという状況です。

これは報酬委員会でもほぼ同じような数字となっております。社外取締役の割合・絶対数の増加と平行な形で委員会の構成面での独立性が高まる方向で変化が生じていると認識しております。

右側のグラフは、各委員会の委員長が社内なのか、社外なのかというのを示しておりますが、プライム市場の任意のところをご覧ください。6割強の会社が社外取締役を委員長として置いているという状況です。この観点でも、独立性は強化される方向で推移してきていると思っております。

・取締役会構成の多様性（原則4-11、補充原則4-11①）

今回コードにおきましては、取締役会の多様性といたしまして、ジェンダーや国際性に加えて職歴、年齢が追加されておまして、また、取締役会に必要なスキルの特定とスキルの組合せの開示

などが盛り込まれております。こうしたコードの改訂もありまして、このような原則のコンプライ・オア・エクスプレインの対応に当たりまして、取締役会構成の多様性の考え方についての記載がかなり進展してきているという印象を持っております。

23 ページ中段の表をご覧くださいますと、こちらは各社の記載例を紹介しております。まず、「ジェンダー・国際性等」の観点では、適切な多様性を確保しているとしてコンプライと表明している会社がある一方で、多様性の確保が必要であるとは認識しつつも、現状では十分に確保されていないという考えの下でエクスプレインしている会社が見られております。

「スキルの多様性」の観点で言いますと、中期経営計画といった自社の経営戦略に基づいて取締役に備えるべきスキルを特定したうえで、スキルの多様性が確保されているとしてコンプライを表明する会社がありました。他方、エクスプレインの方では、他社での経営経験を有する人物の意見が重要としつつも、そうした経営経験者の選定を今後検討していくと記載されている会社もあります。

なお、エクスプレインを表明している多くの会社においては、「今後検討」ということを記載する例が多いと認識しております。ただ、今後検討という場合にも、いつまでに検討を進めるのかとか、具体的な時間軸まで記載されていますと、投資家との建設的な対話には資すると考えておまして、今後この点については上場会社等にも働きかけていきたいと思っております。

下段の方のグラフは、参考情報といたしまして、TOPIX100 の構成銘柄のうち、実際にスキル・マトリックスを活用している 94 社をサンプルといたしまして、具体的に特定したスキルの類型ですとか、特定したスキルの個数の分布を参考までに示しているものです。

・企業の中核人材の多様性の確保（補充原則 2 -

4 ①)

改訂コードでは補充原則 2 - 4 ①を新設いたしまして、女性・外国人・中途採用者の中核人材への登用に関する考え方・目標・現状を公表するとともに、多様性の確保に向けた方針や状況を公表すべきとされております。同補充原則は、プライム市場全体では約 7 割の会社がコンプライを表明している状況でして、24 ページの左下にお示ししておりますように、中核人材の登用の考え方についての開示も増えてきております。一方で、右下のグラフですけれども、TOPIX100 構成銘柄について、中核人材における測定可能な目標としてどのような項目が挙げられているかというのを見ますと、女性の登用に関しては 9 割超の会社が目標設定しているものの、外国人や中途採用者について目標設定をしている会社はまだ少ない状況となっております。

・サステナビリティ開示のキーワード（補充原則 3 - 1 ③等）

次に、3 つ目の観点であります、サステナビリティを巡る課題への取組みです。25 ページは、参考といたしまして、サステナビリティ関係の原則に関してガバナンス報告書の中で説明する際にどのような単語が使われているのかをカウントしたものです。

サステナビリティ関係の課題につきましては、上場会社各社の業態ですとかビジネスモデルに応じまして、ほかの原則以上に多様な記載・説明が行われているような状況で、いわば自由演技的な特徴の強い項目かと思っております。特に気候変動の分野においてその傾向が顕著になっているようでして、市場全般としての傾向を捉えて要約したり、分析したり、コメントしたりというのがなかなか難しいところがございます、いろいろ考えた結果、このような用語検索にとどまったという経緯です。

ですので、ご参考としてお聞きいただければと思いますけれども、「サステナビリティ全般に関

するキーワード」では、「企業価値」「経営戦略・経営計画」といったワードが非常に多く使われておまして、このサステナビリティに対する捉え方が、少し前の時代のCSR的な位置付けではなくて、中長期的な企業価値の向上の観点から重要な課題であるというような視点がある程度浸透しつつあるのではないかと考えております。

そうした一方で、「リスク」という言葉の使用頻度は、「収益機会」という単語の使用頻度の4倍もあるという状況でございまして、やはり守りと攻めという観点で言いますと、守りの文脈でサステナビリティ関連の課題を捉えている方が少ないのかなと想像しております。

また、「サステナビリティ要素に関するキーワード」につきましては、ちょっと意外な結果かもしれませんが、ESGで言いますと、EよりもSに関係するワードの方が多く使われているという状況でして、例えば「気候変動」という単語は49.2%ですが、それよりも「ダイバーシティ・多様性」「女性」「従業員・社員」「取引先」「人的資本」といった言葉の使用頻度の方が高いという状況です。その解釈はいろいろ考えられるかと思いますが、しかし、「気候変動」に関しましては、既に統合報告書などのほかの媒体である程度開示がされていて、あえてガバナンス報告書では詳細は記載しておらず、リンクを張るだけなので、そういったキーワードが出てこないということかもしれません。あるいは、岸田政権が提唱している「新しい資本主義」の下で、人への投資と分配というのも大きく取り上げられている状況から、取締役・経営者の皆様はSに関係する分野への関心が高まっているという背景があるのかもしれない。

・TCFD 賛同上場会社の動向

26 ページは、TCFD の賛同上場会社数を示しております。左のグラフのとおり、今回のコードの改訂を契機として TCFD に賛同する会社が、プライム市場上場会社を中心に急激に増加してござ

す。直近ですと、東証市場全体で 771 社が TCFD に賛同しておまして、プライム市場に限定いたしますと、右の円グラフのとおり 746 社です。賛同機関全体に占める比率も、プライム市場は 7 割強という状況です。

(参考) TCFD 提言に基づく開示の質と量の充実

27 ページは、昨年の統合報告書ですとか各社の開示の書類をベースとした少し古い情報ですが、TCFD の開示の中身といたしまして、TCFD フレームワークで開示が推奨されている 11 の項目のうち、実際に各社が開示している項目数の分布を示したものです。

TCFD につきましては、この 1 年間で先ほど見たように賛同者数が 3 倍ぐらいに拡大しておりますので、大分様相が変わっている可能性もありますけれども、昨年の段階では、11 項目全ての情報を開示していた会社が 42 社ある一方で、全く開示していない会社も一定数存在するなど、かなり対応に幅がある状況となっております。

・英文開示の状況(補充原則 3-1 ②)

28 ページは英文開示のトピックです。補充原則 3-1 ②におきましては、特にプライム市場の上場会社が、開示書類のうち必要とされる情報について英語での開示・提供を行うべきという内容が盛り込まれておまして、左側のグラフのように、プライム市場におきまして何らかの形で英文開示をしているという会社は堅調に増加して、直近の 7 月時点で約 92%に達しております。また、右側のグラフは資料別にどれくらい英文開示がされているのかを見たものですが、「決算短信」「株主総会招集通知及び参考書類」「IR 説明資料」といった書類の対応率が高い状況です。

なお、コードでは、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すべきとなっておりますが、この点に関しまして上場会社から寄せられる声として、必要とされる情報というのをどういうふうに判断すればいいか分から

ないといった声もございました。そうしたことを踏まえまして、私どもでは昨年、海外投資家を対象とするアンケート調査を実施しておりますので、その結果を次のスライドでご紹介いたします。

(参考) 英文開示に関する海外投資家アンケート調査結果の概要

この海外投資家へのアンケートでは、こちらで挙げている各開示書類がどの程度必要かというのを4段階で回答していただいております。左から「必須」「必要」「有用」「不要」という順になっております。

「必須」というのはどういう意味かというのと、英文開示がない場合は投資をしないという回答です。そこまではいかないのが「必要」で、この「必須」と「必要」を足し合わせた数字が必要な情報というふうに捉えますと、「決算短信」「IR説明資料」「適時開示資料(決算短信を除く)」「有価証券報告書」「アニュアルレポート」といったものが投資家にとって英文開示のニーズが高いということが言えようかと思えます。

こうした結果からしますと、現状では、言語面での情報格差にリスクを感じて、英文開示をしていない会社への投資を控えている投資家も多いのではないのかと思ひまして、英文対応を行うことによる潜在的な投資者の裾野の大きさを示しているという見方をすることができるのかもしれない。

30ページは、具体的にアンケートでどういった反応だったかというのを示しております。全般的な評価といたしましては、開示内容が徐々に充実してきていることもありまして、8割超の投資家の皆様が改善していると評価している状況です。その一方で、約6割の方は、依然として日英の情報量の差異でありますとか開示タイミングについて不満があるという結果になっています。

また、英文開示が不十分なことにより投資にどう影響が出るかにつきましては、バリュエーションにおいてディスカウントされたり、そもそも投

資対象から除外されてしまったりなど、投資行動に直結するという声が確認されております。

これから優先して取り組むべき資料は何かということにつきましては、決算短信、IR説明資料が挙げられておりまして、また、英文開示が優れていると評価される会社におきましては、網羅性ですとか適時性、英語でのIR対応といった点でより一層の充実化が図られているという傾向があります。

IR活動に関する意見といたしましては、英語でのIR対応ですとか経営幹部へのアクセス、対話の内容など、実際の対話の局面における課題を指摘する投資家もいらっしゃいました。

・支配株主を有する上場会社の状況(補充原則4-8③)

こちらは、支配株主を有する場合の取締役会の独立性の確保という観点です。

支配株主を有する上場会社につきましては、昨年の原則改訂の際に新設いたしました補充原則4-8③によりまして、支配株主からも独立した独立社外取締役をスタンダード市場では3分の1以上(プライム市場では過半数選任)、あるいはそれに代えて独立性のある方だけで構成される特別委員会の設置をする、そのいずれかを対応することを求めています。31ページではその状況を示しております。

支配株主が存在する上場会社のうち、補充原則4-8③をコンプライと表明している会社はプライム市場で126社です。そのうち過半数の独立社外取締役を選任しているのは21社ですので、105社につきましては、過半数いない代わりに、特別委員会を設置することで対応していることになろうかと思ひます。

また、この原則についてエクスプレインで対応している会社は、プライム市場で38社という状況ですが、エクスプレインの内容を見てみますと、今後特別委員会を設置する予定といった説明が多い傾向となっております。

3. IPO等に関する見直し方針

今年8月24日に、JPXのホームページで「IPO等に関する見直し方針」の内容を公表しておりますので、最後にこの点について説明いたします。

・はじめに

今般、本方針を公表した背景の一つには、政府の「新しい資本主義」の大きな柱として、スタートアップの育成が掲げられたことがございます。政府の成長戦略であります「新しい資本主義のグランドデザイン及び実行計画」には、スタートアップ育成の文脈で、取引所における上場に関する施策も掲げられております。そうした中で、東証として、新たな産業の担い手となるスタートアップに多様な新規上場手段を提供する観点からどのようなことに取り組んでいきたいと考えているのか、今後の検討の方向性をお示しするために、本資料を作成して公表した次第です。

なお、日本証券業協会におきましては、IPOマーケットにおける公正な価格発見機能の向上や、発行会社及び投資者の納得感の向上という観点から、公開価格の設定プロセスに関する見直しが検討されております。私ども東証といたしましては、こうした日証協の動きとも連携を図りつつ、IPOに関する諸施策について順次検討を進めていきたいと考えております。

この資料でお示しする諸施策の対応時期につきましては、政府の工程表の中にも一部記載されておりまして、例えば年内、あるいは年度内と、時期を区切っていただいているものもございます。東証においては、そのスケジュールも踏まえつつ、できるものから順次取り組んでいくことを想定しております。

(1) ディープテック企業に関する上場審査

34ページは、宇宙、素材、ヘルスケアなど先端領域において新技術を活用して成長を目指す研究開発型企業の上場審査に関する話です。この

ようないわゆる「ディープテック企業」と言われる企業は、研究開発のために多額の資金ニーズを有する一方、先端的なビジネスを営んでいるために、価格算定のよりどころとなる過去実績や同業他社を持たないこともございます。結果的に企業価値の評価が難しいため、資金調達するのなかなか難しいという指摘がなされております。

こうした課題は、非上場段階、上場段階の双方に跨るスタートアップ・エコシステム全体の課題であると認識しておりますけれども、我々取引所といたしましては、ディープテック企業にも幅広く上場機会を提供するという観点から、上場審査あるいは開示について検討を進めていくこととしております。

具体的には、ディープテック企業が目利きのプロである機関投資家等から相応の金額の投資を受けているという場合には、企業価値評価が困難ながらも、自ら投資リスクをとって評価をしている人がいるということですので、そうした機関投資家等の投資判断に当たっての評価を、上場審査で活用することを検討していきたいと考えております。

なお、既存の投資家につきましては、投資先が上場することで利益を有しますので、上場のときに全て株式を売却してしまう、すなわちエグジットしてしまうというような投資家ではなく、その企業の中長期的な成長に期待し、中長期的に株式を保有する方針を有する投資家の評価を活用したいと思っております。

また、繰り返しですけれども、ディープテック企業は新しいビジネスを営んでおりますので、一般投資家を含む投資者に事業内容、成長可能性、それを実現するための事業計画、事業リスク等に関しまして開示を適切にしていくことが重要であると思っております。そこで、ディープテック企業が上場するに当たって、どのような事項を開示すべきかという考え方の整理も併せて行っていきたいと考えております。

(2) IPO プロセス（上場日程の設定等）

本件に関しましては、冒頭に少し触れたとおり、日証協で公開価格設定プロセスの見直しが行われており、その一環といたしまして、上場日程の短縮化・柔軟化についても検討をされております。それにあわせて、東証といたしましても、できることを進めていこうということで、既存の IPO の仕組みをより柔軟で使い勝手のよいものにしていきたいと考えております。

その観点からは、具体的には、日証協の見直しに対する我々側の実務プロセスの整理、定時総会をまたぐ上場審査の円滑化、それから業績予想開示の取扱いの明確化の3点を考えております。

(参考) IPO プロセス（上場日程の設定等）

前述の3点についてもう少し説明いたします。

まず、日証協の見直しに関する、我々取引所の方の実務プロセスの整理についてです。現行では、取引所が上場承認をする日に合わせて有価証券届出書を提出するという実務になっておりますが、今後は、上場承認を我々がする前に有価証券届出書を提出する、いわゆる米国の S-1 方式の導入が日証協で検討されています。この点、上場審査期間中に提出される有価証券届出書（S-1）の中身をどのように確認するのかといった実務上の取扱いを考える必要があるかと思っております。

それから、上場承認時に上場予定日を、今はこの日と決めています。レンジで設定する、あるいは上場承認後の変更も可能にするなど、上場予定日を柔軟に変更可能とするための見直しも日証協の方で行われております。こういった変更が起こる場合におきましても、我々といたしましては、投資者に適切に情報を伝えて、システム面の方でも円滑な上場・売買ができるように対応をしていきたいと考えております。

また、今後は、有価証券届出書に想定公開価格を記載しないことも可能とするべく検討が行われています。この点につきまして、我々東証としては、現行では、届出書に記載された想定公開価格

ベースで時価総額基準を満たしているかどうかを見ているわけですが、これが記載されなくなってしまう場合に何の価格を使うのかという点も、今後の検討の対象となってまいります。

38 ページは、定時総会をまたぐ場合の上場審査の円滑化についてです。左側の図にありますとおり、現行の制度では、あらかじめ予備申請を行っているケースを除きますと、申請から上場までの間において定時総会を挟むという場合には、改めて申請書類をそろえて提出していただくことになっております。これでは、日証協の見直しにより上場予定日が柔軟に変更できたとしても、定時総会をまたげないことが制約になってしまうと考えられるため、その壁を取り払うことができればと考えております。

具体的には、総会をまたぐ場合でありましても再度申請をする必要はないことにいたしまして、シームレスに審査を続ける仕組みを考えております。その際には、やや細かい話ですけれども、不要にするとはいえ、無制限に再申請を不要としていいのかどうかということもありますので、いつまでであれば再申請不要にできるのかという論点や、あるいは、仮に総会をまたいで新しい決算期の財務数値が固まった場合に、どの期の数値を審査対象とするのかという論点もあると思っております。

それから、3点目としては、新規上場時に関する業績予想開示の取扱いの明確化という点を挙げております。IPO のときに開示される業績予想に関しては、上場後の修正を避けるために、実績を確認できる年度後半に上場時期を設定したいというようなインセンティブを発行体あるいは主幹事証券会社に生じさせているのではないかという声を頂いているところです。我々取引所の立場からすると、業績予想を上場後に修正すること自体が悪いということではなく、計画の前提があらかじめしっかりと開示されており、結果として乖離があれば、その乖離した理由をしっかりと説明していただくことが重要だと思っておりますので、そう

したメッセージを改めて明確に打ち出していこう
と思っているところです。

現状では、右下のグラフのとおり、そのような
いろいろな制約がある中で、上場時期が3月や12
月といった決算期末に近いところに集中している
という状況があります。これについても、できる
だけ上場時期の選択の多様化が図れるように、
我々の方でも対応していきたいと思っております。
あくまで結果的に、ということですが、企業
がより自由に上場時期を選択できるようになっ
たことで多様化が図られた結果、上場時期の分散
化につながるようであれば、上場をサポートする
証券会社や、新規上場会社への投資判断を行う投
資家など、市場関係者の方々の負担も分散化され
ることになりますので、そのような効果も生まれ
ると良いと思っております。

(3) ダイレクトリスティング

本件につきましては、金融審議会でも上場手法
の多様化という観点から、利用しやすい環境整備
を進めるべきとご指摘をいただいているところで
す。

具体的な対応事項について、論点としては大き
くは2つあると思っております。一つは、ダイレ
クトリスティングの実例が1999年の1件しか
ないこともありまして、今日において実施するとい
うことになったときに、具体的な制度の運用をど
うするかという話でございます。例えば、ダイレ
クトリスティングの際には、公募・売出しが行わ
れないために有価証券届出書が提出されないとい
う中で、いかに開示のエンフォースメントを高め
ていくかという論点です。

もう一つは、現行の制度ですと、グロース市場
につきましては、新規上場時にリスクマネーを調
達して、それをバネに成長してほしいというコン
セプトから、上場審査基準の中で公募の実施を要
件としておりますので、制度上、ダイレクトリス
ティングはできないことになっております。これ
については、そもそも導入するのかどうかという

論点もありますし、仮に導入するとしても、海外
では、大型の知名度のあるスタートアップが利用
しているという認識の中、単なる換金機会となら
ないようにするにはどうすべきかという論点もあ
りますので、この点については今後検討してい
きたいと思っております。

(4) 引受証券会社の新規参入

こちらは、競争政策上の観点から公正取引委員
会からもご指摘をいただいているものでございま
して、「具体的な対応事項」に記載しております
ように、我々としては、主幹事になることを希望
する証券会社が円滑に参入できるように、規則上
求めている事項などにつきましてもう少し詳しく
説明する手引きであったり、相談窓口をつくと
いった施策を講じていこうと考えております。

本件につきましては、まさに本日9月30日の
午前中に「主幹事証券会社に必要な体制の手引き」
と題する手引きをホームページで公表しておりま
す。また、相談窓口として「主幹事証券会社相談
センター」を設置しておりまして、今後はこれが
広く活用されていくよう周知等に努めてまいり
たいと思っております。

<https://www.jpx.co.jp/equities/listing-on-tse/new/basic/03.html>

(参考) 引受証券会社の新規参入

43ページは、参考までに各証券会社の現状の推
薦実績のシェアをお示ししておりまして、簡単に
触れますと、左側のグラフの下に矢印がありま
すとおり、現状、大手証券会社以外で主幹事業務
を務めている証券会社のシェアは10%ぐらいとい
う状況になっております。

(5) スピンオフを行う場合の当事会社の新規上 場

事業ポートフォリオの見直しの観点からスピン
オフ税制が整備されたり、経産省からスピンオフ
の手引きが出されたりと、スピンオフの活用のた

めの環境の整備が進められておりますけれども、そうした流れの中で、東証でもスピンオフで切り出された会社の IPO につきましてご質問を頂戴することが出てまいりました。制度上は現状でも上場可能ではありますがものの、よく質問を頂戴する事項につきまして実務上の取扱いを明確化することで、スピンオフに伴う IPO を、我々の方でも円滑化してまいりたいと考えております。

(参考) スピンオフを行う場合の当事会社の新規上場

45 ページでは、スピンオフの種類として2つお示しをしております、株式分配による場合は、直近の事例がありますので、事例を参考に実務的な取扱いを整理していくことを考えております。

他方、分割型分割のように一事業部門を切り出すような場合につきましては、過去事例はないところでありまして、とりわけその部門において取締役会とか監査役会の開催実績は当然ないわけですので、そうした中で、上場審査の中でガバナンスや内部管理体制をどのように確認していくのが課題の一つになると思っております。

(6) その他

時間も過ぎておりますので簡単に触れさせていただきますと、①SPACは、今年2月に取りまとめました取引所の方の中間整理も踏まえまして、引き続き検討ということにしておりますが、現状は海外、特にアメリカの規制動向や市況を注視している状況です。

②グロース市場における M&A に関しましては、上場後3年経過後から適用される債務超過基準が積極的な M&A を阻害しているのではないかとというようなご指摘をいただいております、この基準についての在り方を検討することにしております。

③地域発企業の IPO につきましては、各地域において関係者との連携を強化しながら、上場準備のための人材確保・育成に資する活動ができないかということです。

④海外クロスボーダー企業の IPO は、特にアジア企業を念頭に、さらに上場件数を増していくためにプロモーションをしっかりと行いながら、現在の個別サポートを強化していく方針です。

⑤特定投資家につきましては、法令改正により個人投資家の特定投資家へのいわゆるプロ成りの要件が緩和されたことを踏まえまして、Tokyo PRO Market への参入を促進するための方策を考えていきたいと思っております。

⑥初値形成につきましては、IPO 銘柄におきまして現在初値形成の際には成行注文を可能としておりますけれども、そのことが初値の高騰に寄与しているのではないかとのご指摘もありましたので、新規上場初日に成行注文を認めるか、認めないかというところについて引き続き検討していきたいということです。

⑦入札制度ですが、公開価格の決定方式といたしましては、1997年にブックビルディング方式を導入してから、一切競争入札制度は使われていない現状です。一方で、ブックビルディングの代替手段として入札方式の改善を考えていくべきではないかというご指摘もされておりますので、こちらは実際に進めるというよりは、内部で研究を進めていきたいと考えている状況です。

最後は駆け足となりまして恐縮ですが、私からの報告は以上です。ありがとうございました。

~~~~~

【討 論】

○川口 ご報告ありがとうございました。様々な取組みについて分かりやすくご説明いただきました。

それでは、討論に移りたいと思います。本日のご報告は、まず市場区分見直しの現状について、つぎに改訂コーポレートガバナンス・コードへの対応状況、そして IPO 等に関する見直しの方針と、3段階に分かれていたかと思えます。

それでは最初に、市場区分の見直しの現状につ

いてご議論をいただければと思います。よろしく  
お願いいたします。

#### 【流通株式比率の計算方法と水準】

○梅本 周到なご報告をいただき、大変勉強に  
なりました。ありがとうございます。

私は2点質問させていただければと思います。  
一つは流通株式比率に関わる問題で、もう一つは  
上場廃止に関わる論点です。

まず、流通株式比率についてですけれども、私  
は、自己株式を消却することが流通株式比率を向  
上させるという算式についてよく分からないので  
す。スライド14ページでは、自己株式の売却・  
消却が流通株式比率の要件を満たすための取組み  
として挙がっています。自己株式の売却であれば、  
これが主要株主や取締役に対する売却でない限り  
は、流動性が確保されるというのはよく分かるの  
ですけれども、自己株式の消却によって、どのよ  
うな形で流動性が上がるのか。

少し重箱の隅のようなことを申し上げますけれ  
ども、4ページには「自社株消却等による流動性  
改善に取り組む」と書かれておりますが、私には、  
自己株式消却によって流通株式比率が向上する  
ということがよく分からないので、教えていただ  
ければと思います。

それともう一つ、流通株式比率をプライム市場  
で35%に設定しているというのは、プライム市場  
のコンセプトである、投資者との建設的な対話を  
中心に据えて持続的な成長と中長期的な企業価値  
の向上にコミットする企業の市場だということと  
の関係でどうなのかなと。つまり、それなりに大  
きな企業で65%の株式を支配している株主が  
いるのであれば、対話といっても、言葉は悪い  
ですが、何でも、特別決議ですら通せるわけ  
ですね。そうすると、話を聞き置くよとい  
う程度になっちゃうのではないかなと。

海外との比較で、スライド7ページを拝見しま  
しても、ニューヨークや、あるいはイギリス  
でも、確かに基準は低いのですけれども、  
主要株主、支

配株主のいる上場企業というのは日本に比  
べればかなり少なかったと思います。ですから、  
仮にここを40%、50%と設定しても、  
アメリカ、イギリスなどはさほど上場廃止  
となる会社はないのに対して、日本の場合、  
流通株式比率の設定次第では、プライム市場  
の上場銘柄の数というのは相当違ってくる  
実質的な基準だと思うのです。市場コンセ  
プトとの関係でも、35%というのはちょ  
っと低過ぎるのではないかなというふう  
に感じているというところでござい  
ます。

この2点についてご教示いただければ幸  
いです。

○菊池 まず、1つ目の自己株式の消却  
によってどうして流通株式比率が改善され  
るのかというところにつきましては、確  
かに分かりにくいと思います。これは簡  
単に言いますと、結局流通株式比率とい  
うのは、流動株式を分子に置いて、上場  
株式数を分母にして算出する。多分ファ  
イナンス的な感覚からすると、自己株式  
というものは上場株式数に入っていない  
のではないかなと思うと、消却しても何  
も変わらないということになるのです  
が、現在、上場株式数の中には自己株式  
も含んだ数字が分母として入っています。

例えば、簡単にするために上場株式数100  
のうち半分を自己株式で持っていること  
にしまして、流通株式が残り50あるとい  
うことにしますと、流通株式比率は50%  
になります。自己株を消却しますと、分  
母の100が50に縮まりますので、流  
通株式比率は50割る50で100%にな  
るということで、数字が改善するとい  
うことでございます。

(【参考】流通株式の定義見直し

<https://www.jpx.co.jp/equities/improvements/market-structure/nlsgeu000003pd3t-att/nlsgeu0000057t9k.pdf>)

2点目の方は、ご質問ではなくてご意見  
ということかなと思いますけれども、確  
かにゼロから考えた場合どうかとい  
う話と、実際のマーケットから移行す  
るときに考える数字としてどうかとい  
うのが現実的にはあろうかと思ってお  
りまして、従前は、市場第一部の新規  
上場審査基準の中で求め



ていた数字というのが流通株式比率 30%という数字であったところを、今回 35%に引き上げたということです。

それで、そのときに特別決議もほぼ通せるじゃないかというのも、実務的にはそうかもしれないと思うのですが、引き上げるときの理由として、少なくとも 67%は持っていないというのは一つの線とし、海外株主との対話というのをきちんと真摯に向き合ってくださいという気持ちを込めて、35%に設定したということです。

○梅本 ありがとうございます。自己株式消却の点については、まだ私は十分納得できていないのですが、東証の立場は了解いたしました。

それから、35%については、私は親子上場を廃止すべきだなどということをお願いたいわけではございません。スタンダード市場で上場子会社が存在しても問題ないと思うのですけれども、プライム市場ではどうなのだろうなと思ったということでございます。

#### 【上場市場の変更可能性と上場廃止後の換金機会】

○梅本 もう一点、上場廃止の方を質問させていただいてもよろしいでしょうか。スライド 5 ページで、MBO 等以外の上場廃止はここ数年で 3 社だけと。もちろん MBO の中には、上場基準を満たせないということで自ら上場廃止を望んだところがあるのでしょうか。今回の市場再編において上場廃止要件を上場要件に合わせた点が関係すると推察され、世間的にはあまり注目されていませんが、私はとても重要な改正ポイントではないかと思うのです。

そうなりますと、今後は 2 社、3 社という上場廃止銘柄数が拡大していったら、上場廃止銘柄の扱いが現在以上に問われるのかなと思うのです。例えば、上場要件を満たせなくなった従来の一部市場の銘柄が二部に移るということは何となく理解できるのですけれども、今後も恐らく、市場のコンセプトが違うとはいえ、また、上場審査はするのでしょうかけれども、プライムからスタンダード

に移るということはあるのでしょうか。ただし、スタンダードからグロスというのは、流通時価総額の基準でグロスの方が緩い点もあるので、スタンダードからグロスに落ちる銘柄もあるのかもしれないのですけれども、市場コンセプトの違いから、場合によってはスタンダードで終わりという上場廃止銘柄も出てくるのかなと。ぼんやりした質問ですけれども、ここはどうなのかということ。

もう一つ、上場廃止銘柄の流動性の確保ということは、たしかワーキング・グループの報告書でも指摘されていたと思うのですけれども、これについて東証ないし JPX として何か制度を考えておられるのか。それとも、証券業協会の株主コミュニティのようなもの、あるいは大阪デジタルエクステンションの方に委ねるという方向で考えておられるのか。この辺をお聞かせいただければ幸いです。

○菊池 最初の方の、スタンダードの企業がグロスに市場変更することがあるのかというご質問に関しましては、形式的には否定はされていないのですけれども、実態としては、基準を満たすことができれば市場変更が可能です。結局、成長可能性のある企業向けの市場としてグロスを設定していますので、そういった要件を満たすことができる会社が本当にあるのだろうかという意味では、その要件を満たせなければ、できないということになります。

後者の方の換金の機会の話ですが、おっしゃるように、我々の方でこの市場区分見直しの検討をするに際して、金融庁の方の金融審議会「市場構造専門グループ」でいただいた提言の中でも、上場維持基準の引上げに伴って上場廃止となる銘柄も出てくるのが想定されるので、これについての換金の機会というのを検討していくべしというような提言がなされておりまして、もちろんこの点を我々も認識しております。ですので、今回経過措置をどうするのかという議論をするのと並行して、そうした換金の場をどうしていくか検討し

なければいけないと認識しております。

そのときにどこかに委ねるのかというのは、結果として——結果というのは、例えば東証で上場廃止になりそうだから、ほかの市場に上場しようとか、自発的に会社が考えるという意味での結果として、そうなる可能性はあるかもしれませんが、今のところ我々としては、取引所自身に対する課題として与えられたという認識で検討しているところです。

○梅本 どうもありがとうございました。

#### 【上場維持基準に関する経過措置の期間①】

○前田 貴重なご報告をいただき、どうもありがとうございました。

資料の 12 ページで、上場維持基準に適合していない会社が相当数あるというご説明をいただいたのですが、この計画期間の終了時期というのは、会社が自分で自由に設定すればいいのでしょうか。自由にといいいますか、期間の長短もまた市場の評価に委ねるという理解でよろしいでしょうか。

○菊池 今回市場区分の見直しにより、例えばプライム市場でありますと、流通株式時価総額 100 億円というのを上場維持の要件とし、これに抵触した場合は 1 年間の改善期間がありまして、1 年以内に 100 億円以上になった場合には上場維持、1 年後になお 100 億円未満の場合は上場廃止になるというのが本来の基準です。

ただ、いきなりその本来の基準を適用すると、ここに掲げておりますように 262 社も、ほかの市場も合わせると約 500 社が一遍に上場廃止といった話になりますので、ここについては、改善の機会を設けるために、当分の間は本来の基準ではなくて緩和された基準を適用することにしております。そういう意味では、ここに掲げている会社というのは、経過措置がなければ、言い換えますと、本来の基準が即時適用されていたとすれば、当該市場への上場を維持することができない会社ということですよ。

繰り返しになりますが、上場会社自身が企業価値向上等の取組みによって時価総額を上げたりすることができるように、当分の間は本来の上場維持基準を適用しないとしているのが経過措置の仕組みです。経過措置を適用する代わりに、会社ごとに自社でどういった改善計画を立てるかというのを取締役会で議論をしていただいたうえで、投資者にその内容を開示してくださいという建付けにしております。

そして、今は、経過措置を適用する当分の間というのが具体的にいつまでかが決まっていない状況です。適合に向けた計画に書いてある期間というのも、上場会社自らが当社に必要な期間として設定して開示をしている期間であり、12 ページのグラフに載せている数字です。

これにつきまして、今いろいろなところでご指摘をいただいております。まだ当分の間というのがいつまでなのか決まっていない。言い換えると、本来の基準をいつ適用するのかが決まっていない状況はどうなのかというようなご意見を国内外からいただいております。少なくともその当分の間というのがどれくらいの期間になるのかを早急に決めるべきではないかというご意見です。そうしないと、今上場維持基準への適合に向けて取り組んでいる上場会社も、自社で考えている計画期間と取引所で今後決められるかもしれない当分の間の終了時期とでミスマッチが出てきてしまうおそれもあります。上場維持基準への適合に向けて取り組んでいる上場会社に予見可能性を与えるためにも、少なくとも経過措置をいつまでやるのかというような方向性は早急に決めた方がよいのではないかとされておりまして、立ち上げましたフォローアップ会議の中でも今いろいろご議論をいただいている状況です。

○前田 よく分かりました。どうもありがとうございました。

○川口 今の点ですけれども、開示内容については、取引所は何かチェックしているのでしょうか。自分の都合のいいように開示するというよう

な可能性もないわけではないですね。

○菊池 　あまり細かいところまで口を出すわけではございませんが、事前にドラフトをいただいて確認をしております。ただ、あくまでも計画自体は上場会社が自主的に策定するものですので、そういったスタンスで臨んでおります。

○川口 　プライム市場にいるということは、一つのブランドなのですね。そこで信用が生まれます。その基準を達成していない会社については、それを開示するというのですが、それで十分かということが気になります。一般投資家にとってみると、プライム市場の銘柄という事実を信用して、開示等々は見えていない可能性はあると思うのです。しかし、これは、投資家の自己責任ということでしょうか。

○菊池 　この市場選択の結果につきましては、4月に新市場区分へ移行するに当たりまして、各社がどの市場を選んだかということに加えまして、適合計画を出している会社が分かるような表をホームページに掲載しておりますので、本来の基準を満たす会社がどこかというのは投資家も知ることができる状況となっております。

　加えまして、開示を見ていないと言われてしまうと元も子もないのですが、上場会社自身にもタイムリー・ディスクロージャーの枠組みの中で改善計画を策定したので公表しますということをやっておりますので、投資家への周知というのはしているという認識でおります。

○川口 　ありがとうございます。投資は自己責任というのが大前提ですので、開示をすれば十分という考え方もあり得るかと思えます。

　ほかにいかがでしょうか。

#### 【上場維持基準に関する経過措置の期間②】

○川口 　それでは、もう一つの質問ですが、5年間と期限を切って、その間に基準が達成されなかったらどうなるのですか。

○菊池 　まず、実際に期限が切れてしまった会社が出てきたわけではないのですが、一部、極め

て短い締め切りを自ら設定していた会社がそれを延期するというような動きは既にちらほらとは見えてきております。そういうときにも、今後経過措置というのがどうなるのか分からない中で計画を再検討していただくよりは、経過措置の期間が分かった中で検討していただいた方がよいという意味でも、上場会社の予見可能性という意味でも、なるべく早く決めた方がいいと思っております。

○川口 　プライム市場から即撤退ということにはならないということですか。

○菊池 　ご認識のとおりです。

○川口 　分かりました。ありがとうございます。ほかにいかがでしょうか。

　ないようであれば、また戻っていただいても結構ですので、2つ目の改訂コーポレートガバナンス・コードへの対応状況についてご意見、ご質問があればお願いしたいと思います。

#### 【任意で設置した委員会の役割】

○片木 　21ページで、任意の報酬委員会とか指名委員会を設置されている会社が多く、8割ぐらいが設置しているということのようですね。その役割についてもし情報があれば、教えていただけますか。

　指名委員会等設置会社におきましては、指名委員会あるいは報酬委員会の決定が最終決定でありまして、取締役会においてもこれを覆さないものとされておりすけれども、任意の指名委員会・報酬委員会というのは、内部的にもうここが最終決定機関というふうな形で位置付けられているのか。それとも、一種の勧告であって、最終的な判断は代表取締役なり、あるいは取締役会なりに委ねられるという形になるのか。中間的に買収防衛策と同じかもしれませんけれども、最大限それを尊重するというふうな考え方になるのかということについて、教えていただけませんかということです。

○菊池 　今日の資料からは抜いてしまったのですが、今回のコードの改訂に伴いまして、任意の

委員会の権限・役割というのをガバナンス報告書などで公表してくださいというような対応を入れておりますが、ご質問に端的にお答えいたしますと、どういう権限を持たせるのかについては、基本的には会社の判断ということになっております。

その実態を見ましても、大半は取締役会からの諮問を受け、答申をするというものです。ただ、一部の会社においては、取締役会から委託を受けて委員会の方で最終決定権限を持つというふうに建て付けている会社も一部あると記憶しております。（発言者注：例えば、個別の取締役の報酬額について、任意の報酬委員会に決定権限を委任する事例などがみられた。）

他方で、指名委員会・報酬委員会に踏み込んだ権限を与えたいということであれば、指名委員会等設置会社を選択することも考えられると思います。

○片木 ありがとうございます。

#### 【特別委員会の性質】

○船津 資料の 31 ページで、支配株主から独立した社外取締役を過半数あるいは3分の1以上選任していなければ特別委員会の設置が求められているかと思いますが、特別委員会の設置による場合、各社の傾向としてはどのような性質の委員会なのでしょうかというのを伺いたしたいと思います。

といいますのも、私は、特別委員会と聞きますと、何かイベントが生じたときに臨時で設けられるというイメージがあるのですが、どうもお話を伺っておりますと、常設の特別委員会というものがあるようにも見受けられますので、まず、常設委員会であるのかどうかということ。それから、常設だとしたときに、あるいは臨時でもどちらでもいいのですけれども、どういう構成員になっているのかということ。それから、その役割としては、具体的にはどのような役割を担わせている例が多いのかというあたりをお聞かせいただければと思います。よろしくお願ひします。

○菊池 申し訳ないのですが、まだそこまで調査が行き届いていないという部分がありまして、まず常設かどうかという点で言いますと、私の認識しているところでは、常設の会社が多いのかなと思っております。

単に M&A をするときというようなごく限られた場合だけではなくて、基本的には、支配株主との間で何らかの取引、利益相反関係があるような取引をするときに、毎回毎回ではないにしても、新しい取引を行う際には、確認する必要があると考えられます。その意味では、M&A に比べると頻繁にそういった取引が生じる機会が多いのではないかと、常設にしている会社が多いと考えております。あるいは、取引をしないまでも、業務内容の調整といった観点でも、常設の委員会で実際に検討する場面が多いということなのではないかと思っております。

委員の構成につきましては、今回のガバナンスコードの改訂によりまして、特別委員会を設置する場合も、支配株主からの独立性を有する委員で構成する特別委員会を設置すべきいうことになっておりますので、基本的には独立した方で構成されるということです。ただ、具体的にどういう人たちなのかというところまでは見られていないというのが実態です。

○船津 役員以外の方も結構いらっしゃるということなのでしょうか。要するに、役員の資格を持たない独立委員会メンバーも結構多いのかという質問です。

○菊池 これも私の印象ですが、社外取締役、社外監査役でもう1人誰か入るかというぐらいだと思います。例えば独立役員が3人いるというような会社の場合であれば、その3人で特別委員会を構成すればいいかもしれませんが、独立役員が2人の会社の場合は、過半数を考えると、もう1人誰を入れるのか考えるという可能性もあるのかもしれません。

○船津 ありがとうございます。

### 【法定開示と任意開示の重複】

○川口 コーポレートガバナンス・コードでいろんなものを開示せよということになってきています。例えば、ガバナンスの状況とか、あるいは今日ご報告いただいたサステナビリティへの取り組みとか。これらは、コーポレート・ガバナンス報告書の記載を充実するということでしょう。他方で、法定開示で有価証券報告書などにおいても同じようなことを開示させるという流れになっていて、いわゆる法定開示と自主規制における開示の重複が生じていると思うのです。法定開示のほうは東証の管轄ではないということですが、開示事項の重複について東証の方で、何か検討はされているのでしょうか。

○菊池 まず、実態のお話の前に、そういった検討をしているのかということからお答えいたしますと、コードは東証単独でつくっているわけではなくて、ご承知のとおり、金融庁と東証が事務局を務める「スチュワードシップ・コード及びコーポレートガバナンス・コードのフォローアップ会議」でご議論していただいた内容が最終的に取りまとまったものを取引所の規則の一部という形で導入しております。ですので、有価証券報告書の内容を所管しております金融庁ももちろんこの問題を認識しておりまして、実際、金融審議会のディスクロージャーワーキング・グループなどにおきましても、有価証券報告書の開示とコーポレート・ガバナンス報告書の関係をどう考えるのかというトピックが取り上げられております。

ただ、なかなか結論が出ないといいますが、どのような議論がそこでなされているかといいますと、コーポレート・ガバナンス報告書は一覧性があるところがいいところであり、要するに、有価証券報告書よりもより詳しい内容を見ることができる。これは、法定開示書類に比べると、取引所規則に基づくコーポレート・ガバナンス報告書の方が記載しやすいという声があるので、上場会社の方も書きやすいという側面と、コーポレート・ガバナンス報告書は、変更があった場合には修正

版を公表してくださいという建付けになっておりますので、そういう意味でも、年1回しか更新されない有価証券報告書の開示よりも即時性があるというのだというようご意見も結構聞かれております。

そうした中でも、やはり両方に同じようなことが書いてあるじゃないかというご指摘もあるところですので、そういったご指摘への提案としては、ある程度投資家の利便性にも配慮しつつ、有価証券報告書の参照先を示すとか、会社のホームページのアドレスを示すとか、そういった形で重複を避けるという方法も考えられるとお示しをしております。

実態については、株主総会招集通知をご覧くださいとか、あるいは統合報告書の方でサステナビリティの記載があるので、そちらをみてくださいとか、そういった実務上の取扱いがなされております。

○川口 ありがとうございます。

それでは、3つ目のIPO等に関する見直しの方針についてご議論いただきたいと思っております。よろしく申し上げます。

### 【上場会社におけるダイレクトリスティングのメリット】

○前田 資料40ページのダイレクトリスティングのお話を興味深くお聞きしたのですが、これは、上場する会社側にとってどのようなメリットがあるのでしょうか。

証券会社に支払う引受手数料が不要になり、そして有価証券届出書も不要になることは分かるのですが、早い時期から有価証券報告書は作らないといけないのですよね。そうすると、会社側のうまみというのは、結局引受手数料を節約できるということぐらいなのかなと思ったのですが、そういう理解でよろしいでしょうか。

○菊池 まさに今ご指摘いただいた引受手数料の話も、そういうニーズの理由の一つとして挙げられるところではあります。

ほかには、上場してマーケットで値段がついてから資金調達をしたいというようなニーズもあると聞いておまして、これはいわゆる初値高騰問題に関連するものです。公募・売出しをするときには、主幹事証券会社と上場会社が相談したうえで、機関投資家等にヒアリングをし、このくらいの価格帯ではないかと想定をしてブックビルディングを行います。その際、今はその価格帯（仮条件）が狭い幅になっていることが多く、市況が良いときですと、ブックビルディングで提示した価格の上限で公募・売出し価格が決まることが多くございます。その背景の一つとしては、ファイナンス理論を用いてプライシングをするときに非上場ディスカウントが行われていることが挙げられ、上場・発行体側からすると、本当であればもっと高い値段で資金調達できたのに、そういったディスカウントが行われてしまったので、結果としては少ない額しか調達できなかった、あるいは希薄化が大きくなってしまったという思いが生まれます。そうした場合に、ダイレクタースティングにより一旦上場し、マーケットで値段がついた後に、その値段こそが適正価格なのではないかということで、その値段で公募をしたいというニーズを持っている人がいるかもしれないということです。

○前田 どうもありがとうございました。

#### 【上場前会社の業績予想の開示】

○黒沼 IPO のところで、業績予想開示の明確化というテーマが出ていて、それについてお話をされたと思うのですが、これ、現状はどうなっていて、それをどう変えるか、あるいは変えないけれども明確化するという話だったのかという点をもう一度説明していただけますでしょうか。

というのは、上場前の企業にも業績予想開示を求めているのかどうかはまずよく分からなくて、それから、それを変更して、例えばプライシングに影響を与えるようなことを認めていいのかということもよく分からないのです。

それから、将来情報について、アメリカではセーフハーバー・ルールはありますけれども、IPOの将来予測についてはセーフハーバー・ルールは適用しないことになっていて、業績予測については厳格ではないかと思うのですが、今回の流れを見ていると、何か規制を緩める感じもしたものですから、そのあたりの話をしていただければと思います。

○菊池 現行、公募・売出しのときにそのような将来情報を書くことについてのリスクがありますので、実際は公募・売出しが終わって上場する当日の朝9時から取引が始まる前に業績予想を開示する実務になっております。具体的には、直近の四半期の決算情報など、東京証券取引所に上場するに当たっての最近の決算情報の開示が行われており、その中で上場期の業績についての予想が開示されています。

この業績予想については、以前、いわゆる上場ゴール問題が世間を賑わせた頃に、上場直後に下方修正するような企業が幾つかあったのを踏まえ、しっかりとその根拠も示すなどきちんとした数字を出すようにしてくださいと、我々東証から要請を行っております。我々としては、結果として下方修正となるなど、新規上場当日に公表した業績予想と異なる結果となった場合にも、きちんと説明をしてくれれば良いということで、予想が外れたこと自体を責めるというスタンスは全く持っていないということです。

一方で、証券会社など、取引所外の関係者の方々としては、やはり上場直後に下方修正するというのは、レピュテーション的にもできれば避けたいという思いが強いようでして、なるべく予想が外れないようにしているとのこと。そのためにはどうするかというと、たとえば第3四半期までは実績を見て、その後その期の通年の業績予想を出せば、そう大きくは外れないだろうということで、そのように対応する事例が多くあります。この点について、もう少し柔軟にといいますか、前提をきちんと投資者に示したうえで取り組んで

くださいということを取引所はお願いしているの  
であって、予想を外すこと自体がけしからんと言  
っているわけではないというようなことを改めて  
周知していこうと考えております。

○黒沼 ありがとうございます。お話は分かり  
ましたけれども、そうすると一点、四半期決算が  
定まっても、上場直前まではその四半期決算につ  
いては公表しないという実務になっているのです  
か。

○菊池 有価証券届出書に記載できるレベルま  
でまとまっていないということではないかと思  
います。有価証券届出書を出してから上場するま  
でにブックビルディングなどのプロセスがあるので、  
1カ月ぐらい間が空くのですね。その間にはまだ  
四半期決算がまとまっていない——この点につ  
いて詳細は、改めて確認をさせていただいたう  
えで、適宜議事録に反映させていただければと思  
います。

(発言者注：現行では、承認日から上場日ま  
での間に四半期決算をまたがないように上場日  
程を設定する実務となっている。)

○黒沼 分かりました。どうもありがとうご  
ざいました。そのようにお願いします。

#### 【特定投資家の参入促進施策】

○松尾 本日はどうもありがとうございました。

最後のその他のところですが、ここの特  
定投資家の参入促進に向けた施策ということで、  
何か具体的に考えておられるものがあれば教え  
ていただきたいということです。よろしくお願  
いいたします。

○菊池 この点は、関連する部署でこれから  
検討してまいりたいと思っております。現時  
点ではまだ具体的に申し上げられるものはない  
という状況でございます。

#### 【引受証券会社の新規参入】

○川口 ほかはいかがでしょうか。

先ほど、引受証券会社の新規参入について  
ご報告がありました。公正取引委員会が言っ  
てきたと

いうことでしたが、具体的に何か弊害が生じて  
いるのでしょうか。例えば寡占状態になって  
いて問題が生じているという事実があつて見  
直しの方向性が出てきたということでしょうか。

○菊池 そういうことではないと証券業界は  
多分思っているのですが、証券業界の外から  
見たときに、やはり IPO というのは、  
ゴーイング・パブリックということで、ま  
さに今までは閉じた会社であったのが、  
個人を含む一般の投資者の投資対象に  
なることですので、それにふさわしい開  
示体制や内部統制等が整っているかとい  
うのを、取引所だけではなくて、主幹  
事証券会社がきちんと引受審査をする  
必要があります。そのためには、証券  
会社としてはそれなりのステップを踏  
んで審査をする必要がありますので、  
上場会社、発行体と主幹事との間で、  
例えば公募・売出し価格に対する見  
解がバッティングするとかといった  
ときに、発行体側が主幹事証券会社  
を交代させようということがなかなか  
難しいという声の上場希望会社から  
出ています。公正取引委員会的な視  
点からすると、寡占市場になってしま  
っているからそういう状況になって  
いるのではないかという問題意識が  
あると推測しております。そうした  
観点からは、もっとたくさん主幹  
事証券があつた方がいいのではない  
かというご指摘です。

一方で、IPO に関しまして、不適  
切な会計処理を上場前からしていた  
という事例もありますので、やはり  
取引所、証券業界としてもきちん  
と引受審査を含めた審査を行って  
いかなければいけないと思っ  
ています。そうしないと、投資  
者保護が損なわれてしまいます。  
ですので、証券会社であれば  
どこでも主幹事をやっていいとい  
うことではなくて、きちんとした  
主幹事としての体制が整ってい  
るかどうかを取引所でも確認す  
るということを取引所の規則で  
定めております。それとは別に、  
ビジネスとしてやっていけるか  
という観点も証券会社にはあり  
ますので、取引所が求める体制  
を満たし、かつビジネスとして  
も成り立つ水準で引受業務を行  
える証券会社が今はまだ限られ  
てしまつて

いるので、新規参入が少ないということかと思っています。

ただ、そうは言いながら、何か取引所の方の求めている要件が不透明なので参入しにくくなっているということがあるのであれば、そこは改めていくべきだと我々として思っておりますので、規則だけではなく、潜在的な参入者に対して説明をする文書の作成や相談しやすい窓口の設置を行っていかうということなのです。

○川口 ありがとうございます。引受けができる証券会社がないというのだったら、幾ら新規参入と言っても、そういう会社が現れるのかなとも思います。取引所から見て、潜在的にそういう証券会社はあり得るのだけれども、様々な理由で入ってこないという問題意識ということなのでしょうか。

○菊池 あまりこの相談自体が以前からされていたわけではないので、我々としてはニーズ自体がないと思込んでいたのですが、窓口設置を機に、そういった相談がされていく可能性は大いにあると思っています。

○川口 ありがとうございます。取引所というより、本来的には証券業界の話なのかなという気がしますね。

#### 【TOPIXの見直し】

○梅本 今日のお話は、市場再編の上場要件等々に関する事だったのですけれども、市場再編のもう一つの重要な論点として、指数をどうするのかという話があったかと思うのです。指数はたしか TOPIX を数年かけて新しいものに変えていくということだったと記憶しているのですがけれども、今はどういう状況にあるか、簡潔に教えていただければと思います。よろしくお願いします。

○菊池 市場区分見直しに関して、先ほど申しました金融審議会の市場ワーキング・グループ「市場構造専門グループ」で、指数についても併せて議論していただき提言をいただいております。その提言の中で、指数を検討する部署と市場運営

会社が同じエンティティーであるのは独立性の観点からどうなのかというような指摘もありました。ですので、この4月に、まずエンティティーとしましては、JPX 総研という会社を新たに立ち上げてまして、そこに指数事業を会社分割で移しました。結論としては、TOPIX の在り方については、その JPX 総研の中のインデックスビジネス部で検討しております。

ただ、既に決まっている内容もありまして、それは流通株式時価総額が 100 億円に満たない会社については、段階的にウェイトを落としていくということが一つ。それから、今までは市場第一部の構成銘柄でなければ TOPIX に入らないということでしたが、今回の移行に当たりましては、もともと TOPIX に入っていた銘柄がスタンダードを選択した場合にも、そのまま TOPIX に採用され続けるということになっております。

したがって、以前は TOPIX イコール東証市場第一部構成銘柄ということでしたが、今はもうその関係は崩れておりまして、TOPIX の構成銘柄の大半はプライム市場上場銘柄でありますけれども、一部スタンダード市場上場銘柄も入っているという状況です。

最初のウェイト低減の話に戻しますと、ウェイト低減をいきなり全部一度に行いますと、マーケットインパクトが非常に大きくなってしまいますので、10段階に分けて徐々にウェイトを下げていって、最後にゼロにするということです。その第一弾として、この10月末からウェイト低減を始めるといって、最後の段階でございまして、ではどの銘柄が対象なのかというのを10月上旬に公表する予定となっております。

○梅本 よく分かりました。どうもありがとうございます。

○川口 ほかにいかがでしょうか。

それでは、ご意見、ご質問もないようですので、本日の研究会はこれで終わりたいと思います。

本日は、丁寧なご説明をいただき、どうもあり



ありがとうございました。

○菊池 本日は大変貴重な経験をさせていただきました。ありがとうございました。今後ともどうぞよろしく願いいたします。