

## 市場区分の見直しに関するフォローアップ会議（第10回） 議事録

日 時： 2023年4月25日（火）10時00分～12時00分

場 所： 東京証券取引所 15階第二会議室

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10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たします。はじめに、本日の出席状況でございますが、神田メンバーがオンラインでのご参加となっております。

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。

### 【池田課長】

本日もよろしくお願いたします。

前回の会合では、「資本コストや株価を意識した経営の実現に向けた対応」等、上場会社への要請内容につきまして、ご議論をいただき、まことにありがとうございました。

本日は大きく議題が3つございまして、まず、「資本コストや株価を意識した経営の実現に向けた対応」の要請後の状況につきまして、資料2に基づいてご報告させていただきます、ご意見をいただければと思います。特に、今回の要請については、内容に賛同する声が寄せられているところでございますが、同時に、しっかりとフォローアップしていくことが重要とのご意見を多くいただいておりますので、今後のフォローアップの方法や時期等についても、ご意見をいただければと思いますし、それとは別に、メンバーの皆様からも外部の反応や今後の対応等について、何か補足いただく点があれば、ぜひいただければと考えております。

続いて、2つ目として、今後のグロース市場の機能発揮に向けた検討を進めるにあたり、まずは、アセットマネジメントOne・運用本部 株式運用グループ チーム長の岩谷様より、資料3に基づきまして、プレゼンテーションをいただきます。プレゼンテーションの後には、ご質問・ご意見を頂戴するお時間を設けさせていただきます。

最後に、3つ目として、同じくグロース市場の機能発揮に向けた検討にあたり予定しております、グロース市場上場会社を対象とした意見募集の内容について、資料4に基づいてご説明させていただきます、ご意見をいただければと思

ます。

以上でございます。

#### 【菊池部長】

それでは、さっそく、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して、東証からご報告をさせていただければと思います。

#### 【門田調査役】

それでは資料2をご覧ください。

3月31日に公表した「資本コストや株価を意識した経営等」のお願いについては、上場会社や、海外投資家を含む投資者の皆様から、多くのご反響、ご関心をいただいているところでございますので、その趣旨や内容について正確に伝えていくという観点から、セミナーでの講演や、個別の面談、メディア対応など、周知活動を集中的に実施してきたところでございます。

今後のところでも、海外投資家を含め、セミナー等で情報発信をさせていただく機会がございますので、引き続き情報のデリバリーについては、意識的に実施してまいりたいと考えております。

また、2点目ですが、公表後の海外投資家を含む市場関係者の反応です。具体的なお意見については、3ページ目にまとめてございますので、ご参照ください。

1点目として、特に多かった投資者の反応として、対応の方向性に賛同いただき、今後の日本企業の変化に期待するという声があった一方で、今回の要請が掛け声倒れ、一過性の対応に終わらないように、上場会社の対応状況については、東証でも継続的にフォローアップしていくべき、という意見を多くいただいているところでございます。

そのほか、2点目の「自社株買いや増配」については、これまでの会議でも焦点をあててご議論いただき、資料の趣旨書きにも明記した部分でございますが、企業が自社株買いなど「一過性の対応」に走りがちな面もあるため、引き続き要請の趣旨を十分に周知していくべきといったことや、反対に、そうはいつでも株主還元が有効なケースがあるといったご意見があったところです。

また、3点目のPBRについては、投資家からも、PBR1倍はあくまでも目安であり、単に1倍を超えればよいというものではなく、また、持続的な改善に向けて、ビジネスプランの練り直しなど、抜本的な取組みが期待されるといったコメントがございました。

そのほか、4点目のとおり、PBRやROEに関して業種によって傾向がみられることについての考え方や、5点目のとおり、今回の要請のメインはプラ

イム市場とスタンダード市場の上場会社でございますが、グロース市場については、今後、どのような取組みを進めていくかといった対応方針についても、関心がよせられていたところです。

こうしたご意見も踏まえ、1ページに戻っていただきまして、下の矢印の部分ですが、資本コストの件だけではなく、「株主との対話の推進と開示」の件、「エクस्पラインのポイント」の件も含めて、上場会社の対応状況については、東証でも継続的に把握しながら、フォローアップ会議でも継続的にフォローアップしていきたいと考えております。

具体的なスケジュールでございますが、3月期決算会社の場合、株主総会後の6月から7月にかけてコーポレート・ガバナンス報告書の更新を行います。そのあたりまでに今回の要請を踏まえた開示を実施される会社も一定数いるかと思っておりますので、その状況を踏まえて、今年の秋ごろの会議で、対応をまとめて、ご報告させていただければと考えております。

本日は、市場関係者の反応などで皆様のところでお気づきの点や、それも踏まえて、今後フォローアップを進めていく際の観点や進め方について、ご意見等がございましたら、コメントいただければと考えております。

#### 【菊池部長】

ただいまご説明した内容につきまして、ご質問やご意見などございますでしょうか。

#### 【熊谷メンバー】

最初にひとつ余談ですが、広い会議室で会議をすると円滑に進んで、狭い会議室でやると紛糾すると言われております。本日はいつもより若干狭い会議室です。そんなことはないとは思いますが、議事が円滑に進むことを期待しております。

まず、東証という市場運営者自身が今回の取組みを丁寧に情報発信していることは、非常に意義があり、歓迎したいと思っております。この取組みが本来意図することとは異なるような情報も出ていただけに、直接的に東証の意図を周知することは市場関係者の正しい理解につながると同時に、東証自身にも市場関係者の生の声が蓄積されることになると考えます。

こうした市場関係者の意見やその時に構築された人的ネットワークは、次の取組みを考える際に必ず活きると思っております。是非、市場関係者の意見をフォローアップ会議の場でも共有しながら、ステークホルダーの視点を大事にしつつ、今後の取組みを議論していければと考えます。

大和総研・大和証券としてもセミナーを開催するなど、この取組みが実効性

のあるものになるようにお手伝いをさせていただいておりますが、上場会社と投資家ともに非常に関心が高いと感じています。

上場会社はこの取組みの意図や詳細な要請内容に加えて、他の企業の動きや今後の取組みに注目しているように感じます。今後の取組みについては、強制力が増していくのか否かを含めて、改革の進め方に興味があるようです。投資家も同様に、この取組みの意図することに興味が強くと感じます。また、改革の継続に対して強い期待感を示しており、改革が継続するための条件や環境などへの質問もありました。

今後のフォローアップの観点や方法等ですが、今秋を目途に報告・議論を行うというスケジュールに賛同いたします。3月期決算会社の場合、5月の本決算が本開示を行う最初のイベントになると思います。しかし、開示において「十分な現状分析や検討が求められること」を踏まえると、必ずしも十分な準備時間が確保されているとは言えず、開示する会社は多くはないと思われます。その後の株主総会、コーポレート・ガバナンス報告書の開示、第1四半期決算などのイベントを機に準備していくことも考えられますので、一旦秋に報告・議論することは適切であると思います。

また、フォローアップ会議や東証がこの取組みの実効性を担保しながら、改革を継続する意思を市場に示していくことが最も重要ですし、我々のやるべきことであると思います。

開示を実施した会社数に加え、可能であれば開示の検討状況を示した会社数や開示の時期を示した会社数なども集計していくべきであると思います。できる範囲にはなるとは思いますが、開示の中身もレビューできればと考えます。この取組みに対して誤解している会社があれば、改めて東証の考え方を示していくことが肝要です。

また、会社の話を聞いていると、十分な社内リソースを備え対応可能な会社がある一方で、悩みを抱えている会社も多い印象を受けます。「資本コストや株価を意識した経営の実現に向けた対応」は個々の会社を取り巻く環境、成長ステージなどで異なりますので明確な処方箋はありませんが、対応が難しい会社には対応可能な会社とは異なったメッセージを発信していくことができないかと考えます。対応が難しい会社に対して、サステナブルな経営を実践するために丁寧にガイダンスを出すことが、この取組みの実効性を担保していくことにつながるのではないかと思います。

#### 【安藤メンバー】

4月に入ってから何度か他企業の経営者と意見交換をする場がありました

が、概ね東証からの要請を前向きに受け止めている印象を持ちました。資本コストや株価を意識した経営の必要性については、すでにコーポレートガバナンス・コードに盛り込まれており、今までは企業の自発的な努力に委ねられていたわけですが、特に今回初めてPBR1倍割れの問題を提起したことに関して、「PBR1倍割れの状態ではあったものの取締役会などできちんと議論したことはなかった」というコメントが多く聞かれました。もちろん今後の具体的な企業のアクションを注視していく必要はありますが、東証あるいはJPXグループのトップが積極的に啓発したことにより、私自身は要請による効果を大いに期待しています。

なお、本日の議題ではありませんが、経過措置を伴ってプライム市場を選択した企業のうち、いくつかの企業がスタンダード市場への移行を検討しはじめています。この論点についても、結果として必要かつ十分なメッセージを経過措置企業に発信できたことを実感しています。

### 【三瓶メンバー】

まず今回の要請に関して、要請を正式に出した後は、メディア等の報道のされ方もかなり要請の内容に忠実・正確に流していただいていると感じます。

「一過性」という言葉がいろいろなところで使われており、皆様の努力もあってうまく伝わっているのかなと思います。

寄せられた意見として、業種による傾向についての考え方が挙げられていますが、企業側からすると「わたしたちの業種はなかなか1倍を超えないんだ」というある種の言い訳のように使う方もいらっしゃいます。業種の比較はよく使われますが、業種の平均はこうである、という単純な使い方ではなく、業種の中でも成長性や収益性が同じものについては比較される必要がありますが、違う場合、成長性・収益性にどれだけの差があるのかということが優先されるので、この点については機会があれば丁寧に説明する必要があると思います。

グロース市場における対応については、この後も議論があると思いますが、グロース市場に対する優先課題は別途取り扱っていると理解しています。

また、フォローアップのタイミングは今秋でよいと思います。

### 【小池メンバー】

4月以降、来社される海外の投資家やお会いする方からは今回の取組みの評価が高く、日本の株式市場に対する注目度が格段に上がったと実感しています。先般、「Project BRIDGE」という我々の活動をご紹介させていただきましたが、GW明け以降、アメリカ、ヨーロッパ、中東、アジアと再度訪問してきますので、そこでいただいた声はまた皆様に共有できればと思

います。

フォローアップに関しては、今秋に一度フォローアップをすることには賛成ですが、今後、どのようなタイムラインで、どのようなKPIでフォローアップをするのかというプランを作ったほうがよいのではないかと考えます。3年程度の中期の計画の中で、どのようなフォローアップをしながら、KPIをもちながら、企業あるいは投資家をガイドしていくかが重要だと思います。

また、フォローアップの中でどのような状況が想定されるか、リスクシナリオは作っておいたほうがよいのではないかと思います。例えば、「株主との対話の推進と開示」について、1,800社に対話してくれというと、我々機関投資家もできる限りは対応しますが、キャパシティ上どうしても全ては受けきれないので、企業から対話を要請したものの応じてもらえなかったという事態がかなりの数出てくる可能性があると思います。そうした際に、どういう対応をすべきかなどのリスクシナリオを作ることが肝要ではないかと思います。投資家の期待度が非常に高いので、フォローアッププランで失敗することはできません。日本の株式市場の育成を、フォローアップを通じて実行していくことが必要ですので、ぜひ中期のプランを作っていただければと思います。

また、企業側では、今回の開示のほかに、中期経営計画、統合報告書などいろいろな開示をしていくと思いますので、その一貫性はぜひお願いしたいと考えています。

今回の要請によって、企業経営者のマインドセットの向上が図られると思っていますが、先ほども安藤メンバーからコメントがありましたが、取締役会、もしくは社外取締役も含めて取り組んでいただくことをお願いすることが必要と考えます。

### 【松本メンバー】

今回はとてもよく期待がつけられて、市場参加者も期待を持ち、結果として発行体からも様々なアクションが出てきて、一部「PBR祭り」などという言葉もあります。一方、マーケットが動いていることはとても良いことだと思います。一方で、継続していくことが重要だと思いますので、ご提案いただいたように、コーポレート・ガバナンス報告書を確認したうえで今秋に観測することは大切だと思います。

もうひとつ、前回も申し上げましたが、投資家にしっかりエンゲージしてもらうことは重要な要素であるので、投資家にそれを促すような施策が極めて重要であると思います。スチュワードシップなど、東証の外側でやっていることなのかもしれませんが、そうであればそれをしっかり起動させていくことが重要ですし、あるいは東証からもスペシフィックに、直接の監督対象ではなくて

も、期待しているんだということを文章化して打ち出すなどの形でのフォローアップを、秋を待たずに今やっていくことが重要だと思います。

#### 【永見メンバー】

私も小池メンバーと同様で、これまでと比較して、今後よりフォローアップ性が強くなってくると思いますので、フォローアップ会議におけるフォローアップの在り方の設計をしたほうがよいと思っています。

通常の企業経営におけるKPIの設定であり、その改善に向けたアクションのようなものをきちんと整理して、定点で観測できる状態にしたほうがよいと思います。かつ、その内容をしっかりと開示することも大事だと思います。取引所の改革姿勢を継続して打ち出す観点からは、こうしたことが非常に重要だと思いますので、フォローアップ会議自体の設計をしていただくと効率が良いと思います。

#### 【翁メンバー】

フォローアップの仕方についてですが、企業が1年ごとに開示をしていく、前年のアクションを見て、改善すべきところを更にブラッシュアップしていく形で、資本コストや株価を意識した経営を推進していくのだと思っていますので、プリコミットメントしたことに対してしっかり実現できたのかをまず企業が自律的にやるということを尊重したフォローアップが大事だと思います。それができているかを見ていくことが重要であり、そういうことを促す形のフォローアップにしていきたいと思います。

#### 【神田メンバー】

フォローアップの重要性の観点から、感想を2点申し上げたいと思います。

ひとつは、PBR1倍というのは、私の理解では、ガバナンス改革と同じで「形式から実質へ」の話であり、1倍未満はダメとか1倍を超えればそれだけでよいというものではありません。ガバナンス改革においても、まずは独立社外取締役を置くよう形式から入って、実質は後から備えましょうということをやっているわけですが、同じような面があるので、フォローアップが非常に大事であり、1倍を超えることが目的ではないので、今後どうしていくのかは非常に重要だと思います。

2点目は、先ほどもご指摘いただきましたし、これまでも議論されていますが、投資家との対話です。この問題は難問で、対話自体については金融庁からガイドラインも出ていますが、フォローアップ会議でよく議論したほうが良いと思います。プライム市場・スタンダード市場を合わせると相当な会社数にな

りますし、機関投資家の体制もそれぞれ違うということなので、簡単ではないと思いますが、打ち手として東証でできることもあると思いますので、少し先に進めるような具体的な方策について議論を進めていただけると良いと思います。

#### 【菊池部長】

ありがとうございました。

続きまして、ゲストからプレゼンテーションをいただきたいと思います。冒頭にもご紹介いたしました、アセットマネジメントOneから、運用本部 株式運用グループ チーム長の岩谷 渉平様にお越しいただいております。岩谷様は、新興企業中心とした成長株投資に取り組んでいらっしゃるお立場でございまして、本日はそういった経験を踏まえてプレゼンテーションをしていただけるとのことです。

それでは、岩谷様、どうぞよろしく願いいたします。

#### 【アセットマネジメントOne 岩谷運用本部 株式運用グループ チーム長】

アセットマネジメントOneの岩谷と申します。本日はこのような場にお招きいただきありがとうございます。私は一介の運用者に過ぎませんので、サイエンスや学術的に確からしいお話ができるわけではないと自覚しております。また、実務家としても限られた経験の中でしか発言できないということではありますので、誤りなどありましたらご指摘いただければと思います。

とはいえ、一市場参加者として、マーケットに向き合ってきたというのは確かです。受益者のため、発行会社のため、株式市場のために全力を尽くしてきましたので、その経験を少しご紹介できればと思います。

まず簡単に自己紹介させていただきますと、1998年に日本興業銀行に入行し、主に財務・主計業務を担当しました。ここでは、連結ベースの不良債権の把握と開示が重要な仕事でした。3つの銀行を統合してみずほホールディングスを立ち上げるというミッションがありました。ここではアセットオーナーとしてどういった振る舞いが必要なのか、財政状態を健全に維持することが市場にとっていかに大切かを経験しました。2004年以降、UBS Global Asset Managementを経て、2008年よりDIAMアセットマネジメント（現アセットマネジメントOne）に入社しています。ここでは、海外のアセットマネージャーとしての業務経験、国内のアセットマネージャーとしての業務経験を積んできたところです。後者は銀行と保険両方の投資哲学をあわせもつ運用会社で、おおざっぱに両方を見たとも言えると思い

ます。現在は、これらの経験をもとに、ポストIPOの成長企業投資の領域に絞って活動をしております。あわせて、運用フロントのデジタルライゼーション及びオルタナティブデータを活用した調査、分析、運用手法の研究にも取り組んでおりました、アセットマネージャー自身がこういった課題をもっているかについても少しお話しできればと思います。

この20年間で幾度か有事に出会うこともあった世代でして、その都度市場が正当な価格を見出してくれた、価値を発見してくれたことがこの間の私の人生を支えてきてくれたと自覚しており、感謝をしています。マーケットに対して何か恩返しをできればと思い、本日お話しさせていただければと思います。

それでは現在運営しているファンドのご紹介に移らせていただきます。

「DIAM 新興市場日本株ファンド」という公募投信になります。機関投資家がいわゆる新興市場に投資をしない理由は何か？ということが重要な話題となっていることから、実際に投資している機関投資家はいないのか？という話になったのではと思います。その理由を探る丁度良いサンプルとしてこのファンドをご紹介できればと思います。また現在運用中ではあるものの、販売は一時停止をしている状態ですので、少しお話ししやすいという状況でもあります。

設定日が2007年11月29日で、主要投資対象はグロース市場に上場している銘柄となっています。ファンドの設計として、ファンド名から主要投資対象に至るまでグロース市場そのものに投資意欲があることを謳ったファンドで、世にも珍しく、社内でも1つしかないことから、当初は隅っこでぽつんと運用していましたが、今では少しチームも大きくなってきています。

3月末日基準で純資産総額134億円、基準価額が102,808円となっています。累積の分配金としては23,200円で、これを再投資しますと22万円強の水準になっています。リターンとしては、受益者に十分なリターンを出せているのではないかと思います。ポートフォリオ構成としては、グロース市場に60%弱のアロケーションをしています。パフォーマンスの推移ですが、2007年に設定しまして、その後サブプライムショックに突入しまして6,000円を割り込み、その後、東日本大震災、急激な円高、大規模な金融緩和、委託会社の統合、商号変更、パンデミックなど変化を経てきています。

受益者にとってボラティリティが高いのはぱっと見ておわかりいただけると思います。受益者にとって設定のタイミングにより投資で得られるリターンが大きく変わるということが言えますし、運用会社にとっては適したベンチマーク設定が難しそうということがポートフォリオ構成からわかるのではないかと思います。また運用会社としては、キャパシティの問題、ファンドが十分な収益性を持っているのかということもポイントになりえます。このようなことが

ぱっと見た特徴でございます。しかし、そういった問題を乗り越え、高いリターンを受益者に提供できるのではないかとみています。長期ではグロース市場には魅力があるのではないかとということです。

もう少し解像度を上げて、商品の設計についてご紹介したいと思います。なぜこういう商品が少ないのか、あるいはこれをやっけていてどういうことに苦労したかということですが、ひとつはファンドの特色のところですが、新興市場に上場された株式、東証グロース市場等に上場されている銘柄を中心に投資するとしています。800社程度をユニバースと定めることとなりますので、投資対象として数が少なくファンドを組みにくいということがあります。ポートフォリオ上の分散効果よりも個別銘柄の選択効果や個別銘柄の出現タイミング・頻度に依拠するということとなりますので、ポートフォリオ効果より個別銘柄効果に重きを置いたものとなります。また、市場の特徴として、業種・規模に片寄りがあるので、通常使うようなリスクファクターに基づくポートフォリオのリスクモニタリング・リスクコントロールが非常に難しいということも言えると思います。例えば、製造業の少なさから為替の感応度がなかったり、大きなデットを抱えている会社が少ないことから金利の考え方が違っていたり、赤字の会社が多いことからPERが使いにくいとか、資本が小さいことからPBRが非常に高くなっている、業種分散・規模の分散がしにくいなど、通常のリスクコントロールが難しくなっており、こうした傾向は、運用会社としてグロース市場に参加しにくいポイントになっていると考えます。また、マーケットのタイミングによって、有望な個別銘柄の出現頻度が変わるので、有望な投資対象がいかなる時も存在するのか？という点もまた、運用会社として商品を提供しにくいポイントになっていると思います。

もう一つ、東証マザーズに上場していた銘柄のひとつの特徴として、市場変更の問題がありました。一定の成長を遂げると他の市場に市場変更する、特に指数上位の銘柄が市場変更する可能性が高いということで、指数の構成要素の上位であり、その指数を代表するような銘柄が順に抜けていく可能性があるという問題がありました。そのため、このファンドでは市場変更をした場合にはその銘柄を継続的に保有するという対応をして、ファンドとしての連続性キープするようにしました。これは本来、指数の問題かと思いますが、いずれにしても連続性が途切れるという問題を抱えていたので、このファンドでは市場変更後も継続保有できるようなデザインとすることで対応した、ということです。

また、ほかの市場にも新興市場として分類出来そうな市場もあることから、

それぞれの市場を束ねた指数化が難しいという課題もありました。社内のリスクコントロールとしてはこれらを統合した合成指数を作りまして、あたかも今のグロース市場のようなものがあつたかのように仮想市場を作って、それに対して戦うということで成果を検証してきました。この結果、業種比率や時価総額などにとらわれずポートフォリオ構築を行うということに重きを置かざるを得なかったわけですが、今般の市場区分の見直しによってそうした負荷は減り、運用をしやすくなったと考えています。

少し戻りまして、「東証グロース市場等に上場されている銘柄（上場予定を含む）」について、IPOの問題をどうさばくかという論点があります。機関投資家がグロース市場に参加する場合、IPOを視野にいれるかどうかという問題は避けて通れません。既存の上場会社数に対して1割～2割程度のIPOが常時行われるということなので、この現象をどのように視野に入れるかということです。ここではそこまでを含めてユニバースにすることで課題をクリアしようとしています。上場前後の値付けの変化、十分な取引を伴わずに付けられている価格、その後のセカンダリーでの評価の推移などは見通しにくいことから、リスクが高いと考えることができ、この点も機関投資家がグロース市場に参加しにくいポイントであると思います。この点は今でもそういう面があるので、改善の余地があると言えるだろうと思います。もう少し言い方を変えますと、IPO前後は、ベンチマークに組み入れられるまでの間のタイムラグの問題もあると言えます。TOPIXに採用されるまでにはかなりの年数がかかりますし、それより手前のベンチマークであっても、上場後1か月程度かかるので、結果として、ベンチマーク外での取引を強いられることとなります。このような有価証券の場合、機関投資家としては、短期的で少額の取引しかしづらいこととなります。そこでこのファンド中では、個別銘柄選択でポートフォリオ構築をすることでこの課題をクリアしています。

一般的に使われている属性区分表について、このファンドは「中小型株」を対象としているわけですが、「中小型株」とは何かという点がもう一つ課題としてあります。グロース市場に上場されている株式に投資することと、それが中小型株であるということは必ずしも一致しません。この点も機関投資家がグロース市場を主要投資対象とした商品を想定しづらい理由のひとつと考えます。そもそも属性区分は、運用商品としての特徴を説明するための区分であるのに、結果として投資対象が中小型株でなければならなくなるといったバイアスがかかりやすく、そのため、グロース市場で大きくなった会社があつた場合は売却しなければならないのだろうか？という問題が運用会社側で発生するこ

とになります。この点は、当ファンドでは解決できませんでしたが、後継ファンドでは設計を変えまして、成長を長期で追えるよう工夫しました。

今後、グロース市場の中で、市場変更の頻度が下がってくれば、市場の中で企業規模が大きくなっていく可能性があります。その場合に中小型株に投資するという属性区分がネックになる可能性があります。ようするに、機関投資家がグロース市場に参加する場合、そのファンド属性区分は必ずしも中小型株で括る必要は商品設計上、ないのではないかと考えています。

ファンドの沿革についてですが、2007年11月に設定後、2013年5月に約款の変更をしています。これは市場変更のインパクトをファンドの中でいかに吸収するかという課題に対応したものです。新興市場に上場している会社が翌月に市場区分を変更する場合、こうした会社の発行する株式保有は減らしていかなければならないことになるわけですが、その作業を緩和するということについて約款変更しました。2013年の2月の段階でペースの早い設定申込があり、それを受け付けていたわけですが、市場変更があった際に投資対象が消滅するというリスクを抱えながら設定申込を早いペースで受け入れることにはリスクがあると現場で感じたことから、一度申込受付を停止して、あるべき約款に変える作業を行いました。アベノミクスの異次元の金融緩和が始まった直後ですので、早めの対応として意思決定してファンド販売を停止し、即座に約款の変更を行ったということです。このように環境の変動が激しい場合、運用会社としては機敏に行動をとる必要があると思います。

委託会社の概況については、2016年に統合と商号変更をしました。こうしたこともファンドの外側では起きるわけですが、ファンドを取り巻く環境が変化する中であっても受益者のリターンを最大に確保するために販売動向や約款をアップデートするといった動きはとる必要があります。これが難しい場合、グロース市場での運用を継続することは難しかったらと考えています。現場主導の意思決定ができたことが、このファンドの生命線になったと思いますので、機関投資家がグロース市場を主要投資対象とするファンドを作る場合には、このあたりに気を付けていただければと思います。

まとめますと、受益者にとって非常にボラティリティが高い状態になりやすい、設定のタイミングによって成果がばらつきやすい、適したベンチマーク設定が比較的難しい、先物などのヘッジ手段も使いにくいマーケットになっているといった理由で設計が難しく、業種・個別銘柄のコントロールが難しい可能性がありますので、これらに見合った運用体制等でないと受益者に商品をお届けするのが難しい可能性があるということです。こうした課題は、あらかじめ

見極めができるものではないため、修正が必要となった時に、約款変更など機動的な対応をとれることが必要です。

国内機関投資家として東証グロース市場に参加する際の課題ということで、後ほど他の 이슈についても触れたいと思いますが、その前に、このような商品を扱ってきた中で、市場自体に参加する際の課題を一般化して整理しております。

今申し上げたとおり、市場構造の品質が安定しているか？複数市場間に格差があるのか？といった点は、機関投資家としての商品設計・運用の難しさにつながってくると思っています。市場が複数あり、それぞれに上場する機会があり、さらには重複上場するといったことがあるのかがポイントになりますし、さらにはファンドの信託期間の間に市場が統廃合すると連続性・再現性が失われる可能性があります。これらが滑らかにつながると参加しやすいということです。いずれにしても、同一の価値を有する有価証券が、市場区分を変えるだけで価値評価が非連続に変わるということが起きているのかどうか、仮に起きているとするとそれを滑らかにする必要はないかと思っています。

発行体が市場区分の変更を行うときに、個別の有価証券として連続性や複利効果が途絶える可能性があると思っています。市場変更で連続性を保ち、複利効果を失わせないようにすることで、市場間格差を埋めることになると思います。アクティブファンドでは、市場格差があったとしても長期で持てばいいわけですが、市場そのものの品質を考えると、そのギャップが埋まっていったほうが使い勝手がいいように思います。

また、グロース市場には成長過程にある企業がいて、プライム市場にはより成熟した会社が多いわけですが、株式の希薄化は、相対的には、成長過程にある会社のほうが起こりやすいとみています。業績が安定していて、成熟段階にあるということであれば、希薄化よりも株主への還元が 이슈になります。ということで市場ごとに希薄化しやすい、しにくいという市場間格差が生まれやすいのではないかと。とりわけ、ある市場には短期間のみ上場する（すぐに市場変更を行う）とすると、希薄化効果による影響も大きくなるので、可能な限りそうならないようにすべきと思われる。

まとめますと、機関投資家としては、長期目線のアクティブ運用として、自らベンチマークを設定し、小さな規模で入っていく投資家は、グロース市場に参加することが可能になると思います。法制度・商習慣的にこうした投資をしやすい投資家であれば、グロース市場に参加することは十分考えられます。逆にパッシブ運用の参加は、非連続性が高い状況なので、難しいと思います。

現状の課題としては、個人の投資家の売買が多いという点がありますが、現物取引に比べて信用取引によるものが多いという問題もあり、有事に、あるいは市場が動揺したときに、レジリエンスが働きにくい背景になっているように思われます。そういう意味で、やはり機関投資家の参加が増えることは歓迎したい。

2021年11月から翌年1月末まで、マザーズ指数は世界屈指の下落率となりましたが、日本で金融政策を強く引き締めただけではなく、TOPIXや日経平均はマザーズ指数ほどには下落しませんでした。このような不必要なボラティリティを減らすために、機関投資家の市場参加は望ましいと思います。

もう一つ申し上げますと、海外で金融引き締めが起こって海外投資家が一時的にグロース市場から退出したときに、国内投資家が買い手としてそこまで入らなかったことから、市場としてのレジリエンスが機能しなかった側面もあるのではないかとみています。その後、個人投資家が逆張りとして入ったことにより、下げとどまったというケースが個別銘柄において散見されました。いずれにせよ市場としてのバランスは悪いように思います。

もっとも、アクティブマネージャーとしては、ボラティリティが高いことは悪いことばかりでもありません。株価が急落したところを割安で買い付けられたいのですが、市場全体の発展を考えると、過度なボラティリティは良くないと思っています。

それから、発行会社の在り方についてもお話しできればと思います。マザーズやグロース市場にこれまで上場してきた約800社のリターンを見てみると、半数以上がマイナスのリターンとなっています。起点にもよりますが、上場の月末から計測を開始して今日に至るまでということ言えば、500銘柄強がマイナスのリターンです。すなわち、上場後から下落をしやすい構造になっている市場ということです。一方で、10倍以上になっている銘柄も2桁あります。株価が大きく伸びる可能性はある一方でロスが発生する頻度も高いという分散になっていることです。この現実を直視して見直す価値はあるのではないかと、この点は、発行会社側でも見直すべきことがあるのではないかと考えています。

一つは、株式上場を節目のイベントと位置付けすぎることの功罪があるのではないかとということです。あまりにも株式上場のタイミングにあわせて、事業の状況、設備の状況、従業員・役員・関係会社等の状況を整えることが、徒に経営上のボラティリティを作っていないかということです。本来やるべきことを先送りする経営判断があるとしたら、ひとつ無用のボラティリティを産んでいるように思われます。

資本政策についても、大株主の比率をどうするか、調達額をどうするか、バ

ランスシートの構造をどう作るかなどといった本来、長期で多岐にわたる論点を、IPOの設計にまとめて取り込むことが、滑らかさを損なわせているように思います。

上場後に急速に投資を行う、急速に採用を行う、急速にM&Aを行うといったことをすると組織として痛みますし、上場のタイミングで大きなリターンを得ると生活環境も変わりえます。株式上場にあまりに非連続な作業を詰め込みすぎることによって上場後の成長を阻害していないか？ということです。もちろん良いこともあります。IPOに非連続な労力を集中しすぎることが疲労を産んではまいかということ懸念いたします。

そのために何ができるかということですが、機関投資家としては、上場前から調査を開始するのではなくて、上場前の段階から会社の経営について理解をするということができます。逆に上場前から入っている投資家としては、上場を契機に関心を失うのではなくて、上場後のポジション拡大があってもいいと思います。

それから、四半期開示についてですが、これも功罪があると思っています。経営者によっては、定期的の開示をすることが経営のモチベーション・規律付けになるという人もいます。概ね、決算がうまくいっている会社に多いですが、順調に業績が伸びていると、上場している効果がより良い形で効くようになります。逆に、決算が不調な時に、立て直す戦略も見出しにくいとなると、定期的の開示・IRを求められると、心身ともに疲労して事業の改善策がより打ちにくくなるということもあろうかと思えます。

実態に即したIRを増やしていくべきだと思います。

SRとIRの関係も考える必要があります。議決権の行使とIRは必ずしも一致していない可能性があるということです。機関投資家は、議決権行使基準に基づき、議決権の行使を行うわけですが、たとえば、上場直後に急成長している会社にその基準を当てはめるとうまく合わないケースがあります。具体的には、赤字を掘って成長するという場合に、IRにおいてファンドマネージャーとしてはそれが良いと判断することがありますが、他方で議決権行使基準においては赤字が問題視されるケースはあります。SRとIRが緊密に合意し、成長の阻害要因をなくしていくことが重要ではないかと思えます。

上場前後のガバナンスシフトについては、先ほど申し上げたとおりです。競争環境の変化という観点では、グロース市場においては、これから競合と戦って勝っていかないといけないという段階で新規株式公開を行う、というケースはよく見られます。その状況で機関投資家があまりにIR上の開示を要請すると、こんどは競合企業はその開示内容を観察して、対抗することが可能になります。上場会社側が一方的に不利になってしまい、成長を阻害することになる

可能性があるということです。

まとめますと、IPOをどのタイミングで行うのか、その際に非連続なボラを作りすぎていないか、投資家は適切に応じているだろうか、開示を求めるあまり競争環境を悪化させていないかといったことがポイントになると思います。

市場参加者側の問題としては、これまでに申し上げてきたとおり、商品設計・メンテナンスの問題、運用組織の問題などがポイントとなります。もちろん、商品が受益者の希望に合っているのかが重要です。

そのほか、先ほどご紹介したファンドは、残高が130億円で、弊社においては小さいファンドになりますので、事業としては、いかに固定費を上げずに採算をとっていくかが重要になります。贅沢な体制にすると、固定費が上がってしまう。その意味で報酬の設計も重要となります。当ファンドでは基本的には純資産残高見合いの信託報酬としていますが、こうした商品の場合には、成功報酬で賄ったほうがいいかもしれないとも感じます。

なお、会社のサイズ・流動性のせいで機関投資家が入れないという議論は、そうでもないと思っています。先ほどの問題をクリアすれば、100億円程度のファンドを15年運用することは可能です。新規上場会社の時価総額が、中央値で数十億とすれば、それに見合ったサイズでファンドを十分に運用可能と思っています。当ファンドは企業・市場の成長にあわせてファンドサイズも大きくしてきました。成長にあわせて運用会社が商品を成長させれば、十分に運用できると考えています。

#### 【菊池部長】

ありがとうございました。

それでは、只今ご説明いただいた内容につきまして、ご質問やご意見がございましたら、お願いいたします。

#### 【黒沼メンバー】

私は投資の専門家ではないので、基本的な内容になってしまうのですが、一点だけご質問できればと思います。グロース市場や新興市場に機関投資家がなかなか入りにくいという件について、今日のお話を伺うと、規模が小さい長期のアクティブ運用であれば、ある程度可能なのではないかという印象を持ちました。一方で、そのようなファンドは多くないように思われるので、なぜそのようなファンドが増えないのかということをお聞きできますでしょうか。今の新興市場にそのようなファンドが多く入ってしまうと、飽和状態となってしまう

い、却って運用が成り立たなくなるといったことがあるのでしょうか。

**【アセットマネジメントOne 岩谷運用本部 株式運用グループ チーム長】**

国内機関投資家に関して言えば、一つはベンチマークの問題が挙げられます。国内機関投資家が主に使うベンチマークはTOPIXですが、TOPIXにはグロース市場上場銘柄は含まれていません。そのため、グロース市場に上場する株式を組み入れようとしますと、ベンチマークのユニバースの外にある銘柄を組み入れるということになり、構造的に負担がかかります。

グロース市場に投資しても成果が得られない、すなわち総合的に見てグロース市場に投資魅力がないと思われるということも問題です。グロース市場自体、できてから日が浅く、マザーズ指数についても歴史としては短いため、その魅力を訴求できていないということが考えられます。リターンの存在が示し切れていないのではないかとことです。

マザーズ指数のチャートそのものを見てみると、ボラティリティが非常に高い一方で、リターンが小さく、（訴求の問題以前に）そもそも投資魅力があまりないのではないのかのように見えることも問題です。

**【黒沼メンバー】**

指数はあまり伸びていないかもしれませんが、アクティブ運用を前提にするならば、魅力的な個別銘柄を選択して投資をすればいいのではないのでしょうか。

**【アセットマネジメントOne 岩谷運用本部 株式運用グループ チーム長】**

アクティブ運用であっても、強い市場・指数を対象に、そこから何パーセント勝つかということが重要になりますので、たとえ弱い市場・指数に勝ったとしてもファンドとしては設定しにくいという問題があります。

ただ、もう一つ申し上げるとすると、マザーズの「卒業生」がマザーズ指数には組み入れられていないという問題があります。すなわち、マザーズから市場第一部などに市場変更を行った会社のパフォーマンスがマザーズ指数には含まれていないということです。こうした卒業生は、マザーズ卒業後においても活躍をしますので、仮に卒業生を組み入れたままとする、つまり、卒業後の活躍を織り込んだ形で指数を作るならば、十分なリターンが得られることがわかります。卒業後の活躍も勘案して見てもらうことで、こういった企業たちを育ててきたという魅力を市場として説明できれば、投資家が入ってくるということもあろうかと考えています。

なお、今般の市場区分の見直しにより、新興市場から市場第一部（プライ

ム)に市場変更を行うための基準が引き上がり、新興市場にいる期間が長くなったため、複利の効果は新興市場の中でより発生するようになり、リターンとしては、マザーズ指数よりも、卒業生勘案後の指数に近づいていくようになると思っています。そうした観点から、今回の市場区分の見直しは、新興市場の魅力を高めることにもつながっており、その市場に対して勝つアクティブファンドには意味があるのだと思っています。

### 【熊谷メンバー】

大きく2つご質問させていただきたいと考えております。

まず、第一に、今の黒沼先生のご質問にも重なりますが、グロース市場の魅力を向上させるためには何をすればいいのかということが非常に気になっています。その根底には、わが国においてスタートアップが活性化していないという問題があるかと思いますが、活性化に向けた具体的な方策があれば、お教えいただければ幸いです。

昨日、財務省で財政制度等審議会が開かれ、「成長」をテーマに議論が行われましたが、その中でもスタートアップの育成は大きな柱となっていました。エッセンスを申し上げますと、個別の支援策の問題ではなく社会的・文化的な要因によりスタートアップが出てこないのではないかと、また財政当局の立場からすると補助金などの公的支援を拡充するのではなく「目利き力」を有する民間のベンチャーキャピタルの知見を活用すべきではないかと、といった議論が出ておりましたが、そうした点なども踏まえて、諸外国と比べて、わが国においてスタートアップが出てこない根本的な理由があればお教えいただけますでしょうか。「トヨタ方式」といわれている、5 Why、すなわち5回「なぜ」を繰り返すと、ルートコース（根本的な原因）に突き当たるという考え方がありますが、日本でベンチャー市場が低迷している根本的な理由が何なのか、今後、具体的にどう改善していけばいいのか、とりわけ東証として何ができるのか、といったことなどについて、少し幅広い質問にはなりますが、お教えいただければと思います。

第二に、岩谷様から見て、良い会社と悪い会社を選別するときに、何がメルクマールになっているのかをお教えいただければ幸いです。たとえば、新規でウォッチしたり、取材に行ったりする会社の特徴、逆に投資を避ける会社の特徴やメルクマールをお教えいただけますでしょうか。これからIRに力を入れる会社もあると思いますので、IR対応、開示の見せ方、経営者の姿勢などの点、特に投資家の視線から見た時に分かりやすい開示の条件などもあれば、教えていただければと思います。

### 【アセットマネジメントOne 岩谷運用本部 株式運用グループ チーム長】

まず、私個人としては、日本でスタートアップは育っていると思っています。7,000社程度が、上場を前提として外部資本を注入しながら経営を進めているとされており、事業の質、人材のクオリティ、ガバナンスの設計などからしても非常に有望なスタートアップが増えてきていると感じています。また、それを支えるインフラも整ってきたと評価しています。

問題は、上場市場側がそれを十分支えられるようなものになっていないのではないかと、あるいは過去形でなっていなかったのではないかとということだと見えています。

現時点においても、日本のスタートアップの成長は著しいものがあると思っています。上場を経験した人材が別の企業で2回目の上場を実現させたり、大企業・官公庁のトップクラスの人材を巻き込みながら成長を遂げたりという状況が見られていますので、マーケット側もこれに呼応するように十分な受け入れ態勢を整えていかなければいけないというのが、私の感覚です。たとえば、証券会社のアナリストカバレッジはプライムの大企業が主ですし、バイサイドのカバレッジもTOPIXの上位層だけとなっていることが多く、これから上場してくるような会社に対するケアは十分でないということがあります。折角、未上場の状態で成長したとしても、上場後に十分なサポートを得られないという声も聞かれるところです。その接続をなるべく滑らかにするため、上場大型株を見ているようなアナリストが、レイトステージのスタートアップまでフォローをするとか、大企業を見ているような投資家が、同様にスタートアップまでエンゲージメント活動をするということが必要であり、そうすれば上場前後の断絶が緩和されるのではないかと考えています。

あとは、上場の件数の在り方について、上場を前提とする会社が7,000社程度あるとして、新規上場をする会社が年間で100社程度というバランスが良いのかどうかという話があります。もっと絞ったほうが良いという声がある一方、足りないという主張も考えられます。仮に絞るという場合には、セカンダリーの受け皿、M&Aの体制整備を整えることで、7,000社の新陳代謝を促すことも考えられます。グロース市場に上場しないスタートアップ群のための受け皿や体制を整えることで、日本の産業の新陳代謝が育まれていくのではと考えています。

良い会社と悪い会社の選別の件については、私は、一とおり良い会社と思って接しています。上場会社は自然と市場が選別をしてくれます。自分が良いと思っていても株価が伸びない、あるいは自分が評価していなくても株価が伸びるといったことももちろんありますので、これを分析するという順序にしています。一旦は良いところを見て、あとは市場の評価を借りて選別していくとい

うことです。機関投資家のリサーチ力にも限界があるので、市場がワークしていればその集合知をお借りしています。

そして、それを助けてくれるのがIRです。経営者にどのような動機で経営しているのかといった点を語ってもらうなど、ナラティブを理解することを大事にしています。また、有事のときにどのような行動を取ったのか、たとえば、コロナ禍において経済活動が止まった時にどのような行動を取ったのかということ細かく開示してもらうなどを通じて、通常の大企業に比べると解像度高くリサーチをするようにしています。

### 【三瓶メンバー】

先ほどのお話からすると、現在ファンドサイズが135億円、保有銘柄数が134銘柄ですので、IPOの中央値が10億円だとすると、非常に単純に計算したときに、1社あたりの保有比率は約10%になるかと思えます。

そうすると、普通の上場株投資よりもはるかに保有比率が高いことになり、セルサイドのカバレッジも少ないとなると、発行体との対話がより深くできるのではないかと、それが運用上の大きなメリットとしてあり得るのではないかと考えまして、そのあたりのご感触をお伺いできればと思えます。

また、もう一つは、スタートアップが7,000社程度ある中で、有望なものも沢山あるというお話からすると、プレIPOの投資も実はしたいのではないかとと思うのですが、もし投資したいのであれば、どういう状況にあれば投資しやすくなるかということ簡単に教えていただければと思えます。

### 【アセットマネジメントOne 岩谷運用本部 株式運用グループ チーム長】

IPOの中央値は80億円ぐらいだと思いますので、どれぐらい持っているということは申し上げられないのですが、実際の保有比率はもう少し低いと思えます。

### 【三瓶メンバー】

お聞きしたかったのは、平均的なアクティブファンドよりも運用されているファンドの投資先一社あたりの議決権保有比率が高く、経営者も上場間もない中で、市場の声として岩谷様の声が非常に貴重だと思いますので、発行体とかなり踏み込んだ対話ができるのではないかとということです。投資家としてのコミットメントがあり、経営者もそれを有難く思っていると思いますので、よく話を聞いてくれるでしょうし、投資家側もそうした会社に長く投資していこうという確信度が上がるのではないかとと思います。そうしたメリットが平均的なアクティブファンドに比べて大きいのではないかと、その点について、感

触を伺えればと思います。

**【アセットマネジメントOne 岩谷運用本部 株式運用グループ チーム長】**

それはご指摘のとおりだと思います。ただ、功罪ありまして、上手くいった場合にはそのリターンを享受することができますが、その関係性のまま上手くいかないというケースも実際には発生します。

また、IPOの参加につきましては、日証協のガイドラインの改訂を受け、親引けの投資を始めています。また、関心の表明、いわゆるIOI (Indication of interest) も活用するようにしており、過去2件のIPOでこの手法を用いて参加しています。これまではブックビルディングに参加し、そこで当選したものについて投資がスタートしていましたが、少し、上流に遡って対話ができるようになってきました。ただ、当ファンドは公募投信で、日々の設定・解約に対応することが前提になりますので、非上場株投資は適さないという背景があり、上場予定の株式までを対象にしております。

**【小池メンバー】**

コメントだけになりますが、まず、グロース市場を取り巻く問題意識として2つありまして、一つは市場の特性、もう一つはIPOの成り立ちとその制度設計です。グロース市場自体は非常に魅力ある市場でして、多くの投資家に成長企業への投資機会を提供することは、運用会社としても非常に大きな役割だと思っているのですが、制約がとても多いということも事実だと思っています。例えば、流動性が低い、時価総額が小さい、バリュエーションが比較的高いといふのも、バリュエーションが中々しづらいということもありまして、IPOの時は大体アナリストがついておりますが、セカンダリーに入ると急激に減ってしまい、情報が取りづらいということがあります。そうした中で、ビジネスとしての運営、フィデューシャリー・デューティーの履行という観点を両立しながら、グロース市場にコミットしようと思うと、やはり制約が出てきてしまいます。また、IPOにおけるプライシングやアロケーション、機関投資家としての関与度合い、IPOのサイズなども大きな課題だと思っています。ただ一方で、現在のビジネス環境を所与のものとしてビジネスに取り組むと、運用担当者に確認しましたところ、今新規にファンドを立てようとする300億円～400億円ぐらいが限界ではないかと思っています。海外の機関投資家からすると、日本の成長ポテンシャルはそれしかないのかと受け止められてしまいますので、IPOやグロースマーケット自体を育てていくこととの両輪が大きな課題なのかなと思います。

**【アセットマネジメントOne 岩谷運用本部 株式運用グループ チーム長】**

三瓶メンバーのコメントへの補足になりますが、資料に、日本の上場株のリターンの分布を載せております。オレンジがTOPIXのリターンになりますが、青で囲っているエリアが通常の大型株の運用のイメージです。流動性を前提に取引をしながら、価格と価値の乖離を取っていくイメージになります。この場合には、会社とのエンゲージメントや保有比率を高めるといった動機は働きにくく、有価証券を機動的に売買するほうがリターンを生みやすいという構造があります。

一方で、黄色がグロース市場の運用のイメージになっておりまして、こういった場合は先ほどとは異なり、希少性が高いものを、長期で保有し続けて高いリターンを回収するというスタイルになります。この場合は会社とのエンゲージメントがリターンを生み出す源泉になるということが言えるかと思えます。

もっとも後者のスタイルの場合は、どうしてもファンドのサイズが限定されてしまいますので、報酬の設計に工夫が必要と申し上げたところです。

**【菊池部長】**

岩谷様ありがとうございました。

それでは、最後の議題に移らせていただきまして、グロース市場上場会社を対象とした意見募集の内容についてご説明させていただきます。

**【池田課長】**

意見募集の概要を簡単にご説明させていただきます。

今回の意見募集の対象はグロース上場会社の経営トップの方々を対象として想定しております。

また、意見募集の内容につきましては、一つ目として、まず、高い成長の実現に向けて、グロース市場への上場を活用できているかについてお伺いできればと考えております。そのうえで、二つ目に、各論として、上場時／上場後における課題と考えている事項や、その課題に対して取引所に期待する対応がある場合には、その詳細を記載いただくことを想定しております。

選択肢を示して選んでいただくのではなく、実際のお考えを自由に記載いただき、必要に応じて東証からも追加的にヒアリング等を行ったうえで、今後の議論・検討に活かしていきたいと考えております。

今後の進め方といたしまして、本日内容をご確認いただきましたら、速やかに上場会社の皆様にご案内したいと考えております。一方で、足元は決算発表、今後は株主総会の時期にも入ってまいりますので、期間としては、7月中旬迄を目途にご意見をいただいたうえで、その後にヒアリング等も進めていく

ことでどうかと考えております。

### 【熊谷メンバー】

事前にお伝えした内容を反映して頂き、誠にありがとうございます。

その上で、上場会社とお話をしていて重要だと感じるポイントについて、大きく二点申し上げたいと思います。

一つ目として、意見募集に当たり、まず重要なのはグロース市場の経営者に胸の内を語ってもらうような配慮や工夫だと思います。市場運営者である東証に対して、なかなか本当のことを言えなかったり、言える場がなかったりするという話を聞くこともあります。また、経営者は、フォローアップ会議が開催されていることは知っていても、事業運営が忙しく、どのような議論が行われているのかわからないケースもあるでしょう。その状態で、突然アンケートに答えるとなると、対応がおざなりになることもあり得るかと思えます。

その点において、意見の活用方法を丁寧に説明して、コミュニケーションをしっかりと取ることが大事なのではないでしょうか。まずはフォローアップ会議の内容・意義の説明が必要だと思います。実際にフォローアップ会議で話されたことが東証の打ち出す取組みに繋がっている実績を示すことも重要かもしれません。実際に意見が東証の取組みとして反映される可能性があるとするれば、その形成プロセスも気になるのではないのでしょうか。こうしたことを、意見募集のお願いの段階で丁寧に説明していくことが肝要です。

第二に意見募集内容（案）についてですが、観点（例）は概ね良いのではないかと思います。②上場後について、コストの視点を加えてはどうかと思います。グロース市場の会社は限られたリソースで事業運営をしているケースがあります。貴重なリソースが割かれてしまう証券市場での制度や慣行などがあれば、示してもらうことが考えられます。

もし、そうした制度・慣行で必要なものがあれば、東証がしっかりと意図を説明していく必要があると思いますし、必要がないのであれば、各所と協議した上で制度・慣行を廃止していくことも検討に値します。

### 【永見メンバー】

全般違和感ないのですが、熊谷メンバーのご指摘にもあったとおり、成長に向けて何がボトルネックになっているかは聞いたほうが良いと思います。資金需要の話なのかもしれませんし、投資家とのやり取り、または、それ以外の話なのかもしれませんが、いずれにしる意見募集内容に明記いただければと思います。

また、観点（例）のところに入れていただきたいこととして、グロース市場こそコーポレート・ガバナンスが大事だと考えております。コーポレート・ガバナンスというのは、上場後すぐに守りの議論ばかり実施するというのではなく、取締役会で正しいアジェンダ設定がなされているか、正しいアジェンダに対して、正しいメンバーで議論されているかというメンバー構成の話だと考えております。

一つ目の正しいアジェンダ設定ができているかについては、オープンクエスチョンになると思いますが、二つ目のメンバー構成については、まず、特にグロース市場の上場会社の取締役会は CEO へのメンタリングが非常に強く期待されていると思っております。メンタリングが攻め、守りの両面で適切に行われる構成になっているかということが一つポイントになります。

関連して、最近、上場時の審査において、独立役員の兼任社数などが考慮されている結果、適切な人を選びにくいという話があると聞いています。前提として、成長企業に対して適切なガバナンスを提供できる資質を有した独立役員候補は社会全体においてまだ多くなく、一部の方に打診が集中しがちという認識をしております。上場時の審査自体がボトルネックになっている可能性もあると思っており、グラスルイスなどの議決権行使基準にも兼任社数が要素として入っていることは当然理解していますが、過度に形式的な審査が成長を阻害していないかについても、聞いていただければと思います。

### 【三瓶メンバー】

意見募集の期間について、事前の指摘をご考慮いただきありがとうございます。

意見募集の2点目について、「上場時／上場後における課題と考えている事項」とあり、経営者の方は自社を中心に課題を考えるとと思うのですが、東証として議論する前提として聞く際には、市場としての課題意識も簡単に並べて示したほうが良いと思います。例えば、資金調達よりも売出額が大きいIPOが約6割もあること、IPO時の資金調達額は売出額の10%程度しかないこと、上場後に公募を実施する会社も約14%のみであることなど、全体像としての課題意識も載せたうえで、個社の視点からするとどうなのかということを知ると、意見募集の趣旨が明確になるのではと思います。

### 【小池メンバー】

意見募集自体には特段違和感ないのですが、先ほど申し上げたとおり、グロース市場の特性とIPOの制度設計という2点に非常に問題意識を持っておりまして、上場会社の経営トップだけでなく、上場に関するステークホルダーの

考えもしっかり聞いたほうがよいのではないかと考えております。例えば、引受証券会社、投資家、ベンチャーキャピタルなどが考えられます。IPOが資金回収の場になってしまっているという議論を多く耳にしますが、成長産業によって日本の産業育成を進めていくという原点に立ちかえると、決して経営者の努力だけで解決するものとは考えられません。実際に小規模なIPO、バリュエーションをどのように考えているか、株主政策をどのように考えているか、上場後のサポートについてどのように考えているかなども、相当な比率で、現在のグロース市場の骨格をなしていると思いますので、今後、こうした声もしっかり汲みながらフォローアップしていくことが必要ではないかと考えております。

#### 【松本メンバー】

観点（例）について、示すと誘導的になり、示さないと分かりにくいというところはありますが、私は、観点（例）は何も示さず、フリーフォーマットで書いていただいたほうが、我々が気が付いていない視点や本音が書きやすいのではないかと考えています。

#### 【安藤メンバー】

各メンバーの意見に共通することですが、今回の意見募集はあくまで手段であって、目的はグロース市場の課題を深掘りすることです。その意味で、募集したコメントの内容を踏まえて、東証として1on1やスモールミーティングを実施して次の施策に結びつけるために有効なヒアリングを実施していただくようお願いいたします。

#### 【菊池部長】

ありがとうございました。

それでは、これをもちまして、本日の会合は終了させていただきます。

最後に、次回の日程等についてご説明させていただきます。

#### 【池田課長】

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。

1点、ご報告まででございますが、経産省の「社外取締役の在り方に関する実務指針」につきましては、資料5を添付のうえ、今月中に発送する予定でございます。

また、本日いただいたご指摘を踏まえて、意見募集の内容を修正のうえで、メール等であらためてご連絡させていただければと思います。

その際、次回のフォローアップ会議日程等についても、あわせてご連絡させていただくようにいたします。

以上でございます。

**【菊池部長】**

それでは、以上を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願いいたします。