



市場区分の見直しに関するフォローアップ会議の 論点整理（案）

Exchange & beyond

株式会社東京証券取引所 上場部

2023年1月10日

I. 対応方針	P 2
II. 具体的な方策	
1. 経過措置の取扱い	P 3
2. 中長期的な企業価値向上を促すための方策	P 4
(1) 資本効率や株価に対する意識改革	P 5
(2) コーポレート・ガバナンスの質の向上	P 6
(3) 英文開示の更なる拡充	P 7
(4) 投資者との対話の実効性向上	P 8
参考資料	P 9



- 我が国経済において、適材適所で伸びている分野に円滑に人や資本が移行していないことにより、生産性の長期低迷が生じていることが課題とされる中、今後の日本経済の持続的な発展に向けては、産業・社会における新陳代謝や、イノベーションを推進していくことが重要
- その際、上場企業個社単独での取組のみならず、他社との生産要素の交換や合従連衡によって生産性を高めるといった方法も考えられるため、そうした取組を東証が後押しすることによって、日本経済全体における生産性の向上に寄与していくことが肝要
- こうした中、上場会社の企業価値向上へ寄与することを目的として実施された市場区分の見直しについて、その実効性を確保し、真に変革の機会とするためには、今後も、東証自らがリーダーシップを発揮して、継続的な改革にスピード感をもって取り組むことが必要不可欠
- 折しも、政府においては、誰ひとり金融面で取り残さない社会を作り、国民に幅広く金融資本市場の恩恵が行きわたるようなファイナンシャル・インクルージョン（金融包摂）が目指されており、その実現という観点からも、東証には、大きな一翼を担う存在として継続的かつスピーディな改革が期待されているところ
- こうした背景を踏まえ、東証においては、
 - まずは、激変緩和措置として設けている上場維持基準に関する経過措置について、健全な新陳代謝を機能させる観点から、終了時期を含む今後の取扱いを直ちに明確化すべきである
 - また、金融資本市場、ひいては日本経済の活性化に向けて、3つの市場区分の特性を活用して、上場維持基準への抵触の懸念のない上場会社に対しても、資本効率を意識した経営の推進など、中長期的な企業価値向上に向けた取組をさらに促していくための方策を講じるべきである

- 上場会社の企業価値向上を促し、健全な新陳代謝を機能させるためには、経過措置について、取組の成果が出るまでのリードタイムも考慮しつつ、可能な限り速やかに終了させるべき
- 一方で、期限の定めがない中で市場区分を選択し、計画を策定していることや、計画に基づき取組が着実に進捗している上場会社もあることを踏まえた設計が必要
- また、具体的な見直しにあたっては、投資者にとってのわかりやすさという観点も重要であり、可能な限りシンプルかつクリアな設計とすべき
- なお、経過措置を終了し、厳格な退出基準を適用する場合には、投資者の換金機会を十分に確保する必要があり、その方法としては、整理銘柄の枠組みを活用することが適当



経過措置の取扱いに関する具体案については次回議論

- 日本企業に求められているのは、従来型の経営改革ではなく、将来目指す姿を議論したうえで、そこからバックキャストイングして経営そのものをデザインしなおすことであり、P L経営からの脱却、そしてB S経営及びキャッシュフロー経営への移行を促進していく必要
- 特に、今回の市場再編が上場会社の企業価値向上へ寄与することを目的としていることを踏まえれば、全上場会社の約半数がP B R 1倍割れの状況にメスを入れない限り意味がなく、その改善に向けて、一歩踏み込んだことができるかどうか重要
- そうした視点からは、具体的には、（1）経営者の資本効率や株価に対する意識改革、（2）コーポレート・ガバナンスの質の向上、（3）英文開示の更なる拡充、（4）投資者との対話の実効性向上等の方策について、市場区分の特性に応じて推進していくことが考えられる
- その際、取引所が個社に対してマイクロマネジメントを行うのではなく、企業経営における自律性が機能するような取組が適切

- 我が国においては、経営者が資本効率や株価を意識していないケースが多く、経営者の意識変革、企業経営における自律性の向上が必要
- まずは、経営者に対して、自社の資本コストや資本収益性を的確に把握し、その状況や株価・時価総額への評価を行ったうえで、必要に応じて、改善に向けた方針や具体的な取組などを開示することを促していくことにより、それをきっかけとした対話の促進や、経営者のリテラシー向上を図っていくことが考えられる
- 特に、継続的にPBRが1倍を割れている（=資本コストを上回る資本収益性を達成できていない）会社に対しては、改善に向けた方針や具体的な取組などの開示を求めていくべき
- また、東証が2007年に策定した企業行動規範について、その後のコーポレート・ガバナンス等に関する進展を踏まえつつ、上場会社の責務を明確化するとともに、実効性確保などの観点から全体的に点検を行い、必要な見直しを実施すべき
- また、経営者（上場会社）の意識付けとなるよう、株式報酬制度に関する理解の促進や推奨、資本市場やコーポレート・ガバナンスに係るリテラシー向上のための研修機会の提供やベストプラクティスの共有なども積極的に行っていくべき

- コーポレートガバナンス・コードの策定以来、上場会社のガバナンス向上に向けた取組は進展がみられるものの、依然として、自らの経営力を高度化するための気づきを得ようとする意識は低い
- これまで形式論に傾いてきたコーポレート・ガバナンスについて、今後は質の向上にも注力していくべき
- 例えば、「検討中」というエクスプレインのまま、数年間も放置している事例があるなど、コンプライ・オア・エクスプレインが形骸化している企業が見られることから、東証からコンプライ・オア・エクスプレインの趣旨を改めて周知するとともに、エクスプレインとして不適切な事例等を明示し、適切にコンプライ・オア・エクスプレインを実施していない企業に対しては、必要に応じて改善を促していくべき
- また、指名委員会・報酬委員会を設置する上場会社が増加している中で、その役割・機能が明確ではないケースも多く見られることから、指名委員会・報酬委員会の活動状況に関する開示を引き続き促していくとともに、活動状況の実態把握を進めたうえで、その状況や事例の取りまとめ・公表すべき

Ⅱ.2.(3) 英文開示の更なる拡充

- 日本への投資を忌避する理由として、絶対的な情報量の少なさを挙げる海外投資家が少なからず存在
- 特に、プライム市場は、グローバル投資家との対話にコミットした企業向けの市場であることを踏まえれば、その基盤となる英文開示について更なる拡充を促していくとともに、将来的に義務化を行うことが考えられる
- その際、対象とする書類の範囲等については、企業負担や投資家の利用状況等を踏まえた検討が必要
- また、海外投資家を相手に資金需要がある企業であれば、英文開示は当然ながら進めるべきものであり、スタンダード市場やグロース市場においても、任意での開示が進んでいくよう働きかけていく必要

- 投資者を含めたステークホルダーとの対話を通じて自らの経営力を高度化するための気づきを得ることが重要であるが、企業側では依然として対話に消極的な姿勢が見られる
- 特にプライム市場の上場会社は、建設的な対話を中心に据えて企業価値向上に取り組むことが期待されており、投資者との建設的な対話を促す観点から、経営陣と投資者の対話の実施状況やその内容を明らかにするよう求めていく必要
- また、投資者との対話にはCEOなどの経営陣が中心となり対応することが想定される一方で、社外取締役についても、株主からの付託を受けて経営を監督する立場として、投資者からの求めがあれば積極的に対話に応じることが期待される
- しかしながら、現状では投資者との対話を行う社外取締役は限定的であり、その役割を十分に認識していない社外取締役も見られることから、社外取締役に期待される役割を適切に理解してもらうための啓発活動が必要
- 他方、上場会社に対して企業価値向上を適切に働きかけるためには、投資者側の役割も重要である中、現時点では対話を担う投資者は一部に限られていることから、今後は企業年金などのアセットオーナーにも積極的に対話に関わるように促していくことが重要

【参考】 当会議のメンバー一覧

メンバー：	安藤 聡	オムロン株式会社 取締役
	翁 百合	株式会社日本総合研究所 理事長
	神田 秀樹	学習院大学大学院法務研究科 教授
	熊谷 亮丸	株式会社大和総研 副理事長
	黒沼 悦郎	早稲田大学大学院法務研究科 教授
	小池 広靖	野村アセットマネジメント株式会社 CEO兼代表取締役社長
	三瓶 裕喜	アストナリング・アドバイザー合同会社 代表
	永見 世央	ラクスル株式会社 取締役CFO
	松本 大	マネックスグループ株式会社 代表執行役社長CEO

(9名 敬称略・五十音順)

オブザーバー： 金融庁
経済産業省