

市場区分の見直しに関するフォローアップ会議（第6回） 議事録

日 時： 2023年1月10日（火）18時30分～19時45分

場 所： 東京証券取引所 15階特別会議室

出席者： メンバーリスト参照（翁メンバー欠席）

【菊池部長】

それでは、予定の時刻となりましたので、第6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。

本日は、遅い時間にもかかわらず、お集まりいただきありがとうございます。本日もどうぞよろしくお願い申し上げます。

はじめに、本日の出席状況でございますが、翁メンバーがご欠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。

【池田課長】

それでは、資料2に基づき、本日の議事内容をご説明いたします。

本会議では、市場区分の見直しの実効性向上に向けて、昨年7月より様々なご議論をいただきまいりましたが、東証において具体的なアクションを進めていくためにも、いったん、ここまでの議論を整理させていただければと考えてございます。

具体的には、まず、「資料3」におきまして、本会議としての「論点整理」案をまとめさせていただいております。今後、総論として、取引所が改革を進めていくうえで有すべき視点や、前回、ご議論をいただきました、資本効率や株価への意識改革、ガバナンスの質の向上、英文開示、投資家との対話などの具体的な方策、経過措置の取扱いなど、これまでいただきました議論の内容をまとめておりますので、ご意見・ご指摘をいただければと思います。

あわせて、「資料4」におきましては、本会議の整理を受けて、東証が具体的にどう対応を行っていくのか、その対応方針案を記載しております。こちらは、東証が進めていくものでございますが、会議でもご指摘をいただいておりますとおり、スピーディーに様々なアクションを起こしていきたいと思ってお

りまして、具体的な内容・取組時期を記載しておりますので、こちらにつきましても、ご意見・ご示唆があれば、ぜひいただければと思います。

なお、経過措置の具体案につきましては、次の会合でご議論いただければと思いますので、今回は、その前提となる考え方についてご議論いただければと考えてございます。

議事の内容につきましては、以上でございます。

【菊池部長】

それでは、さっそく、論点整理案と東証の対応方針案について、東証からご説明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3の論点整理の案からご説明いたします。

1ページが目次です。まず、I. で、取組を進めるにあたっての対応方針をまとめております。II. は具体的な方策として、まず1. で経過措置に関する取扱い、2. で中長期的な企業価値向上を促すための方策について、(1) から(4)の観点からまとめております。

本日はこれらの内容についてご確認いただいて、ご指摘を頂戴できればと思います。

次のページからが本編で、2ページはまず総論として、市場区分見直しの実効性向上に向けた対応方針に関して、これまでのご議論をまとめております。

まずマクロの環境として、日本経済の発展のためには、成長分野に対して人や資本などの生産要素が円滑に移行していくよう新陳代謝やイノベーションを推進していく必要があるということで、その際、個社単独での取組だけでなく、他社との生産要素の交換や合従連衡なども後押しすることにより、生産性の向上を図っていくということでございます。

こうした中で、市場区分見直しの実効性を確保し、変革の機会とするためには、東証では継続的かつスピーディーな改革に取り組むことが必要であり、政府がめざすファイナンシャル・インクルージョンの実現という観点からも、期待されているということでございます。

以上の背景を踏まえ、東証における対応方針として、2点記載しております。

まず1点目は、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ということです。

2点目は、市場や経済の活性化に向けては、新たにスタートした3つの市場区分の特性を活かしながら、基準への抵触の懸念がないような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、企業価値向上に向けた取組を促していくための方策を講じるべきということでございます。

この後のスライドでは、最後の矢じりの2点について、具体的な方策に関するご議論をまとめております。

3ページは経過措置の取扱いです。

経過措置の具体案につきましては、次回の会合でご議論いただきますので、ここでは、その前提となる考え方について、第4回でのご議論を踏まえてまとめております。

具体的には、経過措置については、新陳代謝を機能させるため、可能な限り速やかに終了させるべきである一方で、期限の定めがない中で計画を策定していることや、取組が進捗している会社もあることを踏まえた設計とすべきであり、その際、投資者のわかりやすさも重要ということでございます。

なお、投資者の換金機会の確保に向けては、現在の整理銘柄の枠組みを活用することが適当ということでございます。

経過措置に関する第4回でのご議論の状況や、経過措置の適用状況に関するデータにつきましては、ご参考として資料5にまとめておりますので、適宜ご参照ください。

次のページからが中長期的な企業価値向上を促すための方策に関してのご議論で、4ページでは、まず全体像をまとめております。

前回の資料でもお示ししておりますが、企業に求められているのは、将来像からのバックキャストिंगによって、経営そのものをデザインしなおすことであり、BS経営やキャッシュフロー経営への移行を促していく必要があり、特に今回の市場再編の目的を踏まえると、約半数がPBR1倍割れの状況の改善に向けて、踏み込んだ対応が重要ということでございます。

そうした視点から、具体的な方策として(1)から(4)まで4つ記載しておりますが、これらについて、市場区分の特性に応じて推進していくということでございます。

その際の大事な留意点として、個社のマイクロマネジメントを行うのではなく、自律性が機能するような取組が適切ということでございます。

この後のスライドでは、(1)～(4)について、より具体的にご議論をまとめております。

5 ページは、(1) 資本効率や株価に対する意識改革です。

そのような経営者の意識改革や自律性の向上を促すための対応として、まずは、経営者に対して、資本コストや資本収益性を的確に把握して評価を行ったうえで、改善に向けた方針や取組などの開示を促し、そのような開示をきっかけとした投資者との対話の促進や、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ということです。

その中でも、継続的にPBRが1倍を割れている会社、すなわち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、特に開示を求めていくべきということです。

また、企業行動規範については、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すべきということです。

そのほか、経営者の意識付けといった観点から、株式報酬制度に関する理解の促進や推奨、資本市場やガバナンスに関する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ということです。

6 ページは、(2) コーポレート・ガバナンスの質の向上です。

ガバナンスコードの策定以来、取組には進展がみられるものの、依然として、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ということで、今後はガバナンスの「質」の向上にも注力すべきということです。

具体的な取組として、コードへの対応が形骸化している企業も見られていることから、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、改善を促していくべきということです。

また、指名委員会・報酬委員会に関して、任意で設置する上場会社が増加している一方で、その役割や機能が明確ではないケースも多いということで、委員会の活動状況に関する開示について、現在でもガバナンス報告書や、今後は有価証券報告書でも記載が求められるところですが、引き続き積極的な開示を促していくとともに、活動状況の実態把握を進めたいうえで、その状況や事例の取りまとめ・公表をすべきということです。

7 ページは、(3) 英文開示の更なる拡充です。

第4回で小池様からもプレゼンを行っていただきましたが、海外投資家が日本への投資を避ける理由として情報量の少なさが挙げられているということで、特にプライム市場については、そのコンセプトも踏まえて、英文開示の更

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も考えられるということですが。

その際、どこまで義務化をするかという範囲については、企業負担や投資家の利用状況等を踏まえて、引き続き検討が必要ということでございます。

そのほか、スタンダード市場やグロース市場においても、資金需要があれば当然進めるべきであり、プライム市場のような義務化ではありませんが、任意での開示が進んでいくよう働きかけが必要ということですが。

最後の8ページは、(4) 投資者との対話の実効性向上です。

まず企業サイドの課題として、依然として消極的な姿勢が見られるということですが、特にプライム市場の上場会社については、市場区分の特性を踏まえて、建設的な対話を促していく観点から、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があるということですが。

また、社外取締役についても、求めがあれば積極的に投資者との対話に応じることが期待されておりますが、実際に対話を行う社外取締役は限定的で、そもそも自身の役割を十分に認識していない社外取締役も見られるということですが、役割を理解してもらうための啓発活動が必要ということですが。

最後の点は投資者サイドの課題ですが、現時点で対話を担う投資者は一部に限られており、アセットオーナーにも積極的に対話に関わるよう促していくことが重要ということですが。

以上が主にご確認いただきたい本会議の論点整理の案となりまして、次の資料4では、こちらの論点整理を受けて、東証が具体的にどう対応を行っていくのか、その対応方針の案をご説明いたします。

こちらにつきましても、ご意見やアドバイスなどがあれば、ぜひいただければと思います。

まず、1ページは、経過措置の取扱いです。

下の表で具体的な取組をまとめておりますが、まずaが経過措置の取扱いで、会議の取りまとめ内容を踏まえて、速やかに方針を決定し、制度要綱を公表してまいりたいと考えております。

なお、経過措置適用会社に関する情報周知につきましては、会社名、適合していない基準、計画期間などの一覧をウェブサイト公表することを想定しておりますが、詳細は今後検討させていただきます。

bは投資者の換金機会の確保ですが、第4回でご説明のとおり、整理銘柄指定期間を延長することとし、経過措置の取扱いと併せて制度要綱を公表する予

定でございます。

次のページから中長期的な企業価値向上を促すための取組をまとめておりますが、2ページは(1)資本効率や株価への意識改革で、具体的な対応として3点記載しております。

まずaは開示の話ですが、経営陣や取締役会において、資本コストや資本収益性を的確に把握し、評価を議論していただいたうえで、必要に応じて、改善に向けた方針や取組を開示することを要請してはどうかというものです。

PBRについては1倍を超えていれば良いということではなく、全体の底上げを図っていくことが重要となりますので、開示の要請自体は、PBR1倍割れかに関わらず行う想定でございます。

その中で特にということ、継続的にPBR1倍割れなど、明らかに改善が求められる会社に対しては、開示を強く要請していく想定でございます。

こちらの要請の位置づけですが、コーポレートガバナンス・コード原則5-2において、経営戦略や経営計画の策定・公表に当たって、資本効率等に関する目標を提示し、実現に向けた実行内容を示すよう求めているところがございますので、こちらの原則の趣旨を踏まえたプリンシプルベースの対応として、上場会社に対応を求めていく想定でございます。

こちらの対応につきましては、優先的に対応を行うことを想定し、2023年春実施としておりますが、このような要請を行っていくにあたって、特に留意すべき事項などございましたら、ご意見をいただければと思います。

なお、グロース市場については、資本収益性よりも成長性を重視すべきステージにある企業も多いことが想定され、また、ガバナンスコードも基本原則のみが適用されているところがございますので、今回の要請対象には含めないこととし、別途検討することとしたいと考えております。

bは企業行動規範について、資本収益性への意識や株主の権利の尊重など、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してはどうかというものです。

具体的には、本会議でもご議論いただければと考えており、2023年度中に実施とさせていただきます。

cについては、aやbの取組を進めていくのと並行して、株式報酬制度に関する理解の促進や推奨、研修コンテンツの点検・アップデート、事例の取りまとめ・公表などを順次実施してまいりたいと考えております。

3ページは(2)コーポレート・ガバナンスの質の向上で、具体的な対応を

2点記載しております。

まずaは、コンプライ・オア・エクスプレインが形骸化しているというご指摘を踏まえて、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てはどうかというものです。

なお、コーポレートガバナンス・コードはプリンシプルベースでございますので、このような周知を行うことにより、各社における自主点検を促していくことを基本線として考えておりますが、改善の必要性が高い場合、たとえば、コンプライ・オア・エクスプレインの趣旨に照らして明らかに不適切な事例が見られた場合には、東証から個別に状況を確認するなど、改善を働きかけていく想定でございます。

また、bは指名委員会・報酬委員会の役割や機能の観点で、まずは活動状況等に関する実態調査、その状況や事例の取りまとめ・公表を行ってはどうかというものです。

これらの取組については、3月期の会社のコーポレート・ガバナンス報告書が出そろった7月以降に実態調査を開始し、本年秋ごろに公表していくスケジュール感でございます。

4ページは(3)の英文開示の更なる拡充です。

まずプライム市場においては、経過措置の終了時期に合わせて英文開示を義務化していくことを念頭に、英文開示対象書類の拡充、開示タイミングの早期化を促進してまいりたいと考えております。

具体的には、表のaですが、個別の働きかけや情報周知活動等の取組については、引き続き実施してまいりたいと考えております。

並行して、将来的に義務化する内容については、今後のプライム市場上場会社における英文開示の進展状況や、海外投資家など利用者のニーズを確認しながら、2023年度中に決定することを目途として、検討を進めてまいりたいと考えております。

一方で、スタンダード市場やグロース市場においては、任意での英文開示を促進していく観点から、各社の取組へのモチベーションや、具体的に対応を進めるにあたっての参考となるよう、積極的な取組を行っている会社の事例などを取りまとめ、公表してまいりたいと考えており、実施時期の目途としては秋ごろとしております。

最後の5ページは(4)投資者との対話の実効性向上です。

まず、プライム市場においては、投資者との建設的な対話を促進していくた

め、表の a ですが、経営陣と投資家の対話の実施状況やその内容等に関して、コーポレート・ガバナンス報告書への記載を要請してはどうかというものです。

こちらの対応につきましては、(1) a の資本収益性に関する開示の要請と同様に、2023年春実施としておりますが、このような要請を行っていくにあたって、特に留意すべき事項などございましたら、ご意見をいただければと思います。

また、b は社外取締役に対して期待される役割の理解促進のための啓発活動ということで、たとえば、前回、松本様からご提案いただいたところですが、社外取締役の役割等に言及した冊子を送付してはどうかというものです。

具体的には、経済産業省様の「社外取締役の在り方に関する実務指針」などが想定されますが、何を送付するのか、どのように送付するのかについて検討のうえ、順次実施してまいりたいと考えております。

最後の c は投資家サイドの話ですが、アセットオーナーにおいて、企業との対話への意識・関心を高めていくための取組について、取引所単独では限界がある部分でございますので、関係者と連携しながら対応を検討してまいりたいと考えており、まずはアセットオーナーへのヒアリングなどから始めていきたいと思っております。

以上が、会議におけるご議論を踏まえた東証の対応案でございます。

ご説明は以上です。

【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、よろしくお願いします。

【熊谷メンバー】

最初に総論的な話をさせていただきますと、資料3の2ページ目の4点目に、第1回で私から申し上げました「誰ひとり金融面で取り残さない社会」、「フィナンシャル・インクルージョン（金融包摂）」という文言を盛り込んでいただき、ありがとうございました。本フォローアップ会議は昨年7月から開始されましたが、昨年末には、私も末席に加えていただいた「新しい資本主義実現会議」、「資産所得倍増分科会」での議論を経て、NISAの抜本的な拡充・恒久化が決まり、家計の資産を貯蓄から投資へと積極的に振り向ける素地が出来上がったものと捉えています。NISAの抜本的な拡充・恒久化がリスクマネーの供給を促進する一方で、本フォローアップ会議における市場再編に

関する議論はリスクマネーの供給先の一つである上場企業の企業価値向上に向けた取組を支える非常に大きな役割を担うものと認識しております。産業・社会の新陳代謝やイノベーションを促進し、生産性を向上させ、日本経済の発展を促していく、そして国民に幅広く金融市場の恩恵が行きわたる、松下幸之助翁の言葉を借りれば、「一億総株主」とでも言うべき状態を目指していくべきです。NISAの抜本的な拡充・恒久化と上場企業の企業価値向上はいわば車の両輪であり、それらをしっかりと組み合わせて駆働させることが不可欠と考えます。

以上の点を踏まえて、論点整理と対応案についてコメントさせていただきます。

まず、資料3のI. 対応方針は、全般的に非常に充実した内容であると思います。ただ、対応方針に掲載するか否かは別途議論が必要かもしれませんが、本対応案を実行した後に、その成果を本フォローアップ会議でしっかりと評価することが肝要ではないかと考えます。PDCAサイクルで言えば、Cの部分になります。評価方法として、KPIのような定量的なものが馴染むのかどうかはわかりませんが、今後のフォローアップ会議で取組を評価し、更なる改善に向けて行動していくという意思表示が必要なのではないかと思えます。なお、仮に定量的なKPIを掲げる場合には、PBRが考えられますが、PBRはマクロ的な株価の変動による影響も受けるので、適切とは言い難い面があるかもしれません。一方でROEは自助努力で改善できる面があり、資本コストを超える資本収益率が求められるという観点から、KPIとすることも考えられるかと思えます。

次に、資本効率や株価に対する意識改革についてです。PBRが1倍を割れている企業への対応ですが、改善に向けた方針や具体的な取組などの開示、コミットメントを求めていくことに加え、進捗状況の開示も重要だという点を強調されてはいかがでしょうか。これは改善計画の開示に関する制度設計に関わる部分になるので、東証で考えていく、あるいは本会議で今後議論していくことかもしれませんが、企業が計画を立てただけにならないようにすべきです。資本コストを上回る資本収益率を維持できていないというPBR1倍割れの状態は深刻な事態であり、喫緊の対応が求められることを企業にも強く認識させることが必要です。また、これまで本会議における議論では、企業の自律に向けた取組が重要視されてきましたが、企業の自律精神を養うことを制度設計の中に組み込むことを強く意識する必要があるのではないかと思えます。制度設計においては、東証が求めている規定内容を満たすという企業のリアクティブ

(受動的)な意識を変え、企業価値向上に向けて投資家が求めるものを満たす、あるいは超えるというプロアクティブ(能動的)な意識を醸成することが必要になるかと思えます。すなわち、多くの上場企業が東証の求めているものを最低限充足することを重要視しており、企業価値向上の視点が乏しい現状を打破して、上場企業の日線を投資家に向けさせることがカギになると考えております。もちろん、改善計画の開示も一定の効果がありますが、進捗状況の開示は、投資家から一定期間の成果を評価されることから、自律精神を養うにあたり、投資家が求めているものを更に強く意識させることにつながるものと思われまゝす。こうした意識づけが、株式報酬制度の導入にもつながると思えますし、単なる制度の導入ではなく、自社の企業価値向上に根差した仕組みへとつながるものと考えます。企業価値向上に正面から真剣に向き合い、趣向を凝らした制度を導入されている企業もありますので、好事例の取りまとめ・公表は大いに企業の参考になるものと思われまゝす。

なお、改善計画の内容に関しては、東証が改善計画に求める内容・項目をフォーマット化することが一案となります。たとえば、グロース市場の上場会社において策定・開示が求められる「事業計画及び成長可能性に関する事項」のように、最低限記載が必要な情報を決めることが考えられます。企業ごとの比較可能性が高まり、投資家にとって必要な情報が漏らさずに開示される効果もあると思えます。内容としては、企業が資本コストを把握し、それを上回るための資本の配分方法を示し、企業の成長パスを示していくということが考えられます。また、経営者による現状の成長戦略などの評価と、株価の評価を開示することなども考えられます。なお、この点に関して、東証に質問させていただきたいのですが、改善計画の内容についての議論は、フォローアップ会議で行われるのか、もしくは東証で行うのか確認させていただきたいと思えます。また、大枠の内容について、差支えのない範囲でご教示いただきたく存じまゝす。

次に、コーポレート・ガバナンスの質の向上についてです。任意の指名・報酬委員会の設置数が増えるなど、コーポレート・ガバナンスにおける形式的な取組は進んでいます。その形式的な取組が企業の持続的な成長や中長期的な企業価値向上につながっていないのであれば、コーポレートガバナンス・コードが目指すところに到達できていないこととなります。より具体的に申し上げますと、指名委員会・報酬委員会の活動状況等を調査することに加えて、持続的な成長や中長期的な企業価値向上に貢献しているかどうかを検証していく必要があります。持続的な成長や中長期的な企業価値向上に貢献していないのであれば、指名委員会・報酬委員会の役割や方法を見直すといった代替案などを

考えるべきです。

また、形骸化してしまっているコンプライ・オア・エクスプレインの自主点検を進める点について、東証からの働きかけは極めて重要であるということを前回の会合で申し上げましたが、企業が東証からの働きかけに対してリアクティブ（受動的）に対応しただけにならないように、企業価値の向上などに向けて真剣に向き合わせるように、企業の意識を変えるような仕掛けも考えていかななくてはならないと思います。

英文開示の更なる拡充については、全般的に内容に関する大きなコメントはございません。ただし、資料4の対応案については、実際にプライム市場で将来的に義務化していくことを踏まえると、対象書類の更なる検討や優先順位づけが必要ではないかと思えます。前回の会合では、各メンバーから、決算短信、IR説明会資料、適時開示資料、統合版アニュアルレポートといった様々なご意見が出ました。東証による海外投資家への調査結果が実態を必ずしも反映していないのではないかという指摘もあったかと思えます。こうした点を踏まえると、実際に海外投資家が使用する頻度の高い書類を調査することをご検討されてはいかがでしょうか。実行可能かどうかはわかりませんが、たとえば、海外投資家の多い企業や英文開示に積極的な企業などに協力を仰いで、英文書類のウェブサイトのアクセス・ダウンロード履歴の調査や、資料の英文テキストデータを扱うベンダーのアクセス・ダウンロード履歴の調査などが考えられるかと思えます。そのデータを基に、企業の負担なども勘案したうえで、対象書類の更なる検討や優先順位づけを行っていくことも検討に値するかと思えます。

次に、投資者との対話の実効性向上についてです。市場のコンセプトを踏まえれば、プライム市場の上場企業に、経営陣と投資者との対話の実施状況やその内容を明らかにするように求めていくことは必要なことだと思います。前にも述べたように、そのような情報を開示させるだけではなく、企業価値の向上等につなげていかなければなりません。前回の議論でもございましたが、簡単ではないものの、どのような対話が企業価値の向上に貢献したのかということも検証していく、より具体的には、東証が好事例を取りまとめて横展開を図っていくこと、もしくは前回松本メンバーから提案があったように掲示板の作成などが検討に値すると考えます。企業年金などのアセットオーナーで対話を担うのが一部に留まると認識しておりまして、対話をするよう働きかける余地は非常に大きいはずで、スチュワードシップ・コードなどの機関投資家を対象とした規範は、東証の範囲外になりますが、コーポレートガバナンス・コード

では、原則2-6「企業年金のアセットオーナーとしての機能発揮」が設けられておりますので、企業に更なる対応を求めていくことも一案であると思いません。

以上でございます。

【池田課長】

ご質問いただいた点ですが、改善計画において何を書いていただくかは重要な論点だと思いますので、本日いただいたアドバイスなどを踏まえて東証で作成のうえ、本会議でご確認いただくプロセスを想定しております。

【三瓶メンバー】

資料3のI. 対応方針の4点目、ファイナンシャル・インクルージョンの部分について、熊谷メンバーのご説明を伺って、おっしゃっていることはそのとおりだと思ったのですが、この書きぶりでは行間まで読まなければいけないように感じました。「誰ひとり金融面で取り残さない」というのは政府の役割として当然だと思いますが、それを各企業に落としたときには、それぞれの事業と両立できる部分で貢献するという、たとえば、丸井グループは数年前からファイナンシャル・インクルージョンを軸とした事業の差別化戦略を展開しており、そういった活かし方があると思います。翻って東証としては、個々の企業の差別化戦略とマッチしているものを促すということかと思いますが、東証がセーフティネットを張るというように聞こえてしまうと、経過措置の部分で厳しめのことを言っているのと合わないように感じます。そのあたりがわかるように書いていただくとよいと思います。

4ページ、5ページでは、「資本効率や株価に対する意識改革」という文言が使われていますが、「意識改革」は弱い印象を受けました。ここで問題にしているのは、リテラシーや能力の話ですので、「資本効率や株価に対するリテラシー改革」が適切ではないかと思いました。

5ページについて、3点目は求めるアクションであって、4点目が規範、5点目の前半はインセンティブ、後半はサポートとなっているので、資料4の実施時期に合わせてこの並びにしているかもしれませんが、並びとしては、まず基礎となる規範があって、次にどういうサポートを行うのか、そしてアクションとして具体的に求めること、さらにそれについてのインセンティブ付けとした方が、流れが良いように思いました。

6ページの1点目について、後半部分の「依然として」以降を読むと、きち

んとやっている会社からすると、全体につられてまだ足りないと言われているように感じられますが、実際は二極化しているので、「依然として」の前に、「二極化が顕著になっており、数的には多くの企業において」という文言を入れたほうが、やっている企業はやっている企業として認めているということが伝わりやすいと思いました。

また、3点目について、不適切な事例のみに焦点が当たっていますが、同時に正当なエクスプレインも含め、両方の事例を示すことができればより良いと思います。

7ページの4点目について、「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」というのはそのとおりですが、これを読んだときにきちんと伝わるのかが気になりました。資金需要がある企業であればスタンダード市場やグロース市場においてもと言ったときに、よく聞くのは、国内消費市場が自社のマーケットであり、グローバル市場ではないので英文開示しなくていいだろうということです。ただ、投資家からすれば、その事業がドメスティックであったとしても、成長が見込まれるのであれば、海外の投資家は当然興味を持つので、この文脈がきちんと伝わるかどうか心配なところではあります。

8ページの5点目について、企業年金がなかなかスチュワードシップ・コードにサインしなかったのは、自分たちはそんなに全部できないということがあり、企業年金が自ら直接できることと間接的にできることを整理したはずなので、企業年金に直接企業との対話を促しているように見える記載には違和感があります。一方で、資料4の5ページでは別の書きぶりになっており、こちらは納得のいく書きぶりになっています。

以上が資料3についてのコメントです。

資料4については、実施時期が様々ですが、「順次実施」は何となくわかるようで曖昧で、良いとも悪いとも言えないような感じがします。

1ページについて、経過措置の議論は次回議論したうえで決定することとなっていますが、決定するまでの間に、本資料を読んだ会社が計画の延長を駆け込みで申請したときに、東証としてどのように対応するのか確認しておきたいと思います。

2ページのaの注記「成長性が重視されるグロース市場については別途検討」となっている点について、先ほどの説明で、別途検討の意味することは、

コーポレートガバナンス・コードの適用範囲が違うということと理解しました。前回申し上げたのですが、グロース市場というのは、たとえば米国で言えば、ROEがマイナスの会社であっても、成長期待があればPBRが数倍になることがあるという考え方にグロース市場の上場企業をもっていかなければならない、そのためROEがマイナスだからといって問題視されるわけではなく、資本効率より先に将来の成長の姿を見せるべきということを手早く伝えるべきということです。そういった部分が本来ここにも入っているべきかと思いますが、簡潔に記すことも難しいので、どうしたらよいかと思っています。

bについて、資本収益性への意識や株主の権利は、現在の企業行動規範でも示していると思いますが、規範でより明確にすべきは「少数株主の権利」の保護です。少数株主の権利の尊重を強調したほうがアップデートする意義があると思います。

3ページのコンプライ・オア・エクスプレインの趣旨を改めて周知することについて、2023年秋実施とされていますが、コーポレート・ガバナンス報告書の多くが定時株主総会後に出てくることを踏まえると、3月期決算会社が6月末に提出するときに趣旨の再徹底が示されていないことになり、タイミング的に1周遅れてしまうと思います。一方で、有報については今年3月決算期から適用されるので、もしかすると有報開示での企業負担を配慮したのかもしれませんが、コーポレート・ガバナンス報告書は随時更新可能ですので、間に合う会社は対応すればいいですし、リソースがなく間に合わない会社は、いったんは従来の形式で開示してもらったうえで、その後更新してもらうことも考えられると思います。

4ページのa及びbの実施時期についても、プライム市場は年度中、スタンダード市場とグロース市場は秋と分けているのは、こういった意図かわかりませんでした。全市場に対して同じタイミングで言いつつ、良い事例が出てきたらスタンダード市場やグロース市場に限らず、プライム市場も含めて取りまとめ・公表を行ってもよいのではないかと思います。

5ページのaコーポレート・ガバナンス報告書への記載の要請について、対話の内容は紙面レイアウトの関係で書きにくいのではないかと思います。ウェブサイトであれば自由度が高く、具体的な内容について踏み込んだ開示ができるはずなので、ウェブサイトを参照するような形にしてはどうかと思います。

【菊池部長】

上場維持基準の適合に向けた計画の計画期間を延長する会社が出てきた場合の対応については、改正規則の施行前に変更してくるものについては、受けざるを得ないのではないかと考えています。ある意味駆け込みのような形になってしまうことを促すつもりはないものの、強く拒むのもなかなか厳しいところとっております。もちろん、何も確認せずに受けるのではなく、きちんと趣旨をお伺いしたうえで、それでもなお、会社として必要な変更であるということであれば、投資家をはじめとする対外的な説明として十分に成り立っているかを確認することになるかと思えます。

【三瓶メンバー】

ぜひ確認をよろしくお願いします。

【松本メンバー】

まず総論についてですが、我々が何を行おうとしているのか、目的をしっかりとクリアにすることが重要であると考えておりますので、資料3の2ページの1段落目、2段落目にあるように、社会の新陳代謝やイノベーションの推進、あるいは日本経済全体の生産性向上といった目的をしっかりと謳うことは大変重要であり、それを記載するのは良いことであると思えます。また、5段落目には、経過措置については直ちに取扱いを明確化すべきとありますが、上場制度としての目的や安定性を考えると、早く明確化すべきであるため、そのような考えを記載することも良いことだと思えます。

次に各論ですが、資料4の2ページのbについて、三瓶メンバーが仰ったとおり、少数株主の権利保護は重要なテーマであると思われれます。親子上場の解消が行われつつある中で、子会社の少数株主の利益が阻害されている例も見受けられます。上場企業が少数株主の利益を考えないといけないということは、経産省のガイドラインにも書かれておりますが、その意識がどうしても低い、あるいは分かったうえで無視しているように見えるため、その点はしっかりと指摘すべきだと思えます。

次に、3ページですが、適切にエクスプレインしていない場合や、委員会が実態として機能していないという場合に、その状況を公表したところで改善するのかという点には疑問があります。コーポレート・ガバナンスの質の向上は、どのようにエフェクティブにするのか、すなわちどのように実際に機能させるかが大変重要であり、コンプライ・オア・エクスプレインを適切にしてい

ない例や、あるいは任意の委員会において適切でない使われ方がされている例もある中で、それを指摘しても果たして本当に改善するのには疑問があり、今までと変わらないと思っています。そのため、しっかりとしたエクस्पラインをしないのであれば、あるいは指名委員会や報酬委員会が期待されておりに機能していないのであれば、たとえばプライム市場から外すなど、実効性を持たせるためのもう一段踏み込んだ仕組みを考えないと、結局何も変わらないのではないかという心配があるため、その点について考えるべきと思います。

最後に、5ページの「投資者との対話の実効性向上」については、三瓶メンバーも仰っていたとおり、「順次実施」という表現が気になります。何年経っても「順次実施」のままとなってしまうことは避けるべきだと思います。特に、bについて、先ほどのコーポレート・ガバナンスの実効性の向上の件と相まって、少数株主からすると、社外取締役がラストリゾートであるケースがあります。そうしたケースにおいては、社外取締役がしっかりと機能しなければ、少数株主にとっては行き場がなくなってしまうと思います。社外取締役に期待される役割を伝えていくことは、とにかく早く行うべきであり、順次実施ではなく、たとえば2023年春などには行うべきです。これは、新しいことをやるということではなく、我が国の様々な枠組みの中で明らかなことをもう一度伝えるだけであり、何かを待つ必要はないため、速やかに実施すべきであると考えています。

【小池メンバー】

総論について申し上げたいと思います。まず、東証の市場区分の見直し自体が、海外投資家などからわかりにくいと指摘されていますので、改革に対しての実効性を打ち出していくこと、そのためには東証としての整理とコミットメントをもう少し強く打ち出していくことが重要だと思います。これは、見せ方、公表の仕方次第ということかと思いますが、この会議の中で議論されていることをどのように打ち出していくかがポイントなのではないかと思っています。

今回まとめられた資料を見ますと、市場区分見直しに伴う市場活性化プラン、リバイタリゼーションと言えるような総論で、上場会社の企業価値向上にフォーカスが当たっている点はわかりやすいと思います。一方で、資料の中には「市場区分の特性」という言葉が出てきますが、プライム・スタンダード・グロースそれぞれの特性がわかりにくく投資しにくい、プライムは差別化されていないので投資しにくいという声が多く聞かれますし、我々も投資家として

そのようなことを感じている部分もあります。

改めてこの資料を世の中に出す前に、論点整理の前提として、市場区分改革をなぜ行ったのか、どういう趣旨なのか、それぞれの市場区分がどのような特性なのかなどを、もう一度メッセージとして強く出すことが良いのではないかと感じております。そして、市場区分の特性によって、求める内容が異なるということは一つのメッセージであると思いますので、その点をクリアにすると良いのではないのでしょうか。単に企業価値向上が求められているとすると、うちの会社はどうすればいいのか、この市場ではどうすればいいのかという迷いが生じますので、その点をクリアにすれば、わかりやすいと思いました。その内容が、世界中の投資家に理解を求めていく、訴求していくポイントにもなると感じています。

また、論点整理を公表した後のインプリメンテーションのフェーズに関する話ですが、先ほどもコメントがあったとおり、インプリメンテーションの経過を○・△・×などで確認することで実効性を問うと同時に、事例の紹介やベストプラクティスの共有を実施していくことで企業価値向上に向けた風土を醸成していくことが必要であると考えています。

【神田メンバー】

資料3の3ページにおいて、整理銘柄の枠組みの「活用」という言葉がありますが、少し強い表現なので、「利用」といった表現がよいのではないかと感じています。

また、6ページについて、先ほどもご指摘がありましたが、「エクस्पラインとして不適切な事例」という言葉も強すぎるように思います。コンプライ・オア・エクस्पラインが不適切だということであれば分かりますが、エクस्पラインが不適切だと判断するのは東証ではなく市場であるというのが原則かと思っていますので、表現としては「不十分な」という言葉を使った方がいいように感じました。

次に、7ページの英文開示についてですが、2点申し上げます。まず、3段落目の対象とする書類の範囲等について、やはり法定開示書類は入れてほしいと考えています。ただ、全部でなくてもよく、企業の負担や投資家の利用状況も見ながらご判断いただければと思います。次に、資料3には記載されておらず、資料4には記載されていますが、タイミングも重要であるように思います。日本語資料が開示された半年後に英文開示が行われるということでは問題なので、できる限り近接したタイミングで英文開示を促すことにも言及いただければと思います。

それから、資料4の2ページについてですが、「継続的にPBRが1倍を割

れている場合」とあります。資料3ではこの表現でもいいと思うのですが、東証としての対応方針を示す資料4においては、継続的に割れている場合というより、割れていて、努力もしていないという場合に注目すべきではないかと思えます。努力はしているが改善していない、意識もせず放置している、など色々な状況があるかと思えますので、ここの表現は上手くニュアンスを出していただいたほうが良いように思いました。

また、三瓶メンバーも仰っていましたが、「グロース市場については別途検討」という部分については、もう一言あったほうが良いと思えます。たとえば、「グロース市場の上場企業の特性等を踏まえて別途検討」などとすべきかと思えます。

それから、「順次実施」という表現は、皆様の意見を伺っていて、私も気になりました。これはできるものからやるということで、先送りする趣旨ではないと思えますので、「2023年春から順次実施」などとすれば良いのではないのでしょうか。

また、3ページについては、先ほども申し上げたとおり、「不適切な」ではなく「不十分な」などの表現でいいのではないかという点と、これも先ほどの話にあったとおり、今年の7月に提出されるコーポレート・ガバナンス報告書から適用すべきという点を指摘させていただきます。

最後に、5ページに記載された、社外取締役の役割等について言及した冊子について、経産省のガイドラインを参考にさせていただくことは大変結構なことですが、東証においても、上場制度整備懇談会の議論を踏まえ、2009年12月に独立役員制度を導入した後、2010年3月に「独立役員に期待される役割」という文章を出しています。その頃は守りのガバナンスに重点があったかもしれませんが、現在においても参考となる点が含まれていると思えますので、ぜひあわせて参考にさせていただければと思います。

一点だけ、論点整理の文章に盛り込んでいただく必要はありませんが、総論的な感想として、中身は基本的に非常に良いと思ったものの、正論だけを述べているようにも感じました。これを英語にして海外投資家がどう見るだろうかと考えたときに、作った人の自己満足ではないか、政府主導・東証主導でやっているだけで実際には企業は動かないのではないかとされるような気がしており、心配しています。

この論点整理案に書かれていることは、本来であれば、政府主導・東証主導でやるべきことではなく、各企業・民間がそれぞれの判断で対応すべきことであり、うまく対応しなければ自分たちに返ってくるというだけなので、もう少し民間に期待するというニュアンスが出せれば良いのではないかと思えます。

そうでないと、自己満足な文章を作ったと見られてしまうような気がしています。

今回打ち出すものの中で何が重要なのかというと、私は、経営者の意識改革だと思います。資料3の4ページに、(1)として資本効率や株価に対する経営者の意識改革に触れられていますが、(2)、(3)、(4)も一緒に、社外取締役が投資家と対話するようにすることや、委員会が機能するようにすることは、経営者の理解があつてこそ実現できるように思われます。また、英文開示も同じことです。それぞれの企業の経営者が自ら考える中で、変えようと思うのであれば変えていくということは、もちろん(1)においても重要ですが、(2)、(3)、(4)も含めて重要なことであり、正論を訴えつつ、後は民間にやっていただくという組み立てにしたほうがいいように感じました。文章を直してほしいということではありませんが、読んだ者の感想として申し上げた次第です。

【永見メンバー】

まず、全般的にはこれまでの議論の内容が資料に落とし込まれており、表現の仕方など細かい点ではありますが、纏まっていると思います。

一方で、先ほど小池メンバーからのご指摘がありました。第1回の議論に戻ると、そもそも今回の市場区分の見直しの趣旨や内容がしっかりと投資家に伝わっていないということ、コミュニケーションやデリバリーに一番課題があるのではないかと感じております。今回、東証として対応方針を打ち出す際には、二の轍を踏まないように、しっかりコミュニケーション、デリバリーをしていく、しっかりと市場区分の見直しを浸透させていくということが非常に重要だと思います。

その観点からいくつかコメントさせていただくと、1点目は、本会議の名称のとおり、市場区分の見直しに関するフォローアップですので、各市場区分にどういった特徴があつて、何が違いなのか、また、資料4の対応案で申し上げますと、それぞれの市場区分に対して、水準も含めて、どう違いを求めていくのかということがクリアに示され、コミュニケーション、デリバリーされていくことが重要ではないかと思えます。

2点目は、メンバーの皆さまがコメントされているとおりですが、何をいつまでに実施するかというのは、特に海外の投資家からすると、当然ながら非常に重要なことだと思っております。順次実施といった表現については、可能な限り、期間を特定する必要があると思えます。

3点目は、繰り返しコミュニケーション、デリバリーの話になりますが、東証としても当然予定しているとは思いますが、資料4の対応案については、しっかりと英訳したうえで提示し、コミュニケーションしていくことが大事ではないかと思えます。分かりやすい場所に提示し、投資家の方に見ていただくことが、当然ながら重要になってくるかと思えます。

最後に4点目ですが、海外投資家が、対応案の内容について東証に直接質問してくることはほとんど無いという認識でして、実際には、投資銀行や証券会社のストラテジスト、アナリストの方にまず質問するという流れが一般的だと思います。そういったことを考えると、東証としては、しっかりと投資銀行や証券会社のストラテジスト、アナリストの方を集めて、ティーチングセッションを設け、市場において媒介となるコミュニケーターにしっかりと内容を認識、理解してもらったうえで、そういった方にしっかりと海外投資家への発信や質問の対応をしてもらうということが非常に重要だと思います。

そういった形で東証自身もしっかりとコミュニケーション・デリバリーに努める、また、市場関係者への周知または助けを得たうえで、媒介となるコミュニケーターにもしっかりと海外投資家とコミュニケーションしていただくということが重要だと思っておりますので、資料4の対応案を公表して終わりではなく、それ自体はスタートだという認識で、是非、今の点にご留意いただければと思います。

【安藤メンバー】

資料3および資料4については、全体として第1回から第5回までの議論の要点をうまく纏めていただいていると考えます。メンバーの皆様から指摘のありました表現の修正に関しては適宜ご対応いただくようお願いします。

そのうえで、私が強調しておきたい点を申し上げます。本会議は市場区分見直しに関するフォローアップが目的ですので、すべての項目について企業が主語になるのは当然であると認識しています。ただし、2015年6月にコーポレートガバナンス・コードが導入されてから相当の年月が経過しているにもかかわらず、依然としてメンバーの皆様からの指摘は、企業経営者のリテラシーが不十分である、あるいは企業価値創造に対する取組が二極化しているというものであり、このような認識のもとに議論がすすみました。

一方で、企業にとっては、経営そのものや事業運営の何を、どのように改革

すべきかを具体的に指摘してもらうことによって自律/オートノミーの質が格段に向上するという面があります。

そこで私が提起したいことは、アクティブな投資家が十分にスチュワードシップ責任を果たしているのだろうかという点です。投資家は企業と、多い場合には年間3、4回の対話をしているにもかかわらず、PBRが継続的に1倍割れとなっている企業が数多く存在します。パッシブの投資家であるならともかく、アクティブな投資家であれば株を売るという究極の選択肢があるということ的前提にすると、現状のエンゲージメントが十分には機能していないように感じます。もちろん10年前に比べると、パッシブ投資家の比率が高まっていますので、アクティブ投資家が活躍する場が相対的に減っているということはあるかもしれませんが、インベストメントチェーン全体を見たときに、コーポレートガバナンス・コードは、プリンシプルベースではあるものの、実態として企業の一挙手一投足を縛る形になっている一方で、鏡の裏表であるスチュワードシップ・コードが本当に機能しているのかどうか今一度検証すべきです。

繰返しになりますが、この場は市場区分見直しに関するフォローアップ会議ですので、今申し上げたことを論点整理に入れてほしいということではありませんが、今後の重要な課題として意識しておく必要があると考えます。

企業側の対応の不十分さを指摘しているだけでは現在の状況は改善しない懸念があります。ただし、コーポレート・ガバナンス責任を負っている、特に上場企業は、少なくともPBR1倍割れの現状について危機感を持って自発的に改善策を打ち出していくのは当然ですので、企業の経営力の進化には大いに期待しています。

最後に、資料3、8ページのⅡ. 2. (4) 投資家との対話の実効性向上についての最後のパラグラフについてコメントします。三瓶メンバーから指摘がありました。企業実務の視点から内容に違和感があります。このパートでは企業年金基金が積極的に対話をすべきであるということを啓発していますが、資料4の4ページはそのような趣旨の記載になっていません。

オムロン企業年金基金は2020年8月にスチュワードシップ・コードの受け入れを表明し、そのうえで委託運用会社との対話の内容などを公表しています。実は、企業年金基金がスチュワードシップ・コードの受け入れに消極的なのは、自家運用（インハウス運用）をしていないということが主たる理由です。もちろん自家運用しているか否かにかかわらず、アセットオーナーとしてスチュワードシップ責任を果たす義務はありますが、アセットマネジャーとはスチュワードシップ責任の果たし方が異なるということを認識したうえで、具体的な対応を検討する必要があります。

そして、熊谷メンバーから指摘がありました新しい資本主義、加えて人的資本経営との関係についてコメントします。オムロンでは既に2019年度に現役世代は確定拠出年金に一本化をしました。今後は日本企業の国内における旧態依然とした人事制度や退職金・企業年金を含めた諸制度見直しに取り組む必要があります。例えば、ダイバーシティ・アンド・インクルージョンを目指すためには、長年にわたり勤めないで受給できない確定給付年金は適切とは言えません。その意味で、女性管理職比率を開示すれば人財の多様化がすすむというような表層的な議論になりすぎているきらいがありますので、新しい資本主義や人的資本経営を促進するために施策の選択肢を整理して啓発していくことを期待しています。本会議のメインテーマではありませんし、今後の課題ではありませんが、極めて重要ですので、あえて付言させていただきます。

【菊池部長】

ありがとうございました。蛇足ながら申し上げますと、企業年金基金等のアセットオーナーにおけるスチュワードシップ責任の果たし方については、我々としても本日メンバーの皆さまからご指摘いただいたのと同様の認識を持っていたことから、資料4については資料3と敢えて表現を変えていたという事情がございました。本日のご指摘を踏まえ、本会議としても企業年金に対して直接対話を行うことを促す趣旨ではないことが確認できましたので、資料3についても表現は修正させていただきます。

【熊谷メンバー】

メンバーの皆様のお話を聞いていて思ったことを最後に申し上げたいのですが、政策提言をするときには二つの柱がありまして、一つは号令をかけること、正論やあるべき論を性善説に立って示していくことです。もう一つは、より重要なことですが、制度論に落とし込んで改革をやらざるを得ない状況に追い込んでいくということです。先ほど松本メンバーからもご指摘がありましたが、あと一押しと言いますか、さらに制度論に落とし込んで、企業が動かざるを得ない状況にしていくことにできればと私も思っております。

言葉を変えると、こういったものを出すときには、やはり目玉というものがが必要です。先ほど永見メンバーからもコミュニケーション、デリバリーに関するお話がございましたが、例えば、日本のメディアがどう報道するのか、Financial Timesがどういう見出しをつけるのか、セルサイドのストラテジストがどうレポートを書くのか、そういったことを意識しつつ、何らかの形で制度論のところ、あと一押しできればより良いものになるのではな

いかと思います。

【菊池部長】

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、次回の日程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。

今回は、論点整理案と東証としての対応方針案につきまして、本日いただきましたご意見を踏まえた修正を行ったものをご確認いただければと思います。あわせまして、経過措置の具体案につきましてもご確認をいただければと考えてございますので、よろしく願いいたします。

なお、これまで議論ができていなかった、グロース市場に関しましては、論点整理の後に議論を行っていただければと考えております。

以上でございます。

【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。

本日は誠にありがとうございました。次回もよろしく願いいたします。

以 上