



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25日

I. 対応方針	P 2
II. 具体的な方策	
1. 経過措置の終了時期の明確化	P 3
2. 中長期的な企業価値向上に向けた取組の動機付け	P 6
(1) 資本コストや株価に対する意識改革・リテラシー向上	P 7
(2) コーポレート・ガバナンスの質の向上	P 8
(3) 英文開示の更なる拡充	P 9
(4) 投資者との対話の実効性向上	P10
参考資料	P11



- 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、東証は、そうした取組を促進する枠組みづくりを進めることによって、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
- 折しも、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）の実現に向けて、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ところであり、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が、これまでに増して強く期待されている
- 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、東証はスピード感をもって改革に取り組むことが必要不可欠
- 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、資本コスト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自律的な取組の動機付けとなる枠組みづくりを進めていくべきである
 - これらの対応について、継続的な評価を行いながら、更なる改善を図っていくべきである

- 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**利用**することが適当

① 経過措置の終了時期

● 2025年3月（移行後3年）が妥当

- ※ 経過措置を3年としたうえで1年間の改善期間を設ける意見と、改善期間を含めて3年とする意見の両論あり
- 経過措置をいつまでも残すことは新陳代謝の促進を阻む一方、取組の成果が出るには一定の時間が必要
- 経営計画の達成に必要とされる一般的なリードタイムや意見募集における投資家の意見、市場評価を踏まえると3年

② 終了時期を超える計画を開示している会社の取扱い

● 一律で終了（例外なし）とすべき

- 投資家の分かりやすさを考慮し、できる限りシンプルかつクリアな設計・運用とすべき
- 東証が起点となるルール変更は通常もあるものであって、過去に縛られる必要はない

● 例外を設けるべき

- すでに開示された計画について、新たなルールを遡及適用して認めないとすることはできない
- 取組に着実な進捗が見られる会社があることを考慮すべき

（取扱いに関する具体的な意見）

- 猶予を設ける場合であっても、投資家の分かりやすさを考慮し、シンプルな規定にすべき
- 適合に向けた進捗を評価すべく、基準を徐々に引上げるべき
- 最長で（おおよその企業をカバーできる）2027年3月（移行後5年）まで猶予しつつ、企業名、未達内容、計画期限を公表し、いわゆるネーム・アンド・シェイムのような方法で、早期の達成を促すべき

③ 経過措置の終了時期を超える計画の開示をいつまで認めるか

● 終了時期の公表後は認めるべきでない

※ 取扱いの具体案を公表した時から認めるべきでないという意見や、改正規則施行日以降は認めるべきでないというご意見

④ 経過措置の終了時期までの計画期間の延長

● 制限を設ける必要はない

➤ 安易な計画期間の延長は株価にネガティブに働く可能性があり、市場の評価に委ねればよい

⑤ 市場区分ごとに異なる取扱いとする必要性

● 原則として異なる取扱いとする必要はない

➤ 仮に②で段階的に基準を引き上げる場合には、引上げのスピードで差をつけることも一案

※ 基準に適合していない項目数や、基準ごとに取扱いを検討することは考えられるとの意見も

⑥ 市場区分の変更に関する制度的な対応

● 独立した市場区分というコンセプトを踏まえれば、市場区分の変更に関して、審査手続をなくすことは適切でない

● 一方で、東証や証券会社の実務負荷にも配慮し、早期の対応を促すことや、必要があれば制度的な対応を設けることも考えられる

※ 意見募集では、各社の計画期間より短い期限で経過措置を終了する場合には、市場選択の前提が変わることになるため、あらためて市場選択期間を設けるべきとの意見も寄せられた

その他

● 上場廃止となる銘柄の換金機会の確保については、**監理銘柄・整理銘柄の枠組みを活用することが現実的であり、指定期間を6か月間に延長することでよい**

- 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PBR 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を**行うこと**ができるかどうか**が重要**
- **企業価値向上に取り組む主体は企業自身であることから、上場会社が、自律性をもって、将来目指す姿からバックカastingして経営そのものをデザインしなおし、BS経営及びキャッシュフロー経営へ移行していく必要**
- **東証においては、こうした取組の動機付けを行っていく観点から、（1）経営者の資本コストや株価に対する意識改革・リテラシー向上を促すとともに、あわせて、（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**
 - ▶ **施策を進めるにあたり、東証は、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枠組みを作ることが適切**

- 我が国においては、経営者が資本コストや株価を意識していないケースが多く、経営者の意識改革やリテラシー向上、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（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、あるいは、資本コストを上回る資本収益性を達成しているものの将来の成長性が投資者から十分に期待されていないと考えられる）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
 - あわせて、投資家からの評価をさらに強く意識づける観点から、進捗状況の開示も促していくべき
- 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、資本コストへの意識、株主の権利の尊重・少数株主の権利保護など、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、**二極化が顕著になっており**、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**意識が低い企業も相当程度存在する**
- 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、エクスプレインの**好事例や不十分**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、**その役割・機能や**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

- 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、**より一層の対象書類の拡充や、日英のタイムラグの解消**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**や開示タイミング**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、**将来の成長の実現に向けて**資金需要がある企業であれば、海外投資家**も念頭において**英文開示を進めるべきであり、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**企業との対話への意識・関心を高めていただくよう**促していくことが重要

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