

市場区分の見直しに関するフォローアップ会議（第11回） 議事録

日 時： 2023年8月29日（火）17時30分～19時30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

【菊池部長】

それでは、予定の時刻となりましたので、第11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いたします。

はじめに、本日の出席状況でございますが、小池メンバーがご欠席、神田メンバーがオンラインでのご出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。

【池田統括課長】

本日もよろしくお願いいたします。

まず、事務的な連絡でございますが、資料2にメンバーリストをお付けしております。事前説明でご報告しましたとおり、安藤メンバー、永見メンバー、松本メンバーの肩書をアップデートさせていただいておりますので、どうぞ引き続きよろしくお願いいたします。

本日は大きく議題が3つございます。

1つ目が、3月末に上場会社に要請しました「資本コストや株価を意識した経営の実現に向けた対応」について、資料3におきまして、上場会社各社の対応状況を分析しております。また、これまでの間、海外投資家を含めて、非常に多くの投資家の皆様にご関心をお寄せいただき、面談させていただいておりますので、そうした状況もフィードバックさせていただき、今後、より上場会社の取組みを後押ししていくためにどのようなことができるかなど、ご意見をいただければと思います。

2つ目は、資料4でございますが、1つ目の議題とも関連いたしまして、上場会社と投資家の対話・エンゲージメントをより実効性のあるものとしていただくためにどのあたりが課題となるのか、「株主との対話の推進と開示」の状

況も踏まえまして、まずは、課題認識を中心に、皆様からご意見をいただければと思います。

3つ目は、資料5でございますが、グロース市場についてです。フォローアップ会議におけるこれまでの議論や、グロース市場上場会社・TOKYO PRO Market (TPM) 関係者からの意見を踏まえ、本日は、今後の大きな方向性に関しまして、ご議論いただければと思っております。

資料6につきましては、経過措置に関する現時点での状況のご報告となりますが、次回以降で状況をレビューできればと思っておりますので、会議の最後で簡単にご説明いたします。

以上でございます。

【菊池部長】

それでは、早速ですが、資料の説明に入らせていただきたいと思います。本日は、議題が3つございますので、それぞれのテーマごとに、ご説明とご意見を頂戴できればと思います。

それでは、資本コストや株価を意識した経営の実現に向けた対応に関する企業の対応状況とフォローアップについて、資料3に基づきご説明いたします。

ご意見をいただく時間を多くとるため、事前説明でもご説明しておりますし、説明は短めとさせていただきます。

【門田調査役】

それでは、資料3についてご説明します。

まず、1ページが企業の開示状況です。

今回、開示の前に取締役会等での議論を求めており、具体的な期限は設けていない中ですが、3月決算企業のうち、既にプライム市場で31%、スタンダード市場で14%が開示を行っております。ただし、そのうち、具体的な中身は今後改めて開示するという企業も一定数見られております。

2ページは、PBRと時価総額水準別の開示状況です。

PBRが低い企業、また、時価総額が高い企業ほど開示が進んでおり、PBR1倍未満かつ時価総額1,000億円以上の企業では45%が開示を行っている一方で、PBRが高い企業や時価総額が小さい企業では、相対的に開示が進んでいない状況です。

3 ページですが、まず、左側の開示書類については、中計や決算説明資料の中で開示する企業が多く、それぞれ3割程度です。また、右側が、事前説明の途中で差し替えたものですが、PBR1倍未満の企業の実態内容です。ご覧いただきますと、成長投資や株主還元の強化などを挙げる企業が多く、また、ROEが比較的高くてもPBR1倍未満の企業では、IRの強化も多く見られております。ただし、取組みを開示している場合でも、投資者の目線を踏まえると記載が十分ではないと考えられる事例も一定程度見られております。

4 ページは、企業が感じている課題について、日本IR協議会が実施したアンケート結果をご紹介します。

回答として、社内のリソースや体制が整っていないこと、経営目標に組み込むのが難しいという回答が多かったほか、投資者側の状況として、パッシブ運用の増加、中長期目線のアナリストの減少を挙げる企業も多くなっておりません。

5 ページは、ご参考ですが、業種別の開示状況です。

左側のPBRが低い銀行業等では開示が進んでいる一方、右側のPBRが高い情報通信業、サービス業、小売業などでは、相対的に開示が進んでいない状況です。

6 ページは、事前説明の途中で追加したスライドですが、ご参考として、ROE水準別と株式所有状況別の開示状況です。左側のROE水準別では、ROEが低くPBR1倍未満という企業だけでなく、ROEが高いもののPBR1倍未満という企業でも、40%弱の開示が行われております。また、右側の株式所有状況別に見ますと、PBR1倍未満であっても、特に支配株主を有する企業では開示率が21%と、相対的に開示が進んでいない状況です。

7 ページからが投資家等からのフィードバックですが、まず、要請を踏まえた今後の企業の変化について、高い期待を寄せる声を多くいただくとともに、既に企業における前向きな変化を実感しているという声も多くございました。

一方で、8 ページは課題ですが、例えば、PBRが1倍を超えていれば今回の要請は関係ないという誤解があるケース、経営者が対応の意義や必要性について十分に腹落ちしていないケース、対応を進める知見やリソースが十分ではないケースなどがあるというご指摘があり、これらの状況を踏まえて、上場会社を継続的にサポートしていく必要性を訴える声が、投資家サイドからも多く

聞かれたところでございます。

9ページは、そのほか、投資家等からのフィードバックを列記しております。

以上を踏まえて、10ページが今後のフォローアップです。

まず、現状評価ですが、今回、PBRが低い企業を中心にしっかりと要請を受け止めていただき、投資家目線で十分ではない開示もあるものの、既に一定の企業で対応が進められ、投資家も概ねポジティブに評価していると考えられます。一方で、実際の開示状況やフィードバックを踏まえると、対応が進んでいない企業の要因として、PBRが高い企業において、1倍を超えていけば関係ないという誤解があること、また、それ以外の企業でも、経営者が対応の意義や必要性を感じていない、あるいは対応を進めるためのリソースが整っていないといったことなどが考えられるところです。

これらの課題を踏まえて、今後のフォローアップですが、まずは企業における検討や開示を促進していく観点から、以下の3点について対応を進めていきたいと考えております。

具体的には、1点目として、企業の対応状況や投資家からのフィードバック等について継続的にフォローアップし、積極的に周知していくということで、対応が進んでいる企業と進んでいない企業の状況を見える化することで、経営者における対応しなければならないという意識を高めていきたいと考えております。

2点目は、改めて、今回の要請は、PBR水準が高い企業を含め全社にお願いしているという趣旨について、1点目と合わせて周知するということです。

3点目は、投資者の視点を踏まえた対応のポイントや、良い取組みの事例に関して、企業の形式的な対応を招かないよう留意しつつ、とりまとめてはどうかというものです。

また、開示を行った後の株主や投資者との建設的な対話の促進については、この後の資料4でご説明いたします。

ご説明は以上となり、本日は、企業の対応状況や、今後のフォローアップについて、メンバーの皆様からご意見をいただければと思います。

なお、別紙として、集計状況の詳細をまとめておりますので、適宜ご参照ください。

以上でございます。

【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】

貴重な資料をとりまとめていただき、まことにありがとうございます。今年3月に公表された「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、株式市場の活性化に加え、上場企業の企業価値向上のきっかけとして、非常にポジティブなインパクトがあったことは間違いありません。このフォローアップはポジティブな影響を継続できるかどうかを左右する極めて重要な取り組みだと強く認識しております。

国内外の機関投資家もフォローアップに高い関心を寄せているのは周知のとおりです。また、来年には、「貯蓄から投資」への流れを加速させる新NISAが始まり、資金供給サイドに必要とされていた制度が抜本的に整備されますので、パズルの最後のピースとも言える資金需要サイドである上場企業の企業価値向上に向けた取り組みが、従来以上に強く期待されることとなります。こうした観点から、フォローアップ会議の議論は、上場企業の企業価値向上の実効性を確保し、株式市場の変革に向けてスピード感をもって取り組むことが必要不可欠だと考えます。

以上のことを申し上げたうえで、各論に入りたいと思います。資料2ページをみると、資本コストなどを意識した対応について、PBRが低い企業/時価総額が大きい企業ほど開示が進んでいる一方で、PBRが高い企業/時価総額が小さい企業では相対的に開示が進んでいないという特徴が浮き彫りになっています。東証からの要請後、大和総研でも多くの企業とディスカッションをする機会がありましたが、我々も企業と接した印象として同じような感触を持っております。

我々の感じた印象をもう少しお話をすると、対応を検討中とする企業は3つのパターンに分けられると思います。

第一に、要請を機に社内改革を試みようとする企業、第二に、リソース不足で手が回らない企業や他社の出方を様子見る企業、第三に、要請に取り組む意義に疑問を抱く企業という3類型です。

この点を踏まえて、上場会社による要請の検討・開示を進めるために、それぞれの企業に合わせた施策の実施や環境作りが必要であると考えております。

具体的に、3つほどアイデアをお伝えいたします。

まず1つ目ですが、以前にも申し上げたとおり、資料10ページに挙げられている「投資者の視点を踏まえた対応のポイントなどを取りまとめて周知する」というのは企業のニーズに合った施策だと思います。模倣を出発点として独創的なアイデアが生まれるケースも多々ありますので、好事例を自社のケースに置き換えてブラッシュアップすることが現段階では必要ではないかと考えます。もちろん、かっこ書きで書かれているように、企業の形式的な対応を誘引しないよう留意する点が肝要だということは言うまでもありません。

取り上げるポイントや事例としては、例えば「資本コスト」が考えられます。上場企業の開示を見ていると、資本収益性の分析・対策は詳細に言及されているものの、資本コストの低減には触れられていないケースがよく見られます。こうした観点から、分析が不足している論点や企業が知りたいと感じている論点を取り上げることは、企業への有益なガイダンスになるものと思われる。

2つ目として、開示した企業の一覧表を作ることを提案いたします。企業による開示の対応状況に加え、資料3ページの開示書類の種類や取組み内容などに基いて作成してはいかがでしょうか。取組み内容では、「資本収益性・資本コスト」「市場評価」という観点からも内容を分析することが一案だと思います。いかにも日本的なのですが、上場企業と話をすると、他企業の状況はどうかという話が必ずと言ってよいほど出てきます。日本にはまさしく「恥の文化」が存在します。こうした企業の行動様式を逆手にとって、開示を促進する環境を作ることが効果的ではないかと考えます。

これらの情報は企業だけではなく、投資家にも有用です。情報を公開する際の留意点として、検索サイトのワード検索で一覧表の該当率を高めるような工夫や情報ベンダーに一覧表を提供して投資家に利用しやすくすることなどが肝要です。この会議でもリクエストがあった経過措置適用会社の一覧表は非常に有用であると思うのですが、検索サイトではなかなかヒットせず、存在があまり知られていないのは非常にもったいないと感じています。

3つ目として、要請の趣旨を継続して周知することに加え、より一層かみ砕いたガイダンスを行うことが考えられます。要請に疑問を抱く企業には、投資家をはじめとするステークホルダーの期待に応えるために、資本収益性などを十分に意識した経営資源の配分を行い、企業価値の向上を実現していくことの重要性について丁寧にガイダンスしていかなければいけません。また、株式市

場で不特定多数の投資家から資金を調達して事業を遂行する責務を改めて考え直す機会も必要です。今後の議論になるかもしれませんが、企業行動規範で対応していくことが考えられます。

最後に、企業の開示を促進する対策とは別に、本要請をフォローアップする立場であるフォローアップ会議として、評価方法や目標の必要性について議論すべきではないかと考えます。フォローアップ会議が3年間継続して開催されることを踏まえ、場当たりの対応を避けるべく、評価軸を定める議論を実施するのはいかがかと思えます。

【三瓶メンバー】

課題と解決の方策及び意識改革のポイントを3点ほど申し上げたいと思えます。

資料3の3ページについて、事前説明から資料を修正いただきありがとうございました。資本収益性や市場評価の改善に向けた取組みとして、 $1R$ の強化を挙げている企業が多いとあり、一見するとそれはそれで良いように見えますが、強化の内容がずれている可能性があると思えます。ずれがあることを端的に示しているのが右側の棒グラフです。 PBR 1倍未満の企業の典型的な課題を単純化して2つに分けると、ひとつは資本コスト割れということです。単純化するために資本コストを8で固定とすると、 $ROE \div 8$ とすれば資本コスト割れしているために PBR 1倍未満であることがわかります。もうひとつは、資本コストを超えているのに PBR が1倍割れあるいは1倍を大きく超えずに非常に低いということです。 $PBR = ROE \times PER$ であり、 PER は成長の関数なので、 ROE は資本コストを超えているものの成長性がないとみなされている、または成長性についての発信が刺さっていないということを意味します。この2つの問題について右側の棒グラフで見たときに、例えば「成長投資」について、 ROE 8%未満の会社のほうがより注力しているとありますが、 ROE 8%以上の会社はギアチェンジして成長投資にシフトしなければならないので、本来は棒グラフの凸凹は逆になるべきです。また、「株主還元の強化」は、より再投資を増やしていくので ROE 8%以上の企業のほうが少なくなるはずで、これも棒グラフが逆転しています。「サステナビリティ対応」も同様で、 ROE が十分高い水準まで達していて、新たなビジネス機会を捉えてやっていける会社が対応するもので、人的資本についても、「人的資本投資」という将来の成長投資についてもっと力を入れていくというのは、 ROE 8%以上の会社こそ積極的にすべきことなので、上位4つの重要な項目のすべてが逆転していると思えます。事業ポートフォリオの見直しは、状況にある程

度余裕があるほうが入れ替えしやすいというのもあるので、このような結果もあり得ると思います。I Rの強化も、ROE 8%以上の会社のほうが頑張っているようですが、頑張る方向性がもしかしたら違うかもしれないということは、課題の捉え方や方策を考える際に取引所が適切にガイドするとよいと思います。

2点目は6ページですが、これも同じようなことが見て取れます。左側のグラフについて、PBR 1倍未満かつROE 8%以上の企業の改善余地は非常に大きいはずですが、投資家に刺さる発信や取組みができるかどうかにかかっていると思います。右側のグラフは、支配株主ありでPBR 1倍未満の企業では21%しか開示していないということで、少数株主を軽視しているということが如実に表れていると思います。

3点目として、10ページに「PBRが1倍を超えていれば、今般の要請は関係ないという誤解が生じている」とありますが、これはPBRだけでなく、ROICやROEも同じだと思います。特に事業ポートフォリオの見直しの中で、各事業セグメントで見るとはますますそうなのですが、ハードルレートを超えていればこの事業は合格、というようでは株式市場ではまったく評価されません。株式市場は相対的に評価します。より高く、より競争優位にという努力を続けているかどうかを評価しているので、一定のハードルレートを超えていればそれで満足、及第点だという考え方自体が、十分に意識改革できていないということだと思います。そういったことを丁寧に説明していくとともに、開示の内容がきちんと投資家の期待にかなったものになっているかフォローアップしていく必要があると思います。

【安藤メンバー】

お示しいただいた集計結果はファクトではあるものの、あくまでコーポレートガバナンス報告書で開示したプライム市場上場会社242社の状況を分析したものであり、これを全体の傾向として捉えるのは少々早計です。

私は、短い期間にこれだけの企業が前向きに開示を行ったことを極めてポジティブに評価していますし、サンプル数が少ないことに留意しないと、資料が公開された際に誤解を生む可能性が高いと思います。一般論として企業は株主総会後にコーポレートガバナンス報告書を更新するので、12月期決算会社は今回の集計にあまり含まれていない可能性がありますし、既に中期経営計画や統合報告書などで目標や取組方針を公表していても、コーポレートガバナンス報告書では触れていない企業も相当程度あるはずで、これらのことを考慮す

ると、短期間でここまで企業の対応がすすんでいることは素晴らしいことであり、東証およびJ P Xグループが様々な形で積極的に啓発していただいている賜物ですが、もうしばらく進捗を見守りながら本質的な課題を見極める必要があると考えます。ただし、東証には、企業に対してコーポレートガバナンス報告書における開示が必須であることを改めて周知徹底していただくようお願いいたします。

【松本メンバー】

全体的によく整理されていて、今後のフォローアップについても概ね資料のとおりかなと思ったのですが、ひとつ気になるのが6ページの株式所有状況別の開示状況です。母数が少ないのでかなり個性的だとは思いますが、支配株主ありでPBR1倍未満の企業では21%が開示していますが、うち検討中とする企業が9%いるので、取組みを開示している企業は12%しかいません。別紙1を見ますと、支配株主ありの企業において、例えば、スタンダード市場では、具体的な目標設定を記載している企業は0%、具体的な取組み内容としても、IRの強化とサステナビリティ対応が50%ということで、支配株主がいる企業はほとんど対応していないように見えます。そもそもアクションをとっている企業が少ないうえ、アクションをとっている企業も中身が不十分であり、支配株主がいる企業の弊害は大きいと思わざるを得ません。実際に、支配的株主がいる企業では、対話が成り立たなかったり、対話に出てこないというケースも多くあります。「資本コストや株価を意識した経営の実現に向けた対応」とはズレるかもしれませんが、支配株主がいる上場企業が抱える問題は大きいように思いますので、別途議論する必要があるように思います。

【神田メンバー】

資料にある施策は大変結構だと思いますが、そのうえで、2点感想を申し上げたいと思います。

1つ目は、「検討中」という開示についてです。コーポレートガバナンス・コードのコンプライ・オア・エクスプレインにおける不十分なエクスプレインの事例として当会議でも披露されましたが、来年になっても「検討中」という書き方で許容されると思われる節があつてはいけないと思います。「検討中」なのであれば、いつまでに、どういうことを開示するのか、具体的な工程や時間軸を開示していただくようお願いする必要があると思います。

2点目は、「リソースの不足」についてです。その具体的な意味は、おそらく財務人材の不足を指しているのだと思いますが、リソースが不足しているの

であれば、こういった対応・対策をするのかということを開示の中で具体的に示していただく必要があると思います。

【永見メンバー】

資料は全般的に違和感なかったのですが、以前の会議から一貫して、市場の改革姿勢を示し続けることが最も重要なテーマだと思っています。そうした観点から資料の2ページを見ると、意識が高い会社は開示もアクションも早速やっているということですが、本当に市場を改革するということは、検討中としている会社や開示していない会社が変わっていくことです。私はどちらかというと強制性や指導していくという方針があっても良いのではないかと考えています。もうひとつは、市場原理が働くという観点で、この後のテーマにも関わるとは思います。投資家サイドからエンゲージメントやプレッシャーがあっても良いのではないかと考えています。そういったことを通じて、取組みを開示していない70~80%の企業がしっかり変わっていくことが市場の改革につながるとは思います。

【翁メンバー】

今回の取組みが、一部の企業だけでなく、資本コストや資本収益率、あるいは株価について、経営の評価軸をもって、取締役会で議論するという動きにつながっているのだとすれば第一歩だと思っています。ただ、ご指摘にもあったように、PBR1倍を超えれば良いということではないということに加えて、グローバルに見てどういう状況になっているかということも含めてしっかり示し、立ち位置を確認していただくことも必要だと思っています。

また、先ほど三瓶メンバーが非常にロジカルにおっしゃいましたが、ポートフォリオの見直しやバランスシートの入れ替えに加えて、エクイティストーリーについても話ができないと解決しないようにも思っています。意識はあっても、何をすればいいのかわからないという企業も多いと思うので、アナリストの見方を紹介するなど、東証からの発信を工夫するとよいかと思います。

また、多くの地方銀行において開示していただいているとのことですが、ある地方銀行はかなり評価が高く、オムロンがなさっているような業務に落とし込むようなロジックツリーを出しているということで評判になっています。形式的な対応を誘発しないよう注意する必要がありますが、そういった事例を工夫して出していくことも大事だと思っています。

最後に、最終的には長期的にPBRが上がっていくことが重要ですので、こういった開示が長期的にどうPBRに結びついていくのかということが検証できるような体制を東証としてもとっていただきたいと思えます。

【黒沼メンバー】

神田メンバーが指摘されたことに似ているのですが、今回の集計結果は思ったより記載が少なかったということと、「検討中」とする企業が特にスタンダードを中心に多かったことはやや意外と言いますか、失望した点でもありません。記載がない企業も「検討中」ということなのではないかと思いますが、「検討中」とした企業は、今年はやらないと諦めてしまったのではないかという印象さえもちました。今後コーポレートガバナンス報告書を提出する企業には、「検討中」とするだけでなく、具体的な記載が期待される旨を発信していただければと思います。取組内容については、我々はその良し悪しを言う立場にないので、企業の開示を踏まえて、投資家と企業との間で対話を進めていただければと思っております。

【菊池部長】

ありがとうございました。

続きまして、株主との対話の推進と開示に関する企業の対応状況とフォローアップについて、資料4に基づきご説明いたします。

【山脇調査役】

資料4についてご説明させていただきます。

1ページは、対話の要請に対するプライム市場上場会社の対応状況をお示ししております。3月期のプライム市場上場会社のうち、7月半ば時点で34%が対話の実績を開示している状況です。

また、先般の要請は、本会議でもご議論頂き、まずは、株主からの対話の申し込みがあった場合に、真摯に対応いただくという趣旨で対応を求めたものでございましたが、右側の時価総額別の状況にもございますように、規模が大きく、対話の対象となりやすい企業ほど開示が進んでいる状況です。

2ページは今後のフォローアップの在り方についてでございます。要請をきっかけに、実際の企業の対話姿勢にも前向きな変化が見られている状況でございますが、こうした変化が、単に形式的に対話の回数を稼ぐといった対応に終始しないよう、きちんと企業価値向上に結び付けていくためには、上場会社や投資

家の課題・悩みを踏まえ、取引所という立場で可能な範囲でということではございますが、追加的なサポートを進めていくことが肝要と考えております。

3 ページ目以降が、要請前後において、我々が上場会社や投資家とコミュニケーションを取る中で、実際に聞かれた「課題・悩み」のご紹介となります。

1 点目は、上場会社・投資家の双方が認識している点として、対話のアジェンダ設定が中長期的な企業価値向上に資するものとなっていないということがございます。

上場会社においては、投資家による対話が短期的または形式的なものになっているのではないかと課題が認識されております。

また、投資家からは、上場会社に対し、アクティブ・パッシブといった属性の違いを理解し、アジェンダを設定することの重要性が指摘されております。

また、課題・悩みの2 点目として、企業側の対応者について、本来はアジェンダや相手先の投資家に応じて、適切な人物を設定することが求められる一方で、投資家からは経営陣による対話への関与が不十分との声もございます。

実際に、対応者の実績を開示した企業を対象に集計を行ったところ、右下の円グラフでございますが、ファクトとして、担当部のみで対応といった企業も一定程度ございました。

4 ページ目に移りまして、3 点目として、特に投資家との対話を企業価値向上に活かしていこうと前向きに考えている企業からは、個別具体的な対話が期待されるアクティブ投資家の保有が限定的という悩みも寄せられてございます。

続いて、4 点目は、特にパッシブ投資家において、実効的な対話の実現に必要な自身のリソースが、人材や時間の面で不足しているとの課題が認識されております。

また、加えて、今回の対話の要請によって、今まで対象としていなかった企業から個別の対話を求められることになれば、リソースの更なるひっ迫に繋がるとの懸念も寄せられております。

5 ページ目に移りまして、5 点目が、そもそも投資家との対話機会が得にくいプライム市場上場会社が相当程度存在するということがございます。

特にパッシブの投資家からは、個別の対話機会が持てない中でも、投資家の視点について、こうした企業に如何に意識してもらうかが課題との声も聞かれております。

6 ページが、本日ご議論いただきたい事項となります。

1点として、対話の実効性向上の観点で、上場会社や投資家から寄せられた課題や悩みについてどのように考えるかご意見を頂戴できればと思います。

あわせて、2点目として、そうした課題・悩みを踏まえ、取引所として、どのようなサポートを行っていくことが考えられるかについても、ご意見を頂戴できればと思います。ご参考までに、想定される取組みの例をいくつか載せてございますが、こちらに限らず、幅広くご意見を頂ければと存じます。

以降のページは、対話の実施状況に関する開示例でございますが、ご説明は割愛させていただきます。

以上となります。

【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。よろしくお願いいたします。

【熊谷メンバー】

フォローアップの内容は資料4の6ページで概ねカバーされていると考えます。特に重要な取組みとして、6ページ①「中長期的な企業価値向上に資する対話のアジェンダ設定となっていない」という部分です。

「資本コストや株価を意識した経営の実現に向けた対応」など、今年3月に行った一連の要請は投資家と上場企業の日線を合わせる、認識のギャップを埋めるということが目標の一つであると認識しています。①はまさに日線のズレを修正する取組みであり、そうした取組みを通じて上場企業と投資家の共通理解を推進していくべきであると考えます。

上場企業と投資家の共通理解を推進する周知・啓蒙活動の中でセミナーなどを開催することになると思いますが、フォローアップ会議などの場を通じてセミナー実施の実績をしっかりと対外的にアピールしていくことも忘れてはならないでしょう。そこで得られた新たな知見をさらに施策に落とし込む様な、好循環を加速することも有益です。

また、「株主からの対話の申し込みに対する体制整備などを促す」という目的から少しずれてしまうかもしれませんが、6ページの⑤「そもそも投資家との対話機会が得にくい」会社に対しては、自主的な取組みのサポートだけでなく、個人投資家向けのIRを行っていくことも考えられます。

規模が小さい企業は機関投資家の投資対象にならない可能性があります、その場合は個人投資家などの売買を積み上げて、時価総額や流動性を高めてい

く方法があります。「資本コストや株価を意識した経営の実現に向けた対応」がプライム市場だけではなく、スタンダード市場も対象としていることや、来年から新NISAが始まることを踏まえれば、個人投資家に自社を知ってもらうこと、個人投資家の期待を知ることも必要になるのではないのでしょうか。

【松本メンバー】

フォローアップの内容は概ね良いと思いますが、1点大変気になるのが、6ページの③「対話相手となるアクティブ投資家がパッシブ投資家に比して限定的」という点です。

株式の売却が可能なアクティブ投資家と異なり、パッシブ投資家はインデックスに入っている以上売却ができないため、エンゲージメントにより企業価値向上を促していくしかありません。

よって、パッシブ投資家は対話をしない、対話相手とならないといった企業側の考え方は、私は明らかな間違いと考えます。実際にアメリカでもブラックロックやフィデリティなど、パッシブの運用残高の大きいところが、エンゲージメントに大変力を入れています。

もし、上場会社の方で、パッシブ投資家と対話をしてもとしようがないと思っているのであれば、その考え方を正していかなければいけないと思いますし、運用会社側も、パッシブなのでリソースが無いというのは、受託者責任の放棄のように思われますので、そうした双方の誤解を改めていく必要があると考えます。

【三瓶メンバー】

まず資料4については、投資家・上場会社双方について、彼らの考える悩み・課題を取りまとめていただきありがとうございます。

そのうえで、どうしたら良いかということが本日の議題ですが、私は、この悩み・課題に関する声に関して非常に問題意識を持っております。

私自身も長年エンゲージメントに注力し、試行錯誤を重ねながらやり方を改善をしていったわけですが、そういった経験を踏まえてみたときに、投資家も上場会社もやらされ感が出ており、双方プロ意識がない中で、不平・不満を言っているように感じる場所があります。そうした不平・不満の声を拾っても、なかなか改善の手立ては見つからないように思います。

例えば、資料4の2ページの①「対話のアジェンダ設定」のところ、投資家から、自分たちが期待するようなアジェンダ設定になっていないといった趣旨の指摘が載せられていますが、そもそもグローバルで見ても、アジェンダ設定というのは、投資家リードでやっていくものです。企業の方からのアプロー

手で、アジェンダの指定がある場合ももちろんありますが、その際に指定されたアジェンダが適切でないと考えるのであれば、それに加えて、より重要なアジェンダを提案したうえで、双方のアジェンダを扱えばよいと考えます。

また、2ページ②の「上場会社の経営陣の対話への関与が不十分」という点についても、例えば、経営陣に対話を申し込んでも応じてもらえなかったということを行っているのだとすると、そもそも設定したアジェンダが経営陣に響くものではなかったということではないかと思います。形式的なアジェンダを提示して、経営陣との対話を断られたということならば、投資家側に問題があると考えます。むしろ最初に担当者が出てくるのは当たり前であって、担当者に問題意識やアジェンダを伝えたときに、ハイレベルな話だ、経営陣と話をしてもらう必要があると認識すれば、担当者が自ずから経営陣へ繋いでくれます。

上場会社側の③「対話相手となるアクティブ投資家がパッシブ投資家に比して限定的」という点についても、そもそもアクティブ投資家は投資対象を限定していますので、当然のことだと思います。まず、アクティブ投資家から相手にされるために、どういう魅力があるかということを経営側がアピールしなくてはならず、その段階を経ずに、アクティブ投資家がいないので対話ができないというのは見当違いだと思います。

また、規模が小さい会社についても、著しく規模が小さい場合にはそれによって対話の対象から外れてしまうといったことが確かに在り得ると思いますが、その会社が面白い変化をしそうだということであれば投資家も対話には応じます。こうした会社も同じく投資家へのアピールができていないという企業側の問題がある可能性があります。

全体として、上場会社・投資家の双方がもっとやれることがあるにも関わらず、不平・不満を言っているように感じるところですので、そこを議論の出発点として良いのだろうかという懸念があります。むしろ、その前にやれることを示していくことが重要と感じております。

【永見メンバー】

資料4に記載のある課題については、発行会社目線でも違和感はありません。メリハリをつけるのであれば、②「上場会社の経営陣の対話への関与が不十分」という点が重要と考えておまして、CEOや経営陣が対話にコミットするかどうかという一点に尽きると思います。

時間を沢山使うということを言っている訳ではありませんが、やはり一定の対話回数も踏まえて、ファイナンシャルリテラシーを高め、CEOや経営陣がきちんと対応しているかというのはモニタリングすべき内容だと思います。

時価総額が小さく上場したとしても、その後数千億円になっている会社の中には、CEOがトップセールスとなって株式を売り、強いコミットメントを感じるような会社も沢山あります。

その観点から、参考にある神戸製鋼の事例のような、経営トップの面談回数の開示も、非常に形式的なようには見えるのですが、一定のコミットメントを示すファクトとしては分かりやすいものと考えておりました、そうした開示を促すことも一案としてはあるのではないかと思いました。

【安藤メンバー】

資料4の内容を見ると、企業側も投資家側も対話に結構なストレスを感じていることが読み取れます。私は以前から申し上げている通り、対話だけに焦点を当てるのは間違っており、対話の前提であり、必要条件となる企業側の経営情報の開示が不十分であるという現状がすべてのストレスの基になっていると考えています。

企業がコーポレートガバナンス責任を果たし、フェアディスクロージャーを全うするためには、まず経営情報の開示を徹底する必要があります。投資家も開示が不十分な企業とは質の高い対話を行うことができず、それが最大のストレスになっているはずで、したがって、企業の経営情報の開示の重要性を今一度強調しておきます。

さらに言えば、アクティブ投資家であっても、企業側の経営情報の開示が必要かつ十分であれば、業績などに関する定点観測をしているだけで、対話をしなくてもポートフォリオの健全性を守れますし、仮に不十分な点や、あるいはさらにこうした方が企業価値が高まるといったアドバイスをする目的で対話の場を活用することで良いのではないのでしょうか。

繰り返しになりますが、対話の前提としての経営情報の開示が充実しない限り、質の高い対話の促進は期待できません。

また、本日の議事録を読んだ方が誤解されないようにあえて申し上げますが、パッシブ投資家も個別企業との対話を行うべきであるとする前提には違和感があります。私は、原則としてパッシブ投資家は対話やエンゲージメントをしないという認識に立っているため、議事録を読んだ企業が、これからはパッシブ投資家とも対話・エンゲージメントを積極的にやっていかなくてはならないという風に捉えられてしまうのは問題があるように思います。

また、投資家も株式の保有企業数がかなり違いますので、例えば、海外と国内投資家を同列に論じてよいのだろうかということもありますので、投資家の属性によっても対話・エンゲージメントの在り方は変わるはずで、いずれに

しても上場会社である以上は、経営情報の開示を自発的にやらない限り、コーポレートガバナンス責任を果たしたことになる点については、もっと企業経営者側に伝えていく必要があると考えます。

【松本メンバー】

今の安藤メンバーのコメントに関してですが、パッシブ投資家がインデックスの対象銘柄を買うだけで、エンゲージメントを行わないというのは、受託者責任を全うしたことにはならないと思います。

ブラックロックのラリー・フィンク氏から直接話を聞いたこともあります。パッシブ運用が中心で保有する企業の株を選ぶことが出来ないため、しっかりとエンゲージメントを行い、企業価値を高めることが重要といったことを仰っていました。

日本のパッシブ投資家がどれだけエンゲージメントをしているかについては、私は詳細を承知していませんが、受託者責任を全うする観点からは、しっかりと対話をして、アセットオーナーのために企業価値向上を高めていくことが当然求められるものと考えます。

【安藤メンバー】

あるべき姿ということではなく、現状どうなっているかということを見ると、必ずしも松本メンバーのおっしゃるようにはなっていないのではないのでしょうか。

ブラックロックのお話もございましたが、その他数多あるパッシブ投資家は、インデックスを買っているという前提に立って、個別企業との対話・エンゲージメントが自分たちの責務であって、アセットオーナーに対する責任であるとは認識していないように思います。

【菊池部長】

私の方からも一言コメントさせていただきますと、結局対話・エンゲージメントという言葉の中身をどういう風に捉えるかということだと思っております。5ページにもありますように、パッシブ投資家もエンゲージメントをしているという認識はあるのだと思いますが、その中身がESGといった一般的な中身に留まるのか、それとも、個別の会社の企業価値向上に向けた具体的な施策に話が及ぶのかということに違いがあるのではないかと、個人的には考えおります。

【翁メンバー】

現在、NISAにより個人の資産所得を増やそうという流れになっている中で、エンゲージメントがしっかりなされていないとすれば、非常に大きな問題だと考えております。

私も①は理解に苦しんだところでして、企業側は、PBRの議論にもありましたように、資本コストと資本収益率の関係をどう考え、どう企業価値を上げていくか、そのためにはビジネスモデルをどのようにしていくのが良いか、そういったことをしっかり話していくことが求められるとっておりで、形式的な対話に終わってしまっただけでは意味がないとと思っています。

そうした観点で、企業側の対応者については、経営のトップの方が出てきて、自らの言葉で語る必要があると思いますし、投資家側もプロフェッショナルな方がそうした対話を担っていくということが極めて重要だと考えておられて、お互いに質を高めていくことが大事だとお思います。

また、海外投資家との対話を推進していくことも非常に重要だとお考えており、日本企業のCEOも海外投資家にビジネスモデルを語れるようになっていかなければいけないのではないかとお思います。

実質的な企業価値の向上に繋がるエンゲージメントをどのように実現していくのかということ、企業・投資家の双方が考える必要があるのではないかと感じました。

【神田メンバー】

資料を拝見して私が感じたのは、対話というのはスチュワードシップ・コードの制定以来、少しずつ進展してきていると思いますが、一言でいうと地に足がつかない状況なのかなと思います。これは非常に難問でして、東証に何ができるのかということだと、東証にも悩みがあるのではと思います。

そのうえで2点コメントさせていただくと、1点目は、三瓶メンバーのご指摘に関連して、概念整理というか、誤解を解くという観点で、すべての上場会社が、または、全ての機関投資家と対話・エンゲージメントをすべきという話では全くないと思います。ですから、投資家と対話したいけどその機会がないというのは全く問題ではなく、エンゲージメントという言葉は対話を超える意味がありますけれども、私はエンゲージメントというからには、基本的には投資家の側からアプローチするものだと考えます。投資家からアプローチをした時に、対話・エンゲージメントが起きるということを基本として、誤解を解いていく必要があると思います。

それとは別に個人投資家などに対するIRはもちろん重要なことだと思しますので、そういったことを進めていくことは結構なことだと思っておりますが、エン

ゲージメントという言葉には色々と誤解があるように感じましたので、こちらは全員やれという訳にはいかないの、そういった点を上手く東証の方で発信していただけないかなと思います。

2点目は、そうは言っても好事例などを紹介していくことは非常に良い取組みだと思いました。

また、先ほどのパッシブ投資家の議論についても言及させていただくと、私の理解では、パッシブの投資家は、昔はエンゲージメントをしていなかった、今はやり始めているということだと思います。そして、そのやり始めた時期が、偶然と言ってよいと思いますが、ESGが重視されるようになりはじめた時期とほぼ一致しているということではないかと思います。

【黒沼メンバー】

ここで取り上げている問題は、プライム市場を、多様な投資家との対話を中心に据えて企業価値向上に取り組む企業向けの市場と位置付けて、プライム市場上場会社に限って、どういう取組ができるかということだと思います。

そのうえで、機関投資家側のアプローチについては、スチュワードシップ・コードもありますし、全ての上場企業が対話の対象となるわけではないというのもそのとおりだと思いますが、プライム市場の中でも投資家との対話の機会がない企業がいるという点について、東証がどのようにサポートしていくかが重要で、その取組みが6ページに記載されているものだと思います。

6ページに記載されている取組みはもっともな内容だと思いますし、サポートが中心になろうかと思いますが、例えば②の取組みの例にあります「適切な対応者の設定の推進」というのは、具体的にはどのような内容を想定しているのでしょうか。CEOが対話に応じるように要請するのか、好事例を紹介するのか、どの程度まで東証ができるとお考えなのか、参考までにご教示いただければと思います。

【池田統括課長】

先ほどの永見メンバーのコメントにもございましたが、やはり良い事例を示していくということが一番適切ではないかと考えております。

対応者については、アジェンダや相手の投資家にもよって企業が考えるものだと思いますので、東証が一概に誰が対応すべきと決めつけるのも少しおかしかなと思います。ですので、実際に企業が行っている取組の工夫などを紹介することを想定しております。

【黒沼メンバー】

ありがとうございます。理想としては、プライム市場上場会社の多くで対話が行われるのが望ましいとして、それを投資家側でプッシュしていくべき部分と取引所ができる部分を区別して議論していく必要があると感じましたので、今のような質問をさせていただきました。

【安藤メンバー】

先ほど神田メンバーから、パッシブ投資家でも、ESGに関してはエンゲージメントが始まっているという指摘がありました。思い起こせば、かつて私も8年ほど前、IRを担当していた当時、パッシブ運用を標榜する投資家からESGについて話を聞きたいという要請を受けて面談したことがあります。ただし、その時は、日本企業の代表としてオムロンがどういった取組をしているのか、日本全般がESGについてどういう方向に向かっているのかといった趣旨のヒアリングが中心あり、個別企業との対話取組みというよりは、日本企業の動向が関心の中心でした。

ただし、そこから大分時間も経っていますので、足元では、特にESGについては、個別企業の状況のヒアリングをしているというケースもあるのかもしれない。

【三瓶メンバー】

エンゲージメントの定義が固まってこないと、色々な意見交換がすれ違ってしまふのかなという感じがしています。グローバルでエンゲージメントの定義をするとき、多くの人が同意する定義が2つありまして、1つはEngagement for Informationでして、安藤メンバーがおっしゃったESGのヒアリングはこちらに該当していると思います。比較的エンゲージメントに慣れていない機関投資家もこちらであればできるということで、先ほど神田メンバーが発言されたようにESGの波と一緒に、パッシブ投資家においてこちらのエンゲージメントが増えてきたということかと思っています。

もう1つが、Engagement for Changeでして、こちらは企業側が変わってもらうために、投資家のはっきりとした目的をもって、企業側にこうなってほしいと言いに行くものです。こちらは、対話の相手として、経営トップや取締役会議長、独立社外取締役など、取締役会にそのアジェンダをもっていってくれる人と対話をしないといけないといった違いがあります。この場合、当然、アジェンダ設定をリードするのは投資家側となります。

よって、どちらのエンゲージメントの話をするかで、その中身も変わってくるものと考えます。

【松本メンバー】

スチュワードシップ・コードや責任投資原則でも、受託者は対話・エンゲージメントすべき旨が明確化されており、当フォローアップ会議のテーマからは逸れるかもしれませんが、仮に対話・エンゲージメントをやっていない投資家がいるのであれば、それは明らかに受託者責任違反であると思います。

【菊池部長】

ありがとうございました。

続きまして、グロース市場の機能発揮に向けた対応方針について、資料5に基づき、ご説明させていただきます。

【磯貝調査役】

資料5についてご説明いたします。

おめくりいただいた1ページですが、本日は、これまでの議論や、グロース市場上場会社・TPM関係者のご意見を踏まえて、グロース市場の機能発揮に向けた今後の方針をご議論いただきたいと考えております。

3ページ以降で、これまでの議論を取りまとめておりますが、スタートアップ育成の最大の課題はスケールアップにあり、それに向けては積極的な成長投資が必要であることや機関投資家の参入が鍵となることなどをご指摘いただいております。

また、5ページでございますが、上場前に成長できる場を設けるべきなどのご指摘もあったところでございます。

続きまして、7ページ以降では、上場会社経営者向け意見募集の結果をまとめております。

多くの上場会社から頂いたご意見としては、10ページにありますとおり、希薄化・減益が問題視されることから、なかなか資金調達・成長投資を行いにくいとの声でしたが、一方で、上場会社においても、成長ストーリーを投資家に十分に説明する重要性を指摘する声もあったところでございます。

また、12ページにありますとおり、機関投資家の参入に関して、接点が乏しいことを悩む声や、効果的なIR方法が分からないとの声も多くございました。

続いて、21ページ以降では、TPM関係者のヒアリング結果をまとめております。

成長の実現を目指す会社の上場先として活用できるほか、そうした会社が増えることにより、TPMに投資をしたいという投資家も増えるのではないかとのことであり、東証においてはそうした意欲的な会社の取組みの支援や、可視化を行うべきとのご意見をいただいております。

そして、最後の24ページでございますが、まず大前提として、グロース市場上場後における成長の実現のためには、上場会社が積極的な成長投資を円滑に実施できるようにしていくことが必要ではないかと考えております。一方で、現状では小規模なIPOが多く、結果として上場後に伴走者としての機関投資家の参入が進まないことから、成長投資も行いにくいという課題があるものと認識しております。

こうした中、今後は、破線囲み部分の方針に基づき、検討を進めてはどうかと考えております。

まず①でございますが、機関投資家を呼び込むためには、何よりも上場会社自身が成長ストーリーを積極的に示していくことが重要と考えております。そこで、取引所においては、情報開示等の促進と合わせて、機関投資家との接点構築やIR支援などを行ってはどうかと考えております。

また、②にありますとおり、本来的には、上場「前」のところで、機関投資家が参入しやすい規模まで、大きく成長できる環境を作ることも重要と考えております。それに向けては、政府や関係各所において「スタートアップ育成5か年計画」に基づく様々な施策が進められていますが、取引所としても取り組めることがないか、関係者へのヒアリングを実施しながら、検討してまいりたいと考えております。なお、その一つの案として、プロ向け市場を活用して大きく成長していくモデルを作り、普及していくことも考えられるのではないかと考えております。

そして、③でございますが、新規上場基準の引き上げに関しては、上場前の資金供給が円滑に行われるかという観点で、政府等の施策を通じてエコシステム全体の機能が改善するかを見ていくほか、上場維持基準の引き上げに関しては、足元でまさに経過措置の期限を決めたばかりでございますので、対象会社の取組みの進捗状況を見ていくことといたしまして、こうした事柄が進んだ将来において検討課題としてはどうかと考えております。

その他、IPOや上場後の制度に関する課題については、引き続き把握を進めてまいりたいと考えております。

以上でございます。

【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。よろしくお願いたします。

【熊谷メンバー】

資料24ページの①について、上場企業は情報開示や説明会などで自社の成長ストーリーを定性・定量の両面から積極的に提示し、投資家の理解を得ることが重要です。概して、資金調達や大規模な成長投資を行う場合、株式の希薄化や短期的な減益が懸念されますが、様々なリスク許容度を持つ投資家層が参加する市場であれば、「売る」投資家だけでなく「買う」投資家も現れます。

そうした状況を作るには、投資家から信頼を得ることが極めて重要です。13ページのアンケート結果では、「機関投資家と接するにあたっての注意事項を知ることができれば、IRの方針を考えるうえでありがたい」という回答がありました。投資家は、暗黙的であるかもしれませんが、様々な投資ルールを有しております。こうした投資ルールをきめ細かくヒアリングするなど、機関投資家との接点構築やIR支援を推進していく中で、IRの方針を固められるような取組みを提供していくことが望ましいと考えます。

②については、政府の「スタートアップ育成5か年計画」などと歩調を合わせることも言うまでもなく重要です。スタートアップを生み育てるエコシステムの中で、その成長を支える証券取引所としての役割を踏まえて、目標の実現に向けた行動をとるべきです。

グロース市場への上場前に成長できる環境を整備するという視点では、TPMの活用は考えられうる施策の1つです。TPMをグロース市場などの一般市場へのステップアップに向けた登竜門と位置づけ、エコシステムの中でのスタートアップ企業の成長に向けた選択肢を広げることに利用できると考えます。現状のTPMはそうした登竜門として、明確には位置付けられてはいないので、コンセプトの修正と周知を行い、J-A d v i s e r や証券会社とも協力していくべきです。

21ページのJ-A d v i s e r、22ページの企業からの意見にあるように、TPMにはステップアップを目指す会社やそれ以外の会社もいるので、ステップアップのための市場というコンセプトを明確に打ち出すのであれば、既存の上場企業への対応も必要ではないかと思えます。

成長を促す環境を作るために、ヒアリング結果にも出ていたように、任意ベ

一スでグロース市場の「事業計画及び成長可能性に関する事項」の開示を促すことも考えられます。すでに、この開示を取りまとめた開示例も東証で作成されておりますので、活用すべきだと思います。

一方で、プロ投資家を増やすことも必要ですが、簡単ではない印象を持っております。21ページにもあったように、特定投資家の基準の高さや移行手続きの煩雑さはネックになっており、検討が必要です。

③の新規上場基準・上場維持基準の引き上げについては、「将来的な検討課題」にすると「棚上げする」ようなニュアンスに感じられてしまうので、基準の在り方をストックテイキングするなど常時検討する姿勢が好ましいと考えます。エコシステム全体の機能改善状況や経過措置対象会社の進捗状況を踏まえて、新規上場基準・上場維持基準の在り方を議論していくことが必要だと思います。

新規上場プロセスや上場制度に関する課題については、是非、課題の洗い出しを継続していただければと思います。これまで市場関係者の間では上場前後で企業経営にボラティリティが生じているという指摘がありました。控えていたM&Aの実施、急速な投資、資本政策の調整など経営上のボラティリティが高まっており、上場後の成長を阻害しているということです。上場前後でのボラティリティをなるべく抑制する方策を議論することも一案であると思います。

【永見メンバー】

まず、全般のコンテキストやストーリーについては、違和感ありません。そのうえで、24ページの①～③のそれぞれについて、コメントさせていただきます。

まず①について、特にグロース市場上場会社はリソースが少ない中で、本来的には企業の自助努力があるべきというのは大前提となりますが、証券会社において以前行われていたような上場後のIRセミナーが、収益性などの観点から相当数減っていることから、それを社会の中で誰かが補完する必要があるように思います。具体的な形がどうあるべきかはわかりませんが、取引所が一定の機能を補完されるということであれば、非常に意義があることのように思います。

②について、記載されている方針は全体的に違和感ありませんが、TPMの位置づけをしっかりと改革することを具体的に進めていくべきだと思っています。

す。もともと狙いがあるって作られた市場であるとは当然理解していますが、現状ではアクティブな市場にはなっていないと思います。コンセプトを未上場株のセカンダリ市場、あるいは未上場スタートアップのストックオプションのセカンダリ市場と完全に替えて、もう一度、ゼロスタートを切って運営すべきだと思います。そうすれば、資料に記載いただいているような大きなスタートアップを作っていくための一つの装置として、非常に機能していくのではないかと考えています。

最後の③については、新陳代謝というコンテキストの中で申し上げるならば、新規上場基準は上げずに、上場維持基準は引き上げるべきだと思っています。特に後者の上場維持基準については、甘えることなく一定の基準の引き上げが、今後においては必要になるものと考えております。

【三瓶メンバー】

資料5、24ページの①～③について、コメントしたいと思います。最初は①と③についてコメントしようと考えていましたが、②について、永見メンバーが非常に良いポイントを指摘されまして、TPMの位置づけの見直しというのはなるほどそうだなと思った次第ですので、その旨コメントをさせていただきます。

戻って、①に記載されていることは、ぜひやってみる価値があると思います。その中でも特に、括弧書きされている英文開示が鍵になると考えています。世の中では、プライム市場からハードルが高いことをやるような認識があり、英文開示についても、まずはプライム、その次にスタンダード、最後にグロースというような雰囲気がありますが、実はそうではなくて、海外の機関投資家を呼び込みたいのであれば、英文開示はグロースでもマストだと思います。特に、機関投資家の中でもインハウスのリサーチを持っているところ、すなわち証券会社のカバレッジがなくても自分で分析・評価して意思決定ができるような機関投資家を振り向かせるということが重要であり、そうした機関投資家においては、リソースが日本向けに配分されているわけではないことから、日本にはこんなに面白い企業があるぞ、しかも英文開示をしっかりとされているぞと気づいてもらい、リソースを日本に振り向けてもらうような誘導が鍵になると思います。

③の新規上場基準・上場維持基準についてですが、投資家がこうした企業（スタートアップ）に投資をするにあたって大事なものとしては3つあり、重

要な順番で申し上げますと、まずは成長性があります。これはパーセントという程度感ではなく、何倍になるのか（マルチバガー）ということです。そして2つ目が時価総額、3つ目が流動性です。10倍、20倍に企業が成長すれば、エグジット時点では、最初の大きさ（時価総額・流動性）というのは問題でなくなりますので、この順番で重要だと思っています。

時価総額・流動性については、具体的な数値基準を設けることができますが、成長性について基準を設けることは難しいのではないかと思います。基準という考え方よりも、むしろ①に書いてあるような成長ストーリーについて、経営者にいかにコミットメントしてもらい、力強く発信してもらうのが重要であり、取引所においては、そのときに伝えるべきポイントが何なのかをうまくガイドして支援するということが考えられます。

【松本メンバー】

私はスタートアップ投資も長年やってまいりましたし、スタートアップのIPOの引受けもやってまいりましたけれども、スタートアップの価値の90%は経営者にあると考えています。そこで、経営者をいかに長く動機付けていくかが鍵であると思います。

スタートアップ育成は、子供の教育と似ていて、過保護にしてもあまりうまく育たず、適切な競争があることで育っていくように思われます。これに関連して、グロース市場における成長について考える際の基本的な考え方として、楽に資金を得られるようにするという事なのか、成長に向けてプレッシャーをかけていくということなのかを考えるべきです。三瓶メンバーが仰ったように、基準を活用するのは難しいにしても、グロース市場に上場した後も、例えば2年後、3年後、5年後などにおいて、これだけ成長するという目標をしつかり持たせることが重要であり、本当はそれを上場維持基準にできるといいのかもしれませんがなかなか難しいという中で、何かしらバーが上がっていくようにするべきです。そのうえで、東証がプラットフォーマーとして気付きを与えるような好事例を共有するなど、学習の機会を与えていくことが良いように思います。ただし、いずれにせよまず大切なのは、競争させるということ、モチベーションを持たせることであり、総論的な話ではありますが、その部分をよく考えるべきだと思います。

TPMに関しては、もともとはロンドンのAIMを日本に持ち込もうということでしたが、現状では、ほぼ明らかにAIMのようにはなっていません。その中で、現在のTPMをうまく使っていくというのは無理な話であり、全く新しいものを作る気持ちでやっていかないと難しいのではないかと思います。当

初の思惑のようにはなっていないので、全て無しにしたうえで新しいものを作る気持ちで取り組むべきということであり、その際に法律などの関係から現在のハコを利用した方が便宜上良いということであれば使えばいいと思いますが、いずれにせよ今のTPMをそのまま活用するというのは、かなり無理筋であると思います。

【神田メンバー】

難問であるとは思いますが、3点ほど申し上げたいと思います。

まず1点目は、このフォローアップ会議においては新陳代謝という言葉が何度も出てきていますが、IPOがエグジットのためだけのものになってしまっており、上場後は個人投資家による若干の売買が行われた後、流通が細る一方でファイナンスも行われないう企業が多いという課題があります。IPO社数がそれなりに多いということや、新規上場基準が低く設けられていること自体は大変結構であるように思いますが、新陳代謝がないということが問題であるように思います。要するに、退出を促すという施策が重要であると思っています。

2点目は、資料にも記載されていますが、機関投資家との接点を増やすということが重要であると思います。また、3点目として、TPMを改善するのか、あるいは松本メンバーが仰ったとおり全く新しいものとして作っていくのかはさておき、プロ向け市場をプッシュしていくということも重要だと思っています。ただ、機関投資家との接点にしても、プロ向け市場にしても、日本には伝統的な根深い問題として、本当の意味でのプロの投資家が乏しいという課題があり、そうした投資家を育てていかないと、なかなか機能しないのではないかと思います。

似たような話で、日本では、証券会社が規模の大きい発行体に関する業務で手一杯となっており、それ以外を手掛ける余裕がないという問題もあります。もちろん例外はあると思いますが、機関投資家や証券会社など、資本市場の担い手を深化させていくという営みが必要であり、そのうえで、取引所としてグロース市場における具体的な打ち手を考えるべきではないかと思っています。

【黒沼メンバー】

2点ほど申し述べたいと思います。

まず、TPMの活用の件について、これには否定的なご意見もありましたが、理想と現実が乖離している部分があるように思われます。もともとのTP

Mは国内のベンチャー企業及び海外企業と機関投資家をつなぐ市場というコンセプトだったと思いますが、実際には機関投資家がうまく入ってこなかったという問題がありました。仕組みはできていて今にも使えるということであって、特定投資家向け私募により資金調達を行い、グロース市場への上場前に成長してもらうということは今でもできる訳ですが、現実としてこれまではうまく機能してこなかったということです。そのため、今までとは異なる別のことを何かしなくてはいけないのではないかとということが大きな課題として残っています。プロ向け市場の活用という発想自体は良いアイデアではありますが、実現に向けては現実的なハードルがいくつもあるように思います。

2つ目は上場維持基準の話ですが、まず確認ですが、上場後10年経過後に時価総額が40億円になるという基準は、現行の上場維持基準なのでしょうか。

【池田統括課長】

昨年4月の市場区分の見直しの際、つまり、マザーズからグロース市場に再編した際に、新たにグロース市場向けの上場維持基準として導入したものとなっています。

【黒沼メンバー】

そうであれば、従来のマザーズとは異なり、40億円を下回れば他市場への鞍替えもできずに上場廃止になるというやや厳しいルールとなっています。そのため、成長を促すために上場維持基準を引き上げるという議論はフォローアップ会議の最初の方からしてきましたけれども、現状においてこれを引き上げるというのは一部の企業を無理やり追い出すこととなりますので難しく、将来的な検討課題とすることで良いのではないかと思います。

【翁メンバー】

今回、グロース市場上場会社の経営者の皆様に意見募集をされていますが、ベンチャーキャピタルや海外機関投資家の見方、証券会社がどう取り組んでいるのかなど、もう少し掘り下げて調べていくことが大事だと思います。特に、スタートアップ育成5か年計画においては、海外としっかり連携していこうという方向が打ち出されている中で、まだ海外の方へのヒアリングをしていないということです。意見を伺うべきです。英文開示は当然必要ですが、どうい対策が考えられるのか、もう少し踏み込んでいただければと思います。

TPMについては、なかなか難しさがあると思っております。TPMからグロース市場などにステップアップをした事例も挙げられていますが、いま我々がやろうとしていることは、上場後の企業についていかにスケールアップを促すかということであり、TPMで非常に大きくなってグロースやプライムに上場していくことができるようになるならば分かりますが、どのように変革していくべきなのかは、もう少しよく考える必要があるように思います。

【安藤メンバー】

折角、東証事務局にアンケート実施や個別企業ヒアリングまでしていただいたので、質問をさせていただきます。

「成長投資のための資金調達が難しい」という点が悩みとして語られていますが、あまり生々しさが伝わってきませんでしたので、希薄化懸念から公募増資を実施し続けることは極めて難しい中、銀行からの資金調達について触れていた企業がありましたら、ぜひニュアンスを披露してください。

【磯貝調査役】

資料11ページの一番上の青丸のご意見にもありますとおり、成長の実現に向けて新規事業を手掛けていきたいものの、エクイティファイナンスが難しいことに加えて、間接金融についても銀行は不確実性の高いリスクマネーの貸付はできないというスタンスであることから、苦労しているという企業も一部ございました。

【安藤メンバー】

ありがとうございます。まさにそうした意見が出てくるのではないかと想定していました。私はグロース市場上場会社を含むスタートアップの育成に関して、金融機関、特に銀行が果たすべき役割は大いにあるのではないかと考えています。政府の「新しい資本主義」においてもスタートアップ育成は主要施策になっておりますが、今まで間接金融の役割や施策についてはあまり議論がされてこなかったような印象を持っています。フォローアップ会議や東証が対応するというのではなく、政府や金融庁に対応していただくべきことになりませんが、スタートアップ育成において銀行が果たすべき役割は多くあるはずですので、その点も別の場で議論していただきたいと期待しています。

【松本メンバー】

米国では、アントレプレナーシップファイナンスという学問が確立しており、様々な本が出ているほか、色々な先生が研究しています。日本では成長フ

アイナンスと呼ばれていますが、神戸大学の忽那憲治先生が研究しているくらいで、ほとんど研究は進んでいません。米国においては様々な知見が蓄積していますので、先ほどの翁メンバーの話にもつながるかもしれませんが、その研究結果を確認されるのもいいかと思いました。

【菊池部長】

ありがとうございました。

ひととおりメンバーの皆様からご意見をいただきましたが、オブザーバーとしてご参加いただいている経済産業省様からもご発言の希望がございますので、よろしく願います。

【経済産業省 亀山産業資金課長】

私はスタートアップの政策をこの1年担当しております、税制制度改革や予算、「スタートアップ育成5か年計画」も含めて注力してきたところで、そういった意味で色々な課題を感じているところですが、スタートアップの裾野を広げるとともに、事務局からも説明がありましたが、いかにスケールアップさせていくか、日本経済の牽引ができるプレイヤーをつくっていくかが非常に重要だと思っております。その意味において、未上場段階においては、政府として金融庁とも連携しながら、未上場段階でのプライマリー市場やセカンダリー市場をどうするか、官民ファンドを通じたリスクマネーの供給、海外機関投資家の呼び込み、出口戦略の多様化、海外展開の支援などの取組みを進めているところです。こういった未上場市場の環境整備は重要ですが、それと並行して、グロース市場に上場した後も持続的に成長する仕組みをどう作るかということも重要課題だと思っております。

グロース市場は、プライム市場やスタンダード市場と比較しても成長率が低いという現状があると認識していますし、上場した後に成長するためにはその支援ができる機関投資家の参加が重要だと思っておりますが、市場の成長率が低かったり上場している企業規模が小さいことなどもあって、機関投資家の参加も限定的という現状があると思っております。スモールIPOや上場後の成長がなかなか実現できないという点はこれまでもずっと指摘されてきている待ったなしの論点だと思っておりますので、機関投資家との接点を増やすとかIRを支援するというのももちろん重要ですが、より本質的な課題、例えばメンバーの皆様からもご指摘がありましたとおり、上場維持基準の在り方の検討や上場廃止基準の徹底なども含めてどう成長する環境を作っていくか、様々な論点がありすぐに制度を変えられるものでもないのかもしれませんが、当会議でぜひ継続

的に議論がなされていくことを期待したいと思います。

また、安藤様からお話のありました、ベンチャーデット、銀行の活用の件については、我々も問題意識を持っておりまして、まさにエクイティの市場が冷え込んでいる中で、スタートアップにとっては、デットのニーズが高まっている、またデットファンドなどのプレイヤーも増えてきているものと感じております。政府としても、例えばベンチャーデットに対する債務保証の支援を措置しておりますし、官民ファンドの活用なども含めて、引き続きどのような支援ができるか検討してまいりたいと考えております。

【金融庁 中島市場業務監理官】

本日の会議で何度か金融庁というワードが出てきましたので、その点についてお話をさせていただければと思います。

まず、2つ目の議題におけるパッシブ運用のエンゲージメントについては、スチュワードシップ・コードの中にも当然ながら含まれているという認識です。ただ、例えばTOPIXですと約2,000銘柄ある中で、実際どのようにやっていくのかということはまだまだ悩ましいところであり、スチュワードシップ・コードの中でも課題として掲げられている状況と認識しています。

また、安藤メンバーや経済産業省からお話があった銀行などの間接金融がどのようにスタートアップの育成に取り組んでいくかという点については、「スタートアップ育成5か年計画」の中でも議論がありましたし、本日、2023事務年度の金融行政方針を公表していますが、その中でも、融資を含むスタートアップへの資金供給やその他支援の状況について、銀行等のモニタリングを通じ、機動的に確認し、フォローするなど、間接金融でもどうサポートしていくかということについて、大きな課題として取り組んでいるところでございます。

【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、次回の日程等についてご説明させていただきます。

【池田統括課長】

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。

資料6について、簡単にご説明いたしますが、経過措置適用会社の直近の状況をアップデートしております。経過措置適用会社は、直近の集計で569社

となっておりますが、すでにスタンダード市場への市場区分再選択を表明している企業などを除きますと、実質、昨年末時点の510社から60社減少し、450社という状況でございます。

スタンダード市場への市場区分の再選択については、期限を9月末までとしておりますが、現時点で100社を超える申請が来ております。このあたりも9月になるとだいぶ増えてくると思いますので、次回の会合で状況をフォローアップしていただければと存じます。

次回会合の日程や議題につきましては、また別途、ご連絡、あるいは事前説明にてご相談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お願いいたします。