

市場区分の見直しに関するフォローアップ会議（第19回） 議事録

日 時： 2024年12月10日（火）12時00分～13時25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

【渡邊部長】

それでは、予定の時刻となりましたので、第19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。

はじめに、本日の出席状況でございますが、永見メンバー及び松本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、早速ですが、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ひいたします。

本日の議題ですが、1つ目は、グロース市場についてです。前回の議論から少し時間が経過してしまいましたが、現在のエコシステムに問題意識を持つ経営者や市場関係者へのヒアリングを行い、ファクトもアップデートいたしましたので、その内容も踏まえて、改めて、今後どのようなアプローチで取組んでいくべきか、ご議論いただきたいと考えております。2月の会でもまた改めて具体的なこともご議論させていただく予定ですので、本日は、忌憚なく、様々なご意見を頂戴できればと考えております。

2つ目は、足元で見えております、今後の東証の取組みと、そのフォローアップについてです。改めて全体像を整理しておりますので、お気づきの点がございましたら、ご意見を頂戴できればと思います。来年以降の当会議でのアジェンダの参考にさせていただければと考えております。

以上でございます。

【渡邊部長】

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。

まず、グロース市場における今後の対応について、ご説明いたします。

【磯貝調査役】

ご説明いたします。まず、2ページですが、前回の議論から少し間が空きましたので、簡単に振り返りをしております。

大きな方向性としては、1点目にはありますように、現実に囚われずに「理想」の姿をベースに考えることが重要であって、具体的には、果敢なチャレンジが行われる市場を目指すべきではないか、とのご意見を頂いておりました。

こうした中、その方法についても、様々なご意見をいただきしておりますが、東証では、改めて関係者へのヒアリングを行っており、その中で見えてきた課題もございますので、今回は、その内容もご覧いただきながら、グロース市場の「理想」の姿に向けてどうアプローチしていくべきか、忌憚なく、ご議論いただきたいと考えております。

4ページがそのヒアリングの概要ですが、現在のエコシステムに過度に囚われることなく、たとえば非上場で大きくなろうという経営者やエグジットとしてM&Aも活用する経営者、上場後にM&Aなども活用しながら成長を企図する経営者、それらを支えるVCや機関投資家などにお話を伺っています。

5ページが具体的な中身でして、まず、IPOを目指す経営者の意識についてですが、率直なご意見として、そもそも市場性の乏しい事業領域で起業して、小さく儲けようというマインドとなっているという指摘や、先輩たちが全員IPOを行っているので、何となく上場しようというマインドになっているという指摘が見られております。

また、本来、大きく成長できる戦略が描けていないのであればIPOを行う意味はなく、M&Aによるエグジットが検討されるべきというご指摘や、そうしたこと教えてくれる先輩経営者や関係者が周囲にいないことが問題というご指摘もいただいております。

そして、6ページが上場後の経営者についてですが、そのような状態でとりあえずIPOをしてみたはいいものの、市場の伸びしろなどが乏しい中で苦しんでいるとの指摘がある一方で、その会社を経営し続けることが目的化しているので、そこから成長しようという気や、その会社を売ろうという気にはなっていないという指摘も見られております。

こうした中、上から4点目にはありますように、同業の上場会社をM&Aしようとする企業が声をかけても、相手先の「上場会社の経営者」でありたいという思いが強く、そのオファーが断られてしまうため、M&Aが進まないとの声も見られております。

また、下にはありますように、上場への理解として、厳しい環境に置かれていることへの認識の不足や、小規模であるために機関投資家側に投資ニーズがないことを認識すべきというご指摘も頂戴しております。

そして7ページは、そうした経営者を取り巻く周辺環境についてまとめております。まず、エコシステム関係者についてですが、周りの市場関係者においても、早期にIPOを求める傾向があるのではないか、IPOが目的化しているのではないかとの指摘も見られたところです。

続いて、資金調達環境についてですが、最近では、スタートアップ育成5か年計画もあり、しっかりととしたスタートアップには資金が集まっているという声が聞かれたところです。

一方で、3点目になりますように、成長しようとしていない会社に資金を流しても甘やかすだけとなるので、今後は、資金をどう使うかを真剣に考えてもらうことが重要ではないかとの指摘も頂いております。

また、一番下でございますが、上場市場においては、プライム市場の大企業が企業価値向上に取り組んでいることとの比較において、グロース市場に機関投資家の資金が流れなくなってしまっており、機関投資家が入らない状態から抜け出すことが非常に難しくなっているとのご指摘を、最近は特に多く頂いております。

8ページは、ガバナンスについてです。

本来は、独立社外取締役を含むボードにおいて、IPOすべきかという点からしっかりと検討されるべきとのご指摘や、上場後についても、株価が低迷したときにはしっかりと対応を検討し、M&Aのオファーについても真剣に検討すべきであるものの、VCが抜けた中で機関投資家は入っておらず、独立社外取締役の実効性も伴っていないので、そうしたことが行われていない、との指摘も見られました。

9ページからは、これらも踏まえ、今後、どのように取り組んでいくべきかという点ですが、まず総論として、これまでのフォローアップ会議でのご意見にもありましたように、とにかくコンソリデーション、ロールアップが必要とのご指摘が見られております。

また、経営者のマインドセットとして、上場後にしっかりと成長していくということや、そのためにM&Aも活用していくということ、さらにはM&Aでの売却も選択肢の一つとして検討されることが当たり前となるよう、関係者と連携しながら促していくべきではないか、との意見も見られております。

こうした中、10ページですが、新規上場基準について、上から4つ目まで

の部分にございますように、引上げを行えば、市場の大きいところで勝負して事業を大きくしよう、良くしようと経営者の視座が高まるのではないかとの意見などがあった一方で、5点目以降ですが、重要なのは上場後の成長であり、現に小さく上場して大きく育っている企業も見られる中で、引上げの必要はないのではないかという意見、さらには、新規上場基準を引き上げると、IPOをずっと目指し続ける経営者を生むこととなり、エコシステム全体に悪影響を与えるのではないかといった慎重な意見も見られております。

また、11ページが、上場維持基準についてです。

特に時価総額基準の引上げは、成長できていないものの「上場会社の経営者」でありたい経営者に対して、半強制的に肩の荷を下ろしてもらうことで、合従連衡の促進につながるという意見や、3点目にあるように、こうした経営者が次なる起業を行ってもらうことにつながり、エコシステム全体への良い波及効果もあるのではないかとの意見が見られております。

また、4点目 있습니다ように、上場会社全体のレベルが上がっている中で、それにあわせて上場維持基準を引き上げることも考えられるのではないかとの意見もございましたが、一方で、本来、IPOするかどうか、非公開化するかどうかについては、各社が自主性をもって経営判断すべき話であって、こうした判断が適切に行われるよう促していくアプローチも考えられるのではないかとの意見もございました。

また、ガバナンスという観点では、経営者が大きな株式持分を有するケースにおいては外部株主の牽制が効かせにくいことを踏まえ、流通株式比率の基準を活用してはどうかとの意見も見られました。

なお、12ページでございますが、現在も経過措置終了により上場維持基準が引き上がるとしている中で、実際に合従連衡の動きが出てきているとの意見も見られておりましすし、実際に熟慮した結果、統合を行った経営者からのコメントもいただいております。

また、上場維持基準への抵触懸念がないような企業からは、機関投資家との接点を提供してほしいとの意見も見られております。

こうしたご意見に関連するファクトを、13ページ以降でまとめております。

14ページはプライム・スタンダード市場とのパフォーマンスの比較、15ページはIPOの状況を改めて掲載しております。

続いて16ページをご覧いただければと思いますが、これまでマザーズ・グ

ロース市場に上場した企業について、上場後の成長状況をお示ししております。上場時の時価総額別に5グループに分類したうえで、上場時を100としたときのその後の経年変化を折れ線グラフで示しております。

ファクトとして、上場時に大規模であったグループが特に成長できていないということがお分かりいただけるかと思いますが、たとえば一番大規模であったグループ5については、もともと上場時の時価総額の中央値が415億円あるので、その後も絶対値としては一定の時価総額を有しており、現在の時価総額基準の水準を少し引き上げたところで抵触しないため、こうした企業を含めてどうアプローチしていくかは一つのポイントかと思っております。

また、17ページが、上場後に大きくなった会社のリストですが、上場時に100億円未満であった会社も一定数存在しますので、新規上場基準を考えるうえではこの点がポイントとなるものと思っております。

18ページは、話が変わりまして、ガバナンスについてです。

左側の棒グラフにて、グロース市場においても、少なくとも形式的には独立社外取締役の選任が進展していることがお分かりいただけるかと思います。

また、右側の棒グラフを見ますと、既に他社の経営者が入っている企業が多い実態がございますが、色々と言ってくれる人が周りにいないという話もあつたところでございますので、この実効性をどう高めていくかという観点もあるかもしれません。

そして、19ページが、同じくガバナンスに関連して、流通株式比率についてです。グロース市場は、他の市場区分よりも流通株式比率が低い企業が多く、このような中で、いかにして外部株主の牽制を効かせていくかという点もポイントになりえるかと存じます。

20ページは、上場会社の事業領域についてです。グロース市場では、上場会社の事業領域が集中しており、類似した事業を営む企業が多数併存しているという実態が見て取れます。

こうした中、21ページがグロース市場のM&Aの実績ですが、M&Aを行っている企業は全体の1割程度、M&Aの対象となる例は年間10社程度というファクトとなっております。

このような状況について、22ページのとおり、東大の応用資本市場研究センターからも、M&Aの積極的な活用を促していくべきとのご提言が行われております。

また、23ページではM&Aの定量的な効果を示すデータをご紹介しております。

そして24～26ページが、上場基準についてです。NASDAQの新興企業向け市場の基準と並べてありますが、もともと上場基準は上場にあたり最低限の水準を確保するという観点から設計されており、新規上場基準も上場維持基準も、規模などの水準に関してNASDAQと大差はないことがお分かりいただけるかと思います。

これらの内容を踏まえ、27ページ以降では、ご議論いただきたい事項を記載しております。

28ページで、グロース市場の目指すべき姿を改めて確認できればと思いますが、未来の日本経済を牽引するスタートアップを輩出していくことを大きな目標としたうえで、それに向けて、IPO後に果敢にチャレンジを行う企業が集う市場を目指していく必要があるのではないかとしております。

つきましては、今後の施策を検討していくための大方針として、IPO社数や上場会社数といった数にはこだわらずに、IPO企業や上場会社の中から大きく成長する企業をいかに輩出していくかという点を重視してはどうかとしております。

そして、29ページが、それに向けたアプローチについてです。ヒアリングでもございましたとおり、まず何よりも、経営者の方々に対して、IPO後にこそ成長の実現を追求すべきということや、成長が行き詰った場合には、他社との合従連衡も含めて、成長に向けた施策を打っていただきなければいけないということについて、強く意識いただくことが必要ですが、そうしたマインドセットづくり、カルチャーの醸成に向けては、エコシステム全体として取り組んでいくべきですので、様々な関係者と協働していくことが重要だと考えております。

その中で、取引所という立場から、仕組みづくりとして何ができるかという点でございますが、まずは全体への働きかけとして、経営者の方々に対して果敢にチャレンジしていただけるよう、分かりやすいメッセージの発信やインセンティブ付けを行うことや、制度として、企業行動規範などにおいて担保していくことなども考えられようかと思います。

ただ、さすがに小さすぎると、機関投資家の目線が全く入ってこなくなるという問題がございますので、最低限の規模として、数値基準においてその投資対象となり得る規模を求めていくという考え方もあるうかと思います。

そのときに、その水準を、IPO時点で求めるのか、あるいは一定期間経ったところで求めていくのかという点は、一つ論点かと思っております。

また、ガバナンスという観点からは、たとえば先輩経営者などが独立社外取締役としてしっかりと意見を言うようにしていくことが考えられるほか、徐々に経営者の持株比率を下げていく仕組みとすることで、株価を向上させる動機付けを行いつつ、よりパブリックなカンパニーになることを促していくことなども一案かと思っております。

そのほか、足元でも取り組んでおりますが、上場準備や、機関投資家の目線に関する理解が進んでいくよう、継続して取り組むことも考えられようかと思っておりまして、30～31ページでは、ご参考までに、直近の取組みをご紹介しております。

もちろん、このほかにも考えられるアプローチがあれば、ぜひご意見いただきたく考えております。

ご説明は以上でございます。

【渡邊部長】

それでは、ご意見やご質問を頂戴したいと思います。よろしくお願ひいたします。

【熊谷メンバー】

スタートアップ経営者と関係者へのヒアリングやグロース市場の状況等について、大変丁寧にまとめていただき、誠にありがとうございます。

資料にある、グロース市場の目指すべき姿とアプローチについて、概ね賛同します。今後の日本経済の持続的な発展に向けて、イノベーションを推進し、比類なき成長を遂げる企業の輩出をグロース市場には期待します。そのためには、新規上場後に得た資金を活用して成長に向けたチャレンジや他社との合併連携も後押しできる環境が必要であると考えられます。同時に、資源の効率的な配分という観点から、市場の新陳代謝を高めることも考慮しなければなりません。

まずはこのような認識が、IPO実務連携会議などで証券会社、監査法人、VC、官公庁の実務者に共有されることが重要であると考えます。資料にもあるように、それぞれ利害関係が異なるものの、状況や課題を共有し議論することが肝要だと思われます。例えば、小規模IPOについては関係者ごとに考え方の相違があると思われますので、こうした議題を積極的に議論してはいかがでしょうか。

経営者への働きかけについては、IPOを目指す経営者や上場済みの経営者に、上場で生じる責務や上場後の期待を伝え、マインド転換を促さなければいけません。メッセージの発信、インセンティブ付け、企業行動規範への導入、上場基準の変更など、あらゆる手法を模索すべきだと思います。また、「資本コストや株価を意識した経営」が浸透し始めたのは、訴求力のある、キャッチーなメッセージが報道を通じて強く広く発信されたことが非常に大きいと感じます。コンセプトやアプローチを決めることが優先ではありますが、市場関係者を振り動かすような有効なコミュニケーションの在り方も、戦略性を持って、強く意識する必要があります。

数値基準を考えるにあたっては、機関投資家の目線を経営に取り入れてもらえるようになることに加えて、IPO後も資金調達が可能な企業規模や流動性の実現可能性を考慮に入れることが肝要です。グロース市場上場企業に期待される成長のスピード感を取り入れつつ、新陳代謝を促進させることも念頭に置かなければならないものと思われます。

また、基準の変更時期はスタートアップのエコシステム全体の状況も意識する必要があると考えます。上場維持基準に係る経過措置は来年から順次終了し、その影響も出始めており、東証による企業に対する継続的な働きかけを期待します。

「資本コストや株価を意識した経営」の取組みでは、企業内部の地力と外部株主からの刺激が改革を促進させたと感じています。グロース市場でも経営幹部による適切なリスクテイクを支えられるように、企業内部の力と外部株主によるガバナンスが機能するような基準や仕組みを作り、企業価値向上に向けた環境整備を行うことが求められます。

【永見メンバー】

資料の取りまとめありがとうございます。関係者ヒアリング結果の部分は特に本音ベースでの実態が書かれていると思いました。

論点を多くしても実効的な変化につながらないと思いますので、上場維持基準を可及的速やかに見直すことに絞って考えて良いのではないかと思います。

具体的には、時価総額基準を上場後5年で例えば50億円、上場後10年で100億円といった形で、基準を引き上げ、上場後5年の基準を新たに設けることにフォーカスするのが一番実効的ではないかと思いました。

開示やガバナンスも上場企業としては重要なことですが、グロース企業にそ

ういったことを過度に求めるよりは、上場維持基準を上げることによって自律的に業績や時価総額を上げるためにフォーカスしてもらうのが一番実効的だと思います。

【小池メンバー】

現状がしっかりと把握できる資料だと思います、ありがとうございます。大きく成長する企業をいかに輩出していけるかという点で、機関投資家として考えていることが2つあります。

1つ目ですが、これまでもフォローアップ会議の中で、企業と投資家の対話が大切であるとか、一気に対話の申込みが来ると機関投資家側も対応しきれないであるとか、対話したからといって株式を買うとは限らないなどと色々と発言してきましたが、こうした発言を行うだけだと申し訳ありませんので、我々にできることとして、野村アセットマネジメントの小型株ファンドマネージャーやエンゲージメント担当者が何を考えて投資しているのか、機関投資家とは何者なのか、ということを知ってもらえるような対話の場、勉強会のようなものを開催できないかと東証に提案しており、検討・準備を進めています。

2つ目は、最近、クロスオーバー投資といって、公募投信に非上場株を入れることができるようになりました。その会社が上場した後も我々は株を保有し続けますので、未上場の段階からしっかりとエンゲージメントをしていくということで、意識付けの面でお役に立てるのではないかと思い、注力しています。

また、上場維持基準については、我々も引き上げた方が良いと思っています。具体的な数値はあえて述べませんが、コンソリデーションやM&Aは手段だと思いますので、何のためにそれらの手段を使うのか、言ってみればグロース市場のグランドデザインを描かないと、コンソリデーションやM&Aが目的化してしまい、結果的に $1+1=1.5$ ということになりかねないと思います。エコシステムをどう変えていくのかというグランドデザインをしっかりと描いたうえで、各企業と会話をしていく必要があると思います。

このフォローアップ会議には、エコシステムの全ての立場の人がいる訳ではありませんので、機関投資家・監査法人・VC・上場後成長を果たした経営者の方々などが揃う場を作り、そもそもグロース市場とはどういうものかということを再定義して、何が必要で何が足りないのかといったことをエコシステムのステークホルダー全員で共有し、改善していかないと、局所的な治療では今の問題は解決できないと思います。

例えば、グロース市場改革委員会のようなものを作り、そこで議論・デザイ

ンしてもらい、アクションプランを作っていく必要があると思います。私自身、数年前まで投資銀行にいましたが、この10年間を見ていると、IPOのスタイルが変質してきていると思います。長い時間かけて変質してきたものを改革・改善していくには、しっかりとグランドデザインを描いて、時間をかけて修正していくことが必要だと感じています。

【三瓶メンバー】

グロース市場の目指すべき姿とありますが、まず、起業をしようというときには、社会のニーズに応えよう、社会の課題にソリューションを与えるという考えが出発点にあろうかと思います。そのときに、せっかく良いビジネスモデルを思いついていても、それを実現するための自己資金が乏しく、会社を大きくできないというのであれば、ある程度の基礎を作ったうえで上場を行うことにより、まとまった資金を資本市場から調達し、夢や可能性を実現していくことが可能となります。上場とは、本来そういうものだと思います。これは、グロース市場に限ったことではなく、新規上場とはそういうものだと思っています。

そのうえで、グロース市場は、新しいビジネスモデルやアイデアを持った起業家がチャレンジしようという市場であり、そうした起業家を後押しするための市場であるということを、明確にしておくことが必要だと思います。一方で、いま現在は、今日の日経新聞にもありました、そうした理念とは異なり、起業家やVCによる利己的なエグジット・資金回収に使われているということかと思いますので、会社の成長という観点で、非上場を継続するのか、IPOをするのか、同業他社に売却していくのかなどを、冷静にロジカルに考えていただくことが必要です。

また、アプローチについてですが、大きく2点、上場審査のあり方と上場維持基準について、見直しの余地があるのではないかと思っています。

まず上場審査のあり方ですが、私たち投資家がIPO企業に会うときには、必ず、資金を調達して何をしたいのかを聞いています。それが明確でないと、調達した資金を変なことに使いかねません。上場にあたり一番重要なのは、なぜ上場しないといけないのか、上場してまとまった資金を調達しなければならないビジネスモデルなのかということです。実際に、IPO企業においては、そのビジネスモデルであれば市場から資金調達しなくともいいのではないかと思う会社もありますが、そうした会社であっても上場させてしまっているという課題があります。上場にあたっての数値基準というよりは、上場の理由について、厳しく見ていくべきではないかと思っています。東証が出している、グ

ロース市場への上場にあたってのガイドラインも拝見しましたが、いま申し上げたような、市場から資金調達をしなければならない理由があるかという切り口の審査はないように見受けられます。市場で調達する必要があるビジネスモデルではないのではないか、むしろ売出しが多くなっており本来の市場の使い方とは異なるのではないか、といった観点から、厳しく見ていく必要があるよう思います。

上場維持基準の方については、29ページの「ガバナンス」の部分の下2行にも書いていただいているが、上場後に経営者の持株比率を下げること、あるいは流通株式比率を上げていくことがありうるのではないかと思いました。それは、徐々に、幅広いステークホルダーに対する責任を果たし、バランスが取れた経営をしていくように促していくという意味合いもありますが、先ほど申し上げたようにグロース市場は起業家を後押しする市場ということからすると、自分のアイデアを試そうとする経営者に、上場当初、相当数の株を集めて自分の思いどおりにコントロールできるようにさせてあげることはむしろいいことかもしれないが、しばらくはその状態を認めつつも、ある程度経ったところでは、段階的に持株比率を下げてもらうことで、成長のためのインセンティブを与えていくという意味合いもあります。

たとえば、IPO時点では現状どおり流通株式比率の基準を25%以上としつつ、3年目で35%以上、7年目に50%以上していくことが考えられます。資料19ページを見ると、上場から3年後に流通株式比率35%以上の会社は全体の67%あり、この時点では大きな影響はありませんが、16ページにあるパフォーマンスのチャートにおいても、3年目から成長できるかどうかが分かれしていくことが読み取れます。この3年目というのはチャレンジをしていくうえで重要なポイントかと思っています。また、7年目時点で流通株式比率50%以上の会社は全体の39%であり、ハードルは高くなります。流通株式比率を高めるためには、自分の持っている株を売るか、新規に発行する必要がありますが、いずれにせよ株価が高くないとやりにくいことであるため、株価が上がるような状況を準備してもらうという意味で、インセンティブになろうかと思います。このまま上場から10年経過すると、時価総額40億円以上という基準とこの比率50%以上という基準が同時に求められることとなり、両方満たすのは大変ですので、株価を上げる強いインセンティブになると思います。比率35%程度でいたいという経営者は、別の市場区分に移るということになろうかと思いますが、そのためには改めて審査を受ける必要があるので、やはり一定のハードルがあり、株価を上げていくことが前提となります。時価総額の基準自体を引き上げると、自社ではどうしようもできない部分

もあり、ペナルティ的になってしまいますが、流通株式比率そのものは自社自身で決められるものであり、その決定にあたって株価が高い方が良いという性質のものであるため、ペナルティではなく、そのために株価をあげよう、経営を変えようというインセンティブとして働くのではないかと思います。しかも基準が引きあがるということは前もって分かっていることですので、それに向けて取り組もうということになります。

なお、50%以上という水準は他の市場区分にもないものです。20ページには同業が多く上場しているというファクトもありましたが、これは、経営者がこういうマーケットが伸びると思って起業したはいいものの、ほかの経営者も同じことを考えるので競争相手が多く、同業企業が停滞しているということだと思います。当初成長を目論んだ状態と異なるために変な多角化になってしまっている状況が見られますが、本来は、合従連衡していくことが重要と思われます。そのときに、経営者が50%以上の株を持つてしまっていると、NOと言いやくなってしまいます。現在、経産省の取組みなどにより同意なき買収が盛り上がっていますが、50%以上流通させることで、同意なき買収を通じた合従連衡の可能性が高まるのではないかと思います。同時に、経営者が50%弱を有していて、流通株式比率は50%以上ストレスだったとしても、経営者が手放さざるを得ないと同意すれば、買う側はまとまった株式を取得することが可能となり、M&Aが起きやすくなると思います。

【内田メンバー】

総論として、資料に書かれていることは、どの点についても納得性があり、これを踏まえて詳細を検討していくことについて異論ありません。

高い成長可能性を有する小規模な企業が、資本市場を活用してスピーディに成長できる道があるということは、非常に重要ではないかと思いますので、（新規上場基準よりも）上場維持基準の方を見直していく余地があるのではないかと思います。

それから、少し極論となり、期近では実現可能性はないかもしれません、グロース市場への上場期間を有期とするということ、すなわち、最初はスマートでスタートして走りながら考えるとても、成長を実現した暁にはプライム市場やスタンダード市場に移ること、あるいはそうでない場合には統合などを含めて退出することとなるような、インセンティブ付けをしていくことも考えていいのではないかと思いました。

そのときに、今の上場維持基準（時価総額基準）が10年後から適用というのは少し長いのではないかというのと、たとえば40億円というように全社一律で一定の水準で設定するのが果たして妥当なのかという点は気になりました。

た。成長性を何らかの率を用いてガイダンスしつつ、別の市場への鞍替えを促し、その過程において一層のガバナンス強化を促していくことが良いのではないかと思います。

今の上場維持基準では、新陳代謝が進まず社数だけが増えていくこととなります、プライム・スタンダード市場よりも新陳代謝を促す仕組みは強くてもいいのではないかと思います。また、ガバナンスという観点について、もちろん取引所から向上を働きかけていくことは重要ではありますが、起業してからIPOまでの過程において、いま以上に強固なガバナンス体制を作っていくのは負担となりますので、成長のスピード感を重視するとすると、現時点ではそうした働きかけや周知で十分であり、一律の強化は求めなくてよいのではないかと思います。

【翁メンバー】

28ページにありますように、グロース市場のIPO企業などについて、企業数にこだわらず、大きく成長する企業を今後伸ばしていくという方針が出されていますが、私もこの方向性に賛同いたします。

上場維持基準の見直しはやっていくべきだと思っているのですけれども、これはある意味画一的なアプローチではあります。一方で、17ページでご紹介いただいたような5年後、10年後に何十倍にも時価総額が成長している企業にとっては、上場維持基準だけでは成長をより促すには物足りなく、むしろ、そのような成長している企業については、上場維持基準だけでなく、どのくらい成長が見込まれるのかを事前にマーケットにプリコミットしてもらうのがよいと思います。多様なビジネスモデルがあるわけですから、そういう状況で企業が成長を競い合っていくにはこうしたアプローチがよいですし、よりスピーディに果敢に成長しようとしているチャレンジ企業がどこなのか、市場関係者の目に見えてくるというメリットもあると思います。上場維持基準のような画一的なアプローチだけでなく、インセンティブをしっかりと取り込んだプリコミットメント・アプローチでは、コミットが実現した場合には指數に組み込まれていくなど様々なメリットが生じるように設計する必要があります。まずはどのように企業を成長させていくのかを、経営者が取締役会で議論し、自主的かつ競争的に開示してもらう、というアプローチと組み合わせてやっていくとよいかと思います。このように、画一的なアプローチとインセンティブをつけるアプローチを組み合わせる工夫をしてはどうかと思います。

【神田メンバー】

みなさんがおっしゃることとほぼ同感なのですけれども、グロース市場の問

題は難問だと思います。上場した後も成長することなく市場にとどまり、前から使わせてもらっている表現でいえば、IPOがLPO（Last Public Offering）になっているのが実態だと思います。もちろん例外はあります。このような実態になっているのはなぜかというと、悪い言い方をすれば、上場はエグジットであり、マネーゲームになっているということだと思います。関与した後はそれで終わりで、その後のことを考えていないというとやや言いすぎかとは思いますが、そういう状況だと思います。繰り返しますが、例外はあります。三瓶メンバーがおっしゃたようなビジネスモデルがないとまで言うと言い過ぎになるかと思いますが、ビジネスモデルが極めて乏しいということだと思います。

今後の打ち手について、資料の方向性はいいと思っています。新規上場基準を上げるのはやはりこれまでのポリシーに反しますし、新規上場基準が低いことは良いことだと私は思っています。ただ三瓶メンバーがおっしゃったように上場審査の際の工夫は必要かと思います。マネーゲームのようなものは阻止し、ビジネスモデルをもった企業が上場する上手い仕組みができるかと思います。他方、上場維持基準の見直しについては、段階的に引き上げることに賛成です。29ページの経営者への働きかけというのは、翁メンバーもおっしゃったことと関連しますが、やれそうな気はします。私が申し上げたIPO=LPOということからいうと、やはり成長するためにはファイナンスをしてほしいと思います。次のファイナンスをするということを、翁メンバーのコメントを借りればプリコミットしてもらえるよう、昨年上場会社に対して資本コストや株価を意識した経営をしてください、計画をたてて実践してくださいというお願いをしたのと同様に、成長を意識した経営をしてくださいとお願いするのが良いと思います。もちろん合従連衡があってよいとは思いますが、特にグロース市場でLPOで終わるのは市場の利用の仕方としてふさわしくないため、新しいファイナンス計画を含めて、ビジネスモデルが中心になりますけれども、成長ストーリーをつくって実践してくださいとお願いをするのは、あり得る施策かと思いました。

小池メンバーがおっしゃったことに関連しますが、自分の大学時代のゼミの出身者の中でIPOを経験した者もあり、そういう人たちと話をすると、私たちの話も聞いて欲しいということを聞きます。実際にIPOした人の声は今回も拾ってもらっていますが、もっと聞いていただいたほうがよく、そのような声を今後も反映していくべきだと思いました。

【黒沼メンバー】

他のメンバーの発言に賛同しながら聞いていました。大きく付け加えること

はありませんが、特に良いと思った点をいくつか述べたいと思います。

まず、直前に神田メンバーがおっしゃったように、上場後に資金調達をしていないということがグロース市場の一番の問題であるし、グロース市場のコンセプトに合っていないと思います。ただ、この点に関しては、ルールによって縛ることは難しいので、資金調達を含めた成長に関する開示の要請を行うことは大変素晴らしいアイデアだと考えます。

29ページに記載されているアプローチの例の中で、上場維持基準を段階的に引き上げて、機関投資家の投資対象となりうる水準を持っていくことは非常に重要なと思います。資料では、成長を促すだけでなく、機関投資家の投資対象になることを主眼に置いているように思いましたけれども、10年よりも短く、2段階程度で区切ることは良いアイデアだと思います。現状、新規上場基準は流通株式時価総額で設定しているので、上場維持基準も流通株式時価総額で設定するというのは1つの案だと思います。

ガバナンスに関しては、グロース市場上場会社にプライム市場並みのガバナンス水準を求めるということではなく、資料にも記載されているように、インセンティブを付与するためにガバナンス体制を整備してもらうことが重要だと思います。そのための施策としては、例えば、上場後に経営者の持株比率を引き下げていくことがよい案だと考えられます。先ほどは、上場維持基準で流通株式比率の引上げを求めるという意見が出ましたが、その仕組みは上場後の成長の取組みやM&Aのオファーに対する検討のインセンティブを付与することに有効だと思いました。

【松本メンバー】

すでに論点は概ね出たと思いますが、プライム市場で改革が進んだ一方で、グロース市場は置いてけぼりになってしまっているように感じています。プライム市場において改革が進んだ理由としては、上場廃止基準の厳格化や東証からの要請だけでなく、ISSや機関投資家の議決権行使基準の厳格化によるプレッシャーもあったのだと思います。一方で、グロース市場の場合は、機関投資家が入ってきておらず、そこからのプレッシャーが期待できないので、プライム市場への取組み以上に東証からの要請やガイドラインについては、クリアで強い物でないといけないと思います。上場基準を段階的に引上げていくという皆さんの意見に賛成ですが、基準は時価総額で設定すると最も分かりやすいと思います。それは、時価総額が大きくなないと機関投資家は入ってきませんし、機関投資家が入ってこないと市場からのプレッシャーやフィードバックがなく、エコシステムがうまく回らないからです。

それ以外の基準として、流通株式時価総額や経営者の持株比率という考えが

あり得ると思いますが、プライム市場の方がむしろこの点で問題を抱えており、親子上場の会社の場合は、支配株主が過半数持っているという状況が実際にある中で、グロース市場だけ流通株式比率の引上げや支配株主持分の引下げを求めるのではなく、ほかの市場もあわせて進めていく必要があると思います。

ヒアリング結果の中で、「上場会社の経営者」であることが居心地が良くて上場を維持しているという課題が指摘されていたと思いますので、東証があえてグロース市場の経営者に対して、東証が導入したルールによって合併やコンソリデーションを促す状況にした方がかえって良いかもしれませんし、この観点からも上場維持基準を段階的に上げていくことが良いと思います。上場維持基準を達成する方法として、コンソリデーションが必要になってくると思いますので、22ページ目に掲載されている東京大学応用資本市場研究センターによる提言にもあるように、M&Aがより進むような情報の発信を行っていくことはある程度有効だと思います。

内田メンバーがご発言された、グロース市場の上場期間を有限にするという案は、影響力の大きい施策である一方で、興味深いと思います。市場区分再編よりも前を振り返ると、もともとマザーズは一部・二部へのステップアップのための市場という位置付けでしたが、新市場区分におけるグロース市場ではスタートアップ企業がずっと成長していく市場として性質の変更が行われました。その位置づけの変更が良かったのか、それともグロース市場もステップアップのための市場に変更すべきか、今後の議論事項となり得ると思います。

【小池メンバー】

上場維持基準の引き上げが論点となっておりますが、やはり上場審査基準の見直しも検討した方が良いと思います。これは数値的な基準ではなく、定性的な審査の内容についてです。

例えば、私は機関投資家なので、流動性もありますが、やはり利益成長が現実化してこないと投資ができません。そうすると、どれだけ経営者が利益成長にコミットしているのかが重要となります。

また、投資するにあたっては、開示・対話が行われていることが前提となりますので、上場の段階からこうした仕組みを持っていることが最低限スタート台になるのではないかと思います。上場して3年経って、機関投資家に投資してもらいたいから、IRの準備をすることではナンセンスだと思います。

ですから、こうした上場前と上場後の断層ができないように、上場企業として、機関投資家と対話ができる最低限のものは定性的な上場審査基準に入れ

て、上場する段階からそういう意識を持っていただくことが重要だと思います。

また、神田メンバーが仰ったように、ファイナンスについては、上場後もそうですが、上場時のファイナンスも必要だと思います。当社の運用担当者からも「IPOはあるけれどファイナンスがない、売出しだけなんです。こういう会社に投資るのはどうなんでしょう。」という声が聞かれます。要は何のためにIPOをしているのかということです。上場時にファイナンスをしない、単に売出しだけということになりますと、機関投資家としては相当不信感が高まります。

上場審査の中で、そもそも成長のための資金調達をしないのであれば、上場の承認はしなくてよいのではとも思いますし、東証側の承認のスタンスを変えていかないと、おそらく根本的な問題解決にはならないのではないかと思います。

【三瓶メンバー】

資料の24、25ページにNASDAQ Capital Marketとの上場基準の比較を付けて頂いています。先ほど東証の基準と大差ないというご説明もありましたが、私は大きな違いがあると思っていまして、NASDAQでは、上場維持基準は、新規上場基準よりハードルが少し下がり、大体8掛け、6掛けになっています。

要するにNASDAQに上場しようとする会社は、急成長を目指しているのが普通であって、取引所が引っ張らなくても勝手に成長を目指してくれる。ただ、何年も経って酷い状況になってくる奈落の底に落ちていくようなものをそのままにしておくのは投資家にとってリスクが大きすぎるので、ダウンサイドの最低レベルを決めているだけということです。

そういう意味では、東証グロース市場とNASDAQではマーケットに上場しようとする経営者の意識が大きく違うなかでのルールづくりということになります。今我々が議論しているのは大変悲しいことに、グロース市場といいながら、急成長を目指してくれる企業がいないということなので、全然前提が違います。

また、小池メンバーから、上場する経営者のコミットメントという中で、利益成長へのコミットメントという表現があったと思うのですが、私はそれが会計上の利益成長と捉えられると、勘違いが生じる懸念があると思います。

アメリカの市場ですと、アグレッシブグロースファンドが投資する会社は、足もとの利益はでておらず、5年経っても利益が出ないこともあります。た

だ、ビジネスモデルは非常に面白く、あるターゲットマーケットを取りに行くという気概が十分という会社です。それに対して投資家も、いずれそこのマーケットを取って、クリティカルマスにいくと急に儲かり始めると思っているので、足もとの会計上の利益がなくても投資します。

小池メンバーがおっしゃった利益成長というのは、そういった会計上の利益だけではないイメージのお話だと思いますが、何か東証として書くときには、そのあたりの誤解が生じないように、足もとから綺麗に会計上の利益が積みあがっている必要はないということを上手く伝えていかないと、かえってリスクを取ったチャレンジがしにくくなってしまうのではと思います。

もう一つ、先ほど松本メンバーがおっしゃったように、どこかの段階で、この会社は今の経営者のままでは上場維持ができそうにないぞということが、周りの人達から分かるような状態にしておくと、現経営陣が喜んでではないですが、どうにかしないといけないという意識になり、M&Aのターゲットになりやすいことがあると思います。進んで For Sale とは言っていないのだけど、「そうせざるを得ないでしょ」という状況になっていると、そこにM&Aを仕掛けたときに反対しにくいだろうと分かったうえでアプローチできます。会社がそういうステージにあることが明らかになっている状況を作り出すということも一つの市場のメカニズムに寄与するやり方かと思います。

【永見メンバー】

これまでもグロース市場については方針をディスカッションしてきたという認識をしておりまして、今必要なのはこれ以上のディスカッションではなくて、変化を促していくこと、アクションに繋げていくことだと思います。

東証への期待、お願いとしては、ここからまた数か月、1年かけて議論を続けるのではなく、早めに変化をもたらすアクションに繋げるような形で進めていただけだと有難く思います。

【熊谷メンバー】

いま色々と皆さんから議論が出た中で、おそらくは上場維持基準のような強制していくものと、ソフトにお願いベースでやっていくものがあると思います。次に議論するときには、たたき台として、この2つを整理していただければと考えます。

また、上場維持基準についてはメルクマールが何かという問題で、三瓶さんと松本さんから意見がありまして、私はどちらかといえば松本さんの意見に賛成で、流通株式比率などよりはやはり時価総額が基本ではないかと思っていますが、こうしたメルクマールについても整理して頂ければと思います。加え

て、例えば時価総額でいえば、どの年限で、いくらの基準にするかということなどがありますが、それぞれに対して、なぜ～年なのか、～円なのかというリーズニングがあると思いますので、こうした点なども示しつつ考えられる案を整理してください。

さらに、それ以外にも、上場審査に関して、資金調達の必要性を確認するですとか、IPOがLPOになっているといった話なども出ておりましたので、この辺りも含めてたたき台を作っていただいて、次回はそれに基づいて具体的な数値に踏み込んだ議論をした方が良いと思います。

【渡邊部長】

ありがとうございました。

続きまして、今後のフォローアップについて、ご説明させていただきます。

【池田統括課長】

お手元の資料2で、今後のフォローアップについて、1枚にまとめております。この1枚紙は、本日の資料というだけでなく、今後、機関投資家をはじめ、様々な市場関係者の皆様とディスカッションしていく際にも、全体像をお話するときには利用していこうと考えております。

まず左上の「資本コストや株価を意識した経営」に関しては、開示済み企業へのアプローチとして、11月にギャップ事例を出しておりますが、その後、企業の方にはセミナーなどでご紹介する機会も多くいただいておりますほか、国内外の投資家の皆様からも、多くフィードバックをいただいている。また、年明けからは、機関投資家からのコンタクトを希望する企業の開示リストへの反映などを行ってまいりますが、これらの施策の効果検証などを次回のフォローアップ会議でできればと思っております。

また、未開示企業がプライム市場では約10%、スタンダード市場では約50%いらっしゃいますが、こうした企業へのアプローチについても、まずはマーケットと向き合っていただくということで、IR機能の確保などをお願いしているこうと考えておりますが、どうアプローチしていくかについても、引き続き議論させていただければと思っております。

次に、下に移りまして、親子上場の問題についてですが、不变のテーマとして、子会社の少数株主保護の論点も引き続きございますが、「資本コストや株価を意識した経営」を推進する中、事業ポートフォリオをどう考えていただくのかという観点で、特に親会社側へのアプローチが重要な局面になってきていく

るかと思います。年明けのところで、そうした親会社の検討の一助となるよう、投資家の目線やポイントを出せればと思っておりますが、このあたりもまたご報告などさせていただければと思っております。

また、そうした検討の結果として、下に移りまして、非公開化という話も引き続き出てくるかと存じますが、前回ご議論いただきました方向性をもとに、現在、実務的な部分を市場関係者の皆様と詰めておりますので、次回の会議で、具体案をご提示したうえで、具体化していかなければと考えております。

右側に移りまして、グロース市場に関しましては、本日色々とご意見もいただけましたので、こちらも次回、より具体的なことをご議論いただければと考えております。

そのうえで、今後、少し丹念に見ていただければと考えているのが、その下の経過措置についてです。来年3月から経過措置が終了し、改善期間に入り、1年経過後の2026年3月の後、監理・整理銘柄指定期間6か月を経て、2026年9月から、実際に上場廃止となる企業が出てまいります。

年明け以降、該当企業へのコミュニケーションなども強化してまいりますが、当会議でもしっかりと状況把握等を行っていかなければと考えております。

今後、追加のアジェンダなどが出てくるかとも思いますが、いったん、現時点で見通せている今後の項目は以上でございます。どの部分でも構いませんので、各施策についてお気づきの点などがございましたら、今後の会議の内容を検討するうえでも、あらかじめいただいておければ幸いです。

以上でございます。

【渡邊部長】

それでは、ご意見やご質問があれば、頂戴したいと思います。いかがでしょうか。

【松本メンバー】

このフォローアップ会議で様々な課題を議論し、対応する中で、全体として資本市場は良くなっていると認識していますが、ブラインドスポットと言いますか、全体の中で取り残されてしまっているように感じるのが親子上場についてです。例えば、プライム市場では流通株式比率35%以上が求められま

ですが、親会社が65%の株式を保有する子会社でも上場していられるということであり、ルールどおりといえばそうなのですが、果たしてそれでよいのかは疑問に思います。ルール自体は過去の経緯もあるので簡単に変えられるものではありませんが、支配株主の保有比率の制限や流通株式の定義等について、望ましい形を議論して示していくべきだと思います。世の中に認識が広がってある程度変わり始めないとルールを変えることは簡単でなく、時間も必要なので、早めに考えていくことが必要だと思います。

【三瓶メンバー】

資本コストや株価を意識した経営の推進・対話の促進について、様々な企業向けセミナー等を開催されていると思います。今のところは上場会社に前向きに対応していただいているが、今回グロース市場向けのヒアリングでは、投資家向けの不満も散見されたので、投資家側に対する上場会社の意見もまとめさせていただいて、企業と投資家が間接的にキャッチボールできるような形で循環ができるとよいと思います。こうした取組みをすることで、投資家としても、言ったつもりだったのが伝わっていないということに気づいてもう少し丁寧に説明することにもつながるようになります。

また、親子上場について、投資家において、子会社で課題があったときに、課題があった子会社とだけ対話することが普通だと思い込んでいるケースが見られるのですが、親会社に言った方が話が早いこともあります。コーポレートガバナンス・コードにおいて、支配株主を有する上場会社に対して少数株主の利益を保護するためのガバナンス体制の整備が求められていることもあって、子会社に目が行きがちですが、親会社も含めてアプローチした方がよいと思いますので、こうしたことを促すメッセージを出すことも必要だと思います。

また、親会社側にも親会社としての責任があり、子会社で問題があったときに親会社に対話を申し込む投資家がいることも当然であるというメッセージを出すことも必要だと思います。親会社であればグループ内部統制を整備する必要があるし、支配株主であれば少数株主との利益相反を考えなければならないし、大株主であれば大株主としての責任を果たしていくべきであり、投資家と親会社の双方にメッセージを発信することが必要だと思います。

経過措置の終了について、今朝の日経新聞で、ある会社が上場維持基準への適合に向けた計画を2025年3月末から26年3月末に延長したとの報道がありました。問題ないのでしょうか。

【門田課長】

経過措置終了のスケジュールですが、通常、3月期決算の企業は、2025年3月末時点で基準未達の場合、1年間の改善期間に入り、最終的に26年3月末まで改善を図る期間があることになっています。今回のケースは、その改善期間の範囲内で計画期間を延長したことなので、問題ありません。いずれにせよ、26年3月末時点で基準未達の場合は上場廃止となることに変わりありません。

【三瓶メンバー】

ありがとうございます。

経過措置に関しては、資料1の12ページにもありましたが、上場廃止が現実に見えてきて、それについて取締役会で議論している企業が増えてきています。資料では、どういった選択肢についてどのように考えたのかといったことが書かれていますが、そういう議論はなかなか外に出したくないという企業も多いと思いますが、うまく声が拾えるようであれば、他の企業においてもどういった検討をしているのかまとめていただくと、これからそういう状況に直面する企業にとって、取締役会で何を議論すべきかの参考になるのではないかと思います。

【渡邊部長】

ありがとうございます。

最後に、次回の会議についてご説明します。

【池田統括課長】

次回会議では、本日のグロースの続きのほか、先ほどご紹介した内容をご議論いただければと思ってございます。詳細はまたご相談いたします。

【渡邊部長】

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。

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ひいたします。