

市場区分の見直しに関するフォローアップ会議（第1回） 議事録

日 時： 2022年7月29日（金）10時30分～12時30分
場 所： 東京証券取引所 15階第1会議室
出席者： メンバーリスト参照（松本メンバー欠席）

【青常務執行役員】

それでは、予定の時刻となりましたので、第1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。

改めまして、東証の青でございます。どうぞよろしくお願いいたします。本日は、ご多忙な時期にもかかわらず、お集まりいただきまして、誠にありがとうございます。なお、本日は、ご覧いただいておりますように、冒頭のみカメラ撮影をしておりますのでご了承ください。

まず、本会議の設置趣旨について、ご説明させていただきます。

ご高承のとおり、東証では、皆様のお力添えの下、上場会社の持続的な成長と中長期的な企業価値向上を支え、国内外の多数の投資者から高い支持を得られる魅力的な市場の構築を目指して、本年4月4日に新しい市場区分へと再編いたしました。

上場会社の皆様におかれましても、新市場区分のコンセプトや自社の経営環境等を踏まえ、新市場区分を選択、そして移行いただいたところであり、まさに新たなスタートラインに立ったものと認識しております。今後、新市場区分の選択、移行を出発点として、上場企業が、自ら選択した市場区分のコンセプトや今度のマーケットの仕組みを踏まえて、企業価値向上の実現に向けて、企業経営や事業の活性化に取り組まれていくことを期待している次第です。

もちろん、企業価値向上は、一朝一夕に成果が出るものではなく、日々の積み重ねによって結実していくものでございますので、東証としても、新市場区分の枠組みの中で、こうした動きが効果を発揮していくようフォローアップをしていきたいと考えており、有識者の皆様にもご参画いただき、何に注目してどうフォローしていくかなど、フォローアップや取組の仕方についてご示唆、ご助言を頂戴できればと存じます。

さらに、東証として先々市場運営をしていくにあたり、目指していくべき方向性や将来を見据えて考えるべきポイントなどについても、広くご示唆を頂戴し、私どもとやりとりをさせていただきながら、考えを深めてまいりたいと考えております。どうぞよろしくお願いいたします。

なお、本日は初回でございますので、はじめに、本会議にご参加のメンバー、オブザーバーの皆様をご紹介させていただくのが通例となりますが、大変恐縮ながら、お手元の名簿をご参照いただくことで代えさせていただきます。

なお、本日は、マネックスグループの松本様にご欠席となります。

それでは、本日の議題に移らせていただきます。

まず、本日は、新市場区分への移行やその後の状況等について、様々な観点からファクトやデータをお示ししたうえで、メンバーの皆様より、今後のフォローアップの方法や内容、あるいは経過措置の在り方、また、もう少し長い目線での上場制度の在り方などについて、幅広く忌憚ないご意見を頂戴できればと思います。

また次回以降は、本日いただいたご意見なども基に、市場関係者の意見も伺いながら、引き続き議論を深めてまいりたいと考えております。

ここからは、議事に移りたいと思いますので、恐縮ですが、カメラ撮影の方はご退室をお願いいたします。

それでは、本日の議論に入ってまいりたいと思いますが、議事に入ります前に、議事の進行につきまして、1点ご相談がございます。では、お願いします。

【池田課長】

お手元の資料4の、本日ご欠席の松本メンバーの意見書をご覧ください。

意見書でご指摘いただいている内容につきましては、意見交換の際に改めてご紹介させていただければと思いますが、資料なかほどの「議論の建て付けについて」の部分をご覧ください。

本会議は、事前説明の際から、議事は非公表、議論の透明性を確保するために議事録を速やかに公表という進め方を想定してございましたが、松本メンバーより、「議論は、何を議題にするか、何に優先順位を置くかで、大きくその効果が変わってきます。いわゆるアジェンダ・セッティングが肝要です。その意味で、事務局外、メンバー内に座長を置き、議論の推進を図るべきです。」といったご指摘や、「公開株式市場という公共性の高いテーマが議論の対象であり、かつ社会の注目度も高い中、議論は公開で行うべきです。もし秘密情報を扱う時があれば、その時だけ非公開にすれば足りるはずです。」とのご指摘をいただいております。

【青常務執行役員】

そのようなご意見を頂戴しているところでございまして、ひとまず本日のところは、当初私共で想定していた進め方で進行させていただければと存じますが、次回以降の会議に向けまして、この2点につきまして、私共において検討させていただければと考えております。

なお、議論に関しましては、丁寧にアジェンダについて伺ったうえで、効率的かつ適切に運営していくという観点で対応させていただければと考えておりますし、透明性の観点では、リアルで映像を流さなかったとしても、速やかに議事の内容を取りまとめて公表をしたいと考えていたところでございます。

本日のところで、メンバーの皆様から、この二つのポイントにつきまして、ご意見等ございましたら、あらかじめ頂戴できればと思っておりますが、いかがでございでしょうか。

【翁メンバー】

松本メンバーがおっしゃっている透明性の確保は非常に重要であり、公開が難しいのはわかるものの、議事録のできるだけ速やかな公開が極めて重要だと考えます。

座長を置くかという点は、本日の議論を踏まえて、どちらがいいか考えたいと思います。

少なくとも議事が透明になっていることで、東証の対応が外から見える形になっているのが大事だと思います。そのあたりをぜひ留意していただきたいと思います。

【青常務執行役員】

広く公開していくことは重要なことだと存じておりますので、スピーディーに対応し、かつ、内容についてもできる限り明確になるように努めていきたいと考えております。また後ほど、追加的な話があればお知らせいただければと思います。

それでは、意見交換に移りたいと思います。まずは、お手元の資料に基づきまして、ご説明させていただきます。

【池田課長】（資料説明前半は割愛）

それでは、41ページより、本日ご議論いただきたい事項についてご説明したいと思います。

総論と各論にわけて記載しておりますが、本日は初回ということで、どの箇所からでも構いませんので、忌憚なく、様々なご意見を頂戴できればありがたく存じます。

まず、総論では、今後、フォローアップを進めていくにあたりまして、たとえば、こういった方のご意見も聞いていくべき、こういった視点で検討を進めていくべきとか、あるいは、見直しの実効性を高めていくという観点からは、企業・投資家にはそれぞれこういったアプローチが適切なのではないか、こういった発信が必要なのではないかとか、そういった全体感についてご意見をいただければと考えております。

続いて、各論では、市場区分ごとにお示ししておりますが、投資家との対話を中心に据えるプライム市場においては、たとえば、こういった点を対話のポイントとして伸ばしていくべきではないとか、企業価値向上に向けた取組に関しては、時価総額が大きい企業と小さい企業では、アプローチに差があるのではないかとといった点も含めて、どのように動機づけていくことが考えられるのか、ご意見をいただければと考えております。

また、次のページですが、スタンダード市場においては、自社に適した方法で成長していただくことを想定したマーケットでございまして、そうした中でどう企業にアプローチしていくのが適切なのか、ご意見を頂戴できますでしょうか。

あるいは、グロース市場においては、やはり成長企業への資金供給といった観点でIPOという視点が重要になるかと存じますが、スタートアップ育成の取組は非上場の段階からの連続でもございますので、場合によっては、そういった観点からも幅広くご意見をいただければと思いますし、上場後の成長の促進、あるいは新陳代謝といった観点からも、ぜひご意見をいただければと思います。

それから、経過措置に関しては、制度として積み残しとなっている重要な論点ですので外だししてございます。様々なご意見があるところかと存じますが、ぜひ、制度としての在り方のほか、早く方向性を示していくべきかなど、時期・進め方などに関しても、ご意見をいただければと存じます。

最後に、基本的には新市場区分が4月からスタートしたばかりでございますので、当面は現行の制度をもとにどう実行性を高めていくかという視点で進めていければと考えてございますが、将来的なマーケット、上場制度や基準の在り方についても、ぜひご意見をいただければと存じます。

資料の説明は以上です。

【青常務執行役員】

続いて、ご出席の皆様方から、ご意見をお伺いできればと存じます。

さきほどご説明いたしました資料3-1の41ページより、いくつか切り口を分けてご議論いただきたい事項を記載させていただいておりますが、どの切り口からでも結構ですし、切り口のない点でも結構です。初回でございますので、幅広く忌憚ないご意見を頂戴できればと存じます。どなたからでも結構でございますので、よろしく願いいたします。

【熊谷メンバー】

熊谷でございます。よろしく願いいたします。

最初に、今後、本会議で議論を進めていく上で、大局的に重要だと考える点を申し上げます。キーワードは3つあり、1つ目は「インベスト・イン・キシダ」、2つ目が「新陳代謝」、3つ目が「スピード」だと思っています。

まず、1つ目の「インベスト・イン・キシダ」ですが、私見として、岸田政権の新しい資本主義が目指しているのはファイナンシャル・インクルージョン（金融包摂）だと理解しています。具体的には、誰ひとり金融面で取り残さない社会を作り、国民に幅広く金融市場の恩恵が行き渡る、国民が大株主となるような大衆資本主義を目指していくということです。その中で、大きな一翼を東証は担っているわけですから、企業価値の向上に向けたロードマップを示すなど、ぜひとも多面的な改革をスピーディーに進めていただきたいと思いません。

2つ目の「新陳代謝」に関しては、日本経済が長期的に低迷している理由として、現状維持バイアスが強く、適材適所で伸びている分野に円滑に人や資本が移っていかなかったことにより、生産性の長期低迷が起きていることが指摘できます。適切なスピードで新陳代謝を行っていく、そして同時に、失業なき労働移動ということで、スウェーデンなどで行われている積極的労働市場政策と新陳代謝を組み合わせることが本質的に重要だと考えます。

3つ目の「スピード」は言うまでもありませんが、非常に変化の速い状況下で、スピード感をもってしっかりと改革に取り組んでいくことが極めて重要です。

以上の3点を申し上げた上で、次に資料3-1の「本日も議論いただきたい事項」に沿ってコメントをさせていただきます。まず、総論については、日本市場が抱えている構造的な問題に対して、今回の市場再編は、道半ばではございますが、適切な対応策を一定程度講じているという点で前向きに評価できるのではないかと考えます。

今後どうしていくかという点については、制度が変更されたばかりですから、まずは実効性を高めることに注力することが現実的だと思います。

具体的なポイントは2つあります。1点目として、この会議で方向性が示された施策についてはスピード感をもって実行することが肝要です。2018年から市場構造の在り方に関する議論が始まり、それから4年近く掛かって実際の移行が行われたというのは、スピード感が足りなかったと思います。

2点目としては、上場企業や機関投資家の市場再編に対する評価、今後の要望や課題をストックテイキングして、次の改革にしっかりと活かしていく必要

があります。あわせて、時価総額や市場流動性など、成果を図る指標を客観的に定めて、定期的に評価することなども一考に値します。

次に、各論について申し上げます。

まず、プライム市場については、忌憚なく申し上げれば、市場第一部と顔ぶれが変わらず、プライム感が感じられないという意見があるところと存じます。では何をやるかという、たとえば、2025年1月に移行期間が終了するTOPIXについて、上場企業による構成銘柄入りをかけた「競争」の促進が必要ではないかと思えます。

なお、時価総額の規模に応じて対応を変えていくことについては、上場企業が自主的に市場選択を行ったことに鑑みれば、現時点で対応を変える必要性は高くはないと感じております。

スタンダード市場は、プライム市場やグロース市場と比較して、市場の位置づけが曖昧な感が否めないため、しっかりと対応していくべきです。

具体的には、投資家との対話を通じた企業価値の向上を求めていくことが重要であり、開示の充実がポイントではないかと思えます。資料3-1の39ページの「事業計画及び成長可能性に関する事項」のように、東証である程度フォーマットを定めて開示するということも考えられるのではないのでしょうか。

加えて、スタンダード市場の長所や特色、そして変化にフォーカスした広報活動や、ブランディングなどを進めることも期待されます。

グロース市場は、将来の日本の産業の柱となるような企業を育てる役割が期待されているところではありますが、実際は資料3-1の37ページのとおり、中央値としては大きな成果が見られないという状況にあります。また、機関投資家がグロース市場の銘柄に積極的に投資していない点も、大いに改善の余地があるでしょう。

ここもやはりポイントは情報開示や機関投資家との建設的な対話などを柱としたガバナンスの強化であると捉えており、その点で、グロース市場について、事業計画等の開示を年1回以上求めることは非常に有意義だと考えます。ただ、現状では開示前に東証において定められたフォーマットに従っているか否かを確認していると思われませんが、今後は投資家の投資判断に必要な情報開

示という視点からチェックをしていくことが必要ではないでしょうか。

経過措置については、言うまでもなく、可能な限り、期間を早めに示すことが極めて重要です。

その他の点で申し上げますと、TOPIXについて、2025年1月までの見直しの移行期間を第1フェーズとすれば、第2フェーズでは、時価総額が大きく、日本を代表する企業に対して、持続的な企業価値向上に向けた取組をさらに促していくような改正が必要だと考えます。現状の組入基準である、流通株式時価総額100億円の引上げや、構成銘柄の定期的な入替などを検討していく必要があるかと存じます。

また、成長企業の上場促進については、岸田政権もスタートアップを5年で10倍に増やすという目標を掲げているところですが、私はスタートアップ企業への投資が低迷してきた原因の本質はダイバーシティの欠如にあると考えています。スタートアップに対するヒアリングは、ぜひ早急に力を入れて対応していただきたいと思います。

最後に、本会議全体の議論を通じて、私が特に重要だと考えているのが「トヨタ方式」というものでして、表面の事象だけを見るのではなく、何かあったときに、なぜなのかと5回掘り下げて、根本的な原因（ルート・コース）を特定することが肝要です。こうした思考法に基づいて、本会議では根本的な原因にスピーディーに働きかけることを強く意識していただきたいと考えます。

私からは以上です。ありがとうございます。

【小池メンバー】

野村アセットマネジメントの小池でございます。

私からは、機関投資家としてのコメントをさせていただければと思います。

まず、総論としましては、今後、JPXがイニシアティブをとって、魅力的で規律ある株式市場の育成をされていくと思いますので、我々としても、全力でお手伝いさしあげたいと思っております。

4月以降、海外出張で約160社程度の年金のお客様と日本の株式市場につ

いて議論する中で、東証の市場再編について話すこともありましたが、総論として、改革の意図が伝わっていないと感じた次第です。

東証市場における海外投資家比率は高いので、ステークホルダーに対して、正しく市場改革のメリット、デメリットを発信することが非常に重要だと感じています。

また、市場再編の目的の1つである企業価値の向上に向けたロードマップがはっきりしていないと感じています。市場改革によって、こういった形で市場価値の向上がもたらされて、日本の株式市場が魅力的になり、資金のインフローが起きるのか、といったことが曖昧な印象をもっており、ここはしっかりと議論すべきと考えます。

また、すべてのプライム市場上場会社が必ずしも企業価値向上の努力をするとも限らないので、上場企業における企業価値向上の動機付け、インセンティブの仕組みの導入が必要と考えます。

プライム市場については、スチュワードシップ活動の高度化がもたらされるという点で、我々、機関投資家にとってありがたいと思います。一方、すべての会社がそういった意識でエンゲージメントに臨んでいただけるかという点と必ずしもそうではないので、上場会社のモチベーションとなるようなガイドラインを検討する必要があるのではないかと感じています。

経過措置については、速やかにということもありますが、まず適合に向けた計画書の実効性を誰がどのように評価すべきかを明確にしたほうが良いのではないかと思います。

新しくプライム市場に上場する際の基準に達していないということなので、計画の実効性をもう少し厳しく見ていく必要があると思いますし、計画期間が現在はそれぞれ異なっているところ、経過措置の期間を一律3年とするということもあるかと思いますが、途中の進捗状況も開示していただかないと、計画書が正しいのか、上場企業としての使命を果たそうとしているのかどうか不明になってしまうと思います。

我々は機関投資家として、運用という意味で大きなお金を扱っていますが、市場区分改革に加えて、やはり指数も課題になってくるのではないでしょう

か。市場区分改革イコール指数改革というのは大げさですが、ほとんどの投資家が、TOPIXなのかプライムなのか、どのように日本に投資をしていいか混乱しているので、指数戦略を含めた海外投資家へのアピールも大事ではないかと考えています。

スタンダード市場については中途半端な印象があって、今後スタンダード市場に居座り上場する会社も出てくるのではないかと感じています。プライム市場の基準を満たす会社がなぜあえてスタンダード市場を選択したのか、ということを経営者に情報発信することで、スタンダード市場の規律もしっかりするのではないかと思います。

また、これまでは階層構造の市場構造だったところ、今回独立した市場構造となったことで、スタンダード市場の会社がプライム市場に移るモチベーションがはっきりせず、市場間の移動がどのようなモチベーションとインセンティブで行われるのか非常に疑問に感じています。

グロース市場は規模が小さいので、機関投資家が入りづらいというところがあり、IPOのプライシングにも影響を与えると思うので、このあたりの改善策も必要かと存じます。

最後に、グロース市場にはあまりガバナンスを求めているように読み取れるのですが、グロース市場の企業は事業リスクが高い会社が多いため、そういった会社こそ、しっかりガバナンスを持ってもらわないと、リスクマネーを呼び込めないのではと思います。

【安藤メンバー】

オムロンの安藤でございます。よろしくお願いいたします。

私は企業経営に携わる者として一言コメントさせていただきます。

本フォローアップ会議の目的は、市場区分見直しの成果の発現を急ぐためには、何が必要であるのかを見極めることであると認識しています。様々な課題がありますが、結論を申し上げますと資料3-1の17ページで示されている、PBR1倍割れの企業が多いことにメスを入れられない限り意味がないと感じています。すなわち各論はさておき、制度論よりも、このテーマに対してどのように対応すべきかが重要であると考えます。

一方で、コーポレートガバナンス・コードは、企業経営に関する素晴らしい指南書であり、示唆に富む参考書であると認識しています。逆に言えば、2015年までは企業経営の在り方を網羅的に示した指南書はなかったわけです。しかしながら、企業の自主性だけに委ねていては変革のスピードが加速しないことも事実ですので、もう少し企業へのアプローチを強化する必要があると考えます。

具体的には、グロース市場だけでなく、プライム市場、スタンダード市場の企業のうち、PBRが1倍割れの企業群に対して、どのようなメッセージを送っていくか、あるいは、どのようなアクションを求めていくかが極めて重要です。

一般論の指摘では意味がありませんので、私の意見を申し上げますと、PBR1倍割れの会社の経営者には、サステナビリティ経営の本質を理解してもらったうえで、自ら何を優先して改革に取り組むかについてロードマップを作って公表していただき、その内容に関して投資家が対話・エンゲージメントを行うというPDCAサイクルを回し続けることが大切であると考えます。

今回は初回でございますので、各論については次回以降でお話ししたいと思います。以上です。

【黒沼メンバー】

早稲田大学の黒沼です。

まず、総論についてですが、市場区分の見直しは、企業価値向上を促すことが目標だと認識しています。それに沿った施策をすでに東証で打ち出していて、それをどのように達成してもらうかというところについて、我々は考える必要があると思っています。

時価総額は過去10年間で増えているということですが、当然、企業価値の向上のひとつに時価総額の向上があると思いますので、企業の規模ごとに見て、過去10年を上回るかどうかを目標にして議論していけばよいのではないかと思います。

上場維持基準未達の会社の達成の仕方は市場区分ごとに異なるのではないか

と思います。適合に向けた取組の中には、そもそも効果が疑わしいものも含まれているのではないかと思いますので、取組の進捗状況について、フォローアップ会議において議論することも重要ではないかと考えます。

続いて各論についてですが、プライム市場について、時価総額で見ると、二極化しているように思います。見ていくべきは、時価総額全体での向上というよりは、成長度合いであると思います。海外と比較して時価総額の中央値が低いのは問題だと思いますが、二極化した上位の中央値をどう上げていくかを考えていけばよいのではないのでしょうか。流通株式時価総額ごとに区切った分類で、過去10年を上回る成長を目標に施策を考えていくべきと考えています。

ROEが低いということも気になりますが、それはどちらかというとスチュワードシップ・コードなど、機関投資家との対話で解決していくことではないかと思います。

流通株式時価総額100億円をどのように達成していくかについては、流通株式比率を上げて達成できないような場合は、成長しなければ達成できないわけで、スタンダード市場への移行もやむを得ないのではないかと思います。

新規上場基準では時価総額250億円の基準があるものの、上場維持基準ではなく、上場後、満たしていない会社があるものと認識しておりまして、こういった状況はできるだけ早い段階で整理が必要なのではないかと思います。

また、プライム市場のコンセプトとして、英文開示やより高度なガバナンスの水準がありますが、上場維持基準の数値基準について、英文開示やガバナンスの水準が一定程度に達している企業については、適用を緩めることが考えられるかどうかを議論する必要もあるのではないかと思います。

英文開示については、海外の機関投資家を想定したのですが、時価総額については考慮していなかったという経緯があるので、その関係をどう見ていくかという点も重要だと思います。

時価総額が小さい企業は、海外投資家の投資対象とならないため、英文開示に取り組む必要がないと考えるのか、それとも、そういった企業も英文開示に取り組めば投資してもらえるのかどうか、そのあたりの関係を捉えたうえで、施策を考えていくべきではないかと思います。

スタンダード市場は、私自身が詳細に把握できていない部分もあり、乱暴な意見にはなりますが、時価総額の向上を求めなくて良いのではないかととも思います。どの市場においても、時価総額の向上を達成できるのであればそれが良いですが、時価総額の向上が実現していない状況があるために、市場区分を見直したということでもあり、必ずしも全ての市場で時価総額の向上が実現できないこともやむを得ないと思っています。ただし、流通株式時価総額の基準については、持ち合いの解消や役員保有株の売出しにより達成を推進すべきと考えます。

グロース市場については、上場後10年経過後の時価総額が40億円以上という基準を達成できない場合は、市場を移っていただくこともやむを得ないと思います。

IPOマーケットとしてのグロース市場の活性化については、現在流通時価総額の基準は5億円となっているので、調達資金が少ないのもやむを得ないことではないかと思えます。改善するには、機関投資家の参加を促すことが必要となりますが、機関投資家は規模が小さいから投資できないと言うので、結局のところ大規模IPOや上場後の大規模公募増資の実績を作っていくしかないと思えます。

その点で、マザーズの上場後における資金調達で、大規模な案件では海外での調達も多いので、ここには機関投資家も参加しているのではないかとと思われるのですが、ではなぜ国内では機関投資家にIPOへ参加してもらえないのかを掘り下げて見ていく必要があるのではないかと思えます。

「事業計画及び成長可能性に関する事項」については、本会議で個別企業をどこまで取り上げていいのかわかりませんが、この資料を使って、成長企業の育成について検討する余地があるのではないかと思えます。

最後に経過措置について、上場維持基準の適合に向けた計画の期間の分布状況を見ると、どう見ても5年あたりが妥当なのではないか、少なくともそれより長くするのは妥当ではないと思えます。

私からは以上です。

【三瓶メンバー】

三瓶です。どうぞよろしくお願いいたします。

昨年まで機関投資家だったのですが、現在は企業へのアドバイス及び機関投資家のスチュワードシップ活動へのアドバイスを行っております。頭の中は今も機関投資家ですので、そういった立場でお話させていただければと思います。

まず総論ですが、大事なことは3つあると思います。

1点目は、市場に関する事なので、市場原理を機能させるために、マイクロマネージしないことです。ただ、マイクロマネージしないということは、そこで上手くいかない会社は淘汰されるということを覚悟する必要があります。

2点目は、金融審議会市場構造専門グループにおいても、真ん中の市場は中途半端になるので市場区分は2つで良いと申し上げたところですが、スタンダード市場についてどういう位置づけなのかがやはり明確でないと思います。スタンダード市場に注目して議論する必要があると考えます。

3点目は指数です。TOPIXについてはきちんとした方向性が示せていないのではないのでしょうか。金融審議会でも議論があったところですが、現状、根本的な改革はできていないように思います。

続いて各論になりますが、先ほどスタンダード市場が重要と申し上げましたが、海外投資家から言われてショックだったのが、スタンダード市場はサブプライムだと揶揄されたことです。

プライム市場がグローバル・スタンダードなのだとする、スタンダード市場はジャパン・スタンダードと言えるのではないのでしょうか。ジャパン・スタンダードというのは、たとえば、コーポレート・ガバナンスに関して海外のプラクティスを受け入れていないかもしれないものの、きちんと結果を出せる、たとえば、ROEやPBRを見たときに、現在はプライム市場に劣っていますが、プライム市場とは違う経営の仕方はするものの、きちんと結果を出していくとするのであれば、それはそれでありかもしれないと思います。

ただその際に、PBRは投資家が評価するものでありますので、評価されるためには英文開示が重要です。欧州ではSFDR（サステナブルファイナンス開示規則）といってファンドにラベル貼りをする規則がありますが、すでにESGを考慮しない5条ファンドは資金流入が四半期ごとに減ってきている状況にあります。

いわゆる8条ファンド、9条ファンドにならないと生き残っていけない中で、その中に入るには、例えばMSCIのBBB評価でも足りない状況にあります。高評価は英文開示がないともえられません。有価証券報告書の改革の中でも、サステナビリティ関連の開示を促していくという話がありますが、せっかくこうした情報が開示されるようになって、有価証券報告書が英文で開示されなければ意味がありません。

市場区分に関係なく、投資をしてほしいのであれば、英文開示が大事だということを示していかなければならないと思います。

プライム市場においては、経過措置が焦点だと考えます。上場維持基準の適合に向けた計画の期間は各社様々ですが、いったん企業が自らプライム市場に残りたいとして出した計画書は当初開示した期限までしか認めないとすべきだと考えます。例えば、今後、現在1年、2年といった期間で計画を開示している企業がどんどん更新して期限を延ばしていくことになると、当初から5年といった計画を開示している企業も期間の延長をするなど、長期化していく懸念がありますので、早めに更新は認めないと明確に示すべきです。

また、TOPIXの改革もカギです。

グロース市場こそ、マイクロマネージしないことが大事だと思っています。ただ、グロース市場の一番の問題は、時価総額が伸びていないことです。分析をする中で、アメリカにおいて東証のグロース市場に当たるような特性を持つ企業を見た場合、平均PBRは5.7倍でグロース市場とほぼ一緒である一方、平均ROEは-45%で、東証の-0.1%と大きく差があります。日本では、本格的に成長するための投資が足りていないのかもしれないと思います。ここで挙げたアメリカの例は、時価総額1,000億円以上の企業の話でして、それくらい大きな会社でもまだまだ投資をして成長しようとしているということです。

そういったことをもっと促しながら、時価総額の向上を図るべきでして、リスクを取って投資をしていくと当然ながら失敗する企業も出てきますので、中央値が上がっていくことには必ずしもならないかもしれませんが、大成功する企業がでてくるのが重要だと考えます。

また、グロース市場で最も大事なのは適時開示だと思います。東証が定める適時開示基準以上に、投資家が懸念を感じるような事項についてより積極的に、早めに開示するという姿勢を植え付けるべきと考えます。

【永見メンバー】

ラクスル永見と申します。よろしくお願いいたします。

まず総論として、この会議の建付け、位置付けといったところになります。ほかのメンバーのご発言と重複する部分がありますが、基本的にはアクションと期限を決めて実施していくことが非常に重要だと考えております。

あくまで市場区分の見直しはスタート地点だという認識ですので、変革・改革し続ける取引所という位置付けを改めて明確にすることが大事だと思っております。

そうしたときに重要なのが、今起きている課題にパッチワーク的に対応するのではなく、本日の資料を3年後の2025年、5年後の2027年にアップデートした際にこういった姿になってほしいという理想的な姿をしっかりと議論することだと考えております。

例えば、その時点における上場会社数や更なる市場コンセプトの明確化、ROEやPBRといった指標などが具体的にイメージできているような状態が大切であり、そこからバックキャストして、施策を検討し、講じていくことが思考としては非常に重要だと考えております。

そのうえで発行体として参加をさせていただいておりますので、発行体の目線から2点ほど発言させていただきます。

1点目は、先ほど三瓶メンバーからのご指摘にもありましたが、私も発行体として、最近では投資家と物理的に会う機会もかなり増えてきておりますが、海外の機関投資家でいいますと、残念ながら10社あって7、8社は今回の市

場区分の見直しがどういったものなのかよく分かっていない状況にあります。

字面としてのコンセプトを明確化にしていくことも大事ですが、発行体も投資家もメリットで動くものだと考えおりますので、メリットをどう作っていくかということが非常に重要と考えており、こうした視点が具体的なアクションにも繋がっていくと考えております。

そうしたメリットベースでの具体的な論点として、投資家目線ではインデックスの洗練によってクオリティの高いインデックスに投資ができるといったようなことが考えられますし、発行体目線ですと、こちらは太陽というより北風ですが、経過措置がタイミング含めてしっかりと明確化されることによって、発行体としても真摯に取り組むようなこともあるのではないかと思います。

また、各論になりますが、メリットサイドとして、資料では言及されておられません。欧米との対比でしっかりと議論が必要なものとして、株式報酬の導入の徹底があります。こちらについては成長企業の方が導入しており、プライム市場やスタンダード市場の方がむしろ導入していない、理解が及んでいない状況にあります。

一方で、欧米の企業の株式報酬の導入の状況を調べると、米国のNASDAQにおける導入企業では、株式報酬によって毎年多いところでは数%の希薄化が生じております。もちろんそれを乗り越えるだけの利益の拡大とキャッシュフローの創出が担保されていることが必要となりますが、株価・時価総額を上げていくことについて、北風面だけでなく太陽面との両方で、役員、そして従業員も含めてしっかりとインセンティブを与えていくことが重要だと考えております。

2点目として、各論とはなりますが、弊社はプライム市場に上場しておりますが、成長企業として参加している立場からグロース市場も代弁して意見を申し上げますと、グロース市場については、やはり時価総額、その中でも特に流動性が低いということが課題と思っております。

もちろん企業としての開示の努力、業績の拡大も重要ですが、そこに加えて、グロース市場におけるインデックスについても、より一層、投資信託などで活用していただくようなマーケティングや工夫ができるのではないかと考えております。

また、審査の場面では、赤字上場に対しては既に柔軟な審査がされていると認識しておりますが、実態として、その後もきちんと審査上の柔軟性がある状態にあるのかというのは、しっかりとフォローしていく必要があると考えております。これだけ色々と規制がある中で、一方で審査では赤字がだめだといった話になると、グロース市場のメリットがなくなってしまうことも懸念しております。

一方で、足元の株式市場をみますと、赤字企業への評価は非常に厳しいものがあります。上場を遅らせる企業も出てきている状況でして、松本メンバーの意見書にもありますが、欧米のように未上場株式の流通市場、これがプロマーケットなのか、新しい市場を設けるのかという話がありますが、必ずしも上場というゴールへ急がせるのではなく、大きなイノベーションを作るインキュベーションの場所を設けるということが考えられます。

こうした未上場株式の流通市場との一層の連携ということが、グロース市場においては長期のイノベーション創出に資するのではないかと考えおります。

【翁メンバー】

多くの方の意見と重なりますけれども、市場区分の見直しは、上場会社における中長期的な企業価値向上の実現、そしてマーケットとしての国際競争力、魅力を高めていく上でも重要な取組だと考えております。今回の見直しはその第一歩ではありますが、変革の機会とするためには、持続的な取組をしていく必要がありますし、現在においては、まだ見直しの意義などがしっかり理解がされていない状況にあると考えております。

熊谷メンバーも仰っていましたが、現在、日本経済全体として足りないのはダイナミズムだと思っております。長年、日本経済が生産性も含め停滞している状況にある中で、活性化のためには、投資家と企業の対話、新陳代謝が起こり、スピード感をもって色々な改革が行われ成長していくことが大事ではないかと考えております。

特に経過措置の問題は大変気になっておりまして、上場維持基準に達していない企業が多いこと、そしてこうした企業の経過措置の期限が「当分の間」とされており、予見可能性に非常に乏しいことは問題だと考えております。規律ある市場として貫徹しているかといった疑念に対して、しっかりと早くメッセ

ージを出すことが非常に重要ではないかと感じています。

三瓶メンバーからのご指摘にもございましたが、今回の市場選択では企業が自ら所属する市場を選んでおりますので、上場維持基準への適合に向けた計画においてコミットした内容をしっかりと守っていただくことが非常に重要と考えております。

私自身は、1つ1つの計画の中身までは確認することはできておりませんが、企業が計画にプリコミットメントして市場選択をしている以上、速やかに計画に従いしっかりやってくれることを前提に東証としての対応を考えていくことが必要だと思います。

また、これからの進め方については、多くの方のご意見を聞くことが大切だと思っております。TOPIXについては、市場運営者である東証からは独立した組織で検討、算出されると理解しておりますが、そちらについても、ヒアリングの機会を設けていただきたいと思いますと考えております。

それぞれの市場については、皆様の問題意識とほぼ同じでございまして、プライム市場については、時価総額やROE、PBRといった指標について、例えばPBR1倍割れの企業が半数近く存在している状況をどうしていくか、また、グローバルな投資家との対話を中心というコミットメントをしている市場であるにも関わらず英文開示が十分でないこと、また、海外投資家の比率が低いことなどに強く問題意識を感じております。

当面は、これらの課題について投資家との対話を中心にやっていくということなのかもしれませんが、安藤メンバーのご発言のとおり、PBRについては重大な課題だと考えておりますので、どうアプローチしていくか考えていく必要があると感じています。

また、対話を担っている投資家は一部に留まっていると考えておりまして、もちろんパッシブか、アクティブとかいった違いもありますが、特に企業年金などのアセットオーナーも積極的にこうした活動に関わっていただく、例えばスチュワードシップ・コードやPRI（責任投資原則）など様々整備されておりますが、それらに積極的にコミットして、そうした活動を活性化していくことも、対話を促進していくという意味で非常に重要な課題ではないかと考えております。

スタンダード市場につきましては、三瓶メンバーからのご指摘がございましたが、もともとプライム市場と同じような流動性やガバナンスといった基準で区分しているため、位置づけが曖昧になってしまっている部分があると考えております。

もう少しスタンダード市場の活性化について何ができるかは考えていただきたいと思っております。

ガバナンスについても、しっかりとプライム市場と同レベルで求めていくことが大事だと考えておりますが、形式的に独立社外取締役を3分の1以上といったことを求めるのではなく、本当に評価の手法が難しい点ではありますが、対話によってガバナンスの質を上げていくことをより求めていく必要があると感じております。

グロース市場につきましては、機関投資家をもっと入りやすくしていく、大規模IPOを促していくということが大事だと考えております。

スタートアップの活性化は岸田政権でも大きく取り上げられているところですので、市場全体を活性化していくためにどうすればよいかということや東証の守備範囲みならず、様々な観点から議論していくことが必要だと感じております。スタートアップのスケールアップ、具体的にはスタートアップの数も増やすということもそうですが、より大規模に成長していくような、機関投資家が入っていくような市場にしていく必要があると考えております。

【神田メンバー】

学習院大学の神田と申します。よろしくお願いたします。

他のメンバーの皆さんの意見と重複する部分もありますが、初回ということもあり、意見・感想を述べさせていただきたいと思っております。

総論については3点ございまして、1点目は上場企業とは何かということや上場企業の企業価値を評価するのは株式市場、その株式市場を運営しているのが東証という位置づけですので、東証が企業にあれをやれ、これをやれというようなマイクロマネージメントに陥ってってしまうのはよくないと考えております。

ただ、東証がこれまで取り組んできたことは色々あると認識しておりまして、市場区分の見直しだけではなく、適時開示制度、企業行動規範、その一部を構成するコーポレートガバナンス・コード、そうしたものと市場区分をセットとして、いかにワークするようにしていくか、そこの過不足の点検をしなくてはならないと考えています。

2点目は、私が常々感じていることですが、パブリックな株式市場とは何かということとして、アメリカのマクロ統計をみると、パブリックな株式市場は過去10年余りの間、資金を調達した額よりも自社株などで資金を返還した額のほうが大きいという状況です。しかし、企業に資金需要はあるという状況です。日本においては1998年頃から、家計部門だけでなく法人企業部門も資金余剰、要するに資金需要がない状況となっています。

そういった状況の中での株式市場であることを踏まえて議論をしていかないと、方向性を間違える恐れがあると思います。

3点目は、進め方の話になりますが、幅広くヒアリングをしていただいて、特に海外投資家について、東証の市場をどう見ているか、何を期待するかを聞いていただく必要があると思います。

また、各論に移りまして、プライム市場につきましては、一番重要なことは、市場区分、企業行動規範、コーポレートガバナンス・コード、適時開示制度といったものをセットで最適構成を考えること、そして何をすべきか、何をすべきかというのを、実態を見ながら議論していくことだと考えます。

もう一つは、他のメンバーの皆様も指摘されていますとおり、PBRなどの財務指標として、PBRを上げていくということについて、一步踏み込んだことができるかどうかというのが論点になると思います。

また、英文開示は必ず進めなければいけないと認識しておりまして、スタンダード市場においても必要と考えております。そういった意味では市場区分の問題ではなく、開示制度の問題だと思います。

経過措置については、もともとなぜ設けているかという話になりますが、グ

ランドファーマーとソフトランディングの2つの面があると思います。

最初はランドファーマー、上場維持基準を満たしていない企業に対しての経過措置としての面、これが、時間が経っていけばソフトランディングの面が強くなっていくものと思います。

ソフトランディングをどうするかについては、ひとつの考え方としては、一度にやるとハレーションが起きるので、二段階方式といいますか、一度中間目標をおく、例えば2025年に中間目標をおくということも考えられるのではないかと思います。

先ほど、他のメンバーから上場維持基準の適合に向けた計画の更新を認めるべきではないとの指摘もございましたが、実態としてそう簡単にいくのかという懸念もありうると思います。最終的には二段階のロードマップを示せるとよいと感じます。

また、グロース市場については、既にご指摘もありましたが、成長に失敗した会社があるままグロース市場に残っていることが問題です。1回IPOだけをしてその後はそのままずっと残っている会社については、まさに新陳代謝といいますか、退出していただく必要があると思います。

また、スモールIPOについては色々な理由があると思いますが、私の周りにもVCとの関わりが多い弁護士の方が多くおり、話を聞きますと、そういった方々が仕事をしていて感じていることとして、そもそも資金需要がないということがあります。

スタンダード市場については、メンバーの皆様からも様々なご指摘がございましたが、話を聞いていて思ったこととして、会計基準にはIFRS、日本基準、米国基準と複数の基準がありますが、こういった発想を参考にしますと、プライム市場はIFRS、スタンダード市場は日本基準というイメージといいますか、コーポレート・ガバナンスの面や別の面でもそういった運用が考えられるか、ということが議論に値するよう感じます。

また、スタンダード市場については、確かに市場区分の見直しの際は議論の時間不足といいますか、市場コンセプトが詰めきれていなかったという面はあると認識しては、スタンダード市場についても、本会議で実態を見なが

ら、議論を進めていくべきと思います。

【青常務執行役員】

皆様のご発言が一周いたしましたので、既に皆様にはご覧いただいておりますが、本日ご欠席の松本メンバーからの意見書の概要をご紹介します。

【池田課長】

冒頭にも少しご紹介させていただきました以外の部分に関して、改めて順にご紹介させていただきます。改めて、資料4をご覧ください。

まずは、総論として「そもそも市場区分の見直しはどのような大目的のためにするのか、その点をクリアにすることが、議論を効果的に進めるために肝要」とのご意見を頂戴しております。

その下の「議論の建て付けについて」の一点目については、先ほどから皆様にもご指摘をいただいておりますが、松本メンバーからもスピード感に関して、皆様と同様にご意見をいただいているところでございます。

以下の「経過措置に関連して」の部分でございますが、1点目としては、とにかく速やかに見直しを進め、経過措置終了日を決めて明らかにすべきとご指摘をいただいております。

また、2点目としては、上場維持基準に適合していない会社が500社程度あるということを容認することは、上場維持基準を形骸化しており、かつ経過措置を極めて不透明なものにしているのご指摘でございます。

そして3点目には、現在上場維持基準に適合していない会社があるなかで、今後経過措置を終えるにあたっては、その会社が上場廃止となった場合の換金機会としていわゆる受け皿を設けるべきとの議論がございますが、それについても本会議で議論すべきとご指摘をいただいております。

その下には、その他の論点についてご意見をいただいております。公開市場の設計には株主の視点をもっと多く採り入れるべき、親子上場の解消は子会社の少数株主から株式を取得した値段が肝要、法定の指名・報酬委員会を設置している会社の少なさを看過すべきでないのご指摘でございます。

そして最後には、IPO時の調達額が大幅に小さい理由について、未公開株の流通市場が不整備であるためとのご指摘を頂戴しているところです。以上でございます。

【青常務執行役員】

松本メンバーのご意見を含めて一周いたしました。お時間はまだ残っておりますので、これまでの各メンバーのご発言を踏まえて、ご意見を頂戴できませんでしょうか。

【安藤メンバー】

青常務から冒頭にお話があった議事録の公開方法について、意見を統一した方がよいと考えます。

因みに、議事録の公開は当然必要であると思うものの、議論が行ったり来たりする可能性があるため、毎回詳細な議事録を出すべきなのか、あるいは誰が発言したのかを公開すべきなのかは一長一短があります。私としては、一般的に同種の有識者会合で採用している議事要旨のみを公開するのが良いのではないかと考えますが、メンバーの皆様のご意見を伺って、ある程度の方向性をこの場で検討し、最終的には東証事務局にご判断いただくことでいかがでしょうか。

【青常務執行役員】

ただいま安藤メンバーから議事録に関してご意見を頂戴いただきましたが、他の皆様からもご意見などあればいただけますでしょうか。

【永見メンバー】

議事録に関して、私個人としては公開されても全く問題ございません。

議事録とは異なる論点になりますが、先ほども申し上げたとおり、いつまでにどのようなロードマップで何を決めてどう変えていくのかを具体的にすることが非常に重要だと思っております。その点を曖昧にせず、次回の会合等でディスカッションすることが非常に望ましいかと思えます。

また、松本メンバーからあった座長を置くかどうかという点についても、必ずしも置いてほしいと申し上げる訳ではありませんが、初回及び次回時点で明

確に決めておくのがよいと思います。

議論と実行を前向きにドライブするという観点での発言でございます。

【神田メンバー】

議事録の公開についての感想ですが、もちろん公開は早いほうがいいのですが、そのまま一言一句議事録として公表する方法と、議事要旨という形で取りまとめる方法とがあり、さらに前者の中には会議自体を公開したりYouTubeで同時配信したりといった方法があります。

それらの方法は一長一短ではありますが、この会議が取り扱うテーマは皆様も関心があり、上場会社にも直接影響がある内容なので、公開性が高いほうがよいと思います。その意味では、議事録には原則として発言者の名前を入れることとし、差し支えがあればその部分だけは削除する等ということでしょうか。

ただ、同時中継までは不要ではないかと思えます。いずれにせよ、公開性は高めたほうがよいかと思えます。

【小池メンバー】

冒頭、私は、東証の市場区分の見直しについては積極的に情報発信したほうがよいと申し上げたところであり、議事録は公表すべきと考えております。

多くの投資家の方からも連絡を頂き、どういう議論があるのかと聞かれているところであり、当然お答えはできませんが興味はあるのだらうと思っております。そのため、細かく示すというより、議論のポイントや方向感を示していくのが良いと思います。

【青常務執行役員】

今のご議論を踏まえますと、YouTube等でのリアルタイム配信は不要であるものの、議事録で議論の内容について適切にわかるように詳しく忠実に示していくこと、加えて全体のポイントや流れが明確になるようにダイジェスト版がプラスアルファとしてあると良いといったところでしょうか。

【安藤メンバー】

神田メンバーがご提案された、誰がどういう発言をしたのかまで公開するか

否かについてもコンセンサスを得たほうがよいのではないのでしょうか。私はメンバーの総意で決めるのであれば、どのような形式でも構いません。

【青常務執行役員】

ありがとうございます。この点はいかがでしょうか。もし差し支えなければ、お名前を含めてお示したほうが、よりクリアになると思いますが。

(各メンバーより特段の異論なし)

【青常務執行役員】

よろしいでしょうか。それでは、そのような形で対応させていただきます。議事録は、弊社で作ったものを、事前に皆様にご確認いただくようにいたします。表現について、より意図が伝わるようにしたいということがあれば、それぞれご相談いただければと思います。

【三瓶メンバー】

議事録の件は、今のお話のとおりで問題ございません。それとは別にお願いがあります。

1つは、資料3-1の10ページにある、プライム市場と海外市場の比較に関してです。横軸が上場会社数、縦軸が時価総額となっており、比較するのに非常にわかりやすい図となっていますが、先ほどより指数の話も出てきておりますので、指数についても同じ形式で示していただけますでしょうか。

たとえば、TOPIX及びそのシリーズと、海外のS&P500などとを比較したときに、どのように見えるかという図を作っていたいただければ、議論がしやすいと思います。

もう1つは、資料3-3についてです。状況が非常によくわかるデータ集になっておりますが、特にスタンダード市場について議論を深めるにあたり、市場第一部からスタンダードへ移った会社と、市場第二部からスタンダードに移った会社のそれぞれの状況については、頻度はさておき、アップデートをしていただきたいと思っております。最終的に収斂するかはわかりませんが、全体として、第一部から来た会社とそうでない会社のどちらに寄っていくのかなどの傾向を見ることにより、スタンダード市場における意識がわかると思っております。その推移を見守るために、適当な時期にアップデートしていただけたら

すでしょうか。

【熊谷メンバー】

今日議論すべきことかどうかはわかりませんが、本会議において、いつまでにどういうアウトプットを出すのか、大枠のお考えをお聞きできますでしょうか。

先ほど、永見メンバーから、ロードマップをというお話もありましたが、私も「べき論」としては期限のある「T o o D o リスト」を出すのが理想だと考えます。

また、資料3-1の5ページに、東証へ助言することが目的との記載もありますので、私どもが申し上げたことがどの程度実行につながるかという点も含めて、いつまでにどういったアウトプットを出していくのか、という点などについてイメージがあればお聞きしたいと思います。

【青常務執行役員】

ありがとうございます。三瓶メンバーからのご依頼対応いたします。

熊谷メンバーからのご質問いただいた点に関しましては、できる限り早めに、ご意見を取り纏めるよう進めてまいりたいと思っております。メンバーのご就任を依頼する際には、本会議の開催自体は中長期目線で3年程度は継続していきたいとお話ししましたが、何年後かに結果を出すということではなく、早めに出せるものは出してまいりたいと考えております。

そのうえで、その後も、継続的にフォローアップすべきポイントとしてお示しいただいた点を確認しながら、さらなる見直しの必要性についてご意見を頂戴するという段取りが良いかと思っております。

具体的には、今は7月でございますが、できましたら、半年程度ディスカッションしたうえで、ある程度のものをまとめていくというイメージは持っております。ただ、そのときに、一つの方向感に取りまとめるとなると制約が生まれてしまいますし、色々な論点がありますので、テーマによっては複数の意見があってもいいとは考えております。そのようにしてまずはまとめていきつつ、その後の進め方も考えてまいりたいと思っております。

また、本日は、スピード感や何を指すのかといった点についてご意見を頂戴しましたけれども、ご意見を踏まえ、私共でも考え方を再整理したいと思っております。

特にご意見が多かった点のうち、難しい論点と考えておりますのが、PBR 1倍割れの会社についてでございますが、重要性が高い論点であるものの、具体的にどのように対応をとるのが現実的で、なおかつ企業に成長に向けて意識を変えていただくのに良い方法なのかという点は、なかなか難しいところがあると思っております。

その点について、我々で考えるうえでのご示唆をいただけますでしょうか。

また、IPOに関しても、色々な意見があり、なおかつ詰めていくと見解が分かれるところかと思いますが、先ほど永見メンバーからもご説明いただきましたとおり、上場市場とその手前の非上場市場の関係性についてどのように考えていくのが良いかなどについても、ご示唆があれば頂戴できますでしょうか。

【三瓶メンバー】

PBR 1倍割れの件は大きな問題ですが、TOPIXの組入基準にすると非常に効き目があると思います。ただ、それを決めるのに時間もかかる可能性がありますし、いきなりやるとなると反対もあるはずです。

安藤メンバーが仰った、そういった企業に対して、自分たちがどのように考えているのかという宿題を出すのは良い方法だと思えました。そちらのほうは早めに対応ができ、自主的に考えさせることになるので、冒頭に私が申し上げたようなマイクロマネージにもならないと考えます。

IPOについては、未公開流通市場の話があり、その市場そのものが必要かはわかりませんが、私は前職では、永見メンバーの会社（ラクスル株式会社）に未公開時代に投資をしていて、いつどのような段階でIPOするのがいいのかなど、色々な話をしていました。そういった形で上場をする会社は、その後も安心して投資ができます。

国内設立の一般のファンドではそのような投資に制約がありますが、海外の、たとえばルクセンブルクのSICAVというファンドであれば未公開株に

も投資ができます。必ずしも東証のルールではなく、投資信託の建付けの問題かもしれませんが、そういったことも含めて、どういったことが整備されればスムーズにつながっていくのかを考えていくことは可能であると思っております。

【永見メンバー】

PBRについて、発行体の経営者目線では、1倍割れというのは、おそらく経営者が株価をそこまで気にしていない、あるいは資本効率という概念を意識していない状態だと思っております。

一定のガバナンスは必要であり、私も報告書を出してもらう方法もあるかと思っておりますし、中長期的にはインデックスから外すこともあろうかと思えます。上場している意味に立ち返ることが必要かと思えます。

もう一つの未上場のセカンダリマーケットについては、以前、日本証券業協会の会合でも議論がされており、私も参画させていただきましたので、認識をしておりますが、海外では取引所の傘下に未上場のセカンダリマーケットがあることもあれば、その他の民間企業で運営されているケースもあります。

理想的には複数あるとよいですが、まずは、取引所主導で構築するのか、その他の民間企業で進めていくのか、アクションを考えるべきかと思えます。

少なくとも、スタートアップを増やし、上場会社数を増やすというトレンドを作っていくうえでは、ニーズはあると考えております。

【安藤メンバー】

先ほどの発言の際には各論は申し上げないと言いましたが、最も気にしていることは、経過措置対象会社のフォローアップの方法です。ソフトランディングを目指すのか、それともハードランディングを志向するのかは、その方法論について議論が分かれます。

ただし、どのような方法を選択したとしても、万が一上場廃止になるような場合には、株主保護を強く意識しなければならないと認識しており、個人であれ、法人であれ、機関投資家であれ、ルールを厳しくしたがゆえに不利益を被る株主がでることは本来あるべき姿ではありません。

従いまして、この点を十分に意識したうえで、経過措置対象会社をどのように扱うかについて慎重な議論をしていきたいと考えます。

【青常務執行役員】

ありがとうございます。それでは、これもちまして、本日の討議は終了させていただきます。

本日の議論の内容につきましては、先ほど議論した方向性に従って、議事録として取りまとめたいと思っております。早々に皆様方にお送りし、ご確認をいただくようにいたしますので、できる限り早めの公開に向けて、ご協力を賜ればありがたく存じます。

最後に、今後の日程等についてご説明させていただきます。

【池田課長】

本日は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。

第2回、第3回会議は、9月、10月、あるいは11月あたりの皆様のご予定を確認させていただき、決定したいと考えております。お忙しいところ、また日程調整にご協力いただきまして大変恐縮でございますが、なるべく先まで決めてスムーズな運営をしたいと考えてございます。

次回以降は、関係者の方にご意見をお伺いするということを想定しておりましたが、本日、様々なご意見をいただきましたので、その意見のまとめや私共としての考え方の整理をさせていただいたり、必要なデータをご提示したりといったことについても並行して行ってまいりたいと考えております。

以上でございます。

【青常務執行役員】

それでは、本日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。次回もどうぞよろしく願いいたします。

以 上