

市場区分の見直しに関するフォローアップ会議（第2回） 議事録

日時： 2022年9月9日（金）14時30分～16時10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（熊谷メンバー、小池メンバー欠席）

【菊池部長】

それでは、予定の時刻となりましたので、第2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、熊谷メンバー、小池メンバーがご都合により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、本日の議題について、青からご説明させていただきます。

【青常務執行役員】

第1回の会合では、東証より、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、メンバーの皆様から、本会議の今後の進め方や、フォローアップしていくべき論点などについて、ご議論いただきました。

その中で、海外投資家を含む市場関係者の意見をしっかりとヒアリングしていくべきとのご意見を頂戴しました。そこで、本日の会合からは、市場関係者の方をゲストとして招き、直接ご意見をお伺いして、議論をさせていただきたいと思っております。

本日は、フィデリティ投信様をお招きして、お話を伺います。また、指数の算出をしておりますJPX総研からもお話を差し上げたいと思っております。

なお、本会合は、市場区分や関連する上場制度に関してフォローアップする場でございます。株価指数については、2019年の金融審・市場構造専門グループの報告書において、市場運営部門と指数算出部門を分けるべきとご答申を頂戴したことを受けて、本会合とは別に、東証から独立したJPX総研に

において、指数コンサルティング及び指数アドバイザー・パネルを導入し、これらの場を活用しつつ、今後の在り方を検討するという整理としております。

そういった中でございますが、前回の会合では、指数に関しても様々なご意見を頂戴しておりましたので、J P X 総研の担当から経緯や現状についてご説明させていただき、頂戴したご意見につきましては、今後、J P X 総研において指数の在り方を検討するうえでの参考とさせていただければと考えております。

最後に、前回いただいたご意見をまとめたうえで、追加的なご意見があれば伺えればと存じます。

本日の議題については、以上です。

【菊池部長】

それでは、ゲストの方からお話をお伺いしたいと思います。

フィデリティ投信から、執行役員法務・コンプライアンス本部長の久保哲郎様、ヘッド・オブ・エンゲージメント兼ポートフォリオ・マネージャーの井川智洋様にお越しいただいております。どうぞよろしくお願いいたします。

【フィデリティ投信 久保執行役員法務・コンプライアンス本部長】

ご紹介いただきありがとうございます。フィデリティ投信 執行役員法務・コンプライアンス本部長の久保と申します。よろしくお願いいたします。

本日は貴重な機会をいただきありがとうございます。フィデリティ投信についてはある程度ご存じの方が多くと思いますが、日本に拠点を開設して50年を超え、いわゆる投信及び投資一任運用の認可を得てから30年以上活動を行っております。とりわけ国内においては、日本株に注力し、日本拠点において日本株運用チームをもって、グローバルの拠点と協働してグローバル視点でのボトムアップアプローチのアクティブマネージャーとして現在に至ります。

本日は、当社のヘッド・オブ・エンゲージメント兼ポートフォリオ・マネージャーの井川より、市場区分の見直しに関するフォローアップに関連した当社

の考えを皆様にお聞きいただければ幸いです。

日本株については、100%ボトムアップということで、リサーチをはじめ、とりわけスチュワードシップ・コードが策定されて以降はエンゲージメントにも力を入れており、エンゲージメントチームのみならず、リサーチアナリスト、ポートフォリオ・マネージャーにおいても、投資対象企業様、あるいは投資を想定する企業様に対するエンゲージメントに力を入れている次第でございます。

それでは、井川よりご説明させていただきます。

【フィデリティ投信 井川ヘッド・オブ・エンゲージメント兼ポートフォリオ・マネージャー】

フィデリティ投信の井川と申します。スチュワードシップ関連を担当しております。日ごろは企業の皆様との対話を中心業務としております。私からは、市場区分の見直しに関して、サステナビリティの観点から問題意識をご説明できればと思います。

まず1ページですが、コーポレートガバナンス・コードの改訂や新市場への移行の動きの中で、日本企業のサステナビリティに向けた取組みは非常に加速したというのが現場の印象でございます。ただ、ご覧いただいているように、欧州企業と比較するとまだまだ乖離が大きい状況にあります。たとえば、左の図で、ESG評価機関の評価の推移を示していますが、日本は改善しているものの、割合で見ると欧州と比較してまだまだ低い状況にあります。

2ページにまいりまして、特に日本企業の取組みの遅れが目立つのがジェンダー多様性かと思えます。左上の図に女性取締役比率を示しています。2014年にアベノミクスの中核戦略として女性活躍が掲げられたあたりから、日本においても女性取締役比率が顕著に上昇しておりますが、欧州等を見るとさらに上昇しており、相対的にはむしろ悪化していると言えます。

さらにショッキングなのが、左下の図で示しておりますとおり、旧市場第一部銘柄において、少なくとも過去10年連続して女性取締役が不在の企業、こうした企業の多くはおそらく創業以来居ないということかと思えますが、その割合が3割を超えるということです。欧米企業ではもちろんほとんどありません。こうした話を企業の皆様にとすると、女性だからという理由で選任すること

はなく、資質を見極めて選任するという声がよく聞かれますが、創業以来女性取締役が居ない、過去10年連続して女性取締役が不在というのは、会社として女性活躍のコミットに欠けていると言わざるを得ないと思います。こうした企業が日本にはまだまだ多数存在するのが現状かと思います。

3ページにまいりまして、取締役会の実効性についてです。形式的にはかなり整ってきたところですが、実効性としては果たしてどうだろうかと思えます。ある会社の例を掲載しておりますが、取締役会の多様性については日本企業の中でも優れている企業ですが、「社外取締役のメッセージ」を見ますと、企業価値の創造の実績に対しての認識が乏しいように思えます。こういった社外取締役は実はかなり多いのではないかと考えています。今後は実効性を高めていくことが非常に重要だと考えております。

4ページにまいりまして、「コンプライ・オア・エクスプレイン」の形骸化でございます。ある会社のコーポレート・ガバナンス報告書のエクスプレイン部分を載せておりますが、大量のエクスプレインがあり、その中には数年前から記載内容が変わっていない項目がいくつもあります。この企業も、より高いガバナンス水準が求められるプライム市場に上場しております、こうした企業は少なくないのではないかとというのが我々の認識でございます。

5ページにまいりまして、企業価値創造の状況ということで、過去10年間のTOPIXとS&P1500コンポジット指数のパフォーマンスの推移を載せておりますが、過去10年、あるいは過去3年を振り返ってみても、企業の取組みの二極化が進んでいる印象を受けます。右の図にTOPIXのPBRの分布の変遷を載せていますが、10年前と比較して割合は改善しているものの、まだ半数以上がPBR1倍未満という状況にあります。

6ページにまいりまして、日本の市場の特徴として、新陳代謝の仕組みが不足しているということが挙げられます。上に、直近5年間の株価の変化率を日米で比較した表を載せておりますが、日本企業は組入れ時期が古いほどパフォーマンスが悪い一方、米国企業は古いほどパフォーマンスに優れており、PBRについてはより顕著に同様の傾向が読み取れます。

7ページにまいりまして、日本企業は上場年数が長いほどパフォーマンスが優れないというお話をしましたが、その理由の一つとして、政策保有株式に依存していることが挙げられると思えます。上場年数の長い企業ほど、政策保有

株式に依存していることを示しています。

8ページにまいりまして、スタンダード市場についてです。左の図が日本の状況を表したもので、市場全体の構成とフィデリティのポートフォリオの構成において、プライム市場、スタンダード市場、グロース市場の割合を比較しています。市場全体では、銘柄数ベースでプライム市場が半分、プライム市場以外が半分となっている一方、フィデリティのポートフォリオではほとんどがプライム市場となっています。したがって、いかにスタンダード市場をグローバルな投資家にとって魅力ある市場にしていくのかが課題になると思いますが、実は、より成熟した米国の市場であっても、特徴がはっきりしない市場に対しての投資が行われていないという状況を右の図で示しております。NASDAQも東証と同様に3つの市場に分かれています。最上位のグローバルセレクトへの投資がほとんどで、下位2市場への投資はあまり行われておらず、特徴がはっきりしない市場については、米国であっても投資が進んでいない状況にあります。

9ページにまいりまして、グロース市場についてです。現在の日本では、メイン市場に対して新興市場の流動性が非常に低い状況にあります。一方、米国はNASDAQがあり、メイン市場に遜色なく活発に売買されています。その理由の一つに、TOPIXに新興企業が組み入れられていないということが挙げられると思います。左の図に、S&P指数におけるNASDAQの企業の割合を示しておりますが、TOPIXについても新興企業を含むべきと考えております。

11ページにまいりまして、TOPIXとS&P1500指数の銘柄数と入替割合の推移を比較しております。S&P1500指数は銘柄数が一定であるのに対して、TOPIXはどんどん増えています。また、S&P1500指数では除外される銘柄が多くあり、活発に銘柄の入れ替えが発生しています。

12ページにまいりまして、こうした指数のルールの違いがパフォーマンスに影響しているということを示しています。S&P1500指数の構成銘柄と非構成銘柄のパフォーマンスを比較してみると、1996年から継続的に組み入れられている企業と一度も組み入れられたことがない企業では、パフォーマンスに大きな差があることがわかります。したがって、限られた場所を企業同士で争うことがパフォーマンスにつながっていると言えます。右の図は、S&P1500指数の構成銘柄と非構成銘柄を色分けして時価総額順に並べ

たものですが、時価総額順にS & P 1 5 0 0 指数に組み入れられているということではないことがわかります。

1 4 ページにまいりまして、まとめでございます。

まずプライム市場については、女性取締役の選任に対してグローバル投資家の視線は厳しいと言えます。グローバルスタンダードの観点からは、思い切って義務化するといった強い姿勢で臨むことも検討すべきではないかと思いません。

また、独立社外取締役の形式から実質へということで、投資家から（社外取締役に対して、）一般株主を代表する立場としての期待値を直接伝える機会が増えると良いと思います。

まず開示からということで、コーポレート・ガバナンス報告書等で社外取締役と投資家との面談回数を開示することを求めることも考えられます。

形骸化するエクспレインは、プライム市場の信頼性に関わると思っております。（エクспレインの記載は）「検討中」として放置するのではなく、「今、遵守することは企業価値向上に照らして適当でない」ということの説明をしっかりと求めることが重要だと思います。

P B R 1 倍割れについては、プライム市場の基準に組み入れるのか、T O P I X の基準に組み入れるのかで議論があるかと思いますが、たとえば1倍割れといったような絶対的な基準を設けるとすれば、T O P I X というよりは、市場のルールとして入れることが望ましいと思っています。その前の段階で、たとえば、改善計画を求めるということであれば、コーポレートガバナンス・コードの中にもありますが、知財・無形資産の投資・活用との関連の中で、企業価値向上に向けた改善計画を示すことが重要だと思います。

今まで申し上げたような定量面以外の定性的なスタンダード市場移行のルールを作ることも大切なのだらうと思います。その結果として、プライム市場にふさわしい企業数が自ずと決まってくるのではないかと思います。

スタンダード市場については、先ほど申し上げたとおり、位置づけが難しいというのは米国でも同様の状況です。まずは、プライム市場を活性化させ、スタンダード市場はプライム市場を目指していくといった中で、全体として活性

化できると良いと思います。

グロース市場については、TOPIXへの組入れによる流動性向上とグローバル投資家との建設的な対話機会の増加のなかで活性化すると良いと思います。

TOPIXの見直しについては、組入れ銘柄数に上限を設けることがまず一番重要だと思います。それによって自ずと市場の新陳代謝が進むだろうと思います。プライム市場の基準の厳格化とあわせて、TOPIXとの両輪で市場の魅力を高めていけると良いと思います。

最後に、資料には記載してありませんが、TOPIXの議論の中で「市場代表性」という言葉をよく耳にしますが、「市場代表性」という言葉の定義をはっきりさせるべきだと思います。多数の銘柄を入れることが「市場代表性」ではなく、優れた指数を作るということが結果的に市場を代表する指数になるという発想で、TOPIXが位置づけられていくと良いと思います。

私からは以上です。

【菊池部長】

ありがとうございました。それでは、只今ご説明いただいた内容につきまして、メンバーの皆様からご質問やご意見がございましたら、お願いいたします。

【三瓶メンバー】

ご説明ありがとうございました。最後に付け加えていただいたポイントは非常に重要だと思います。また、ご説明いただいた資料2の11ページに目が留まりました。というのも、日米の個別企業の事業の入れ替えの状況について見てみたときにも、指数の日米比較に関するこのグラフと全く同じ形になります。要するに、事業を増やすことと、古くなった事業を入れ替えでやめることを、このようなグラフにしたときにも、全く同じような形になります。日本の企業は、足し算しかできず、引き算ができません。これは、いわば日本病と言えます。

関連して、スチュワードシップ・コードについて、英国では受入機関が300を超えたくらいから、質の問題を懸念するようになりました。2016年か

ら各機関にヒアリングを行い、よく出来ている、もう少し改善の必要がある、出来ていない、と階層を分けるようになりました。そして、つい昨年くらいから、実際に1社1社の内容を見て、受入表明をしていますが、当局が受入れを認めないということも出てきています。結果的に、2021年には308機関が受入表明をしていましたが、一部が認められなくなったので、今現在では199機関となりました。このように、本気で質を重視するということは、一定未満のものを認めない厳しい仕組みが必要だということです。そのため、たとえばTOPIXについては入れ替えをする必要がありますし、市場区分についても、基準があるのに満たないという場合には、一定の猶予期間を設けるにしても厳しく取り扱わないと、質が劣化してしまいます。以上です。

【松本メンバー】

井川様からのご説明に、ほとんど全て同意します。今日はオブザーバーに経産省や金融庁の方々がいるので指摘をさせていただくと、資料2の最後のページの2つ目にある、コーポレート・ガバナンス報告書等での社外取締役と投資家との面談について、本来、社外取締役は株主を代表する存在であるため、株主が社外取締役と話そうというときには、普通に話すべきものであり、そのようなことは経産省の文書にも書かれていたと思います。しかし、実際に社外取締役にアクセスすると、「社長に聞いてみます」と仰る方がいます。あるいは、親会社が子会社を買い戻すときなどの独立委員会についても、独立委員会は株主全体の代表者ではなくマイノリティの利益を代表するものと、こちらも経産省の文書にしっかりと書かれていますが、それにもかかわらず堂々と無視する企業があります。堂々と無視するというのは、理解していないということだと思います。エクस्पラインに「検討中」としているのも同様です。

今申し上げた3つの例については、上場企業が制度や枠組みを理解せずに動いているのが、ほったらかしになっている状況と言えます。すなわち、制度を色々作ってもそれが実現していないということであり、政府がやるべきか東証がやるべきかはわかりませんが、制度を作るだけではなく、しっかりと追いかけて、理解していない会社を正すようにしないといけないと思います。そうしなければ、いくら制度を変えても、エンフォースができないと思います。よろしくお願いします。

【黒沼メンバー】

今日のご説明では、サステナビリティの要素と、PBRを中心とした企業価値の話が出てきました。サステナビリティやESG要素を改善するように取り組めば、企業価値が向上するというスタンスもあり得るところかとは思いますが

が、そのような立場に立つ場合には、両者に相関関係があることを前提としないと、やや危険な議論になってしまうのではないかと感じています。市場区分見直しの最終的な目標が企業価値の向上にあるとすると、その指標の一つとしてPBRを用いるのは良いと思いますが、その改善方法としてどの要素が重要かというのは、そういった相関関係を踏まえて議論していく必要があると思います。私自身は、ESGの要素を強調することや、日本企業あるいはプライム市場上場企業における取組みが不十分であってそれを改善していく必要があるという考えには賛成ですが、我々が議論するときにはそういった点に注意する必要があると思います。

【永見メンバー】

お話ありがとうございました。最後にお話があった「市場の代表性」は、私もキーワードだと思っています。関連する話として、資料2の5ページの右側のグラフについて、TOPIXに組み入れられている企業の半分がPBR1倍割れとなっている状況にあり、それで市場を代表していると言えるのかは重要な観点だと思います。前回も申し上げましたが、PBR1倍割れが長期に続いているというのは、市場を十分に活用していない経営もしくは株式価値を重視していない経営が行われていると思っています。そういった企業がTOPIXに入り続けるということが市場を代表していると言えるかという点は、TOPIXの議論そのものかもしれませんが、市場区分の議論にもつながってくるとも思いますので、しっかり向き合わないといけないと考えています。以上です。

【安藤メンバー】

メンバーの皆様のご意見を伺ってしましても、日本企業の経営そのものに克服すべき多くの課題があることは紛れもない事実です。その背景には、日本企業の経営には「自律」、すなわちオートノミーが機能していないという根本的な問題があります。様々なコード、ガイドライン、ガイダンス等には持続的な企業価値創造のための手段や留意点が明示されてはいますが、それらはあくまでもパーツでしかありません。第1回会合の際にコメントしましたとおり、あらためて経営者は目指すべき「サステナビリティ経営の本質」を整理し、腑に落ちて理解したうえで実践する必要があると考えます。その意味では、ステークホルダーからの強力なエンフォースメントがあったとしても企業経営の自律が機能していない場合には有効な効果をもたらしません。本フォローアップ会議に対する注目度は高いので、企業経営者に欠けていると感じている概念やパラダイムシフトの必要性について私がお話しする機会を頂戴できるのであれば

説明させていただきますので、事務局にてご検討いただければ幸いです。やはり現状のPBR1倍割れ企業数の多さを考えると各市場の現状は相当重症であると言わざるを得ず、このまま放置することはできないと認識しています。

【菊池部長】

いまご提案いただいたお話については、我々で検討させていただきます。

【フィデリティ投信 久保執行役員法務・コンプライアンス本部長】

一言補足させていただきます。黒沼先生のご指摘は、どのような考えがあり得るのか、我々も社内で悩ましく思っているところです。具体的な方法をこの場で申し上げられる状況ではありませんが、まさに永見メンバーにもご指摘いただいたとおり、我々自身も、市場区分とTOPIXは、車の両輪として（議論を進める上では）不可分で考えていく必要があると思います。本来は不可分のものではなく、それぞれが健全な関係で独立して成り立っているものだと思いますが、結果的には、TOPIXのインデックスとしての位置づけも非常に重要な要素になっているので、どのような関係性を持つものとして考えていくのかという点は、実務上まだまだ議論が必要だと思います。市場区分だけを見て議論していくのはやや限界があるという考えを持っています。

【神田メンバー】

ご説明ありがとうございました。ご質問ですが、資料2の最後にも触れられている「プライム市場にふさわしい上場企業数のあり方」とは、具体的にはどのようにお考えでしょうか。もっと少なくあるべきということだとすると、その場合には、プライム市場と指数の関係はどのようにお考えでしょうか。仮にプライム市場の上場会社数を少なくした場合に、イコール指数という考え方でいいのか、それともプライム市場上場会社は指数のように頻繁な入れ替えができませんので指数とは別のものとして捉えるのか、そのあたりのお考えをお聞かせいただけますでしょうか。

【フィデリティ投信 井川ヘッド・オブ・エンゲージメント兼ポートフォリオ・マネージャー】

ご質問ありがとうございます。まず銘柄数について、グローバルな投資家がかかりしたのは、出来上がりのプライムの社数が1,800社程度となり、もともとの市場第一部の2,100社程度とあまり変わらなかったということです。しかも、その中には経過措置の適用会社は何百社も含まれていました。したがって、今の上場企業数が多いのは明らかだと思います。その中で、どの

くらいの社数がふさわしいかは、答えがありませんが、プライム市場としてのあるべきルールを追求していったときに、それを満たせる企業数は限られ、そのときにプライム市場の社数が決まるものだと考えています。ルールがあまりなかった市場第一部と、ルールがたくさんあるプライムの社数がほぼ変わらないのはおかしいと思います。そして、TOPIXはそれとは別で議論すべきで、グロース市場上場会社であっても、市場を代表する企業であれば、TOPIXに入るべきだと考えます。

【翁メンバー】

ご説明ありがとうございました。2つ質問をさせていただきます。PBR1倍割れの件は、ご説明いただいたような解釈が正しいと思いますが、それをいかに改善していくかという点について、投資家サイドからの働きかけや、TOPIXなどの指数の組み入れ基準で考えるなど、色々な手法が考えられるところでは。その中で、効果的と思われる手法があれば教えていただけますでしょうか。

もう1つは、ガバナンスは形式ではなく実質が重要という議論が常にされていますが、もちろん長期的に資本収益率が資本コストを上回ることや、サステナビリティについてもしっかりと取り組むことを前提として、御社として、企業のガバナンスの質をどのように評価されているのでしょうか。開示やエンゲージメントを通じてわかることも多いとは思いますが、ガバナンスの質のどの部分に特に注目、評価しているのでしょうか。今日の議論でいくつかのポイントが出てきていますが、開示やエンゲージメントにおいて、投資家として特に何を見ているのでしょうか。

【フィデリティ投信 井川ヘッド・オブ・エンゲージメント兼ポートフォリオ・マネージャー】

ご質問ありがとうございます。PBRの質問については、安藤メンバーからご説明いただきましたが、自律性が一番重要で、我々があれをしてください、これをしてください、と絶えず言い続けることはできませんので、企業が自らふさわしいと思う行動を取っていただくことが、結果的に中長期的な価値創造につながると考えています。その意味では、PBRについて我々が「こうしてください」と言うよりも、TOPIXの銘柄数を絞って競争が発生する形となれば、企業が自ら取り組むはずですので、その枠組みをうまく使うことで、企業の自律性をもたらすことができ、その結果として自ずとPBRも高まると思います。

もうひとつのガバナンスの件も、同じ答えになると思います。我々のエンゲージメントのゴールは、まさに企業に自ら考えていただく思考回路に変わってもらうことであり、我々が強圧的にこうしてくださいと言って対応していただいたとしても、単発に終わってしまいます。長い目線でリターンをもたらすうえでは、企業が自ら変わっていく必要があります、そのためのエンゲージメントだと思っています。したがって、我々が一番評価するのは、そのような思考回路に変わっているかどうかであり、そのことが開示から読み取れるかはケースバイケースではありますが、いずれにせよ変わっていることを感じられることが重要だと考えています。

【松本メンバー】

今のPBRの議論について、市場区分やインデックスという観点では、PBRが高い企業をプライムにすべきといった議論が意味のあるものだと思いますが、資本市場を使って日本の社会を強くしよう、生産性を良くしようと思うと、PBRの低い企業が仮にインデックスから外れても、あるいはプライム市場から外れても、そのまま居続けたら、社会として生産性は変わりません。そのような会社に退場してもらうようにならないと生産性は上がらないということです。それに関連してひとつ思うのは、本来、PBRが極めて低ければ、投資家はそれを買ってバラバラにしたり別の企業とくっつけたりして、PBR1倍に戻るようにアービトラージ（裁定）することができるはずなのに、事実上許されていません。たとえば、地銀をいくつか買って、くっつける、分解する、といったことができるかということ、なかなかできません。あるいは、この場で議論されているようにプライムから外すといったことをしても、受け皿市場を作ろうということになり、どこまでも退場させないように、我が国はしようとしているように思われます。これは東証の問題ではないかもしれませんが、しっかりと退場させるようにして、清算された要素を別の形で使われるようにしていかないと意味がないと思います。この会議での議題にマッチするかはわかりませんが、そのあたりを視野に入れて話さないと、インデックスの作り方を変えたとしても全体としては意味がないということになってしまうように感じます。

【菊池部長】

ありがとうございました。

続きまして、JPX総研からもお話を差し上げたいと思います。

本日は、執行役員の高橋とインデックスビジネス部長の三浦が参加させていただきます。どうぞよろしくお願いいたします。

【J P X 総研 高橋執行役員】

本日は、T O P I X の見直しに関して説明の機会をいただき、誠にありがとうございます。

J P X 総研でインデックスビジネスを担当しております、高橋と申します。どうぞよろしくお願いいたします。

株式会社 J P X 総研は、本年 4 月より事業を開始いたしまして、インデックスビジネスやデータビジネス、フィンテックなどを活用した新規ビジネスを事業内容としております。

インデックスビジネスについては、東証から移管することで、指数運営の独立性や透明性を高めているところです。

それでは資料に沿ってご説明いたします。2 ページをご覧ください。

まず、2019 年 12 月の市場構造専門グループ報告書で、T O P I X の見直しについてご指摘いただいた事項と、それを受けた当社の対応についてご説明いたします。

表の左側が報告書のご指摘、右側が当社の対応となっております。

最初に、「市場区分と T O P I X の範囲を切り離すことが適当」というご指摘については、4 月 4 日の新市場区分移行時に市場第一部銘柄、すなわち T O P I X 銘柄の中で、スタンダード市場を選択した銘柄がございましたことから、現在の T O P I X はプライム市場銘柄とスタンダード市場銘柄から構成されており、8 月末時点の T O P I X 2, 1 6 9 銘柄の内訳は、プライム市場 1, 8 3 6 銘柄、スタンダード市場 3 3 3 銘柄、となっております。

上場会社の市場選択の結果、T O P I X の構成銘柄と特定の市場区分との紐付けはなくなっております。

今後の移行で、流通株式時価総額が 1 0 0 億円未満の銘柄は、プライム市場銘柄であっても T O P I X から除外されることとなり、市場区分との分離が一層進んでまいります。

次に、ＴＯＰＩＸの見直しの方向性に関する報告書の指摘を４点あげております。

１つ目は、機関投資家にとって使い勝手の良いインデックス、企業にとって納得感のあるインデックスを目指す必要がある、２つ目は、年金や投信に数多く用いられている実態を踏まえて、連続性の確保を考慮しつつ、より流動性を重視する方向、３つ目は、具体的な見直しの内容として、浮動株の定義を見直したうえで、流通時価総額を基準とすること、最後に、その水準はプライム市場の流通時価総額を目途とする方向、というご指摘でございます。

なお、２つ目のご指摘で「ＴＯＰＩＸが数多く用いられている」とございますが、欄外の※印にあるとおり、２０２２年３月末のＥＴＦ、投信、年金運用などのＴＯＰＩＸ連動資産は約８０兆円となっております。

これらの指摘に対して、表の右側の当社の対応ですが、２０２０年１２月の指数コンサルテーションを経て、２０２１年４月に下記のような対応を確定しております。

まず、最初の二つの矢印は見直し全体にかかる方向性や趣旨になりますが、広く利用されているＴＯＰＩＸの連続性に十分配慮し、マーケットへの影響を考慮して段階的に移行すること、市場区分と切り離して、市場代表性に加え、投資対象としての機能性のさらなる向上を目指すこと、としております。

具体的な見直しの内容が下の二つの矢印となりますが、浮動株比率の算定方法について、政策保有株式を固定株として浮動株から段階的に除外していく、流通株式時価総額が１００億円未満の銘柄のＴＯＰＩＸに占めるウェイトを段階的に低減し、最終的にＴＯＰＩＸから除外する、というものでございます。

浮動株の見直しは、本年４月から６月に３段階に分けて実施済みです。

流通株式時価総額１００億円未満の銘柄の除外は、本年１０月末から四半期ごとに１０段階でウェイトを徐々に低減していき、２０２５年１月末にＴＯＰＩＸからの除外を完了する予定です。

３ページをご覧ください。

報告書におきましては、段階的ウエイト低減銘柄の除外後のＴＯＰＩＸにつきまして、「銘柄に上限を設けて定期的に銘柄の入替えを行うことや、ガバナンスなどの質的な要素を加味してはどうかとの意見があり、引き続き検討することが考えられる」とされています。

こちらにつきましては、段階的ウエイト低減完了後の２０２５年２月以降のＴＯＰＩＸの銘柄選定ルール等について検討を進め、原案がまとまったところで指数コンサルテーションを通じた意見募集を経て、ルールを確定してまいります。

最後に、「東証との利益相反の懸念の排除のため、指数算出の独立性やプロセスの公平性の確保について検討を行うこと」との指摘への対応としましては、指数版のパブリックコメントである指数コンサルテーションや指数利用者のご意見を伺う指数アドバイザリー・パネルを導入し、加えて、本年４月には指数部門を東証からＪＰＸ総研に移管するなどの組織的な対応を行い、独立性、公平性などを高めているところでございます。

４ページをご覧ください。

段階的ウエイト低減銘柄の判定・再評価のフローにつきましてご説明いたします。こうしたフローについても、指数コンサルテーションを経て、決定しているものでございます。

段階的ウエイト低減銘柄の判定、評価について、「第一段階」、「第二段階」、「再評価」とおよそ１年おきに３回実施し、流通株式時価総額が１００億円未満の会社による時価総額向上の取組みを反映できるような仕組みとしております。

現在は、２０２２年１０月の第二段階の判定に向けて最終作業中でございますが、第二段階で流通株式時価総額１００億円未満となった銘柄は１０月末に最初のウエイト低減を迎えることとなります。

図の下段にある、来年１０月の再評価において、流通株式時価総額が１００億円未満であれば、そのままウエイト低減を進め、２０２５年１月末にＴＯＰＩＸから除外されることが確定します。

再評価において100億円以上であり、かつ、売買回転率が0.2回以上であれば、低減したウェイトを徐々に戻していきます。

100億円以上ではあるが、売買回転率が0.2回に満たない場合は、ウェイト低減を停止することとしています。

5ページをご覧ください。

当社の指数ガバナンスの状況についてご説明いたします。

2012年のLIBORの不正操作事件をきっかけとして、2013年7月にIOSCOにおいて、「指標決定の信頼性を高め、指標のガバナンス、品質、および説明責任のメカニズムの強化」を目的とする、「金融指標に関する原則」が策定、公表されました。

この原則は、金利指標だけでなく株価指数なども広く対象としたもので、「運営機関のガバナンス」、「指標の品質」、「指標の算出方針の品質」、「運営機関の説明責任」などの項目について、19の原則を定めております。

当社では、これを受けて、2014年7月に原則の遵守状況について自己評価し、対外公表を始めました。2017年3月には、指数運営のガバナンス体制や算出要領の見直しに係る手続きなどを規定する「東証指数算出に係る方針書」などの各種規定類を整備、公表しています。2017年7月からは、PWCによる外部監査を実施し、監査結果を公表しています。

また、繰り返しの説明となりますが、2019年12月の市場構造専門グループ報告書を受けて、S&P、FTSE、MSCIなどのグローバルな指数ベンダーの取組みも参考にして、2020年4月に「指数コンサルテーション」、「指数アドバイザリー・パネル」を導入しております。

注記にございますが、IOSCO原則では算出方針を変更する場合、利用者との協議や、利用者への通知の方法等を明確にすべきとされていることも踏まえて、下の表にございますが、指数の見直しにあたって多様な意見を聴取するための指数コンサルテーションや、指数の継続的な改善のために定期的に利用者と意見交換する指数アドバイザリー・パネルを設置しています。

なお、現在の指数アドバイザー・パネルの委員は、運用会社やアセットオーナーなど、14機関からの委員で構成されております。

6ページをご覧ください。

ただ今ご説明した、指数アドバイザー・パネルにおけるTOPIXに関する意見をご紹介します。

アドバイザー・パネルは、昨年の6月に第1回、今年の7月に第2回を開催しており、今後のTOPIXに関して以下のようなご意見がございました。なお、これらの意見については、当社のホームページにも掲載しているところです。

第1回では、上から簡単にご紹介しますと、「アセットオーナーの意向に沿わない大幅な変更は避けるべき」、「市場代表性、網羅性、透明性、利便性といった観点が重要」、「流動性が低下した銘柄はプライム市場上場であっても除外すべき」、「流動性基準がプライム市場の上場基準と同水準であり、TOPIX＝プライム市場となることに懸念」、「米国では全米上場会社を対象とした指数に連動する運用資産残高が23兆円以上となっており、市場全体に投資するニーズも存在する」といったようなご意見がございました。

7ページをご覧ください。

今年の7月に開催した第2回アドバイザー・パネルでは、一番上にある「市場を広範に網羅する市場代表性を維持し、多くのユーザーが活用する指数としての連続性を確保しながら、流動性を高めて、投資対象としての機能性を上げていくかが重要」というご意見は全委員共通のご意見でした。

構成銘柄選定に係る流動性基準に関しては、「TOPIX移行時の基準である流通株式時価総額100億円を目線として・・・」、「段階的な引き上げが必要」、「連続性を考慮したうえで、グローバルな運用者の観点から見直すべき」、「流動性の指標として流通株式時価総額が適切かどうかの検証が必要」、といったご意見がございました。

また、構成銘柄については、「市場代表性の観点から銘柄数は一定程度組み入れるべき」、「流動性などの基準を満たせばスタンダード市場、グロース市場

の銘柄の組み入れがあってもいいのではないか」、「上場している市場に捉われず、十分な規模・流動性のある銘柄を選定するなど、連続性を踏まえた上で、基準を作っていく必要がある」といったご意見がございました。

8ページをご覧ください。

前ページからの続きですが、ESG要素につきましては、「ESGに対する考え方は流動的かつ発展途上である」、「ESG情報の開示に係る保証・監査が行われていない、といった現状を踏まえると、TOPIX銘柄の選定基準へのESG要素の反映は時期尚早」、「反映するにしても最低限」、「ESGは別指数でカバーできればよい」といったご意見が大宗を占めました。

以上、指数アドバイザー・パネルでの意見概要でしたが、今後のTOPIXにつきましては、こうした利用者の声を参考にして検討を進めてまいりたいと考えております。

9ページをご覧ください。

最後に、最近の指数の取組みなどのご紹介です。

ESG関連指数につきましては、下表にございますように、今年の3月と4月にS&PやFTSEと共同で総合型のESG指数や環境特化型のネットゼロ指数の算出を開始しております。

10ページ、11ページは参考資料です。

10ページは当社の指数ラインナップとなっておりまして、一番上がTOPIXや市場別の指数となっております。新市場区分に対応した東証プライム市場指数、スタンダード市場指数、グロース市場指数は、統計目的で算出しております。

2段目は時価総額の規模に応じた指数で、3段目は業種別の指数でございます。

その下の「共同ブランド」は、当社だけではなく、日経、S&P、FTSEといった他の指数ベンダーと共同で算出している指数となります。

一番下の「その他」は、バリュー、グロース、高配当などファクター別の指数などその他の指数でございます。

なお、一番右下に「東証マザーズ指数」とございます。現在、グロース市場銘柄を構成銘柄として、指数算出を継続しております。今後、新市場区分対応に移行し、まだ仮称ではございますが、来年10月に「東証グロース市場250指数」に改称を予定しております。

11ページは、日・米・英の主要指数のパフォーマンス比較などを掲載しております。一番上の緑の破線はS&P500、緑の実線がCRSP USトータルマーケットという米国の全上場企業を対象とする指数でして、2014年1月以降の期間で見るとパフォーマンスがほぼ同等であったようでございます。

長くなりましたが、以上、私からの説明とさせていただきます。

【菊池部長】

それでは、只今の説明内容につきまして、ご質問やご意見がございましたら、お願いいたします。

【黒沼メンバー】

JPX総研に伺うのが適切かどうかわかりませんが、段階的ウェイト低減の作業をされている中で、2022年10月の第二段階に向けて、そのような制度があるがゆえに、従前は段階的ウェイト低減の対象であったのにそうではなくなったという事例があるかどうかは分かるでしょうか。

【JPX総研 高橋執行役員】

ちょうど今作業をしているところではございますけれども、流通株式時価総額が100億円を超えて、段階的ウェイト低減銘柄に該当しなくなったということを、自主的に開示している上場企業もあります。段階的ウェイト低減銘柄のリストは10月に公表するものであるため、この場では申し上げにくいところではありますが、改善されている会社もあるということとも言えると思えます。

【松本メンバー】

不勉強でお教えいただければと思いますが、S & P 500も流動株でウェイト付けをしているのでしょうか。

【J P X 総研 高橋執行役員】

資料3の最後のページで触れているS & P 500も、CRSP USも、流動株時価総額でウェイト付けをしております。TOPIXやJPX日経400も同じでございます。

【三瓶メンバー】

質問というより感想ですが、指数アドバイザー・パネルの意見、たとえば第1回の意見を読むと、ゴールが不明確という印象があります。意見のポイントがバラバラになっています。指数というのは、そもそも金融商品でもあり、そうだとするとリターンが商品としての品質そのものとして非常に重要な要素とも言えますが、そういった観点の議論はなかったようです。2回目（7ページ）では、下から3つ目のコメント以外、全て流動性についての意見となっています。この回が流動性についてコメントすることになっていたのかもしれませんが、細かい戦術論になっていて、戦略論を話していないように感じられます。流動性に関連して、日本の常識が世界での非常識と言えることとして、日本では「株価は需給で決まる」と多くの方が言いますが、欧米で私がこれまでに経験してきたところでは、「株価は本源価値で決まるのだ」ということです。需給を話すのは、トレーダーくらいです。需給で価格が決まるものはコモディティであり、株をコモディティだと思ってしまうから、そう思っているからこそ、企業価値が向上しないのかもしれませんが、実際には企業はキャッシュを創出するため本源価値があり、そうだとすると、「本源価値の増加＝リターン」として、その増加をより重視していく必要があります。その増加を期待するからこそ、ある人が売っても、ある人がもっと期待して買うわけで、そうして流動性が高まるわけです。そのため、本源価値を高めようという姿勢がなければ、流動性が高まりません。最初から結果である流動性の議論をしていますが、結果の後追いにしかならず、これで大丈夫なのかと思う次第です。

また、8ページの議論を見ても、戦略的な発想が見えないと感じます。上から3つはESGに関連するコメントですが、まるで企業価値とESGが無関係であるかのような意見です。これでは、先ほどの本源価値やリターンを考慮していない議論になっており、非常に不思議に思いました。こうした中で、これからアドバイザー・パネルの意見を聞いて指数を見直していくのは、どうなのかと思った次第です。

【J P X 総研 高橋執行役員】

指数アドバイザー・パネルは、当社の指数を利用している運用会社やアセットオーナーに入ってもらっております。パネルにおいては、構成銘柄の具体的な選定基準については、フロントランニングのような売買の懸念を招かないようにするため議論の対象外としております。

また、流動性の件については、パネルの参加者は基本的にはTOPIXでパッシブ運用をしている方々が多く、2019年の金融審議会の報告書で、流動性について提言があったことを受けて議論の対象となったもので、これについてはパネルにおいても流動性を高めていくべきという意見が多かったと思われます。なかなか我々としても難しいところだと思っておりますが、ユーザーから使われない指数だと、その指数への投資を通じて上場企業への働きかけを行ったり、市場全体を良くしていくということができませんので、実際に利用しているユーザーの意見をしっかりと受け止めて今後の検討を進めていきたいと思っております。

ただ、実際に算出要領の変更などルールを決めるときには、先ほど申し上げたとおり、指数コンサルテーションを経て対応をしていくこととなります。

【神田メンバー】

資料3の最後のページについてご質問です。日本において、TOPIXもJPX日経400も、ほぼ同じ動きとなっております。もしそうだとすると、インデックスを買う人はどちらを買っても同じであり、TOPIXを色々苦労して洗練させても、空しいものとなります。こうなるのは何故なのでしょう。直感的には、JPX日経400の企業がTOPIXを動かしているのだとは思いますが。

【J P X 総研 高橋執行役員】

JPX日経400も、米国のS&P500も、英国のFTSE100も、市場全体の時価総額の約8割を占めております。そのため、それらの全体から絞り込んだ指数も、市場全体の指数も、同じような結果となっているものと考えております。

米国ではS&P500が定着しているものの、ユニバーサルオーナー等からは幅広く投資したいというニーズがあるため、その意味で日本ではTOPIXが活用されているという理解です。TOPIX見直しについては、ここ2年、3年くらいかけて議論いただいたところではありますので、今後とも高度化を

図り、投資家にとっても利用しやすく、上場会社に対しても働きかけができる指数としていきたいと思っております。

また、ひとつの指数ですべてのニーズをまかなおうとするのは困難なので、新たに指数のバリエーションを考えているところで、その指数を使ってもらえるものとするために、プロモーションもしていきたいと思っております。

【安藤メンバー】

本日のご説明で指数コンサルティングのプロセスや、指数アドバイザー・パネルとの関係性はよくわかりました。一方で、パネルはユーザー代表のみがメンバーであり、メンバー間で異なる意見もたくさんありますが、パネルにおいて意見集約をされるのでしょうか。また、パネルでの結論が両論併記となった場合に、最終的に意思決定は指数コンサルティングが行うと理解して宜しいのでしょうか。公開されたパネルの議事要旨を読んでも各社が議論している様子がないようなので確認していただければ幸いです。

そして、参加メンバー14機関の社名は公表されていますが、実際に参加されているメンバーの氏名・肩書は開示されていません。これには何か背景があるのでしょうか。と言いますのは、パネルのメンバーがCEOなのか、CIOなのか、部長クラスなのかは比較的重要な要素であると考えます。また、各社は、参加メンバーのポジションに関する目線合わせを行ったのかについても教えていただくようお願いいたします。

【JPX総研 高橋執行役員】

「指数アドバイザー・パネル運営要領」においては、委員は法人が就任することと定めており、パネルには委員会社から委員代表者に出席いただくということにしております。基本的には運用担当のCIOや部長クラスの方に参加いただいております、実際の運用の意思決定をされている方でございます。

【松本メンバー】

先ほどの神田メンバーのご指摘もありましたが、資料3の11ページと先ほどの資料2の11ページを見ると、市場区分の見直しをしてもあまり意味はなく、入退出をしっかりとすることが、意味があるようにも見えます。TOPIXとJPX日経400が変わらないのは、おそらく資料2の11ページにあるように、銘柄の入れ替えがあまりにも少ないからとも思えます。そうだとすると、市場区分の議論について、しっかりと退出させるということをやりにきな

いと、牽制が利かないように強く思わざるを得ません。

【神田メンバー】

私は松本メンバーのご意見にほぼ全て賛成ですけれども、市場区分は日本企業が企業価値を高めて成長するための十分要件ではなくひとつの手段に過ぎず、コーポレートガバナンス・コードも同様で、それだけでは完結しないということだと思っております。一方、より本質的なところを松本メンバーが仰っており、安藤メンバーも自律性という本源的なお話をされていますので、私も一言申し上げたいと思いますが、一番の問題は企業に危機感がないということだと思います。PBRが1倍を割れていても、史上最高益などと言っている会社もあります。上場企業は株式市場で評価されるものだという基本的な考えが、一部の例外的な会社を除いて、理解されていないということです。したがって、私としてはこれまでも色々なところで提言をしまいましたが、松本さんが仰るように、数字で見るとグローバルには見劣りがするということだと思います。なかなか難しいテーマだと思いますが、このフォローアップ会議としては、基本的には市場区分の見直しについてフォローして、一步でも前に進むのが良いと思いました。

【菊池部長】

ありがとうございました。

それでは、こちらで本日のゲストの皆様へのヒアリングは終了いたします。ゲストの皆様は、恐れ入りますがご退室をお願いいたします。

それでは、残りの時間を使いまして、前回の議論の整理及びそれを踏まえた今後の会議の進め方などについて、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。ご意見があればいただければと思います。

【池田課長】

それでは、お手元の資料4についてご説明させていただきます。ご議論いただく時間を長く確保したいので、事前のご説明もさせていただきますし、説明はごく簡単にさせていただきます。

資料の内容については、前回、多岐にわたりご意見をいただきましたので、その内容を私どものほうでまとめさせていただいたものでございまして、本日は、追加的なご意見などをいただければと思っております。

1 ページは、総論といたしまして、今後議論を進めていく際の目的や今後の進め方につきまして、いただいたコメントをまとめてございます。

どこを重点的に論点として設定していくべきなのか、スピード感をもって、ヒアリングや意見募集などのプロセスも入れながら、議論を深めていけるよう進めていければと思っておりますが、何か進め方に関してご示唆がございましたら、頂戴できればと存じます。

2 ページ以降は、各論でございますが、まずプライム市場・スタンダード市場でございます。

プライム市場に関しては、PBR 1 倍割れに関するご意見、英文開示の必要性、対話の担い手となる投資者側の重要性などに関してご指摘をいただいております、スタンダード市場に関しましては、企業の変化をしっかりと見せていくなど活性化の必要性についてご意見などをいただいております。

このあたりについては、機関投資家へのヒアリングや意見募集なども行いつつ、論点の掘り下げや追加的な論点がないかを把握していければと思っておりますが、現段階で、追加のご指摘等がございましたらいただければと思いません。

3 ページは、グロース市場ですが、どう大きく成長する企業を生み出していくのか、あるいは、新陳代謝をしっかりと図っていくのかなどの論点を出していただいておりますのと、しっかり情報開示を促していく必要性、あるいは、IPO時の機関投資家の参入の重要性などをご指摘いただいております。

また、現在、グロース市場は規模等の観点では比較的上場がしやすく、その担っている役割は広範なわけですが、この点、全体のエコシステムの中での未上場株式の流通市場があると全体スムーズなのではないかという目線の課題もいただいております。

引き続き、ベンチャーキャピタルやベンチャー関係者へのヒアリングを進めつつ議論を深めていければと思っておりますが、こちらにつきましても、現段階で、追加のご指摘等あればお願いいたします。

最後、4ページは経過措置でございます。

市場区分のコンセプトをしっかりと体現していくことはもとより、企業の予見可能性を高めるためにも、速やかに方針を決めて明らかにしていくべき、ということにつきましては、皆様からご指摘を頂戴しているところでございます。

実際にどうするかということに関しては、いくつかご意見をいただいておりますが、今後、企業の実態を把握するためのヒアリングなども行いつつ、速やかに議論を深めていきたいと思っております。

また、今回、追加的に載せておりますのが、その下の部分でございます、経過措置が終了した後の投資者の換金機会の確保についてでございます。

この点に関しましては、過去の金融審・市場構造専門グループにおいて、厳格な退出基準を適用する場合の投資者の換金機会をしっかりと確保していくべきと方向性をお示しいただいておりますので、その方向に沿って、テクニカルな話も中心となりますので、取引所のほうで実務的な検討を進めていきたいと考えております。

具体的には、次のページに前回の資料も再掲しておりますが、仮に改善が図られなかった場合に上場廃止になってしまう会社が出てきてしまうことを念頭におきながら、実務的に、市場参加者にあまり負荷のかからない形で進めていくということを考えますと、たとえば、既存の整理銘柄を活用、延長していくことなどが一案として考えられるかと思っておりますが、何か検討を進めていくにあたってご示唆がございましたら、あらかじめいただければと考えております。

説明は以上でございます。

【菊池部長】

それでは、只今ご説明させていただきました内容につきまして、ご質問やご意見がございましたら、どなたからでも結構でございますので、お願いいたします。

【神田メンバー】

2点ございます。

1点目は今後の進め方についてですが、資料4の1ページ目に記載のあるとおりで結構かと思えます。

2点目は上場廃止に伴う株主への影響についてですが、こちらも資料4の4ページの下に記載がありますように、実務的な検討を東証で進めていただき、その結果をこの場で報告して、議論してはどうかと思えます。具体的には2つ可能性があると思っております、ひとつは今の整理銘柄の制度を改善し、期間を長くすることで対応する、それからもうひとつは、整理銘柄には言葉を含めて、また違うインプリケーションがあるので、それとは異なる新しい制度を構想することもあり得ると考えております。その辺りは実務的な観点が非常に重要ですので、東証の方で少しつめていただければどうかと思えます。よろしくお願ひします。

【永見メンバー】

前回と今回の議論を踏まえたサマリー的な話になりますが、市場区分と指数という違う概念ではありますが車の両輪をいかにきちんと活用していくかという観点でいうと、共にきちんとふるいをかけていくことが重要と考えております。そのふるいのかけ方が、市場区分については、絶対評価だと思っております、その絶対評価についてもより高い水準でふるいをかけるということと、皆様のご指摘にあるように経過措置の速やかな終了が大きな柱だと思っております。一方で、指数については、相対評価だと思っており、やはり競争原理が一定程度あるべきと考えております。米国におけるS&P500なのか1500なのかといった社数規模の論点がありますが、社数が一定数にメンテナンスされるような指数マネジメントがあつて、それが車の両輪の片方として、市場がマネジメント、新陳代謝されていくことが重要であると考えておりました、可及的速やかな方針とタイムラインの公表がこの会議自体の一番重要な視点と考えています。

【三瓶メンバー】

今後の進め方のところで、ヒアリングがあり、それ自体はよいのですが、仮に現状維持が望ましい、厳しい対応はやめてくれといった陳情が沢山集まったときにどう対応するのかが気になっています。そういった意見が多いから基準適用の厳格化はやめますということに使われるのか、確認しておきたいと考えております。

また、資料の4ページ、5ページについては、何のために監理銘柄指定や整理銘柄指定があるのかということに基づいて考える必要があると考えます。とは言っても、いきなり監理銘柄に指定されるとびっくりするといったことを考慮したのかもしれませんが。前回、私は経過措置については当初計画の期限までしか認めるべきでないと申し上げましたが、あらためて5ページ目の期間の分布を見ますと、5年以内の会社がほとんどであり、例えば2027年ぐらいを期限とするということも別の見方としてはあり得るかと思えます。そうすると、「当初計画の期限または2027年まで」とすると、当初計画が2027年よりも長い会社はその期限、短い計画を立てている会社については当初計画通りか、計画を修正しても2027年が期限となり、大体は5年で終わるということになるかと思えます。これはある意味、私の中では、“飴と鞭”の中の飴の部分です。

では、鞭の部分の何が何かというと、上場維持基準に適合していない会社のリストを公表した上で、あわせて計画の期限も記載しておく、それまでに改善しないと上場廃止になると読み取れるように広く周知しておくことが可能ですので、こうしたある種のインプリケーションを提供しながら、その先に監理銘柄、整理銘柄への指定を行うということがあり得るのではと思っています。

また、全体を通してですが、上場廃止とTOPIXに共通して言えることですが、公開会社でありながら一度審査に通ったらその後は安住できるという意識があること自体を変えなくてはならないと思えます。それは、常に競争があって相対的に優劣で評価されるということを実感して切磋琢磨する、こうした企業文化が公開企業に必要なだということを知らしめるのは取引所の役目ではないかと思えます。

【菊池部長】

最初のヒアリングに関するご質問についてですが、プロセスとして、広く市場関係者の意見を聞く機会を設けた方がよいと考えているのが前提でございます。この場にお越しいただいてのヒアリングですと、呼べる人数も限られる中、一方で全く意見を述べる機会がないということも望ましくないと思えますので、幅広く意見募集をすることも想定しています。一方で、集まった意見をどう活用していくかに関しましては、あくまでも皆さまと議論を進めていくうえでの参考にしていくという位置づけで考えております。

【三瓶メンバー】

ありがとうございます。

【松本メンバー】

先ほどの三瓶メンバーのご意見には全て賛成なのですが、関連して、ヒアリングで意見を聞くこと自体はよいと思っておりますが、今後の進め方として、ヒアリングが終わって次の回でこんな感じでしょうかというまとめを東証から提示されて、その回もしくはその次の回で結論を出すということであると、ヒアリングを聞いている時間が長くて、こういう意見もあったけど、こうだよねという最終的な議論の時間が十分に確保されないことを懸念しています。議論の時間が確保されないと、そのまま議論が流れることになりかねないので、ご検討いただければと思います。

また、三瓶メンバーの飴と鞭の話は上手いなと聞いていたのですが、個人的には最初から鞭だけで良いのではとも思います。期限として、5年という話もありましたが、資本市場で5年というと、今でいえばコロナウイルス感染症が始まる前の話になり、強烈に長い時間だという印象です。クリアな飴と鞭にするか、期限をもっと短くするか、いずれにしても5年は長すぎると思います。

【黒沼メンバー】

市場区分の見直しというのは、特色ある市場をつくる、そこに上場している企業に対して企業価値向上に向けたインセンティブを付与することを目的に始まりまして、指数についてはそれとは別に考える、市場区分とは切り離す方向性で議論されてきた経緯があります。ここに来て市場区分と指数は車の両輪、あるいは、指数を入れ替え制にして競争を促すなどの意見も出てきていますが、私はTOPIXを入れ替え制にしたからといって、そこで実質的な競争が起きて企業価値が向上する、日本経済が良くなるといったことは起こらないのではないかと考えています。

神田先生のおっしゃるとおり、市場区分の見直しについては、せいぜい、上場企業に危機感を持ってもらう、あるいは、企業価値向上の動機づけとしてももらう程度の意味しかないのではないのでしょうか。基準を厳格にして企業価値が向上するのであればよいですが、それも疑わしい面があり、要するに何のための競争か、それで本当に企業価値向上が実現するのかということを踏まえて議論をする必要があると考えおります。これについては、今日決着をつける必要はありませんので、またご意見をいただければよいと考えています。

【翁メンバー】

今のお話で出ました、市場区分が動機づけになっているかということ、なって

いる企業もありますが、ほとんどの企業は動機付けに必ずしもなっていないのではと思います。たとえば、一旦スタンダード市場に上場した企業でも、プライム市場への移行を考えたり、経過期間中に基準を満たそうと頑張っている企業などもそれなりにいるとは思いますが、必ずしも十分でないとの認識です。こうした点については、三瓶さんがおっしゃったように様々な開示の工夫によって、例えば、経過措置の適用を受けている企業の計画について、期間でしたり、何を目指しているかなどをリストとして市場にしっかり見えるようにしていくことは必要だと考えます。

確かに市場区分自体が企業価値向上にそんなに大きな力を持つ訳ではありませんが、企業の動機付けの取組みはしていくべきであり、特に経過措置については速やかにメッセージを出していくことが極めて重要だと考えます。早めに方針を決めて発信していくこと、そのあたりの検討を急いで進めていくことが必要と考えます。

【永見メンバー】

補足的なコメントでして、市場の規律を何で担保するかという話になったときに、前回お示しいただいたようなファクトからすると、何か仕組みを変えていかないと物事は良くなれないと考えています。現状上手くいっているか、いっていないかというところ、必ずしも上手くいっておらず、そうした事実認識をもとに物事を変えていくという姿勢が大事だと考えており、そのために私は、指数の議論については競争原理が重要と考えます。

また、この会議のアジェンダをシャープにする観点から申し上げますと、資料に記載いただいたような英文開示や海外投資家比率は全て大事ではあるものの、企業価値向上の観点でいえばHowに過ぎず、アジェンダセッティングとしては、今回の市場区分あるいは指数、市場区分で言えばしっかりとした高い水準でのルール設定といったところにフォーカスした最終的な意思決定がされるのが望ましいと思います。

【菊池部長】

ありがとうございました。

それではお時間も参りましたので、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。

最後に、次回の会合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。

次回は、今回に続き、市場関係者の方にゲストとしてお越しいただき、ご意見やお考えをお伺いしながら、議論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、以上をもちまして本日は散会とさせていただきます。

本日は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願いいたします。

以 上