

市場区分の見直しに関するフォローアップ会議（第24回） 議事録

日 時： 2025年11月13日（木）15時00分～17時00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

【渡邊部長】

それでは、予定の時刻となりましたので、第24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、翁メンバー、黒沼メンバー、松本メンバーとオブザーバーの経済産業省様がオンラインでのご出席、小池メンバーがご欠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。

資料1を使いまして議題をご説明いたします。

1枚目は、以前に永見メンバーからもご示唆をいただきましたが、取組みも増えてきている中で、それぞれの取組みがどう進んできたか、今どこに注力しているかという全体感が分かる資料があると良いかと思いますので、今までの経緯をまとめた資料を追加しております。こちらはご参考でございます。

2枚目が、いつも使っている全体像の資料ですが、本日はこれらのうち、「資本コストや株価を意識した経営」に関する好事例集のアップデート・課題解決の事例集の作成の方針、「グロース市場改革」に関する今後の進め方、新しい議題ですが、「プロマーケット」の方向性に関する議論、「スタンダード市場」に関して、どのように類型化してアプローチしていくか、それから「経過措置」に関して、足元のアップデートのご報告をできればと思います。

2点補足がございまして、まず全体を通しまして、本日ご欠席の小池メンバーからのコメントを、資料のセットの最後にお付けしておりますので、適宜ご参照いただければと存じます。

また、資料のうち、親子上場については、今月下旬に別途並行しております研究会で議論を進める予定です。また、非公開化につきましては、7月のルール改正後の企業の状況を年明けの会でレビューできればと考えております。

それでは、資料2のグロース市場改革からご議論いただければと思いますので、よろしくお願ひいたします。

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、資料2の「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。

【最上部員】

それでは、資料2「グロース市場における今後の対応」についてご説明します。

まず1ページ目では、グロース市場における取組みの進捗状況や、今後の施策について取りまとめております。

1点目の上場維持基準の見直しにつきましては、パブコメの募集期間が終了したところでございまして、ご意見の取りまとめを経て、予定どおり12月に規則改正を行う予定です。

2点目の「高い成長を目指した経営」の働きかけにつきましては、9月にグロース市場の全上場企業に対して要請を行ったところでございまして、要請後の対応状況についても継続的にフォローアップしていきたいと考えております。

加えて、今後は3点目に記載の各サポート施策を進めていきたいと考えております。2ページ目以降で、各施策の具体的なイメージを紹介させていただきます。

2ページ目は、好事例集のイメージでございます。9月の「高い成長を目指した経営」の働きかけにおいて企業にお示しした「投資家の期待」の各項目に沿って、投資家から評価されている事例を取りまとめたうえで、企業における検討材料として提供してまいりたいと思います。

現在、投資家などの関係者からのご意見を踏まえて作成を進めており、今年12月を目途に公表する予定でございます。

3ページ目では、積極的に取り組む企業の投資家への見える化のイメージをお示ししております。

企業・投資家双方から寄せられたニーズを踏まえまして、高い成長に向けて

取り組む企業の「事業計画及び成長可能性」の開示を一覧化した特設ページを、年明けを目途に開設する予定です。

企業の皆様には、9月の「高い成長を目指した経営」の働きかけを踏まえて対応を進めていることを前提に、自主的に掲載希望を出していただくこととしまして、掲載を希望された企業の「事業計画及び成長可能性」の開示の最新版を、こちらの特設ページに掲載する想定でございます。

4ページ目では、今後グロース市場上場企業向けのセミナーや、機関投資家との対話イベントを順次開催していく予定ですが、先月初めての取組みとして、グロース市場上場企業限定の機関投資家との対話イベントを開催しておりますので、ご参考までにその模様についてご紹介しております。

こちらはすぐに予約枠が埋まってしまい参加できなかったとの声もいただいているので、このような投資家との対話の機会は継続的に提供してまいりたいと思います。

このような会に加えて、今後の好事例集の公表にあわせて、好事例集に掲載された企業をスピーカーとしてお招きするイベントなども、今後開催していくと考えております。

1ページ目に戻りまして、④に記載のとおり、スタートアップの成長性に着目した新たな指標についても、JPX総研で引き続き検討を進めているほか、今後も経営者や市場関係者の皆様と意見交換を行いながら、継続的に取組みを検討してまいりたいと考えております。

資料2についてのご説明は以上です。

【渡邊部長】

こちらはご意見があれば、頂戴したいと思います。いかがでしょうか。

【熊谷メンバー】

基本的にご説明いただいた内容に沿って進めていただければと思います。

グロース市場に上場している企業の開示を見ますと、時価総額100億円以上を意識した取組みを進める企業が増えてきております。資金調達を選択する企業もあれば、M&A推進チームを立ち上げる企業も見受けられます。決算説明会などでも、投資家から時価総額の向上に向けた施策に対する質問が寄せられており、それが企業にとっても刺激になっているのではないかと推察されます。

一方で、株価の短期的な上昇を企図したと思われる施策も見られており、企

業価値の本的な向上に向けた取組みを促進するよう、東証が積極的に働きかけていくことも重要ではないかと考えます。

【三瓶メンバー】

この取組みは非常に良いと思います。特に2ページの7つのポイントは、投資家と企業側のギャップが大きいところを丁寧にまとめていただいたものですが、事例集などを示しながら、いかにより分かりやすく伝えていくのかが非常に重要なと思います。この取組みに期待しています。

3ページの「事業計画及び成長可能性に関する事項」について、この取組みはこれで良いと思いますが、日本では計画が前面に出過ぎているため、ビジネスモデルや戦略を打ち出していくべきだと思います。英国などでは、グロース市場やプロマーケットに相当する市場においては、ビジネスモデルをいかに伝えるかに重きが置かれています。新しいスタートアップ企業ほど、今までにないビジネスモデルを提供することが多いため、それが既存のものとどう違ってどんな可能性があるのかを伝えるのが非常に重要で、どのような潜在マーケットに対してどのような価値を提供するのかをいかにうまく伝えるかのブラッシュアップが、非常に重要なと思います。

【永見メンバー】

1ページ目の3番の④以降にあるような、指標の開発やその他のグロース上場のメリットの創出については、グロース市場をどう特長づけて際立たせるかという観点から非常に重要なため、時限をもって実行していただけると大変ありがたいと思います。

【翁メンバー】

グロース市場の成長を志向する企業をサポートする東証の取組みは大変良いと思っています。どういう施策が一番効果的か検証しながら、進めていただきたいと思っています。

3ページにつきまして、先ほど三瓶メンバーがおっしゃったことは大変重要で、グロース市場のスタートアップは、どのようなビジネスモデルで特徴を際立たせて成長していくかが重要なので、同じようなテンプレートで記載してくださいというのではなく、できる限りビジネスモデルや成長のドライブがどこにあるのかが分かるような工夫が必要と思っています。

掲載希望の申請があった企業について載せるということなので、そのことが明確に分かるように表示していただきたいと思います。

【渡邊部長】

ありがとうございました。

続きまして、資料3のプロマーケットの今後の方向性について、ご説明させていただきます。

【磯貝調査役】

プロマーケットの今後の方向性についてご説明いたします。

まず2ページですが、近年、プロマーケット（TPM）の上場会社が増加傾向にある中、TPMから一般市場を目指そうという会社が増えてきており、特にここ半年は、グロース市場の見直しを受けてその動きがより顕著となってきております。

本日は、こうした状況にある中で、プロマーケットのあるべき方向性について、ぜひご議論いただきたいと思います。

3ページ以降で、市場の現状をファクトとしてまとめておりますが、お時間も限られておりますので、ポイントとなるスライドをご説明いたします。

5ページが上場会社数の推移で、直近では150社程度になっております。

特にここ5年ほどは新規上場が多く、伸びの角度が変わってきておりますが、一方で、上のグレー部分に記載のとおり、これまでに約200社が上場したのに対して、一般市場に上場したのが15社、上場廃止となったのが約40社と相当数存在しており、新陳代謝が活発となっております。

その関係で、円グラフの上場後経過年数別の分布を見ていただくと、上場間もない企業が多い市場だということがお分かりいただけるかと思います。

7ページが、TPM上場後の成長状況についてでございます。

上場直前期の売上高を100としたときのその後の成長状況をお示ししておりますが、少しずつではありますも、着実に成長していることがお分かりいただけるかと思います。

そして8ページでは、TPMから一般市場に上場した15社をお示ししております。

TPM上場からだいたい2年程かけてステップアップされる例が一般的ですが、東証以外の取引所に上場する例も多く、比較的小規模でステップアップする例も見られます。

10ページが資金調達の動向でございますが、上場時も上場後も、調達事例は限られております。

また、11ページでは市場の流動性についてまとめておりますが、左側の株主数については、ほとんどが50人未満となっており、5人未満という会社も4割見られます。こうした結果、右側ですが、市場での売買はほぼ行われていない状況にございます。

13ページ以降では、TPMを取り巻く環境の変化をまとめております。13ページのプロ成り要件の緩和や、14ページのJ-shiops制度の創設、15ページの私募制度の見直しなど、一般市場上場前の資金調達環境の改善に向けた取組みが関係各所で進められております。

また、16ページにあるとおり、国内の他の取引所でもプロ向け市場の開設が進められております。

17ページ以降では、関係者へのヒアリングの状況をお示ししております。上場企業やJ-Adviserのほか、最近ではクロスオーバー投資家がTPMに投資しようという動きも見られており、こうした方々も含めてお話を伺っております。

まず19ページでは、TPMにどのようなニーズがあるのかをお示ししております。

企業サイドからは、知名度・信用力向上の効果を得たいというニーズがよく聞こえてきますが、冒頭にも申したように、最近では一般市場へのステップとして活用したいというニーズも増えてきております。

また、投資家からは、一般市場に上場するかもしれない企業に投資できるという点、そして20ページにあるとおり、非上場企業に比べると一定の品質管理が行われているという点についてはポジティブに評価いただいており、潜在的な投資のニーズが見られております。

一方で、現状、資金調達・株式売買の場としての活用は進んでおらず、こうしたニーズを満たすために上場しようという企業は少ないという状況にございます。

21ページ以降では、各関係者の実態について、さらに深掘りしてお示ししております。

企業サイドについては、外部投資家からの資金調達のために上場した企業もいれば、むしろオーナーシップを維持したまま上場できることにTPMの価値を見出す企業も多いとのことでございます。

また、22ページは投資家サイドの状況ですが、機関投資家からすれば市場に売り物がないのでそもそも投資できるのかわからないというご意見があるほか、プロ成り個人については、現状では参入が進んでいない中で、制度周知やさらなる要件緩和、あるいは実際に投資家が入ってくるための仕組みをもっと考えなくてはならないといったご意見を頂戴しています。

また、23・24ページでは、J-Adviser・証券会社との連携の必要性などについてご指摘いただいております。

25ページ以降が、今後の方向性についてです。

まず総論として、プロマーケットについてもはっきりしたコンセプトを定め、新たなフェーズに進むべきとのご意見をいただいておりますが、

具体的には、ページ下半分にあるとおり、一般市場上場やその後の成長に向けた助走の場として活用できないかというご意見を多く頂戴しております。

この点、一番下にあるとおり、TPMでもう少し資金調達や株式売買が可能となれば、より大きく成長してから一般市場に上場しやすくなるのではないかとの意見もいただいております。

資金調達や株式売買の機能を強化していくことについては、次の26ページにもあるとおり、他にも多くご意見いただいていますが、

それに向けては、2点目のとおり、やはり魅力的な企業が集うことで投資家も集まるので、まずは企業の取組みを促し、それを投資家に見せていくことが必要とのご意見をいただいております。

27ページ以降が具体策についてですが、前向きな企業の見える化、企業と投資家の接点づくり、取組みの検討材料の提供は、グロースのみならずTPMでもぜひ行ってほしいとの声があるほか、円滑な一般市場上場が可能となるよう、審査や開示面での工夫についてもご意見をいただいています。

最後の上場基準については、1点目のように積極的に活用すべきとのご意見がある一方で、2点目以降のとおり慎重となるべきとの意見も見られたところでございます。

これらを踏まえて、ご議論いただきたい事項でございますが、まず30ページでは、今後目指すべき方向性として、プロマーケットを、一般市場上場前に、その後の成長を見据えて大きく成長できる場としていくことが考えられないか、としております。

それに向けては、たとえば「一般市場上場とその後の成長を目指す企業が集う市場」とコンセプトを定め、そうした企業を関係者とともに支えていくことが考えられようかと思っております。

そしてその際には、知名度・信用力の向上といった観点のみならず、資金調達や株式売買の機会の提供といったマーケット本来の機能を強化することがカギになるものと考えております。

そして31ページはそれに向けたアプローチですが、J—Adviserの皆様と認識を共有していくということや、あるいは積極的に取組む企業のサポートとして、取組みの対応ポイントの周知や、外部投資家からの資金調達・投資獲得の支援を進めていければと考えております。

また、一般市場に円滑に上場いただきその後の成長に繋げていただくという観点から、審査や開示面などの工夫についても行えればと考えております。

最後に一点だけ補足をしますと、今回、一般市場上場を目指す企業や、外部投資家からの投資を希望する企業を、積極的に支援していくということで、市場に一定の色付けを行っていくことを想定しておりますが、それ以外の企業、たとえば、TPMで大きく成長し続けたい企業や一般市場から移行してくる企業、一般市場に行ってから外部株主を受け入れたいといった企業も考えられる中、こうした企業の取扱いをどうするのか、市場の色付けをどこまで厳密なものとするのかについては、議論があるポイントかと思っております。

ぜひこの点についても、ご意見があれば、頂ければと思います。

ご説明は以上でございます。よろしくお願ひいたします。

【渡邊部長】

それでは、ご意見を頂戴できればと思います。いかがでしょうか。

【熊谷メンバー】

様々な観点からプロマーケットの状況を掘り下げ、分かりやすい資料をまとめてくださり、ありがとうございます。プライム市場、スタンダード市場、グロース市場という一般市場に加えて、プロマーケットが存在しますが、これらの市場の位置付けや考え方について、東証として一貫性や連続性を持たせることが

重要であると感じております。

この点を踏まえて、今後の方向性と施策の2点についてお話をいたします。まず方向性ですが、現在のプロマーケットの特徴であるプロ投資家向けの市場であることや、一般市場よりも柔軟な制度設計であることなどを活かして、非上場企業と一般市場の上場企業の間を橋渡しする市場として位置づけるべきだと考えます。これは資料の30ページに記載された目指すべき方向性や、図表に示されたイメージに該当するものです。

非上場企業と上場企業の間には大きな壁があり、経営の連續性が失われることがあると指摘されています。事業拡大に向けて設備や人材への投資を進めるとともに、社内体制の整備や資本政策の検討も求められます。投資家層も大きく変わり、企業に対する期待や要求も変わってくる可能性があります。

資金調達の面でも、上場前後においてスタートアップの成長には第2の死の谷が存在すると言われています。今後、グロース市場の上場維持基準の見直しによって、当該市場を目指す企業にとってはその谷がより一層深まる懸念があります。一般市場への上場やその後の成長に向けて、社内体制の整備、投資家への対応、そして資金調達を進めるうえで、プロマーケットの制度は適していると思います。

また、高市政権が公表した成長戦略の検討課題においても、「世界に伍するスタートアップエコシステムを作り上げ、持続可能な経済成長と社会課題解決を両立」との記載があり、スタートアップ育成の重要性は従来の政権と変わらず高いものになっています。こうした国の施策を実行できる市場へとプロマーケットを再構築するべきだと考えます。

2点目は施策についてです。これまでプロマーケットでは、上場企業やJ—A d v i s e r を増やし、市場としての一定の存在感を示すことに注力されてきましたが、明確な目的が定まっていなかったように見受けられます。その結果、事業承継、上場というブランドの取得、一般市場へのステップアップを目指すという3つのタイプの上場企業、あるいはこれらの特徴を複数併せ持つ企業が混在しているように見えます。資金調達を行う企業は極めて限定期で、流動性も乏しく、株式市場としての役割を十分に果たせていないため、本来の機能を取り戻すための施策が必要です。

資料の31ページに記載されたアプローチの方向性は適切であると思いますが、ギアを切り替え、取組みを大幅に強化していく必要があると感じています。ヒアリングの内容を見る限り、投資家の投資意欲も一定程度うかがえます。一般市場への上場事例を増やし、上場後も継続的に成長する企業の成功事例を創出できるかどうかが、今後のカギになると感じています。

特に、J—A d v i s e r は上場適格性の調査や上場後にも指導・助言を担

う、資本市場におけるスタートアップの伴走者のような存在です。プロマーケットの新たな方向性を理解してもらい、それに適したスタートアップの上場を増やすことが肝要だと思います。

また、一般市場への上場を目指す企業へのサポートにおいては、プロマーケットから一般市場に上場した企業やグロース上場企業とのネットワーク構築も有効だと考えられます。プロマーケット上場企業のニーズを踏まえながら、支援の枠組みを拡充していくことが求められると思います。

【永見メンバー】

本会合でプロマーケットについてしっかりと議論するのは初めてかと思いますので、ゼロベースで意見を言わせていただきます。

どこかのページに書いてありましたが、市場のコンセプトをクリアにすべきという点は、非常にそのとおりかと思っております。資料全体のメッセージとしては、成長企業が一般市場への上場の前段階において準備・練習をする場所として位置付けてはどうか、ということと理解しました。一方で、経過措置の件もあり、上場廃止となる企業も一定数は入ってくるものと理解しており、その中においては上場に至っていない未上場企業の株式に流動性を提供する場所というコンセプトもありうるのではないかと思っています。成長資金を提供する場というコンセプトなのか、流動性を提供する場というコンセプトなのか、両方提供すればいいという考え方もあるとは思いますが、混ぜるな危険という発想もあり、コンセプトは比較的クリアに定めておいた方が良いと思います。詳細な話をする前に、コンセプトについて東証から打ち出していただいた方が望ましいように思います。

【三瓶メンバー】

私としては、今日の議題の中で、プロマーケットが最も関心のある話であり、非常に重要なテーマだと思っています。

資料の15ページにも説明がありますが、先日、金融庁で非上場会社が資金調達する際の有価証券届出書の提出免除基準の見直しや特定投資家私募制度の見直しについて議論が行われました。私もそれに参加していましたが、届出書の提出免除基準を引き上げていくと、非上場でも調達がしやすくなりTPMと役割が被ることとなります。TPMがどのような存在なのか、はっきりしておかないと、埋もれることとなるので、早く明確化をすべきだと思っています。前に（グロース市場に関連して）少し議論した時には、どういうポジションかよく分からぬ状態でしたが、ここにきて上場企業数が増えてきており、これは政府のスタートアップ政策に背中を押されて上場している会社もあるという

ことかと思っています。だとすれば、なおさらそのポジションを明確にしていく必要があるように思います。

イメージとしては、30ページに示されているように、非上場と一般市場を結ぶ場というポジションで良いと思っています。ただ、このポジションをよくよく見ると、非上場と一般市場に挟まれて、独自の特徴は出せていません。非上場と一般市場の間が明確に空いて、隙間ができたところに入れれば、プロマーケットの意義が明確になるように思います。いま現在の立ち位置を明確化するのも大事ですが、将来的な姿として、グロースの上場維持基準が厳しくなる中で、一般市場の立ち位置が図の右側に寄ってくると思いますので、その空いた隙間にすっぽり入れると、もっと分かりやすい位置づけとなるように思います。そのときに、先ほど、一般市場から降りてくる企業という話もありましたが、そういう企業があると目的が分からなくなってしまいます。私としては、それは違うのではないかと思います。

それを前提にプロマーケットで何ができるかですが、J-Adviserがやってくれるのか、VCがやってくれるのかは分かりませんが、機関投資家をもっと惹きつけるための準備期間として、どのように訴求すればいいのかといった点に関してサポートを進めるといいのではないかと思いました。実はJ-AdviserとVCの間にはコンフリクトがあるように思いますが、明確にこういうコンフリクトがあると例を示したうえで、どうサポートしていくのかを考えていくのが良いと思います。

参考になるのではないかと思ったのは、昨年、特許庁において、知財をベースとしてビジネスモデルのブラッシュアップをしようというプロジェクトがありました。その題材になりたいという会社が手を挙げて、コンサルや投資家などのチームと向き合って、何が本当の強みなのかを確かめたうえで、それをどのような表現で訴求していくべきか検討をしていましたが、表現だけではどうにもならない部分もあるので、せっかくそのような知財があるのであればそれを活かしてこのようなビジネスモデルを作ったらいいのではないか、というところまで話が行きました。そのような話に対して、企業は非常に積極的で、良い事例ができたように思います。そのように、かなり踏み込んだ伴走を、たくさんはできませんが、少しだけでもできればいいのではないかと思います。そしてそれを好事例として示せれば、伴走者がどのように伴走すればいいのかも分かるのではないかと思いました。

【松本メンバー】

私は、資料で示されている方向にやや反対です。

いくつか理由はありますが、まず、育成・サポートには限界があるのでな

いかと思っています。基本的な考え方として、取引所は企業に対して、育成という形で関わるべきなのか、クオリティコントロールという形で関わるべきなのか、もちろん両方あるのだとは思いますが、育成・サポートをどんどん増やすのは限界もあるように思います。また、プライム・スタンダード・グロースに加えて、プロマーケットという市場も加わることで、巨大なピラミッドになるようにも思えますが、東証が目指す市場の在り方として、果たして何でも抱えるのがいいことなのか、上方を良いように作って後はそこまで頑張ってきてもらうということでいいのか、個人的には後者の方が効率が良いように思いますが、そういう考え方からも、ご提案されたような位置づけは限界があるし、無理があるのではないかと思っています。

一方で、アメリカとの比較を考えると、日本では未上場株式の流通市場が、全くないわけではありませんが、うまく機能していないという状況です。色々な対応が考えられているかとは思いますが、現状、日本では未上場企業の株主が変わることは少なく、そのことが、VCが低い時価総額でグロース市場に上場させることにつながっており、スタートアップが大きく育ってから市場に出ていくこととならない大きな要因であるように思います。JOBS法を日本に持つてこようとしたときに複雑骨折してしまったという経緯もありますが、未上場株式の流通は重要なテーマであり、私はプロ市場を、それに特化する必要はありませんが、それに使うのがいいのではないかと思っています。今の日本では、シード、グロース、そしてIPOまで、同じ投資家がずっと投資し続けていますが、それでは限界があるので、アメリカのように、上場する前にリスクマネーの供給者が変わっていくようにすべきかと思います。発行企業が市場を使うという発想ではなく投資家が市場を使うという発想で、このステージでエグジットしたい、このステージから投資したいと様々な考えを持っている投資家たちが、このプロ市場の仕組みを使うことにより株式を売買しやすくなればいいのではないかでしょうか。そのような発想で、このプロ市場の活用の仕方をデザインして推進するのは、大きな意味があるように思います。それは、市場を作るという発想というより、あくまでも流通の仕組みを整えるという発想です。それによって株主が変わり、より大きなステージを見ている新しい株主がその企業の面倒を見るということとなれば、取引所として直接的にサポートを行わずとも、企業を育てていくことになるのではないかと思います。そのような方法を考えてみてもいいのではないかと私は思いました。

【神田メンバー】

ありがとうございます。私も感想を述べさせていただきたいと思います。プロマーケットのような場というか、ルートがあるのは選択肢として非常に良い

ことですし、何かこれをうまくできないかなというのは全く同感です。それで30ページあたりにあるこの市場への上場とその後の成長を目指す企業がというコンセプトをはっきりさせて進めていくということには大賛成ですが、二点感想がございます。

一点目は三瓶メンバーがおっしゃったことと被るのですが、未上場株の流通市場の制度整備が行われているので、それとこのプロマーケットがどう違うのか、同じなのかをきちんと整理して、こちらのコンセプトを打ち出す必要があると思います。そのためには30ページの言い方ではやや抽象的と感じます。例えばJ-shipsという制度がある中で、J-shipsとは違って、プロマーケットはこうなのですよということが言えるような整理が必要なので、未上場株の話とプロマーケットの話はよく整理して、プロマーケットはこれで進めますということが言えることが望ましいと思います。

それから二点目ですけれども、最終的に一般市場上場という点は確かにあると思いますが、それ以外でも例えば、上場会社がその事業ポートフォリオの関係でM&Aで買いたいというのは結構増えていると感じますので、上場会社にM&Aで買ってもらって、その先に上場というルートもあると思います。まずはプロマーケットで機関投資家に買ってもらう、それから上場会社等に買ってもらう、その後にまた一般市場上場というルートもありうるので、そういう意味で必ずしも次のステップバイコール一般市場上場とは限らない会社もあっていいと思います。

それから少し補足で触れられたことですが、うちの会社はプロの投資家だけを相手にしますというコンセプトもあっていいと思います。ですから、繰り返しになりますが、プロマーケットのコンセプトを明らかにしていただきたいと思います。皆様方のご意見も出ていますので、もう少し議論を詰めて、プロマーケット制度を魅力あるものとする方向でコンセプトを打ち出すことをお考えいただければと思いました。以上です。

【黒沼メンバー】

プロマーケットについての詳細な情報をお示しくださり、ありがとうございます。プロマーケットに上場してから一般市場への上場を目指す企業が増えているということですが、様々なタイプがあり、プロマーケットでは株式の流動性が高まらないので他の市場に上場していくというパターンもあるかと思いました。プロマーケット開設当初の本来の狙いは、ベンチャー企業には個人投資家ではなく、プロ投資家が投資するというコンセプトだったかと思います。その後、当初の趣旨と、この度グロース市場の上場維持基準が厳しくなったということをあわせて考えると、一旦プロマーケットに上場してから一般市場に上

場していくというのが一つの望ましいパターンであると思います。そのためには上場後に資金調達できる環境であることが望ましいですが、実際にはプロマーケット上場後の株式による資金調達は、ほぼ第三者割当であるということです。しかし、現在の投資家層ではやむを得ないことだと思います。第三者割当であっても、資金が調達でき、一般市場への上場時の募集・売出しによって、当該市場の上場基準を満たすのであれば、一般市場へのステップアップという機能を果たす事は可能だと思います。

また、何人かのメンバーのご指摘のように、J-shi ps制度との関係を明確にすべきだと思います。どちらもやっていることは、特定投資家向け私募など、競合することは間違いないと思います。他方で、証券会社の声として期待されているところによると、本来であればJ-shi ps制度で資金を調達した企業に、プロマーケットに上場してもらうことで、投資家の売却ニーズに応え、一般市場に上場する際に再度資金調達をしてもらうという流れが出来れば良いという指摘がありまして、J-shi ps制度はプライマリー、プロマーケットはセカンダリという位置付けなのかと思います。ただその観点からすると、審査や開示など、J-shi ps制度はプロマーケットと全く別の制度となっていて、相互にリンクしていないという点も指摘されており、その点に改善の余地があるのではないかと思いました。

また、具体的な施策としては、27ページに、一般市場へのステップアップや外部株主からの資金調達に前向きな企業を、取引所が見えるようにしていくことが重要だという指摘があり、説得力があると思います。

一般市場への上場を円滑にするスキームとして、プロマーケット上場企業として適時開示・情報管理など一定の体制整備が出来ているので、その実績を勘案してプロマーケットから一般市場への上場審査を効率的に行うようにするというご指摘も、説得力があると感じます。

他方、プロマーケットに上場維持基準を設けることについては、多様な企業ニーズに応えているプロマーケットを変質させることになるので、現状ではそのようなことを検討する必要性は乏しいと思います。

【渡邊部長】

ありがとうございました。

続きまして、資料4のスタンダード市場における今後の対応について、ご説明させていただきます。

【中村部員】

スタンダード市場における今後の対応についてご説明します。

前回の議論において、「スタンダード市場の上場企業は多様なので、企業を類型化したうえで具体的なアプローチを検討していくべき」とのご意見をいたいたことを踏まえ、少し企業を類型化した上で、それぞれに対応するアプローチの全体像を簡単にまとめております。

具体的な対応については、次回以降ご議論いただければと考えておりますが、今後の進め方ということで、全体の方向性でしたり、個別のアプローチに関しましても何か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。

2ページがその全体像でございまして、資本コストや株価を意識した経営の要請の対応状況をもとに、企業を4分類しております。

一番上が、赤色のところ、「株主・投資家目線で企業価値向上に積極的に取り組む企業」としておりますが、資本コストの開示の好事例として取り上げられている企業等を想定しております。

こうした企業については、既に自律的に取組みを進めていただいているところだと思いますが、取組みが投資者から適切に評価されるような環境の整備を進めていければと考えております。

続いて、2つ目が、ピンク色のところ、「株主・投資家目線で企業価値向上に取り組む重要性は認識しているものの、検討・実行に課題のある企業」でして、開示はしているものの投資者との目線にギャップのある企業や、検討中の企業を想定しております。

また、3つ目は、その下の薄グレー色でして、資本コストの開示を行っていない企業に代表されるように、企業経営自体は堅実に行っていると思われるものの、「株主・投資者目線で企業価値向上に取り組む意識があまりない企業」を想定しております。

これらの企業については、明確な切り分けも難しいと思いますので、資料上もグラデーションにしておりますが、どう赤色に引上げていけるかが論点になると思っております。

こうした観点から、現状取り組んでいる資本コストの要請に関する事例集のアップデートをしたり、中小型株の機関投資家とのコミュニケーションの促進、また、取組みを実効的に進めていただく観点からは経営者や独立社外取締役の意識が非常に重要となりますので、引き続き、経営者等を対象とした啓蒙も進めていく想定です。

また、次のページでは未開示企業の分布を載せておりますが、時価総額が小さい企業や親会社・支配株主等の大株主が存在する企業に未開示企業が多い傾向が見られるところでして、このゾーンの企業に関しては、株主・投資家を意

識して企業価値向上に取り組むうえで必要な流動性・公開性の確保という点についても、仕掛けを考えていければと思っております。

また、一番下の濃いグレーにあります、それ以前の問題として、そもそも「少数株主保護の観点で懸念のある企業」については厳格に対応していく必要があると考えています。

これはスタンダード市場に限った話ではありませんが、例えば、親子上場の問題でしたり、ファミリー・オーナー企業における問題、また、最近では上場後に新規事業やM&Aを通じて事業内容を大きく変化させ、リスクの高い事業に移行するといった事例も発生しておりますので、特定のものに限らず、具体的な場面に応じて、個別に対応を考えていければと考えております。

ご説明は以上です。

【渡邊部長】

それでは、ご意見を頂戴できればと思います。いかがでしょうか。

【熊谷メンバー】

2ページの分布のイメージについては、特に違和感等はございません。ただし、不特定多数の投資家から資金調達を行っているという上場の意義を理解せず、その責務を果たしていないケースを、一番下の「具体的な場面について対処」に加えていただきたいです。

重要なのはボリュームゾーンに位置する、2番目の企業群（株主・投資家目線で企業価値向上に取り組む重要性は認識しているものの、検討・実行に課題のある企業）と、3番目の企業群（株主・投資家目線で企業価値向上に取り組む意識があまりない企業）を、どうやってモチベートして、一番上の赤い企業群へと引き上げていくかということだと思います。

もっとも、ボリュームゾーンに属する全ての企業が一番上の赤い企業群へと変わるとは限りません。たとえ企業として堅実な経営を行っていたとしても、上場企業としての責務を果たせない場合や、東証の働きかけを無視する場合、また、サポートを継続しても前向きな変化が見られない場合などは、一番下の濃い灰色の企業群に分類することを検討する必要があると考えます。こうした点を踏まえ、資本市場を意識させるため、今後のアプローチにもあるように、流動性の確保を促進させることも肝要です。

日本企業は良くも悪くも横並びで動く傾向があると感じています。好事例として自社資料を公開することを快く引き受けてくれる企業もあり、それを参考に前向きに取り組む企業も存在します。一方で、他社が取り組まなければ自分

も取り組まなくてもよいと考えるなど、ネガティブな方向に流れる可能性のある企業もいると思います。

市場開設者である東証による適切な市場の整備は、潤沢な流動性の確保につながり、今後上場を目指す企業の資金調達にも影響を与えることになると思います。上場企業数が最大になると見込まれるスタンダード市場をしっかりと整備することは、極めて重要であると考えます。

【三瓶メンバー】

熊谷メンバーがおっしゃった、上場しているから不特定多数の株主がおり、その上場責任は重要であるという点は、まさにそのとおりで、そこが議論のベースにあると思います。

その上で、3ページで整理いただいた分布は非常に興味深く、特に一番下の「上記以外」のグループがベンチマークになると見ています。理由としては、時価総額の大きさ順に開示率がきれいに変化しており、単純に企業規模に比例してマンパワーが足りているかどうかが影響していると考えられるためです。その上で各レイヤーを見ていくと、一つ上の「その他の関係者あり」のグループは100億円以上250億円未満の区分だけ少しばらつきがあるものの、ベンチマークと概ね同じグループとして捉えてよいと思います。

一方で、「支配株主あり」と「親会社（非上場）あり」のグループは、著しくベンチマークを下回っています。ここは一般株主や少数株主を軽視している傾向が明確であり、改めて上場責任を強調する必要があり、はっきりとしたメッセージを伝えるべきです。

一番上の「親会社（上場）あり」のグループは少し特徴的で、特に「40億円以上70億円未満」の区分ではベンチマークを上回っています。これは親会社の方針次第であり、上場する親会社がしっかりとしている場合、子会社にも同様の意識付けがなされている可能性があります。したがって、上場親会社にも上場子会社に働きかける責任があるなど、親会社を巻き込んだメッセージ発信が必要なグループだと思います。

ベンチマークについてですが、時価総額が小さいといって対応しなくてよいというわけではありません。規模が小さい企業では手が回りにくい点については、効率的かつ効果的な方法を、上手く対応できている企業の事例を用いるなどして提案していくことが重要です。

まとめると、全体で3種類のアプローチが考えられるのではないかと思います。

【神田メンバー】

熊谷メンバーもおっしゃっていましたが、2ページの分類でいうと、第4分類の「少数株主保護などの観点で懸念がある企業」については、打ち手が比較的明確であり、東証としても様々な対応ができる、また対応すべきだと考えます。

一方で、実態がまだよく分からず、問題だと感じているのが第3分類の「株主・投資家目線で企業価値向上に取り組む意識があまりない企業」です。どの程度存在するのかは私はよく把握できていませんが、差し当たり資本コストの要請に関する開示がない企業が該当するのだと思います。

もっとも、最近見た事例では、時価総額が100億円なく70億円程度の企業で、アクティビストなどの株主から株主提案が株主総会に提出されているケースが結構見られます。こうした企業における株主提案は総会で否決されることが一般的ですが、その前後にどういう対話をしているのかは分からず、否決されても企業価値向上への取り組み意識が低いまま資本コストの開示も行っていないのでしょうか。状況が不明瞭なので、可能であればヒアリングするなど実態を把握していただきたいと思います。株主提案があったこと自体は公開されていますので、該当企業の特定は容易だと思います。こうした企業が第3分類に該当しているのであれば、問題だと思います。

【内田メンバー】

ご説明ありがとうございます。企業の類型や分類については特に違和感はありません。この分類毎の割合が実際どの程度になるのかは気になるところです。企業には多くのステークホルダーが存在しており、上場企業としての責任を果たしつつも、個々の企業における優先課題はその時々の状況によっても異なります。そのため、様々な個別事情を抱えている企業もあるように思い、この分類が必ずしも綺麗なグラデーションになるとは限らないように思います。

右側のアプローチについては特に違和感はありませんので、丁寧に進めていただきたいです。過去からの経緯も踏まえ、スタンダード市場では資本コストの要請に関する開示率が高くないという話もありましたが、今後は徐々に開示が進むことを期待しています。

残った企業については、現時点で納得できる理由や、やむを得ない事情があるかどうか、分析していただけるとありがとうございます。後ほどご説明いただく企業の課題なども含め、企業ごとに様々な事情があると思いますので、今後も丁寧な対応をお願いしたいと思います。

【松本メンバー】

ピュアな質問として、3ページのグラフで時価総額が250億円以上で切ら

れていますが、もう少し右に伸ばしても、変化が認められないということでしょうか。右に伸ばした場合に、三瓶メンバーがおっしゃった「ベンチマーク」となる最下段と、例えば非上場の親会社が存在するケースとで、より大きな差が出てくるのかどうかが気になります。

いずれにせよ、3ページのグラフは示唆に富んでおり、結果として2ページの開示状況が出てくるのだと思いますが、その奥には、株式分布が影響を与えているということが読み取れます。前回の会議でも、スタンダード市場の企業に対しては分布に応じて対応を考えていくべきという話をしましたが、分布というのには、開示状況だけでなく、原因となっている可能性がある株式分布の状況を意識した対応策も併せて考えるべきだと思います。

【中村部員】

大きな傾向は変わらないのですが、例えば時価総額500億円以上で切ると企業数が90社程度しかなく、個社の影響が大きく出てしまうことから、250億円以上で切っております。

【翁メンバー】

今回の類型化について、赤からグレーの分布イメージはわかりやすいですし、3ページの時価総額と大株主とでマトリクス化した資本コストの要請に対する開示率の分析により、アプローチの仕方が見えてきたと思います。

特に親会社が存在する企業については、ご指摘されているような例えば社外取締役の位置づけや働きかけが重要になりますし、少数株主保護も含めて東証としてしっかりアプローチしていく必要があると思います。一方で、小規模でリソースに課題がある企業にも、上場している責任がある以上、どういったサポートができるか考えて取り組んでいただきたいと思います。

また、2ページの濃いグレーにある「上場後の事業内容の大幅な変化」については、投資家保護の観点から非常に気になっています。上場管理の面でしっかり対処していただければと思います。

【渡邊部長】

ありがとうございました。

続きまして、資料5の「経過措置適用会社の状況」について、ご説明させていただきます。

【中村部員】

経過措置適用会社の状況についてご説明します。

こちらはご報告が中心となります、何かお気づきの点があれば、ご意見をいただければ幸いです。

まず、2ページでございますが、上場維持基準に適合していない企業は足元で187社となっており、7月の会議資料でお示しした数から引き続き減少しております。

右下には、このまま基準を満たせなかつた場合の改善期間の終了時期をグラフにしておりまして、3月期決算会社を中心に、改善期間内で任意の基準日を立てて基準に適合する動きも見られております。

なお、次のスライドでご紹介しますが、市場変更や国内の他の取引所への上場を検討する動きも進んでおり、最終的に一般市場から上場廃止となる企業は減ってくると想定しております。

続いて3ページが、基準に適合できなかつた場合に備えたセカンドプランの検討状況です。

左下のグラフのとおり、プライム市場やグロース市場の上場会社においては、スタンダード市場への市場変更を検討する会社が多く見られる一方、プライム市場では19社、グロース市場では25社が、適合できなかつた場合の方針を開示していません。

また、スタンダード市場については、足元、国内の他取引所へ重複上場する動きが進んでおります、69社は方針を開示していません。

こうした検討がなされていない企業に対しては、引き続き個別に状況を確認のうえ、必要な検討や投資者への説明を促していかなければと考えております。

4枚目以降は、あらためて、前回までの会議でお示ししておりました株主・投資者向けの周知の内容や上場会社への要請内容等を載せているものとして、詳細の説明は割愛させていただきます。

ご説明は以上です。

【渡邊部長】

こちらはご意見があれば、頂戴したいと思います。いかがでしょうか。

(特に意見等なし)

【渡邊部長】

ありがとうございました。

続きまして、資料6の資本コストや株価を意識した経営に関する事例集のアップデート等について、ご説明させていただきます。

【門田課長】

それでは、資料6の資本コストや株価を意識した経営に関する事例集のアップデート等についてご説明します。

事例集自体は12月に公表を予定しておりますが、1ページでアップデートの概要をまとめております。

直近では昨年11月に事例集のアップデートを行っておりますが、そこでは、左側のギャップ事例と、右上の対応のポイントや期待に応えた事例集をセットで提供しております。

こちらは多くの企業で活用していただき、最近の事例の追加を期待する声もいただいておりますので、改めて投資家の声を集めたうえで、新たな事例をプライムとスタンダードあわせて20～30社程度追加するとともに、昨年取り上げた55社についても、目立ったアップデートがあった事例を取り上げたいと考えております。

また、今回新たに、右下の「課題解決に向けた企業の取組み事例」を追加します。

後のスライドでも紹介しておりますが、企業の皆様からは様々な課題に直面しているという声があがるなかで、昨年ご紹介した取組みの事例に加えて、その取組みに至る過程でどう課題を解決したかという部分にフォーカスした事例集についても、ニーズの声が寄せられております。

そこで、こうした課題を乗り越えた企業にインタビューを行い、取組みのノウハウや経験をまとめて資料として提供するほか、こうした企業の皆様をお招きしたセミナーや座談会等を開催し、他の企業にお話しいただく機会も設けてまいりたいと考えております。

2ページは、「課題解決に向けた企業の取組み事例」の概要です。

左側に「多くの企業が直面する課題」として大きく4点まとめておりますが、まず特に多く聞かれるのが社内の意識改革・浸透で、企業の担当者からは、経営層の理解・支援が得られない、経営レベルでの検討が進まないという悩みや、社内の横展開で、特に事業部門などではバランスシートへの意識が希薄で、資本コストを意識した経営が全社に浸透していかないといった課題の声が多く聞かれます。

また、2つ目の資本コストの把握や、把握した資本コストを投資判断や経営資源の配分などの経営判断に活かしきれていないという課題、3つ目の中長期

的な資本政策の策定のところで、投資・還元・留保のバランスについて、判断基準や投資家の期待がわからない、また、いざ検討を進めようとしても、関係者が多くて進まない、といった課題が多く聞かれます。

最後の4つ目は投資家への開示の課題で、投資家の期待に応えられているか確信できない、納得感を与えるストーリーの構築が難しいなどといった悩みの声が聞かれます。

こうした課題を乗り越えた事例について、現時点では右側にそれぞれポイントを記載しているまでですが、12月に、具体的な企業の事例をご紹介したいと考えております。

この後のスライドは、先ほど申し上げた企業の課題の声が多く寄せられているというファクトのご紹介で、4月の会議でご紹介した上場会社向けアンケートの結果や、外部主催のセミナーで実施された参加企業向けアンケートの結果をまとめております。

これらのアンケート結果でも、社内の意識改革・浸透、資本コストの把握・活用、資本政策の策定などの課題をあげる声が多く、また、特にこれらのテーマにフォーカスした他社事例を知りたい、というニーズが多くなっておりましたので、今回の事例集でも中心的に取り上げてまいりたいと考えております。

以上が12月の事例集アップデートの概要ですが、東証ではほかにも、企業向けのセミナーや投資家との対話会など、サポートの取組みを進め、企業における課題解決を後押ししてまいります。

今回は経過報告までございますが、お気づきの点などございましたらご意見いただけますと幸いです。

説明は以上です。

【渡邊部長】

こちらはご意見があれば、頂戴したいと思います。いかがでしょうか。

【三瓶メンバー】

取りまとめいただきありがとうございます。企業側の方に使っていただいているというのは非常に良いことだと思います。そのうえで、2ページで新たに取組み事例を増やして伝えるということですが、前回、横軸にR.O.E、縦軸にP.B.Rの四象限のチャートで、左下から右下に移ったとか、右下から右上に移ったとか示されており、元々どこのポジションにいるかによって何を優先的にやらなければいけないかという、ガイダンスのような資料もあったと思うので

すけれども、課題を乗り越えた事例で、どこの象限からどこの象限に移ったというようなことも分かると、より使い勝手がいいのではないかと思いました。

【内田メンバー】

ありがとうございます。過去経験したことに照らして耳が痛くなります。実際に、意識改革や意識浸透の中で、やはり企業のトップや経営層の理解と、明確なメッセージが大事なところだと思います。その後の落とし方というのは個々の会社によっての事情があり、経営管理の方法とかそれぞれの置かれた企業によって大きく異なると思います。先ほどの議論と似たようなことになるわけですが、スタンダード市場のグラデーションの中の中々進んでないところというのは、その会社の中での意識の差で、これに対してどうやって働きかけていくのかというのは、取引所の立場で、直接的に中々難しい面があると思います。

先ほどの議論で出ていたように、上場企業としての責務のようなものが、一部かもしれません、完全にその投資家層の方々と共有されてないという部分が残っているということは直視せざるを得ないのかなと思います。その上で、事例集も出していただきながらソフトにアプローチする流れのように、直接的なものより間接的な働きかけをしていくことも有益ではないかと思います。それからさらに超えていくと、上場維持基準や、流動性の比率、また親子上場の問題等のハードな面でご検討されていく方向があるのかないのかまだ分かりませんが、そこまでできる限りのことという意味では、他社の苦労された実体験を紹介する、共有するということで進めていただければと思いました。

また、多くの企業が直面するという表現が、まだ大多数がそうなのかという印象を受けます。例えばプライムも含めると、会社自体の取組みというのは進んできてこのような状況になっていますので、大多数の企業が悩んでいると言うと逆に企業が安心してしまうことになりかねないのではないかと思いますので、むしろ企業の取組みは既に進んでいるという雰囲気で発信していった方がいいのではないかと思いました。

【渡邊部長】

ありがとうございました。

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。