

## 市場区分の見直しに関するフォローアップ会議（第25回） 議事録

日 時： 2026年1月14日（水）11時00分～13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25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、神田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いいたします。

本日は資料が3つございます。

資料1では、昨年末に公表した「資本コストや株価を意識した経営」やグロース上場企業に関する事例集について、ご紹介できればと思っております。たとえば、こう企業に周知したほうが良い、こう見せたほうが良い、次回からはこうしたほうが良いなど、ご意見あればいただければ幸いです。

資料2では、新年ということもありますが、これまで進めてきた取組みも多岐にわたってまいりましたので、今年どのような方針で進めていくかについて、一度議論をしておければと考えてございます。ぜひ色々のご意見いただければと存じます。

また、資料3では、親子上場について、別途並行しております研究会での議論の状況を、関連も深いものでございますので、フォローアップ会議のメンバーの皆様にもご紹介できればと思います。

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1の事例集の公表について、ご説明いたします。

### 【門田課長】

それでは、資料1「事例集の公表」についてご説明します。

まず、2 ページが、「資本コストや株価を意識した経営」の件ですが、企業の皆様の実効的な取組みをより後押ししていくため、昨年12月に改めて事例集を公表しました。

内容は大きく2点あり、1つ目が、「課題解決に向けた企業の取組み事例集」です。

こちらは、企業の皆様から、社内の意識改革や資本コストの把握・活用などの課題に直面しているという声が多く寄せられる中で、そうした課題解決の参考としていただくため作成したものです。

具体的には、一昨年の好事例集で取り上げた企業を中心として6社にインタビューを行い、社内向けの資料などもご提供いただきながら、取組みの過程を取りまとめて紹介しております。

また、2つ目として、「投資家が評価する好事例集」の2025年版を公表しました。

一昨年の2024年版では、プライムとスタンダードあわせて合計56社の事例を掲載していましたが、企業の皆様からは、引き続きこうした事例集のアップデートを希望する声が寄せられておりました。

そこで今回、新たに機関投資家から直近のフィードバックを集め、2025年の事例として、33社を掲載しております。

2025年版の事例集の特徴として、企業の皆様からも関心が高いテーマですが、コーポレートガバナンス・コード改訂の議論でも焦点が当たっております、経営資源の最適配分に向けたバランスシートマネジメントやキャッシュアロケーションの方針を具体的に示す事例であったり、要請から2年半が経過する中で、初回開示後も継続的に課題分析や投資家との対話を行いながら、取組みをブラッシュアップする事例が増加しております。

次に3ページですが、同じく昨年12月に、「グロース上場企業の事例集」を公表しました。

グロース市場については、スライドの左側のとおり、昨年9月に、「グロース上場企業に対する投資家の期待」や、その裏返しとなる「ギャップがある経営者マインド」を取りまとめて公表したところですが、今回の事例集は、企業の皆様の検討の参考としていただくため、機関投資家やスタートアップ関係者からのフィードバックを踏まえて、そうした期待に応えた取組みを行っている投資家が評価する事例を11社ご紹介しています。

本日は、別添として、昨年12月に公表した事例集の一式をお手元にお配りしておりますので、簡単に概要をご紹介します。

まず、別添1から5までが「資本コストや株価を意識した経営」の事例集のセットです。

別添1の使い方ガイドと、別添2の「投資家の視点を踏まえたポイント」については、今回、公表した事例集にあわせて一部更新しておりますが、内容の大きな変更は行っておりませんので割愛させていただきます。

次の別添3が「課題解決に向けた企業の取組み事例集」で、今回新しい形式で作成したものです。

1ページでは、事例集の目的と活用方法をまとめております。

下のところで、企業から寄せられる主な課題として、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、情報開示といった大きく4点をご提示しておりますが、本資料では、それらの課題解決に取り組んだ企業の事例をまとめています。

2ページの目次ではピックアップした6社の顔ぶれや取組みポイント、どの課題に紐づく事例かを示しています。

3ページ目以降が具体的な取組み事例です。

構成として、各事例の最初のスライドで会社概要、当初の課題・背景、取組み前後の指標の変化などを紹介したうえで、続くスライドでは、具体的な取組みの内容や成果について、企業担当者の声や社内資料なども交えて紹介しています。

詳細は割愛しますが、各事例のポイントをご紹介しますと、3ページからのイトーキは、IR部門の再編や社内向けの勉強会など、社内に投資家視点を取り入れる仕組みづくりを行うとともに、投資家との対話を通じて資本コストの把握や、PBR改善に向けたストーリー構築を進めた事例です。

6ページからの三陽商会は、IR体制をほぼゼロの状態から立ち上げ、限られたリソースの中でも、まずは取組みを開示し、投資家との対話を通じて段階的に取組みをブラッシュアップしていった事例です。

9ページからの味の素は、売上や利益の「額」に偏重していた社内の意識を改革するため、資本効率を意識した経営に関する勉強会や、市場に対するコミットメント、FP&Aの組織作りなどを通じて、経営改革を進めていった事例です。

13ページからの東亜建設工業は、自社株買いなどの取組みを通じてPBRが1倍前後まで改善する中で、投資家の関心が短期の業績や株主還元から、中長期の成長戦略へと変化してきたということで、そうした投資家の期待に応えるため、投資家の視点を踏まえて成長戦略をアップデートしていった事例です。

17ページからのカンロは、2018年のCGコード改訂を契機としてRO

ＩＣ経営の導入を進めてきた企業で、導入の経緯や、現場レベルまで浸透させるための取組み、年間の運用スケジュールなどを紹介しています。

２１ページからのダイハツインフィニアースは、役員勉強会や社長自身による現場社員への説明会を通じて企業価値向上に向けた社内の意識を高め、取組みの開示後も投資家の声を踏まえて取組みをブラッシュアップしていった事例です。

以上が課題解決の事例集の内容で、企業の皆様が、同様の課題解決に取り組もうとする際の参考として活用していただくことを想定しております。

別添４・５は、一昨年と同様のフォーマットの好事例集の２０２５年版です。

別添４のプライム市場の好事例集については、前回同様、規模別に三つに分け、各社の事例を紹介しています。

先ほど、今回の傾向として申し上げたような事例をご紹介しますと、例えば、１７ページのＴＨＫの事例をご覧ください。

同社ですが、こちらのスライドにあるとおり、「ＲＯＥ１０％超の早期実現」という目標をクリアに示したうえで、営業利益の改善に向けた取組みや中長期の資本政策を具体的に提示しております。

資本政策については、１９ページをご覧くださいと思いますが、左上のとおり、資本効率を重視したバランスシートのマネジメントとして、必要な自己資本の水準を３，０００億円程度と明示したうえで、現預金の圧縮や負債の活用などの方針を具体的に示しています。

また、右下のとおり、キャピタルアロケーションの方針として、投資金額の内訳や投資先を具体的に示しており、投資家からは目標の実現に向けて、説得力があるなど、評価する声が寄せられております。

また、取組みのアップデート事例としては、３７ページのＮＩＰＰＯＮ ＥＸＰＲＥＳＳホールディングスの事例をご覧ください。

同社は、経営計画の策定後も、ＰＢＲ１倍割れが続く状況などを踏まえて、取組みをブラッシュアップした事例です。

具体的には３８ページですが、改めてＲＯＥやＰＥＲの時系列分析・業界比較などにより課題把握を行い、低収益不動産や政策保有株式の売却の加速、Ｍ＆Ａなど成長投資の上乗せなど、投資家の期待を踏まえながら、取組みのブラッシュアップを進めております。

別添５が、スタンダード市場の事例集です。

プライム市場に比べると掲載企業数は少なくなっておりますが、現状分析

や課題把握、その後の目標設定や取組みの検討など、投資家から期待される取組みを丁寧に進めており、プライム市場の同規模の好事例企業と比べても遜色ない取組みを進める企業が増えている印象でございます。

以上が「資本コストや株価を意識した経営」に関する事例集で、最後の別添6は、「グロス上場企業の事例集」です。

2ページに活用方法など記載しておりますが、下のところにあるとおり、まずは、資料の前半で再掲している「グロス上場企業に対する投資家の期待」や「経営者のマインドとのギャップ」を確認していただき、そうした期待に応えた事例として、後半の事例集をご覧くださいながら、取組みの検討やブラッシュアップに繋げていただきたいと考えております。

このあと、3ページからが前半部分ですが、たとえば4ページの1つ目の期待をご覧くださいますと、上のところで投資家の期待とギャップある経営者マインドを示したうえで、左側には昨年9月と同じ内容ですが解説を入れるとともに、右側のところで、そうした期待に応えた取組み例を紹介しています。

11ページ以降が具体的な事例集で、12ページでは、今回掲載した11社の顔触れと、取り上げているポイントを一覧で示しています。

事例を2社ほどご紹介させていただきますと、例えば39ページからのBuy Sell Technologiesですが、こちらのスライドのとおり、自社の競争優位性や市場規模などを具体的な数値とともに示している点や、41ページのとおり、将来の成長目標をクリアに示したうえで、それに至る戦略や取組み、KPIなどについて、一貫した成長ストーリーとして、充実した定量情報とともに示している点が、投資家の期待に応えたポイントとなっております。

また、42ページの成長投資を含むクリアなキャピタルアロケーション方針や、43ページのインオーガニックな成長の実現に向けた積極的なM&A戦略なども、期待される取組みとして評価されている点でございます。

また、ページが前後しますが、29ページのキャンパスの事例をご覧ください。

同社は先行投資による赤字が続く創薬企業で、一般的に投資家にとって評価が難しい業種の企業ですが、そうした特性を企業側も理解したうえで、それを踏まえ、こちらや次のスライドのように、自社のビジネスモデルや価値評価の考え方を丁寧に説明しております。

また、31ページのとおり、赤字が続く中でも、投資家にエクイティストーリーを発信したうえで、積極的な資金調達や成長投資を進めている点や、32

ページのとおりに、経営陣が主体となり、様々なツールを用いて積極的な情報発信に取り組む点も、期待される取組みとして評価されるポイントとなっております。

以上が昨年12月に公表した、「資本コストや株価を意識した経営」と、グロース上場企業の事例集の内容です。

既にTargetを通じて全上場企業に資料を通知しておりますが、今後、経営者も含めてさらに周知を進めるため、企業向けセミナー等で紹介していきたいと考えています。

既に公表している内容でございますが、今後の周知の仕方や見せ方、次回以降の対応などについて、ご意見があればお願いいたします。

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。

#### 【熊谷メンバー】

様々な事例を取り上げて、包括的に資料をまとめていただきまして、誠にありがとうございます。「資本コストや株価を意識した経営」は、開示から実行のフェーズへと移りつつありますので、極めて有用な資料になるものと考えます。

私からは、資料の内容及び使用方法の2点についてコメントいたします。まず、資料1別添3「課題解決に向けた企業の取組み事例集」の内容について、次回以降の検討事項になるかもしれませんが、資料の最初に完成度の高いエグゼクティブサマリーを付すことが極めて重要だと考えます。そこだけを見れば全体像が短時間で把握できるようにすれば、企業にとってより一層使いやすい資料になるのではないかと思います。事例集の中で経営トップの判断が会社を変革させる大きな原動力の1つになっていることを踏まえれば、極めて多忙な経営者であっても短時間でポイントを把握できるような構成にするべきだと考えます。

次に、使用方法ですが、企業の担当者に周知するのみならず、経営陣が経営判断に活用できるようにすれば、より一層有意義なものになるのではないかと思います。制度論や要請事項ではなく、経営上のメリットを前面に出し、経営者が「自分ごと」として捉えられる形での周知が重要だと考えます。

特に、同業他社や同一地域の企業によるリアルな事例や試行錯誤のプロセスは、経営者のモチベーションを大きく高める効果が期待できます。このように

多様な切り口で公表物の作成や伝え方を工夫していくことも有用だと思います。

### 【小池メンバー】

大変充実した資料をありがとうございました。

特に課題解決に向けた企業の取り組みや、投資家が評価する事例集は極めて簡潔にまとまっていて、我々も非常に読みながら感動していた次第です。また、時価総額100億円程度のグロースの企業でも、自社の問題点をしっかりと把握してメッセージを出そうというスタンスについては本当に素晴らしいなと考えています。

一方で、まだ手を付けられていない企業も多いと思います。そのような企業の課題は、アウトプットを出す前に、例えばどれくらい的人数でどういうことをしてきたのか、また、社内だけでなくどういうところに相談してアウトプットを作ってきたのかというプロセスが気になると思います。

ですので、その辺りを併記する、もしくは今後アウトプットをした結果、機関投資家がどういったアクティビティを取ってきたのか、株主が増えたとか、時価総額が上がったとかなども情報として出していくとイメージが付きやすいのかなと考えています。

また、企業がこれだけ努力しているのであれば、機関投資家としてもどのように市場改革、もしくは企業の開示をサポートしてきたのか、機関投資家としての取り組みも、市場に携わる者の義務としてあると思います。

ですので、機関投資家が本件に関してどのように考え、どのように取り組んでいるか、別途ヒアリングをかけて共有していくことも必要なのではないかと感じました。以上です。

### 【三瓶メンバー】

資料の取りまとめありがとうございました。事例集が相当充実して種類が増えたなと思います。

その中で、今回、特に別添3のところで、課題解決に向けた企業の取り組み事例集は6社で数は少ないわけですが、その内容について、それぞれのページの表題も非常にキャッチーであり大事なことが書かれていて、非常に興味をそそるかたちになっていると思います。

例えば、3ページに「株価は市場が決める」とあり、私も多くの企業の経営者から言われたことがあります。そこについて、そう思っていたのだけれども、という出発点があります。また、5ページで市場評価が改善してきて信頼関係を構築できているというのは、対話がよりかみ合うということですね。

また、9 ページでは、額偏重から率重視の経営、これもたびたび投資家側から言っていますし、企業側では、いまだに中計のほとんどが額中心になってしまっているところからも、改めて何が大事なポイントだったのかよく分かる資料になっていると思います。

14 ページが今回一番大事なのではないかなと思っています。右下に投資家から寄せられる質問の変化に気付いていただいて、書いていただいているのが非常に重要です。

これは、企業のステージが変わることによって、そこに興味を持って寄ってくる投資家が変わってくるわけです。そうすると、これまで短期またはバリュエーだった投資家が、グロース系の投資家が入ってくることによって目線をもっと長期化していった、そのような質問になっていく、それにまず気付いているということです。

実際に、一つ前の13 ページの右下の指標の変化を見ると、まさにステージが変わったことが分かります。ですから、自分の立ち位置、ステージが変わることによって、引き付ける投資家が変わると出てくる質問も違うのだということは、すごく大事なことだと思います。これが広く伝わっていくと、もっとやる気になるのではないかなと思い、14 ページが今回一番私としては響いています。

それ以外にも、17 ページでも、やはり投資家の支持を獲得して市場評価が改善しています。また19 ページ、23 ページは興味深いです。よく見ると、東証のヒアリングに対して、一般公表されていない社内資料を提供いただいているのは、東証とそれぞれの企業とのエンゲージメントがしっかりできているということだと思うのです。このような活動が非常に意味を持っていることを表していると思います。

その上で、この別添3の1 ページの下の色分けされた主な課題が、あたかも4 象限のような配置になっていて、指標の推移も4 象限で考えており、関連があるのではないかと見え、混同する可能性があると思います。これは4 象限とは関係ないので、むしろ上から順番に並べてもいいのではと思いました。

もう1 点、事例集のグロースの別添6 です。私も年末にグロース企業の会合に行っていて、いろいろなやり取りをしました。7 つのギャップはすごく重要で、今後もっと事例も重ねて増やしていったらいいと思うのですが、とても大事なメッセージであって重要だと思います。

その上で、これは誰に読んでほしいかというと、企業ですよ。ただ、表題が投資家寄りかなと思っています。例えば、別添6の1 ページの第1 章の7 つの題がありますが、全部投資家の期待が載っています。

でも、資料1の3 ページの左側を見てみると、投資家の期待とギャップがあ



る、経営者のマインドと投資家の期待とそれぞれペアになっています。企業側の方、また経営者にぱっと見てほしいのであれば、経営者のマインドを先に出したほうがいいのではないのかと私の印象としては思いました。

そういう意味では、各事例のところでも投資家側の期待が先に出ています。が、経営者のマインドを先に出した後に、投資家の期待を記載し、それについてどのように対応している企業があるのか並べたほうが素直なのかなと思ったところです。

とはいえ、非常に多くの情報を集めていただいて、読みがいのある事例集を作ってくださいありがとうございます。

### 【翁メンバー】

私も、この中で課題解決に向けた事例集とグロース市場についての初めての試みが非常に充実していていいと思いました。課題解決に向けた事例集は、先ほど熊谷メンバーもおっしゃっていたのですが、経営者の方に読んでいただくことがとても大事です。

今、三瓶メンバーもおっしゃったように、こういうやり方をしたのだというプロセスが示されることも大事です。ですが、どうマインドが変わり、どう市場と向き合い、どのような改革をやることで良い結果を出しているのかが、経営者にエッセンスとしてしっかり分かっていただけ工夫などを今後考えていただくといいのでは、と思います。

グロース市場についても11社が掲載されていますが、非常にそれぞれの取組みが分かり、このような会社が少しずつ増えて紹介されていくことで、今後もグロース市場に目が向くようになると思いますので、引き続きお願いしたいです。以上です。

### 【内田メンバー】

非常に充実した資料で、これだけいろいろ集めてきてまとめるのは、相当大変な労力だったと思います。本当に素晴らしいと私も感動しています。

今後の展開は、今も少し出たように、発行体が企業側の経営者を含めて、それぞれいろいろな階層の方のフィードバックをよく拾っていただいて、事例集に包含していくといいと思います。

この会議は、どうしても投資家の意見ドリブンという感じがとてもするのですが、東証は企業側にもアンケートを取っていただいたりして、企業側のアプローチを大変丁寧にしているとは思っています。

引き続き、企業、経営者それから現場担当、あるいはここから離れている企業の社員を含めて、全体を動かしていくかたちにしていくのが重要かと思いま

すので、丁寧をお願いしたいと思います。以上です。

#### 【松本メンバー】

大変素晴らしい内容だと思います。

小池メンバーが最後におっしゃったことに私もとても同感です。東証としてもこの取組みを何年間もかけてここまでできていて、大変良くなっているし、企業の対応や取組みも随分良くなっている、資本市場における発行体の性能も上がってきていると思います。

ですが、翻って、投資家のほうはどうかというと、遅れているのではないかと思います。投資家は正しいというのが出発点で始まっているわけですが、残念ながら、運用のパフォーマンスがインデックスに勝てないものも大変多く、同時に投資家側の性能の向上も図らなければいけないと思います。

東証のmatterではなくて、恐らく金融庁のmatterなのだと思いますが、東証がこれだけ時間をかけて取り組んできた結果、企業の性能が上がり、資本市場の性能が上がってきているので、投資家のほうもしっかりとした取組みを継続的にすれば、性能が上がることは期待できると思うので、それを金融庁のほうでしっかりやっていただきたいなと強く思いました。

#### 【永見メンバー】

私も同様に、全般、質、量ともに素晴らしい資料になっていると思います。

皆さんと違う観点で言うと、別添6のグロースの事例集についてです。グロース市場は、上場時および上場後毎年1回、「事業計画及び成長可能性に関する事項」を出していて、非常にPDCAとしてよく回っている資料だと思っています。また、投資家、また投資家以外の関係者も含めて結構見られている資料だと思っています、すごく良い取組みだと思っています。

別添6との兼ね合いで言うと、観点が1から7までであると思うのですが、これをよりダイレクトに織り込むことを依頼してもいいのではないかと考えています。それと類似した依頼は当然既に行っていると思うのですが、こういう観点を織り込んでほしいというのがダイレクトにあったほうが、コミュニケーションとしてはよりスムーズになるのではないかと考えています。また、発行体側も、こういうことを入れればいいというのがよりスムーズに分かるかと思ったので、「事業計画及び成長可能性に関する事項」への反映とPDCAに活かしていただけると大変ありがたいと思います。以上です。

#### 【黒沼メンバー】

私もメンバーの皆様と同じ意見で、それぞれの意見を聞いて、もっともだな

と思っているところです。

特に今回、課題解決に向けた企業の取組みの事例集、それからグロース市場の企業の取組みの事例集を公表されたのは、意義があると思います。課題解決に向けた企業の取組みの事例集は、企業価値向上や「資本コストや株価を意識した経営」の最終段階に向けた取組みの公表ということで、先にサイクルを回していくという意味で、意義があります。

また、グロース企業の取組み事例集は、投資家の期待とのギャップの存在を意識して、他のメンバーの方もおっしゃっていたように、成長投資をどのように進めていくかなど、特にグロース市場上場企業にとって参考になる資料だと思います。

実際、グロース市場では「資本コストや株価を意識した経営」の要請はしていませんが、当然グロース市場も成長していつてもらいたいですし、上場維持基準が引き上げられ、成長が必要になってくるということで、こうした取組みを東証としてもバックアップしていくことは極めて重要な意義があると思いました。以上です。

### 【三瓶メンバー】

この事例集はたくさんの種類があるということと、非常に重要なものも出てきているので、事務局のほうで、閲覧数のモニタリングなどもしていただくといいと思います。

フォローアップ会議のフォロワーはすごく多いと思うので、恐らく今日のこのフォローアップ会議の議事録を見て、そういうのが出ているのだねと事例集を見始める人もいると思います。

ただ、いったん開けてみただけで終わるのか、ぐんぐんとそれが広まっていくのか、広まっていかなければ、どうすればもっと広めていく方法があるのかなど、そんなことも検討できると思うので、閲覧数をモニタリングしていただくといいかなと思います。

閲覧数を公表する必要はないのですが、我々のレビューとして、順調に広まっているかどうか見ていければいいかなと思いました。以上です。

### 【渡邊部長】

ありがとうございました。

続きまして、資料2の2026年の方針・取組みについて、ご説明させていただきます。

### 【池田統括課長】

事前説明でいただいたご意見を踏まえて、少し修正や追加している部分がありますので、その辺を中心にご説明させていただければと思います。

まず、3ページが全体の方針です。これまでいろいろな取組みを皆様にご意見いただきながら進めてきています。

足元、スタンダードの議論、あるいはプロマーケットの議論に比較的差し掛かっていることもあり、メディアでは、今年の本丸はスタンダードの改革だと注目が集まっている状況ですが、その議論は3ポチ目のとおり、しっかり進めていこうと思います。

5ページをご覧くださいければと思います。マーケット全体の上場会社数や時価総額など売買代金を比較しています。プライムの上場会社数は少しずつ減っており、1,600社を切る水準になっています。スタンダードは1,570社ぐらいになってきており、今後逆転していくことが想定されるかと思っています。

真ん中の時価総額を見ますと、プライム市場の時価総額がマーケット全体に占める割合がかなり大きくなっていますので、これまで進めてきた「資本コストや株価を意識した経営」などを中心に、ここを成長させていくことは、マーケット全体、あるいは日本経済全体をより良くしていくには重要な取組みかと思っています。

3ページに戻っていただき、真ん中辺りにあるとおり、スタンダード市場などの議論は進めてはいくのですが、「資本コストや株価を意識した経営」、特にプライムを中心にしっかり進めていくことを重要な課題として今後も取り組んでいきたいというのが、まず全体のお話です。

米印のところにあるとおり、今年はコーポレートガバナンス・コードの改訂を予定しており、その中で、経営資源の成長投資への振り向けが焦点とされているように、事業ポートフォリオの見直しなどの観点が織り込まれていくことが想定されていますので、さらなる推進の契機としていながら議論を進めていきたいと思っています。

その次の、お互いの短期志向を懸念する声については後で補足させていただきます。

グロース市場改革についても、上場維持基準の見直し自体は去年実施していますが、2030年に向けて、時価総額が100億円あるかにかかわらず、成長環境を整備していくことは重要ですので、全体を良くしていく取組みを継続的に進めていければと思っています。

一番下の上場維持基準の経過措置については、今年の3月から改善期間が終了していきますので、継続的にフォローしていければと思っています。

今後の具体的なトピックとしては、4ページのとおり、「資本コストや株価

を意識した経営」の推進をさらに加速させていくことを中心に、ご覧のテーマで今年も議論していければと思っています。その全体感を少し共有できればと思っています。

6 ページは、2023 年 1 月の際の、今後のフォローアップ会議の論点整理を再掲しています。例えば、新陳代謝やイノベーションの推進、生産要素の交換や合従連衡によって生産性を高めていく、そのような生産性を高めていくためにさまざまな取組みをしていこうと、比較的重要なキーワードを入れていただいていますので、あらためてご紹介しています。

7 ページとその次の参考資料は、今回の議論を踏まえてリバイスしていきますので、説明は割愛させていただければと思います。

8 ページ以降は、具体的な取組みについてです。まずは「資本コストや株価を意識した経営」についてで、10 ページの開示率の状況をご覧いただければと思います。

左がプライム市場、右がスタンダード市場でして、開示率自体は比較的高止まりの状況になってきたかと思っています。プライム市場では93%、スタンダード市場では約半分の企業に開示いただいております。

プライム市場、スタンダード市場の両方の企業にお願いしている話ではあるのですが、このように、ほとんどの企業が実施されているプライム市場の企業と、半分の企業に対応いただけていないスタンダード市場の企業で少しフェーズが異なってくるかと思っていますので、そういったことも意識しながら今後の施策を考えていければと思います。

9 ページに戻っていただき、まずプライム市場に関しては、二つ目にあるとおり、開示済みの企業により取組みの中身をブラッシュアップしていただくことに焦点を当てて検討していければと思います。

コーポレートガバナンス・コードの改訂とも連動していくことや、事例集もご紹介しましたが、キャピタル・アロケーションなどを打ち出していくなどポジティブな変化が見られる企業もだんだん増えてきていますので、そういった企業もご紹介して、より取組みを加速していくことを考えていますので、今後議論していければと思っています。

二つ目のチェックについて、今回の事例集では、プライムの企業では約50社ぐらいをご紹介しており、それを契機に投資家の関心も高まるなど、すごくポジティブな効果があると伺っているのですが、1,600分の50ぐらいになってしまうというのもあります。

これまでのように事例集を通じてご紹介するかは別として、ポジティブな変化が見られる企業を何かしらハイライトして投資家に示していくことで、少し取組みのインセンティブ付けのようなことができないかは、今後考えていけれ

ばと思っています。

3点目の1割の未開示企業の話です。未開示の企業一覧を参考資料としてお付けしています。開示済みの企業が公表されていることを踏まえると分かるのですが、資料としては非公表にしています。

あくまで要請のため、こういった企業の方々に開示を強制することはできないと思いますが、今後どのようにアプローチしていくかに関して、もしご意見などがあれば、いただければと思っています。

この一覧の中にはPBRが十分高い企業もいらっしゃいますので、そういった企業は要請に沿って対応する必要はないと考えている企業もいらっしゃったりするのか、また、個別の企業によって事情が異なるところも多々あるかと思いますが、まずご意見などがあればいただければありがたいなと思っています。

9ページの下半分をまとめて御覧いただければと思います。こちらは企業、投資家の双方において、どうしても企業の方々からしてみると、投資家の方々からの質問やエンゲージメントでの会話は少し短期的なのではないかというお声や懸念も指摘されております。

一方、投資家の方々も、経営者に語っていただきたいのは将来の成長ビジョンであるが、なかなかそういうのを語っていただけないという、お互いのギャップのような話はずっとあるかなと思います。

ですので、11ページで、当初こういうお願いをしたときの趣旨が、さまざま進んでくる局面において非常に重要かと思っていますので、あらためて周知していく。あるいは、ここに関してもう少しステージが変わって、見直すところがあるかどうかといった点についても、ご意見があればいただければと思っています。

9ページの一番下のチェックのところは、事前説明から追加したところです。先ほど三瓶メンバーからもご意見をいただいたのですが、取り組みをブラッシュアップしていくことを通じて、投資家との会話が短期から長期に移ってきたという話はすごく大事な点かと思っています。ですので、こういった事例を積極的にご紹介していくということも追加しているところです。

12ページ目の資料は、コーポレートガバナンス・コードの改訂に関する議論のスライドのご紹介です。開催されたのは第1回会議のみで、その際の資料をご紹介しますが、今後またご報告できればと思っています。

13ページ、14ページも事前説明でご意見をいただいて追加しているデータです。事例集に掲載している企業と、開示済みの企業と、検討中だという開示していない企業の株価の差異をアップデートして掲載しています。

傾向は変わらず、積極的に取り組んでいる企業とそうでない企業でかなり差

が出てきており、こういった状況は、特に経営者の方にお示しすると分かりやすい話かと思しますので、引き続き使っていければと思っています。

プライム市場では比較的差がありますし、14ページのスタンダード市場だとかなり大きく差は出ていますので、こういったところは重要なデータかと思っています。

15ページ目以降は、グロース市場改革についてです。

16ページで、現状や今後の方針をお示ししています。1ポツ目の下のチェックは、スタートアップの経営者の中でも、現在グロース市場に上場している企業の経営者の声です。

上場維持基準の見直しや、高い成長に向けた成長戦略のブラッシュアップなどをお願いしている中で、先ほどの事例集でもご紹介しましたとおり、前向きに取り組む企業が増えてきています。一方で、特に時価総額の小さい企業を中心に、先ほど7つのギャップの話もありましたように、マーケットとの評価のギャップなど、なかなかうまく進まないといった声は引き続き聞かれています。

こうしたことを踏まえ、2ポツ目にあるとおり、そういった企業のサポートとして、好事例の提供や投資家への見える化などを引き続き進めていければと思っています。

3ポツ目には、グロース市場上場のメリットの創出を挙げていますが、経営者の皆様と意見交換している中では、上場維持基準の見直しが厳しいといった意見が比較的多く、具体的にどういった施策があれば有用かといった意見はあまり出てきていないところです。引き続き経営者の皆様と意見交換しながら、グロース市場のメリットを創出していければと思っています。

4ポツ目、5ポツ目がIPOについてです。4ポツ目のとおり、上場維持基準の見直しでIPOが難しくなるといった話については、新規上場維持基準の引き上げは行っていない旨の発信と、証券会社の引受スタンスの説明などを引き続き進めています。

ただ一方で、5ポツ目のとおり、これは事前説明でもご指摘いただきましたが、IPOの社数が報道等で大きく注目される中で、取引所の市場運営の方針として、IPOの社数自体には特にこだわっておらず、高い成長を目指すIPOを推進していけばいいということはクリアに今後も出していければと思っています。

17ページ目以降は、データの補足で、まず、17ページ目がグロースの指数の推移です。

18ページは、IPOの動向で、社数に加えて、事前説明でご指摘いただい

たことを踏まえ、グロース市場へのIPO企業の上場時の時価総額の推移をご参考に付けています。

19ページは、四半期ごとのIPO数の推移です。足元では去年と同じ水準まで回復しています。

20ページは、今回の上場維持基準の見直しを受けて引受のスタンスがどうなっているのか、野村證券の例をご紹介します。スタンスの見直しは、今回の上場維持基準の見直しを契機に変えているということではなく、全体として成長するIPOをサポートしていく方針は継続してやっていらっしゃるということで、この点はよく話題にもなる部分で重要な話だと思っておりますので、コメントをお借りしてご紹介しています。

21ページ、22ページは、昨日上場会社の皆様にご案内している資料です。

先ほど、永見メンバーからも事業計画、成長可能性に関する事項の資料のアップデートの話がありましたが、投資家に分かりやすいよう一覧化した特設ページを作ることで、企業と投資家の対話もより増えるかなと思っており、2月から進めていければと思っています。22ページでは、対象企業・申請方法をご紹介しますが、状況については適宜ご報告させていただければと思っています。

23ページは、昨年12月に公表した新しい指数のご紹介です。

24ページ目以降はスタンダード市場についてです。これまで何回かご議論していただいております、具体的なことは来月以降の会議で提示させていただいて、ご意見をいただければと思いますが、少し大きな方向性だけ再確認の意味合いで掲載しています。

25ページの上の2つのポツは、スタンダード市場のコンセプトについて、今後議論していくに当たって再確認しているものです。スタンダード市場をどう定義付けていくかといった議論はよく出るのですが、多様な企業が上場しているマーケットですし、今後、企業数だと一番になることが見込まれるマーケットです。

2ポツ目のとおり、実態としても、かつて店頭市場があった時代に登録されてからそのまま上場されている企業もあれば、最近IPOされた企業や、プライム市場、グロース市場から移ってくる企業もあって、かなり多様になっています。

そのため、マーケット自体は、コンセプト自体が多様だということを前提に、今後検討していくことがいいのではないかなと思っています。

ただ、事前説明で、多様なのは良いのですが、企業の特徴をもう少し投資家



の方が把握できるようになるといいのではないかというご意見をいただいたことを踏まえ、チェックの2つ目のとおり記載しております。

3 ポツ目以降ですが、スタンダード市場であっても、上場企業として少数株主保護や、株主・投資家を意識して企業価値向上を目指す必要性をより強調していくことが必要ですので、今後、類型化して検討を進めていければなと思っています。

4 ポツ目は、こちら事前説明でのご意見を踏まえて加えた部分でして、足元、グロース市場へのIPOがひょっとしたら少し厳しくなっている流れがある中で、スタンダード市場へのIPOを目指す、あるいはスタンダード市場へのIPOを誘導する動きがあるということも聞かれます。

もちろんスタンダード市場へのIPOを目指していただくこと自体は素晴らしいことですし、ぜひとは思いますが、いわゆる「IPOゴール」がスタンダード市場で量産されるような事態は良くないと思いますので、上場後もしっかり企業価値向上を目指していただくことは、少し強調して運営していく必要があるかなと思っています。

26 ページは前回の資料の再掲です。具体的なことはまた来月以降にご意見をいただければと思っています。

最後は、上場維持基準の改善期間の終了についてのご報告です。29 ページをご覧くださいと思います。

足元、基準に適合していない企業は161社となっています。右側に改善期間の終了時期のグラフを載せていますが、決算期ごとに順次、改善期間の終了を迎えるということで、直近3月だと48社が該当しています。

取引所としては、31 ページにあるように、株主・投資家の皆様への周知を徹底していくことが重要だと考えています。取引所のウェブサイトに加えて、証券会社にもご協力いただく形での周知や、日本経済新聞などにも今後も何回か広告を出す予定でして、こうしたメディアを使った周知も継続的に進めていければなと思っています。

#### 【渡邊部長】

それでは、こちらはふたつに分けてご意見を頂戴できればと思います。

まずは、1つ目の全体の方針や、2つ目の「資本コストや株価を意識した経営」の推進について、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】

今年のトピックと考え方を整理していただき、誠にありがとうございます。4ページに記載されたトピックの各項目は妥当であると思います。

まず、全体の方針および「資本コストや株価を意識した経営」について、コメントいたします。1点目として東証改革の全体感についてです。東証改革は3年目に入りますが、改革のモメンタムが維持・強化されていくよう、今後の改革の目玉となる施策や打ち出し方が重要であると考えます。市場関係者へのヒアリングを実施するとともに、海外の取組みにもアンテナを張り検討していくことが最大のポイントになると思います。

今回のコーポレートガバナンス・コード改訂は、企業と投資家の双方が注目しており、これを1つのドライバーとしていくことが肝要です。コーポレートガバナンス・コードと「資本コストや株価を意識した経営」とのつながりでは、「経営資源の成長投資への振り向け」があります。コーポレートガバナンス・コードと連動させて、目指すべきバランスシート、キャッシュ・アロケーション、事業ポートフォリオなどに関する企業の検討を加速させるべきです。

資料1でも申し上げましたとおり、いかに経営判断に際して有効活用してもらえるかという視点が極めて重要であると考えます。事業ポートフォリオの見直しなどは、苦渋の決断となるものが多いはずであり、こうした判断の拠り所になるものとして機能させていくことが重要です。また、企業と接する中で、十分に認識されていないと感じるポイントとして、コーポレートガバナンス・コードを実施するか、実施しない場合の理由の説明が企業行動規範の「遵守すべき事項」に定められ、違反した場合の措置があることを改めて周知していくことも必要だと思えます。

2点目はプライム市場についてです。事前説明の際にお伝えしたコメントを反映していただき、誠にありがとうございました。開示済みおよび未開示の企業の双方に対応していくことは極めて重要であると考えます。開示済み企業は9割を超えるものの、その中には従来の成長戦略の延長線上の取組みのみを形式的に開示する企業や、投資家の目線とギャップのある取組みを開示する企業も一定程度いるとみられます。そうした企業には、コーポレートガバナンス・コードとの連動に加え、投資家との対話や自社の株価の分析などを通じて、投資家の期待値を改めて考えてもらう必要があります。

一例として、日本共創プラットフォームのCEOである富山和彦氏は、企業をグローバル経済圏で活動する大手製造業などの「G型企业」と、国内のローカル経済圏で活動する「L型企业」とに分類し、「L型企业」の方が伸びしろがあることを指摘しています。投資家は、企業の成長の変化幅や変化の方向性・ベクトルなどに着目しますので、伸びしろの大きい未開示企業に対しても、しかるべき

対応を講じていくことが極めて重要だと考えます。

### 【三瓶メンバー】

まず、9ページ冒頭の5ポツで企業・投資家の双方において不満があるというところですが、これがまさしく、事例集の東亜建設工業のところの、投資家から寄せられる質問の変化に関する先程のコメントの裏返しだと思います。

先ほどご説明にあったとおり、ポジティブな変化が見られる企業は1,600社中50社ぐらいで、そういう意味では、ほとんどの企業ではまだこのような不満が出るような状況ですが、課題解決できる企業が増えてくると、この景色が様変わりするのだと思います。

ですから、そういうことをもっとメッセージとして発信していくべきだと思います。何のために株価や資本コストを意識するのか、結果的に投資家からの投資が増えて、成長投資をどんどんやれるようになっていくといったことを伝え、ある種のWin-Winの関係、ともにつくる共創を目指していくことが、目的として伝わっていくことが重要かと思います。

そういう意味では、この11ページにある要請の趣旨で、この要請の趣旨自体は何も変える必要はないと思うのですが、どこを目指していくのか、どういう良いことがあるのかを盛り込めれば良いと思います。

事例集で取り上げられている東亜建設工業と同じようなものを、IHIの統合報告書2025のCEOメッセージで見つけました。CEOが投資家と対話をしていく中で質問が変わってきており、将来についての質問が増えてきて対話が噛み合っていくといったことを書いています。そういう事例はまだ少ないかもしれませんが、ピックアップして伝えていくことが重要だと思います。

また、9ページの残り1割の未開示企業について、その一覧のページもありますが、状況はさまざまだと思います。例えば、なぜ非開示なのですかと聞いても、「要請なのでマストではない」という回答もきそうな気がします。

または、一覧の中のいくつかの企業は、ROEがとても高く、PBRも2桁いっているので、「もう十分に結果を出しているし、投資家からも評価されている。だから、自分たちがいかに企業価値を向上しようとしているかは理解されており、あえて別途説明する必要はない」という回答もあるのかもしれませんが。

そうだとすると、東証からこういった未開示の企業に対して理由をエクスプレインしてくださいと求めるのはあるかもしれません。もう結果を出していて、自分たちは市場に十分に理解されていると思っているのであればそのようにエクスプレインするかもしれないし、それでも未回答の企業は、東証がヒアリングしても未回答だったということで、「回答なし」として出すのはあり得

と思います。

おそらくROEもPBRも非常に高い会社については、投資家がエクспレインの内容を見てあらためてやる必要はないと理解されるかもしれないし、回答もしない会社は、ちょっとどうなのということが明らかになるのではないかと思います。

もう1点、これは今すぐではないのですが、11ページの要請の趣旨のところで議論していかななくてはいけないと思うのが、課題解決ができた企業は、自分たちにとって大事な、残さなくてはいけない強みは何かを特定して、そこに注力し、そうでないものはやめていくなど、自分たちの本当の強みは何かを突き止め直していくことによって改善しているケースが多いと思います。

言い方を換えると、自己創設のれんをちゃんと作っています。これは財務会計上計上してはいけなくて、バランスシートには載ってきませんが、そういった無形の資産を意図的、戦略的に形成することに重要性があり、それが株価評価に入ってくることについて、どこかでしっかり議論していかないといけないのかと思っており、それが様々な後押しがある成長投資の大事なゴールという効果だと思います。

バランスシートという言葉が載ると、会計上の財務諸表ということだけが頭の中に浮かぶと思うのですが、その外にある無形の資産も本来はイメージしていかなくてはいけないと思います。

その辺に膨らませるということなのですが、あまり短い文章で伝わるように書こうと思うと難しいので、いったんはそういった課題について議論をしてからでないと進まないかなと考えています。

### 【永見メンバー】

全体の方向性やアジェンダ設計には大きく違和感はありません。その前提で、6ページの2023年に作った論点整理は、非常に公益に資する良いステートメントだなと思っています。

ただ、企業経営者の目線からしても、作成した当時の状況と、そこから3年経った今では外部環境がかなり変わってきています。大きく二つあり、一つがインフレ、もう一つがAIです。

AIについては話し始めるとすごく長くなってしまうので、インフレについてですが、インフレの時代になってきている中では、リスクフリーレートも上がり、資本コストも当然上がっていきますので、それを上回る利益成長をしていかなければなりません。

資本コストの開示や企業に対する要請も、より資本コストを意識し、インフレ下における企業成長を意識するというトーンやニュアンスがすごく大事な時代

になってきていると思っています。

何か大きく方向性を変えてくださいという意味ではないのですが、トーンセッティングとして、企業に対する期待は少し変えていってもいいのではないかなと思っています。

また、グロース市場は、当然リスクフリーレートよりも高いプライム市場の成長をさらに上回る成長を目指さなくてはならず、その辺のトーンセッティングも変えていったほうがいいのではないかなと思っています。

取引所が全てカバーできる範囲ではないですが、インフレ化における現金の活用や上場企業におけるサービスのプライシング等につながって、経済に好循環を生み出すと思っていますので、取引所がより良い貢献をしていくという意味では、その辺のメッセージを取りこんでいただけるといいのではないかなと思っています。

#### 【翁メンバー】

コーポレートガバナンス・コードについては、12ページにある論点のほかに、1回目の会議では、コードの実質化も大きなテーマになっていました。形式でなく、実質的な意味でのコーポレートガバナンスの進化、が重要だと思っています。

実質といったときにいろいろな意味があると思うのですが、中長期の企業価値向上につながる結果を出すようにガバナンスが機能することが大事ということも、その意味することの一つだと思っています。

現在の東証の改革は、そのやり方を示せていると思っています、たとえば課題解決に向けた事例集で、キャピタル・アロケーションなどを工夫することによって稼ぐ力を付け、かつ市場の期待に応えることに成功した企業は、四象限の右上のほうにいつているのだと思います。

そういう具体例などを、ストーリーとしてしっかりと東証が示していけば、ショートターミズムの是正にもつながると思っているので、うまくリンクした考え方で進めていただけると良いのではと感じています。

資本コストと株価を意識した経営の要請は、大変重要なことを既に2023年の段階で言っています。持続的な成長を目指してほしいということは当初から要請していたことですし、言い続けていくことは大変重要だと思っています。

それから、プライム企業の未開示企業について、私も三瓶メンバーと同じような意見で、なぜ未開示なのかが分かるように、エクスプレインしてもらってもいいのではないかと思います。

中には業績の厳しい企業もありますが、PBRやROEといった指標が高い企業もあります。その理由を公表してもらってアプローチから始めていき、それにも対応しないところについてどう対処していくかを考えていくことが良いので

はないかと考えています。

#### 【小池メンバー】

全体的な枠組みには全く違和感はありません。

プライムの改革についてコメントしますと、全体で約9割以上が開示して、6割がアップデートしてきているということで、コーポレートアクションとしては量的に進捗していると評価しています。

一方で、我々が見ているプライム市場は二極化している印象を持っており、上位300社から400社程度で時価総額の約8割を占める結果になっていて、海外の投資家も日本への投資を考えると、この辺りの経営、情報開示の優れたトップティアの企業に投資することになっています。

1,600社のうちの300社が国際的な投資家の投資対象になっていることは良いことではあるのですが、逆に言いますと、1,300社がプライムでありながら投資対象としての魅力を示せていないことは、おそらくプライム市場改革の第2のステージではないかと考えます。

時価総額1,000億円以上でも未開示の企業が約30社程度あったと思うので、こういった企業に対して、三瓶メンバーもおっしゃるように、エクスプレインしてもらうことは大切だと思います。しかしながら、この30社に開示してもらうことよりも、1,300社の中に日本を代表する有望な企業があるはずで、これは投資対象としては宝の山ですので、この1,300社をどうやって改革していくか、企業としてどう変化していただくかが、日本の株式市場の懐の深さであり、海外のリスクマネーをどうやって呼び込めるかという点に関する重要なポイントだと思っています。そのため、次のステージのプライム改革は、これらの企業をターゲットに何をすべきかを議論していくほうが良いのではないかと考えています。

#### 【内田メンバー】

スタンダード市場の開示率を考えますと気になるところですが、この市場区別の時価総額の分布などを拝見しますと、グロースやスタンダードに偏ることなく、全般的に取り組むことに納得感があります。

以前、この会議でも申し上げたように、要請した当初は、還元策などは割と見直しがり易く、企業が考えてやろうと思えばできることから、先行しているように見えたものと思います。

ですが、要請から2年半経過して、いわゆる戦略の実行フェーズに入っているところで、各社中計のサイクルを2、3年ぐらいで回しているところが多いと思いますが、2年経過し、いよいよ過去開示してきた成果や実績がこれから出てく

る段階になります。

それがどういうことに結びついていったのか、実際に結果が伴ってくるため、これにあわせてPDCAサイクルを回して、ある程度必要な修正を行い、事業撤退などなかなか短期には決断しにくいことも、その時間軸を踏まえて決断していくステージになってきます。

ですので、単に開示率や開示したかしないかだけではなくて、その結果をうまくフィードバックしながら、次の手に経営サイクルがしっかり回っているかをしっかりモニタリングしつつ、投資家との対話の状況などを踏まえフォローすることが、全体の底上げに資するのではないかと思います。

戦略や資源配分が実行された結果を踏まえて、どういう対話を投資家としていくのか、こういった点をより加速させ、支えていくことが必要だと思いました。

### 【黒沼メンバー】

まず、全体の方針について、それぞれの市場改革を進めていくことが示されていますが、中でも時価総額の大きいプライム市場の改革に東証としては注力していく趣旨で書かれていると理解しており、そういう方針について賛成します。

コーポレートガバナンス・コードとの関係について、コードは企業価値の向上を一つの目的にしているわけですが、そのような企業価値の向上について一番利害を有していて、かつ上場会社に対しての働きかけをしていくツールを有しているのは東証だと思います。

ですので、東証として、ガバナンス・コードの改訂と歩調を合わせていくことは重要ですが、同時に独自に企業価値の向上に向けた施策を打ち出していくことも重要だと考えています。

「資本コストや株価を意識した経営」の推進については、これまで事例集を公表していますが、それよりももう少し広い範囲のポジティブな変化が見られる企業について、何らかハイライトして見える化していくのは、全体の取組みを推進する上で有用だと思います。

1割の未開示企業へのアプローチについて、特に良いアイデアは持っていなかったのですが、三瓶メンバーや翁メンバーが言われたように、エクスプレインとして未開示の理由の開示を求めていくのは非常に有用であり、大賛成です。

### 【松本メンバー】

全体の方向性はこれで良いと思います。

6ページの3年前の論点整理で、特に前半についてはとても的を射た内容だと思うのですが、この2番目、生産要素の交換云々をやっていくのを進めるようにしていきたいと思いますと書いてある点について、これは東証だけではできないこ

とだと思っています。

この主体は経済産業省ではないかと思うのですが、国全体としてこういう取組みをしていて、生産性を上げて株価も上げていこうとしている中で、この２番目の部分については政府側の検討や対応も必要になってくると思うので、よろしく願いますという点、オブザーバーとしてご臨席いただいている経済産業省の方に向けて申し上げておきます。

#### 【経済産業省】

オブザーバーではございますが、一言だけ述べさせていただきます。松本メンバーからお話いただきましたとおり、この２点目の「生産要素の交換や合従連衡によって生産性を高める」といった部分については、従来、このフォローアップ会議の中でもやり取りさせていただいています。

足元、経産省の中では新機軸部会、またそのもとにある価値創造小委員会でもこの内容について議論するとともに、今後、成長投資をいかに後押ししていくか、資本市場も含めて議論しているところですので、ぜひ引き続き足並みをそろえて議論を進められればと思っています。

#### 【渡邊部長】

ありがとうございました。

続いて、３つ目のグロース市場改革、４つ目のスタンダード市場の魅力向上に向けた検討、５つ目の上場維持基準の改善期間終了に関する投資家への周知等について、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】

簡単に１点だけ申し上げます。スタンダード市場およびグロース市場については、記載内容にあるとおりの進め方が考えられますが、個別の論点に議論が集中するとミクロの話に傾斜してしまい、日本経済の持続的な発展というマクロ的な目的を若干見失う懸念が生じるかもしれません。

先ほど来議論が出ておりますが、６ページにも書かれており、産業・社会における新陳代謝やイノベーションの推進、他社との生産要素の交換や合従連衡による生産性の向上を促進する枠組みづくりなどについても、経済産業省など政府側の検討や対応も踏まえつつ、大きな視点でしっかりと議論していくことが肝要だと考えます。

#### 【松本メンバー】

スタンダード市場については、時価総額・売買代金ともに全体の３％という



ことで、ここに対してどんなに力を入れて取り組んでも、マーケット全体が良くなることへの効果としては限定的である一方、上場企業であるので、これらの企業において、開示や少数株主保護上の問題が起きると、東証のクオリティコントロール全体に懸念や悪影響を及ぼすことになります。

そのため、多様な会社があることを所与と考えるべきだとおっしゃいましたが、まさにそのとおりで、その中でとにかく少数株主保護だけはしっかりやるということにフォーカスして、考えていくのがいいのではないかと考えます。

### 【小池メンバー】

我々もスタンダードについては相当議論していて、私自身も「何か明確なコンセプトを作ったほうがいいのではないか」というコメントも過去にしているのですが、先ほどご説明いただいたように、確立されたコンセプトの設計は難しい市場なのだろうなと考えています。

一方で、多種多様な企業が上場している市場の中で、優良な企業や、投資としての宝の山は非常に多い市場であると考えています。

ただ、銘柄発掘をするまで、情報入手するまでの手が回らないという事実もあるので、類型化したコンセプトをしっかりと打ち出していただいて、その類型化されたカテゴリー・課題に応じた開示をしっかりとしてもらうことが必要なのではないかと考えています。

その上で、企業においては、開示の徹底、もしくはスタンダードを選択した理由をあらためてしっかりと説明してもらうと同時に、松本メンバーがおっしゃった少数株主保護、ガバナンスの機能も担保していただくことも、当然、投資家としては求めたいと思います。場合によっては、この観点から上場基準の見直しも議論していくべきなのかなと考えています。

グロース市場に関しては資料のとおりでいいと思うのですが、特にお願いしたいのが、新しい指数（JPXスタートアップ急成長100）の使い方です。

この指数を使って、我々がファンドを設定するとすると、おそらく流動性の観点から500億円に満たないということで、現状ビジネスとしての可能性はそんなに大きくないと考えています。

一方で、構成銘柄となった100社の企業に対して積極的な情報発信やグロース市場を今後引っ張っていただく期待を大きくかけることにより、単なる指数の提供・公表にとどまらず、むしろグロース企業の意識改革や情報発信のツールとしての活用という使い方を前面に押し出していただけると、企業側の意識改革も促されると思いますし、将来的には投資対象として十分な流動性や時価総額を持てるのではないかと考えています。この指数の使い方は非常に大き

な鍵を握っているのではないかと考えています。

### 【永見メンバー】

スタンダード市場について、多様な企業がいる市場というのはコンセプトとして違和感がないという前提で、松本メンバーと同様に少数株主保護は大事と考えており、違う言葉で言うと流動性の担保だけは大事だと思っていて、ここだけは一定、モニタリングし続けることが重要だと思っています。買いたい人、売りたい人がきちんと少数株主として保護されている状態のためには、流動性が一番重要だと思いますので、そのモニタリングと流動性を上げるための施策にフォーカスしてもいいのではないかと考えています。

### 【黒沼メンバー】

グロース市場の取り組みについて、高い成長を目指した経営に取り組む企業の一覧化、見える化をスタートするというのは、大変良い取り組みではないかと思っています。申請ベースで、審査はせずに順次開示するやり方も、よろしいのではないかと感じました。

それから、スタンダード市場は、多様な企業が上場することが予想されるので、市場の特色付けはせずに、こういう企業でないとここにいられないという考え方はとらずに施策を進めていくことでよろしいかと思っています。

他方で、企業価値向上について積極的に取り組む企業と、そうでない企業など、取り組む姿勢から類型化して施策していくことは、市場の性格を決めつけるものではありませんので、これは両立するものだと思います。

質問ですが、28ページに検討のイメージとして、これは以前に取り上げられた資料が再掲されています。この中で、企業価値向上に取り組む意識があまりない企業についての今後のアプローチとして、「流動性（公開性）」の確保が挙げられています。

これは、今永見メンバーが指摘されたことが答えになっているのかもしれませんが、具体的にどういうことをするイメージなのか、何か補足的に説明いただけるとありがたいと思います。

### 【池田統括課長】

ありがとうございます。

具体的に何をするのかの前段階として、発想として書いている話ですので、具体的なところは今後検討と思っておりますが、いま永見メンバーがおっしゃっていたように、そもそも買えない、売れないという意味合いだと、流動性という切り口になります。

一方で、親会社やオーナーを有する企業では「資本コストや株価を意識した経営」の開示が進んでいないといった課題もありましたので、そちらは公開性という切り口になるかと思います。

こちらの資料は、どちらかといえば、1日の平均売買代金などを切り口とするというよりは、公開性、企業のオーナーシップの問題を切り口として考えるかという論点をお示ししたものです。

そのうえで、例えば、基準を設けるか、基準ではなくても何かお願いして促していくかなど、具体的なところは今後と考えております。

#### 【黒沼メンバー】

分かりました。

これからの議論だということだと思いますが、流動性については何か基準を設けることもあり得るということですか。公開性のほうは何らか開示という話につながってくるということでしょうか。

#### 【池田統括課長】

ご質問の、どういった切り口に対して、どういうアプローチをとるのかということも、これから検討と思っています。

#### 【黒沼メンバー】

分かりました。ありがとうございます。

#### 【三瓶メンバー】

まず、16ページ、3ポツのグロース市場上場のメリット創出についてですが、本来あるかたちを考えると、グロース市場に上場していると高いバリュエーションが得られるということがメリットになると考えられます。

もし卒業してプライム市場にいくと、プライムでのバリュエーションが頭の中にある投資家は、あまり高いバリュエーションはつけないけれど、グロース市場であれば、高いバリュエーションが狙えるということが、実際にあります。

今すぐということではないですが、上場維持基準の見直しなどがいったん収まり、われこそはと思ってグロース市場にとどまるような企業を中心となったところで、グロース市場には投資家もそういうつもりで投資するので、高いバリュエーションが認められるよねということをグロース市場に残ることのメリットとして発信をしていく、そういう土壌作りをしていくことが考えられます。

また、5ポツの「IPOの社数には拘らず」というところは非常に重要なメッセージであり、明確に伝えていく必要があるだろうと思います。

加えて、23ページに急成長100指数というのがあり、ここで成長性基準として売上高成長率20%以上という基準が示されています。

今までは高い成長を目指すという場合、どのくらいが「高い」といえるのかという質問に対する明確な答えがありませんでしたが、今回の基準が一つの目安として見られる可能性があると思います。東証として、そういった意味での目安として示しているものではないと思いますが、捉える側の目安にはなり得るというのが、一つ思うことです。

それと同時に、21、22ページのところで、我こそはという会社については東証が投資家に対する後押しとして、ホームページで一覧化して発信していきますよという施策も紹介されています。

そうすると、ここに載る会社の成長率を集計したときにどのくらいになるのだろうかということにも関心があります。急成長100指数の企業と比べて、どちらが高い、低いとか、ギャップがどのくらいかがだんだん見えてきたときに、またそこで考える必要があるのだろうなと思い、今ここで結論はないのですが、注視していきたいなと思っています。

25ページ、スタンダードのほうは、多様な企業の受入れをする市場だというのは、なかなか上手い表現だなという感じがします。今までコンセプトを明確にしようとして非常に苦労しましたし、明確化によりそうでない企業を排除することになる点も悩ましかったのですが、こういうコンセプトだと言うなら、それはそれでありだと思います。

ただ、松本メンバーもおっしゃっていたように、上場市場ですから、上場企業としての責任として企業価値向上を目指す、少数株主保護をきちんと果たすといったことは、最低ラインのコミットメントであり、ちゃんと進めなくてはいけないと思います。

そういう意味では、先ほど小池メンバーがおっしゃった、この市場を選択した理由はぜひとも明確に聞いてみたいと思います。また、新規に上場する場合も、株価や資本コストを意識することについてのコミットメントも確認した上で、承認することもありなのではないかなと思っています。以上です。

#### 【渡邊部長】

ありがとうございました。

続きまして、資料3の親子上場等に関する取組みの状況について、ご説明させていただきます。

#### 【山脇調査役】

資料3についてご説明させていただきます。

こちらは、別途開催しております従属上場会社に関する研究会での議論や取組みのご紹介でして、もし何かお気づきの点などございましたら、頂戴できればと思います。

はじめに、2ページが取組みの全体像です。

東証では、かねてより、親子上場について、親会社と少数株主の間の潜在的な利益相反構造を踏まえ、少数株主保護の観点から、上場制度の整備を段階的に進めてきました。

加えて、近年は、「資本コストや株価を意識した経営」の要請も踏まえ、親会社として、どのようにグループの全体最適を図っていくかという、グループ経営の観点からも親子上場の在り方に関する投資家の関心が高まっており、足元も双方の観点からのアプローチを行っています。

はじめに、グループ経営に関しては、2023年にあらためて、親子上場の形態を取る意義について、投資家の目線を踏まえ、企業価値向上や資本効率の観点からの、検討・説明をお願いしております。

一方で、企業の開示内容について、投資家側はまだまだ期待とのギャップがあるとの指摘も寄せられておりまして、今後も継続的に推進していくべき論点です。

あわせて、中段以降の少数株主保護の観点から、足もと、上場制度の追加的な整備について議論を始めております。

3ページ以降は、前提となるファクトのご紹介です。

4ページのとおり、上場子会社の数は、完全子会社化や他社への売却により、年々減少しており、足もとでは200社程度となっております。

一方で、5ページのとおり、親会社ではないものの、20%以上50%未満の大株主を有する上場会社は、上場後の資本提携などにより、1000社近くまで増えてきています。

保有比率が過半に満たない場合でも、取締役の派遣や、重要な決定の事前承認に関する契約の締結等で、相応の影響力が存在するあり、こうした支配的な関係の企業についても、グループ経営や少数株主保護の観点からの課題が投資家から指摘されています。

6ページは、上場子会社における独立社外取締役の選任状況ですが、前回の

コーポレートガバナンス・コード改訂後、過半数あるいは3分の1以上の選任が進んでいるところです。

続いて、7ページ以降がグループ経営等に関する開示の推進についてです。

8ページがこれまでの経緯ですが、冒頭にも申し上げたとおり、2023年12月に、親子上場の在り方について、あらためて企業価値向上や資本効率の観点からの検討・開示をお願いしています。

一方で、9ページのとおりに、企業側の開示内容としては、子会社上場の合理性について、子会社の従業員の士気向上や、取引先に対する信用力向上といった抽象的な説明に留まっているものが多く、投資家の期待とはギャップがある状況です。

昨年2月には、こうしたギャップをとりまとめ、上場会社に対して、あらためて投資家の目線として紹介しています。

また、ページ飛びまして11ページですが、昨年末には、企業の更なる検討の参考となるよう、ギャップに対応して、反対に、投資者から一定の評価を得ている事例なども紹介しています。

続いて、12ページ以降が、上場制度の見直しに向けた議論の状況です。

13ページが検討の方向性ですが、上段にありますとおり、

子会社の経営陣により少数株主を意識した経営を行ってもらい、それを監督する独立社外取締役の実効性・独立性を確保するということが大きなポイントとなっておりまして、下段の①～③のような論点があがっております。

一つ目が14ページ以降の取締役選任における少数株主の賛否割合等の分析・開示です。

15ページ、16ページが子会社の取締役の選任議案に関する少数株主の賛否割合の分布を示したのですが、少数株主の賛成割合が50%未満、あるいは、イギリスのガバナンスコードで相当数の反対とされているような賛成割合が80%未満の議案が、一定程度存在している状況です。

一方で、こうした形で、少数株主から懸念が示されていても、中々投資家との対話に繋がらない実態もあると認識しています。

こうしたことを踏まえ、１７ページのとおり、少数株主との対話・取組みに繋げていただく観点から、上場子会社の取締役の選任議案に関して、少数株主の賛否割合や、相当数の反対が投じられた場合には反対の理由について株主からどのようなフィードバックを得たか、それを踏まえて追加的な対応を行う必要性があるかなどについて、開示を求めることを検討しております。

また、１８ページのとおり、義務化の対象について、子会社以外の支配的な大株主を有する企業を対象とするかも論点になっておりまして、子会社に限らず、議決権行使比率を踏まえた際に、実質的に過半数を有している場合なども対象にすべきとの意見が出ているところです。

続いて、２０ページ以降が独立性基準の見直しについてです。

具体的には、２１ページ目ですが、東証の独立性基準において、親会社以外の大株主からの独立を求めるかが論点となっています。

現状、親会社未満の大株主の関係者は独立性が否定されておらず、下段表で主要株主の関係者が「要開示」となっているとおり、該当状況の説明を求めることとしています。

２２ページが、現在の選任状況ですが、主要株主の業務執行者を独立社外取締役に選任している会社は７０社程度と限定的になっています。

一方で、４０％強を保有している持分法適用関連会社の関係者を独立役員に指定して、投資家から懸念が示されるような事例も発生しているところです。

こうしたことを踏まえ、２３ページのとおり、独立性基準において、親会社以外の大株主からの独立性を求めることを検討しております。

また、その際の大株主の範囲についてですが、２５ページのとおり、機関投資家の議決権行使基準においては、既に、１０％以上株主の関係者の独立性を認めないことが実務上のスタンダードとなっておりますし、

２６ページのとおり、上場会社が独自に独立性基準を策定する場合についても１０％が主要な閾値となっている状況ですので、こうしたことも踏まえて、今後制度の具体的な議論を進めていく想定です。

最後に、ご参考までに28ページが、今後のスケジュールですが、今月下旬の従属上場会社の研究会において、具体的な見直し案の議論を行う予定となっております。

また、あわせて、昨年7月に実施した企業行動規範見直し後の非公開化の場面で公正性確保についてもフォローアップできればと思っておりますので、これらの議論の状況については、次回の当会議でも継続してご報告できればと思います。

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。

**【松本メンバー】**

独立性に関して、新しい視点かもしれないのですが、日本の場合には独立性基準というルールを作って、この類型の人は独立であると決まると、例えば、特別委員会を含め、あらゆる場面で、独立した者として扱われることもある実務になっていると思います。

一方で、アメリカなどでは、`conflict of interest`という概念は、日本の会社法上の特別利害関係より随分幅が広く、一つ一つの案件において`conflict of interest`があるかないかが判断されているとの認識です。例えば、独立社外取締役であっても、ある件に関しては`conflict of interest`があるので審議及び決議に参加しないといった運用がされています。

人材の問題などを考えると、あまり独立性を厳しくし過ぎると、グループ間で、一般的な経営の議論をするのに有効な人であるけれども、独立社外取締役に指定できないことがあります。

ただ一方で、ちゃんと`conflict of interest`をしっかり考えないと、少数株主保護が果たされないため、アメリカ的に、「独立」を、議題によって分けるような整理も検討すべきではないかと思います。

実際に起きていることとして、`conflict`と`interest`があると思われる独立社外取締役が審議や決議に参加しているケースも散見されるので、そういうことをちゃんと防ぐためにも、有用ではないかと思います。

**【渡邊部長】**

ありがとうございました。

それでは、これもちまして、本日の会合は終了させていただきます。



本日もまことにありがとうございました。次回もどうぞよろしくお願いいたします。