

## 市場区分の見直しに関するフォローアップ会議（第26回） 議事録

日時： 2026年2月18日（水）14時00分～16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26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、翁メンバーと永見メンバーがオンラインでのご出席となっております。

それでは、早速ですが、議事に入らせていただきたいと思います。まず、本日の議事について、ご説明いたします。

### 【池田統括課長】

本日もよろしくお願いたします。

本日は資料が6つございます。

資料1では、「資本コストや株価を意識した経営」や「グロース市場改革」について、前回いただいたご意見を踏まえ今後の取組みをまとめましたので、ご紹介できればと思います。こちらはご報告が中心となりますので、お気づきの点があればいただければと存じます。

資料2では、スタンダード市場における今後の対応について、前回のご意見も踏まえ、具体的な施策案を検討しましたので、ぜひ色々のご意見いただければと存じます。

また、資料3は、プロマーケットの今後の方向性についてです。こちらも具体的な方向性をお示しできればと思っておりますので、ご意見いただければと存じます。

資料4は、いつも使っております1枚紙をアップデートしてございます。こちらはご参考まででございますので、説明は割愛いたします。

資料5・6は、親子上場や非公開化について、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。こちらもお気づきの点がございましたら、ぜひコメントいただければと存じます。

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の資本コストや株価を意識した経営とグロース市場改革に関する今後の取組みについて、ご説明いたします。

#### 【門田課長】

それでは、資料1についてご説明します。

まず、前半は「資本コストや株価を意識した経営」についてです。

3ページと4ページで前回の議論をまとめており、詳細は割愛いたしますが、3ページでは、「全体の方針」や「開示済み企業へのアプローチ」についてのご意見を載せております。

4ページでは、「経営者への働きかけ」、「対話の実効性向上に向けた施策」、「開示していない企業へのアプローチ」などについてご意見を載せております。

これらの議論を踏まえ、5ページで今後の取組み案をまとめております。

大きく4点ございます。まず①ですが、要請から3年近くが経過し、プライム市場を中心に多くの企業で開示が進み、資本コストや資本効率に対する意識が徐々に高まってきたなかで、改革の次のフェーズとして、今後は「成長分野への投資」の加速により重点を置いてまいりたいと考えております。

足元で検討が進むガバナンス・コード改訂の時期にあわせて、経営資源の有効活用に関する投資家の期待といった検討材料を提供していくなど、コード改訂とも連動しながら、企業の取組みを後押ししてまいりたいと考えております。

②は企業のサポートを継続していくということで、まず、取組みの進展がみられる企業をよりハイライトしていくため、そうした企業や評価内容に関する投資家向けアンケートを実施することを考えております。

アンケートのイメージですが、投資家の期待している取組みを評価項目として定め、評価項目に基づいて進展がみられる企業を何社か選定し、回答してもらいます。

大企業ばかりが取り上げられないよう、市場区分・規模・業種などで区分したうえで集計し、回答が集まった企業を公表する想定です。

事例集ではハイライトできる企業が限られている中で、アンケート結果からより多くの企業にスポットを当て、企業のモチベーションとなるような仕組みづくりを目指してまいります。

加えて、アンケート結果や投資家ヒアリングを基に、アンケートとは別に事例集のアップデートを実施する予定です。

また、前回、多くご意見をいただいた経営者への働きかけですが、東証では、上場会社経営者に対して、東証社長からお話をさせていただくセミナーを継続的に開催しており、直近の2年間で全国で50回ほど開催し、900社以上の経営者の皆様にご参加いただいております。

セミナー参加後に新たに開示に至った企業など、効果も見られているところであり、今後も、昨年公表した事例集を活用したセミナーなど、経営者への働きかけを継続してまいります。

続いて③は、建設的な対話の促進に向けて、企業・投資家双方に互いの目線を共有していくということです。

1点目のとおり、企業向けアンケートを実施し、対話が取組みの進展に繋がるなど効果があった事例や、投資家への要望や期待などの「企業の皆様の声」を集め、その結果を活用しながら、企業・投資家双方により建設的な対話の推進を働きかけてまいりたいと考えております。

また、2点目のとおり、企業と投資家の目線合わせに繋げていくため、国内外の機関投資家へのインタビューを行い、機関投資家の投資判断の基準や投資先企業への期待などを紹介していきたいと考えております。

最後に④はプライム市場の残り1割の開示していない企業に対するアプローチです。

「資本コストや株価を意識した経営」の開示を強制することはございませんが、前回、多くのメンバーからのご意見があったとおり、企業の考えを開示していただくことが有用との観点から、開示していない理由や今後の方針について、投資家に向けた開示を求めてまいりたいと考えております。

「資本コストや株価を意識した経営」につきましては、以上でございます。

続いて、「グロース市場改革」についてです。

7ページで前回のご意見をまとめておりますが、高い成長の実現に向けた対応の働きかけ、グロース上場のメリット・サポート施策などについてコメントをいただきました。

それらを踏まえ、8ページで今後の取組み案を3点まとめております。

①は高い成長の実現に向けた働きかけのフォローアップです。

既に始めている取組みですが、各企業の成長可能性開示の定期更新に合わせ、昨年9月に公表した投資家の期待や働きかけ内容について個別に再周知を行い、それらを踏まえた検討を改めてお願いしています。

また、2点目は今後のフォローアップですが、働きかけへの対応の進捗について、今月から開設したグロース市場特設ページの掲載企業数をKPIとしてモニタリングし、今年の夏頃に、企業の取組み・開示状況や、それらに対する

投資家の評価を集めてフォローアップを行いたいと考えております。

②ですが、今後、グロース市場で高い成長を目指そうとされる企業をより一層後押ししていくため、改めて企業が抱える課題やニーズについて、経営者向けアンケート調査やヒアリングを行ってまいります。

これまでもアンケートやヒアリングで声を集めてまいりましたが、基準見直しや働きかけを進める中で、前向きに取り組む企業が増えてきているところですので、改めてそうした企業の皆様の声を解像度高く把握し、その後の検討に繋げていきたいという趣旨です。

また、③の積極的に取り組む企業のサポートについては、グロース企業向けセミナーや投資家との対話イベント、3月から始まる新指数のプロモーション、秋頃に事例集のアップデートも予定しています。

最後に、9ページは特設ページ開設後の状況です。

特設ページは、昨年9月の働きかけに依拠していることを前提に、情報発信を進めたい企業にご申請いただき、申請があった企業の成長可能性等の開示を一覧化したものです。

スタート時点では94社から申請がありましたが、申請は随時受け付けているところで、今後も継続的にモニタリングしてまいります。

また、開設後10日間のアクセス数は5,600件程度と、スタートとしてはまずまずかと考えておりますが、より多くの投資家にご活用いただけるよう、プロモーションしてまいります。

資料1の本編は以上ですが、別添資料として、3月から配信を開始する「JPIXスタートアップ急成長100指数」の概要をお付けしており、簡単にご紹介させていただきます。

2ページですが、本指数はスタートアップ企業への投資と成長の好循環を後押ししていくことを目指し、グロース上場企業と、そこから市場変更を行って一定期間内の企業を母集団として、売上高や時価総額の成長率で選定した100銘柄を対象とした指数です。

5ページでは構成銘柄の成長性に関するデータをまとめておりますが、「JPIXスタートアップ急成長100指数」の構成銘柄の売上高成長率などを見ると、プライム市場やグロース市場全体などと比べて、より高い成長率を実現している企業が集まっております。

また、6ページでは構成銘柄の時価総額の分布をお示ししておりますが、グロース市場全体や、既存のグロース市場250指数と比べて、時価総額の規模が大きくなっております。

7ページが業種の分布ですが、情報・通信業やサービス業などが多いなかで、バイオベンチャーや宇宙関係などのディープテック企業も一定数選定されております。

今後、グロース市場改革とも連動しながら、投資家・企業の皆様により意識していただけるような指数となるよう、プロモーションを進めてまいりたいと考えております。

資料1の説明は以上です。

#### 【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】

これまでの議論を今後の取組みという形で整理していただき、誠にありがとうございます。基本的に記載していただいた方向で進めていただければと思います。大和総研では、コーポレートガバナンス・コード改訂で話題となっている経営資源の投資等への有効活用について、上場企業と議論する機会が増えております。資料の5ページにある投資家の期待等の検討材料の提供は、上場企業の取組みをサポートする材料になると考えます。

細かい点になるかもしれませんが、上場企業との議論でよく出る論点を、簡単にお伝え申し上げます。

上場企業との議論では、保有すべき最低現預金の考え方や、目指すべきバランスシートに対する考え方の開示、人的資本投資の開示、還元重視から投資へ舵を切る際のコミュニケーションの方法、成長投資としてM&Aを位置付ける場合に投資家が気にするポイントなどが主な論点となっています。

もし可能であれば、企業側が気にするポイントについてもヒアリングを行い、投資家と企業双方の悩みや意見を踏まえた好事例をご提供いただければと考えます。

#### 【翁メンバー】

私も大きな方向については賛成ですが、いくつかコメントさせていただきたいと思います。

5ページの②の1つ目で、投資家向けのアンケートをするということで、これは賛成です。こちらで前向きに取り組む企業を見える化するのであれば、同時に③のほうで企業向けアンケートをするという提案がありますが、こちらでより優れた対話を心がけている投資家についても、見える化していったらどうかと思います。

前回の会合で投資家の方から意見が出ましたが、最近の東証のメッセージとしては、投資家の見方を紹介するという一方で、やや一方向的である印象もあります。投資家のほうにもいろいろ課題があると思われるので、企業から見た投資家のアンケートもしっかり行って、双方向での改善を促す方向で考えていってはどうかと思っています。

それから、「資本コストや株価を意識した経営」の推進について、進めていただきたいと思いますのですが、あくまでも東証としては、企業に対してそれを推進するための検討材料を提供するというスタンスをぜひ大事にいただきたいと思います。

コーポレートガバナンス・コードも、やはりプリンシプル化、実質化がエッセンスの一つとなっていて、東証のアンケートに依拠することも、例えば企業にとっても負担になりかねないこともあるかと思っておりますので、実質的に資本コストと株価を意識し、企業価値の向上に結び付く働きかけをするというスタンスを心がけていただきたいと思います。

それから、グロース市場について二つコメントしたいと思います。8ページの②で、グロース市場上場メリットの創出について課題を挙げて意見聴取するのは大変重要だと思いますが、東証の取組みでグロース市場の魅力を改善していくということだけではなく、継続的な資金供給の場にしていくためには、長期目線の投資家を呼び込む、ベンチャーキャピタルのエコシステムをつくり上げるなど、いろいろな課題が出てくるかと思っております。金融庁がやるべきこと、東証ができること、それから金融庁とともに取り組むべきことなども整理していただきたいと思います。

最後に、先ほどグロース市場特設ページのアクセス数は5,600件とお聞きし、スタートとしては大変順調なのではないかと思っておりますが、これからもこのアクセス数をしっかりフォローしていただきたいと思います。

以上でございます。

### 【三瓶メンバー】

私も、全体の方向性についてはこれでいいと思います。

その上で2点質問があります。まず5ページの①「成長分野への投資」のところ、「投資家の期待等の検討材料を提供」とありますが、このイメージはどのような感じですか。

### 【門田課長】

コーポレートガバナンス・コード改訂の議論の中でも経営資源の配分に向けた検証を求めていくといったところが議題に挙がっているところですが、ガバ

ナンス・コードの原則だけでは、実際に企業の皆様が具体的に何を求められているのか、少しイメージが湧きづらいところもあるかと考えられます。そういった観点から、先ほど熊谷メンバーからコメントいただいたような企業の皆様が気になるポイントに関して投資家の期待を取りまとめてご提供していただく、企業の皆様の検討をよりスムーズに進めていただくための材料を提供してまいりたいと思っています。

### 【三瓶メンバー】

ありがとうございます。分かりました。

もう1点は、この5ページの③の1点目の、「より建設的な対話の推進を働きかけ」というところです。建設的というのは、日本語で聞くと何となくフレンドリーな感じに捉える節があると思います。ただ、英語でコンストラクティブというのは、投資家の間で話すと、課題解決に取り組む、そして結果を出すという、やや厳しめというか緊張感があるものです。ですから、これはそういう風に伝わっているのかが気になるところです。伝わっている感じであればそれはいいですが、場合によってはそういうことを期待されていますということも、添えておいたほうがいいのかというのは思ったところです。

3点目は、先ほど翁メンバーがおっしゃっていたとおり、グロース市場特設ページで、アクセス数が10日で5,600件というのは、東証の他のこういった働きに比べて多い感じですか。

### 【池田統括課長】

比較的多いと思います。このフォローアップ会議の資料などはアクセス数が結構多いのですが、それと同じくらいになっています。

### 【三瓶メンバー】

そういう意味では、なかなか良いスタートなのだろうと思いますので、引き続きモニタリングしていただければと思います。

### 【黒沼メンバー】

私も、東証の取組み案について賛成ですが、1点だけコメントさせていただきたいと思います。

5ページの④の「開示していない企業に対して、説明を求めていく」ということで、理由や今後の方針の開示を求めるけれども、それは強制ではなくて要請ということですよ。これは、そもそも「資本コストや株価を意識した経営」の開示自体が要請だから、これも要請になるということだろうという意味

で理解できる場所ではありません。

しかし、我々がやっているのは、取り組んでもらうことは要請するけれども、その手段としての開示については強制するといいますか、ルール化するというやり方もあり得るところだと思います。

特に取り組んでいない企業に何か開示せよと言って、何もやっていませんと強制的に書かせるのは、あまり良くないことですが、やっていない企業については理由を書かせるというやり方もあり得たわけで、そのやり方をここで取らなかったのは、今までの要請という枠組みからは出ないということとして理解はしますが、少し残念なことだと感じました。

以上です。

### 【内田メンバー】

ご説明ありがとうございます。全体の取組みの方向について特に違和感ありませんし、賛成です。

5ページの、企業が前向きに取り組むための動機付けとして、アンケートをして上位企業を公表ということは良いと思いますが、コンテストのようなものは沢山存在していますので、単なるランキングリストにならない形で、趣旨を明確にした上で進めていただければと思います。

また、こうした投資家の声は色々な資料にも出てくるのですが、発行体側の情報は公表されて出ていく一方、アンケートに回答いただいた投資家の属性や規模、名称など、投資家の層はなかなか見えづらい場合が多くなっています。

IRなどを進めると段々とそれが見えてくるのですが、最初の段階では広い海の中に行くような状況です。スタンダードの対応が進んでいないことを踏まえても、不信感とまでは言わないですが、まだ一定の断層がある可能性があります。

ですので、今後の色々な取組みにおいても、投資家の顔が見えてくる仕組みにさせていただき、解像度を深められる取組みをしていただくと、相互の理解がさらに進み、対話も活性化していく、それにより、全体の流動性の向上にもつながっていく面もあるのかなと思います。

具体的にこれをすればということは難しいかもしれませんが、個々の施策の中で投資家の姿が発行体側からも見やすくしていただくことが非常に重要ではないかと思いました。

以上です。

### 【永見メンバー】

私も全般的に違和感ない前提で、8ページの②のアンケート調査とヒアリン

グは重要であると思っています。質問ですが、アンケートは全グロース上場企業に送られるのでしょうか。

コメントとしては、ヒアリングについて時価総額規模や上場からの経過年数別に、さまざまな会社に対するヒアリングをお願いできるとより多面的な意見も出てくるのではないかと考えており、お願いしたいと思っています。

以上です。

#### 【門田課長】

アンケートの対象は、グロースの全上場企業を念頭に置いております。その上で、ヒアリングについては、回答をいただいた企業の中から、より深掘りしていきたいところに個別にヒアリングしていく想定ですが、コメントいただいたとおり、できるだけ幅広い業種や規模の企業様からお話をお伺いできるよう留意いたします。

#### 【永見メンバー】

承知しました。アンケートの周知やリマインドは徹底してお願いしたいと思います。比較的グロースの企業は忘れがちな会社が多い気がするので、ぜひお願いします。以上です。

#### 【小池メンバー】

まず、ご説明と資料の取りまとめをありがとうございました。個々の取組みについては賛同します。企業の開示内容やエンゲージメントを通じて、この資本コストや株価を意識した企業経営が確実に浸透していることは機関投資家として非常に実感しています。

一方で、日本の株式市場全体が上がっていますので、例えばPBR1倍の解消が市場要因なのか、個別の取組み要因なのかは気になるところで、この辺りは検証も必要ではないかと感じています。

資本コストや株価を意識した企業経営は次なるステージへの移行が求められています。資本コストについては、さらに踏み込んだ考察が必要であり、資本コストを意識しただけでは企業価値や株価は上がらないので、意識した上でどのようなコーポレートアクションを行い、その結果、企業価値の向上がもたらされたのかなど、プラクティスを検証し、共有することが重要です。

現在、弊社ではCEOエンゲージメントという企画を行っており、私自身が投資先企業のCEOとエンゲージメント対談し、ホームページでそれを開示しています。

その中で、昨年4月に東証と中小型企業向けのセミナーで一緒に、株価

上昇に苦戦されているグロース市場とプライム市場の企業数社を招き、座談会形式で議論を行っています。近々にホームページにアップする予定ですので、またあらためてご紹介しますが、プライムの時価総額が決して高くない企業やPBRの問題に苦戦されている企業とお話する中で、この資本コストや株価を意識した企業経営がここまで浸透しているのかという、驚きと感銘を受けました。どの企業も相当に考えていると思うのですが、株価が上がらないということも当然悩んでいます。

これは1時間半から2時間の座談会でしたが、我々も機関投資家としてまだまだできていないことが多いのではないのか、もう少し努力しないとイケないのではないのかという反省を感じる機会となりました。

ここまでの議論は上場企業に色々な対応を求めていこうということですが、投資家側にもできることを要請していくことで、当然企業が開示をよくすれば株価が上がる可能性があり、機関投資家が参加できれば更によくなる可能性もあるわけで、まさにWin-Winの関係でこの市場を盛り上げていくことができると考えられます。

ここまでは機関投資家が、少し上から目線のようなスタンスでの議論が進められているので、今後は機関投資家においても具体的な対応策やアイデアについて、またどのようにしたら参加できるのかなど、議論を活発化させていくことは本当に必要だということを感じてきました。

私からは以上です。

#### 【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。

#### 【山脇調査役】

それでは、資料2「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。

2ページが前回の議論と今後の進め方についてです。

下段が方針として、スタンダード市場は、多様な受け入れを想定したマーケットというコンセプトですが、上場市場として、投資家保護にはフォーカスして取組みを進めていく必要があると考えております。

よって、矢張り1つ目のとおり、投資家保護の観点から、問題のある企業行動については厳格に対処していく想定です。

また、より広く、上場会社として、株主・投資家の目線を踏まえて取り組む

必要性をきちんと認識してもらえよう環境整備も進めていければと考えております。

加えて、資料1でもご説明しましたとおり、積極的に取り組む企業の見える化・サポートも継続していく想定です。

3ページ以降が、具体的な論点として、はじめに、投資家保護の観点から問題のある企業行動についてです。

1つ目が、4ページの上場適格性に懸念が生じる事業内容の大幅な変更についてです。

近年、上場後において、上場適格性に懸念が生じるような事業内容の大幅な変更を行う事例が発生しています。

具体的には、事例でお示ししておりますとおり、当初から変更後の事業内容であった場合、新規上場審査で求めている、企業の継続性・収益性や、ガバナンスの有効性などに適合しなかった懸念のある事例として、こうした銘柄をそのままにしておくことに関して、投資家保護の観点からは懸念があるところです。

続く5ページが対応の方向性についてです。

まず前提として、上場適格性に懸念が生じるような場合について、投資家保護を図っていくことは重要ですが、一方で、上場後に企業価値向上を目指して事業変更を行うこと自体は、当然のコーポレートアクションであり、こうした取組みを阻害するような過度な規制にはならないよう、十分注意する必要があると考えております。

そのうえで、現行制度においては、事業内容の大幅な変更について、会社法上、特別決議が求められるなど、既存株主の承認機会を確保しております。

一方で、海外においては、これに加えて、あらためて上場適格性を審査する制度を設けている取引所も存在しています。

上場適格性に懸念のある銘柄については、承認を行った既存の株主のみならず、新規に入ってくる投資家にも損害を与える可能性がありますので、一番下のとおり、過度の規制にならないよう十分留意しつつ、投資家保護を図っていくための追加的な方策について今後検討していく想定です。

6ページは、ご参考までに、先ほど申し上げた海外の取引所の事例として、アメリカのNYSEやオーストラリア証券取引所では、事業内容に重大な変更が行われた場合に、上場適格性を再審査できる制度を求めています。

続いて、7ページが2つ目の論点として、流通株式比率基準における問題です。

東証では、スタンダード市場に限らず、流通株式比率に関する基準を設けておりますが、直近において、問題となるような事例が発生しております。

具体的には、親会社等で70%近くを保有しているスタンダード市場の上場会社が、比率の基準に適合するために、親会社から上場株式を取得・消却しつつ、同じ数の議決権の種類株を非上場で発行した事例です。

これにより、親会社の議決権保有比率を下げることなく、上場株式の流通株式比率を向上させるといった極めてテクニカルな対応がなされています。

一方で、8ページのとおり、そもそも流通株式比率基準はガバナンスの基準の位置づけでして、安定株主以外の議決権保有比率を一定程度確保いただくことを目的としたものです。

今回の事例は、こうした基準の趣旨からは逸脱したものですので、今後、流通株式比率の計算方法について、上場株式のうち安定的な株主以外の保有比率がどのくらいかといった計算から、種類株も含めた議決権総数のうち、安定的な株主以外の保有比率がどのくらいかといった計算に見直しを行いたいと考えております。

また、9ページのとおり、今回取り上げた2つの論点以外にも、問題のある企業行動が明らかとなりましたら、随時対応していく想定です。

続いて、10ページ以降が、企業価値向上に取り組む必要性を認識してもらうための環境整備についてです。

この点、以前の会議では、投資家が入って来られるような流動性、あるいは、公開性の確保が重要との指摘もいただいていたところでした。

11ページ以降で、あらためてファクトを再掲しておりますが、現状、スタンダード市場については、プライム市場と比較して、流動性という観点での流通株式時価総額や売買代金が少ない銘柄が多くなっております。

また、12ページの公開性についても、左側のとおり、親会社や支配株主を有する企業が多いこともあり、右側のとおり、プライム市場と比べて、流通株式比率が低い銘柄も多くなっています。

また、13ページでは、こうした流動性・公開性と、資本コストの要請の開示率との関係をあらためてお示ししています。

流動性が小さい企業では、機関投資家が入りにくいことなどから、開示率が低い傾向にあります。

また、同水準の流動性の企業であっても、公開性が低い企業については、より開示率が低く、投資家の声が届きにくい構造にあることが伺えます。

こうしたファクトも踏まえ、14ページが対応の方向性です。

見ていただいたとおり、投資家の目線を意識して企業価値向上に取り組むための土台として、流動性や公開性が確保されることは重要であり、こうした基

準の引き上げを行うことが一つの方策としては考えられます。

一方で、スタンダード市場は、3つの市場区分におけるベースとなる市場区分であり、上場基準の引き上げは、東証市場全体の上場のハードルを引き上げることになることから、慎重な対応が必要と考えられます。

また、注記のとおり、現在の市場区分に関しましても、2022年再編前と比べれば相当程度引き上げられている状況です。

このように上場基準をすぐに引き上げることは実態としては難しいところもありますが、上場会社としての責任をきちんと認識していただくことは必要でございますので、まずは、流動性や公開性を意識してもらうための啓発や仕掛けについて今後検討していきたいと考えております。

15ページ以降は、ご参考までに、上場基準の一覧や、海外の取引所の基準との比較を載せているものでして、詳細は割愛させていただきます。

続いて、18ページ以降が、オーナー企業（ファミリー企業）に関する論点です。

流動性・公開性の低い企業の一つが、いわゆるオーナー企業の類型でして、こちらについても必要な取組みは進めていきたいと考えています。

19ページは、オーナー企業の数です。

現状、左側の表のとおり、スタンダード企業の半数は、いわゆるオーナー企業・ファミリー企業と呼ばれる企業でして、右側をみていただきますと、オーナーが支配株主となっている企業もプライム市場に比べて多い状況です。

20ページが、オーナー企業に関して国内外のロングの投資家から寄せられている声です。

まず、四角囲みの最初にありますとおり、オーナー企業という形態自体が悪いというわけではなく、強みもあるという指摘が寄せられています。

1つ目のとおり、パフォーマンスとしても他の企業と比較して悪いわけではなく、2つ目のとおり、オーナーが一定程度の株式を保有している分推進力もありますので、きちんと投資家の目線を理解すれば、企業価値を大きく向上させているような事例もあると指摘されています。

一方で、下段のとおり、まだまだそうした意識が希薄といった意見も多く寄せられておまして、1つ目のとおり、ファミリーの存続が重視される中で、成長に繋がるような挑戦が起きにくいといった指摘や、最後のとおり、依然として対話に応じないオーナー企業も多いとされています。

続いて、21ページですが、ガバナンスの問題として、経営陣の監督を行うべき社外取締役についても、オーナーの友人などが就任している事例が散見さ

れ、実効性に懸念があるとの声も寄せられています。

また、そもそもの上場会社と創業家の関係性が不透明との意見もありまして、例えば、創業家との人的関係や資本関係がどうなっているか、そもそも経営関与しているのかといった実態は、投資家にとっては重要な情報である一方で、制度的な開示は求められていない状況です。

続いて、22ページは、オーナー企業と投資家の目線が乖離しやすいポイントについてご参考までにお示ししたものでして、詳細は割愛させていただきます。

23ページはご参考までに、現状の開示制度についてお示ししています。

有価証券報告書において、関連当事者との取引の状況の開示が求められるほか、ガバナンス報告書においても、取引を行う際の少数株主保護の方針の開示が求められております。

一方で注記のとおり、取引関係の開示が中心ですので、その他の上場会社との関係や、経営関与の有無に関する開示は求められておりません。

24ページは、こちらもご参考までに、独立社外取締役の選任状況です。

スタンダード市場の支配株主を有する企業においても、社外取締役の3分の1以上の選任や特別委員会の設置を進める企業が7割に上っておりまして、形としては進展しているところです。

25ページは、対応の方向性です。

まず、1点目ですが、オーナー・創業家と上場会社の関係が不透明との意見もあることから、こうした関係性や、経営関与の有無について開示を求めていくことで、対話や、在り方の検討に繋げて頂くことが重要と考えております。

加えて、2点目にございますように、現在、従属上場子会社の研究会において、取締役の選任議案に関する少数株主の賛否割合の開示等を求めることを検討しております。

対象として、40%以上の大株主が存在する上場会社が想定されているところですが、この大株主については、オーナーなどの個人株主も含まれますので、こういった上場制度上の手当てをオーナー企業に関しても進めていければと思います。議論の詳細は、後ほどご紹介させていただきます。

最後に、26ページ以降が、積極的に取り組む企業の見える化・サポートについてです。

27ページが対応の方向性です。

はじめに、1つ目と2つ目のポチですが、スタンダード市場においても積極的に取り組む企業が見られ始めておりますので、資料1のとおり、こうした企業の見える化を進められればと思います。

また、3つ目のとおり、積極的に取り組む企業をより増やしていくことも重要と考えております。

上場会社に対しては、矢じりの一つめのおり、検討・実行のサポートとして、事例集の取りまとめや、機関投資家との対話会などをこれまでも実施しておりましたが、また、前回の会議でご指摘がありましたとおり、今後スタンダードにIPOする企業が増える可能性もある中で、矢じりの二つ目のようなIPO企業に向けた取組みも重要だと思っております。

具体的には、ページ飛びまして、31ページですが、上場審査における対応等を進めているところです。

例えば、資本コストや株価を意識した経営については、上場審査時の社長面談において上場後の取組みの方針を確認するほか、独立役員に対しても、経営者の意識や、準備状況に関する評価を確認しています。

昨年末には、こうした質問を行う旨をあらためて明示・周知しておりますので、これらを通じて、IPO直後からスムーズに取り組んでいただけるよう促していければと思います。

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】

包括的で分かりやすい資料を作成していただき誠にありがとうございます。私からは意見を4点申し上げます。

まず、投資家保護の観点から問題のある企業行動の①については、6ページにある米国やオーストラリアの例のように、上場適格性を再審査できる規制体制の整備は選択肢の1つです。既存事業と全く関係のない事業に大幅に変更した結果、上場適格性に疑義が生じる行為に対して、一定の抑止効果が期待できます。

一方で、5ページにあるように、M&Aや事業拡大・事業変更という経営判断に対する過度な制約とならないように細心の注意を払うべきです。経済環境の変化に対応して事業内容を変更することは自然なことで、「資本コストや株価を意識した経営」でも事業ポートフォリオの見直しなどの抜本的な取組みが望まれています。

投資家保護を図るための施策を検討するにあたり、開示を拡充することも考えられます。既に新たな事業の開始など、現行ルールでも一定程度適時開示は求められていると理解しておりますが、事業内容の大幅な変更に該当する場合に

は、新たな事業のビジネスモデル、リスク、投資家との対話計画など、投資判断に資する情報の更なる開示を求めることも考えられます。

問題に対しては厳格に対処すべきであるものの、過度な規制を行うと市場の活力を損なうことになりかねません。バランスを考えながら適切なルール作りと運用に取り組むことが求められます。

2点目は、企業価値向上に取り組む必要性を認識してもらうための環境整備の①についてです。14ページの対応の方向性で「流動性や公開性に関する上場基準の引き上げは将来的な検討課題」とされていますが、現時点で将来的な検討課題と位置付けるのはやや拙速な印象を受けます。市場関係者から施策の先送りと捉えられる可能性があるのではないのでしょうか。「流動性や公開性を意識してもらうための啓発」の具体的な施策に関する議論を進めてから結論付けても遅くはないのではないかと思います。啓発策の具体化を進め、様々な施策を評価期限を区切った上で実施し、もし状況の改善が見られなければ上場基準の引き上げを検討する、という一連の施策パッケージを構築することも検討に値すると思います。

また、前回の会議で紹介された2023年1月公表の「市場区分の見直しに関するフォローアップ会議の論点整理」にあった「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って生産性を高める」といった点などに寄与する議論も重要です。スタンダード市場の企業も上場基準の引き上げ等に関する議論に非常に注目しており、現時点であらゆる可能性を模索するスタンスを堅持することを通じてグローバルな市場関係者に対して改革に向けた本気度を示すことが肝要ではないかと考えます。

3点目は企業価値向上に取り組む必要性を認識してもらうための環境整備の②です。25ページの対応の方向性にあるとおり、創業家の経営への関与に関する開示を求めることは考えられます。また、投資家の声にあった独立社外取締役の実効性への懸念を踏まえると、創業家との関係を含めた独立社外取締役の独立性評価に関する情報も論点になり得ます。「少数株主の賛否割合・反対票を踏まえた対応等の開示の義務化」では保有割合40%以上の大株主が存在する企業が対象ですが、関係する親族、資産管理会社も大株主の範囲に含めることを検討してはいかがかと思えます。さらに、株主・投資家に対する意識が希薄との指摘もあるため、投資家との対話の意向を確認する仕組み作りも考えられ、投資家との目線の乖離を埋める方法を考えていければと思います。

最後に4点目は、「資本コストや株価を意識した経営」の開示をしていない企業への対応についてです。プライム市場で開示していない理由や今後の方針の開示を求めていくのであれば、スタンダード市場でも、同様の取組みを検討してはいかがかと思えます。スタンダード市場では開示割合が50%程度に留まっ

ているため、より詳細に、開示の意欲の有無、取組みの進捗状況、進捗が停滞している理由など、企業内の状況をより正確に把握できるような設問や回答案を設けることも考えられます。

中長期的な企業価値向上を図り、株価を上昇させ、不特定多数の信任を得ることは、上場企業として当然に取り組むべきことです。それらを促進する取組みの一環として、開示していない理由や今後の方針の開示を促すことは一考に値すると思います。

### 【三瓶メンバー】

資料のまとめとご説明ありがとうございました。二つ質問があり、三つコメントしたいと思います。

最初に、6ページの海外取引所の対応です。米国では、外国企業が米国の上場企業を買収し、米国の存続会社として米国市場に上場を続けるという、いわゆる裏口上場問題が問題視された時期があったと思います。

それは24年に導入されたNYSEの対応より随分前だったと思うのですが、関連性がよく分からないなと思いました。このNYSEの対応はそういった裏口上場に対する規制なのか、それとは別なのか、その辺を教えてくださいませんか。

### 【山脇調査役】

2024年7月に導入された制度については、上場企業を買収といった裏口上場を懸念したというよりは、ビジネスの本質が変わってしまうような、単独での変更も念頭においた規制と認識しています。

NYSEとしても、どのような企業が対象になるかを明確に基準として設けていませんが、制度改正の際には、例えば昨今のビットコイン・トレジャリー企業に転換するような事例についても念頭に置いているといったことは説明していると認識しています。

### 【三瓶メンバー】

他のメンバーからも指摘がありましたが、企業が大きく事業変更すること自体が悪いわけではないと思います。事業を大きく変えた例として最初に思い浮かぶのがフィンランドのNOKIAですよね。紙パから通信事業者になったので、事業は全く異なるものになりますが、それが悪いわけではなく、そのくらい思い切った変化もあるはあるだろうと思います。

ただ、そういうときに上場適格性を再審査するというプロセスはあっていいかと思います。再審査はそういった事業変更自体を止めるわけではなく、一応

それでいいのかを確認するだけなので、そういう仕組みがあってもいいのだろうと思いました。

次に、9ページの投資家保護の観点から問題のある事例が他にないのかというところです。7ページのような事例には非常に驚いていますが、これに派生して、こういったケースはあり得るのでしょうか。例えば、議決権を持つ非上場の種類株を発行して、その他の普通株などを含めて合計3分の2の与党株主を確保すれば、少数株主をスクイズアウトして容易に非公開化ができてしまうように思います。そういうことはあり得るのであれば、非上場の議決権のある種類株は非常に厄介かと思い、そう簡単に使われたら困ると思いました。

### 【山脇調査役】

今までにそういった事例はないかと思っています。東証の上場規則で申し上げますと、議決権が多い種類株式などについては少数株主保護の観点から制限しておりますが、会社法上の手続きが適切に取られている場合において、同じ数の議決権の種類株発行自体を特別に制限する制度にはなっておりません。(注：種類株式に限らず、議決権の大幅な希薄化を伴う第三者割当増資に関する規制は存在)

### 【三瓶メンバー】

場合によってはそういったケースも警戒する必要があるのかと思います。

コメントについて、1つめは14ページの中段についてです。スタンダード市場は、3つの市場区分の中でベースとなる市場区分とあります。ベースというと、上下関係の一番下みたいな響きがあり、そこから導き出されることとして慎重な対応が必要といったロジックでいいのかは少し疑問に思ったところです。前回の議論のように、多様な企業を受け入れる市場区分というコンセプトを踏まえると、あくまでも市場区分は並列であり、コンセプトだけが異なるという整理もできるのではないかと思います。

そして、16ページ、17ページを見ると、海外との比較で浮き彫りになったのは、真の上場の目的の違いなのではないでしょうか。海外では、当然のこととして、上場目的は成長や事業拡大のための資金調達であり、通貨としての株式であるので、おのずと流動性が高いほうが有利であると理解されているのだと思います。あまりとやかくそういうことについて規制をかけなくとも理解されていると。

これに対して日本では、上場目的がよく知名度や社会的信用というメリットを享受することだと言われています。そのようなメリットの獲得だけが上場目的ならば、流動性を高める必要はないし、むしろ低流動性のまま、口うるさい

機関投資家が保有しない状況のほうが、都合がいいかもしれないです。

このような意識のずれがあることをどうにかしなくてはいけないと思います。例えば、上場目的として、成長や事業拡大、市場からの高い評価を目指して、そのために流動性や公開性を意識すると宣誓してもらうということも考えられると思います。

宣誓しているのであれば、それを市場に明示するために定款に書き込むことも考えられます。強制はなかなかできないと思いますが、そういうことも考えられるとサジェストすることも考えられるかもしれないです。

市場関係者がそういった企業の対応をよく見ているとすると、この会社は宣誓もしないのかと株主が突っ込みを入れるかもしれません。宣誓したのであれば、定款に書きましよう、そういったプレッシャーをかけることも必要なことかもしれません。定款に記載すること自体に事業に対して支障はないのですから。

最後に、これは全市場に共通することですが、様々な場面で資本多数決が少数株主保護に優先する旨の発言が、主として企業側からなされるのですが、非常に問題であると思っています。投資金額で劣後しているのだから、多くの金額を投資しているほうに決定力があるという考え方のようなのですが、それは違うと思います。

現実的に物事を先に進めるために、議決は多数決で決める。だけれども、少数株主の意見を無視しているわけではないということが非常に重要だと思えます。相対的に少額であっても、投資していて株式を持っている、だから受け取る経済的利益の妥当性に疑義がある場合、あるいは不利だと主張する場合には、その意見を無視することは許されないと思えます。

こうしたことを明確にしておく必要があると思います。そうしないと、株主保護のためにこういう施策や規制を導入しますというときに、それはやり過ぎだという声が出ます。そのときの言い訳というか理由として、資本多数決なのだからしょうがないだろうということが出てくると、本質的な少数株主保護の意義が分かっていないのかなと思いますので、どこかでいったん整理しておく必要があるのではないかと思います。

#### 【翁メンバー】

ありがとうございます。2点コメントを申し上げます。一つは、上場後の事業内容の大幅変更についてです。事業内容の変更は成長企業にとって大変重要なことであるので、そのこと自体は皆さんがおっしゃるように、むしろチャレンジしていただきたいことです。

一方で、4ページでご紹介のあった上場適格性に懸念が生じる事業内容の大

幅な変更について、こういったことが続出してしまえば、投資家保護や市場の信頼性の観点から非常に大きな課題があると感じています。

こういうケースでは、事業内容が大きく変わるだけでなく、経営者や社外取締役も入れ替わることがほとんどかと思っています。ただし、他のメンバーの方もおっしゃったように、これに対して裁量的な再審査制度を導入することは、リスクもあり、恣意性を疑われ、そういった事業内容の変更自体が株価に影響し、成長企業の萎縮につながってしまう可能性があります。

どのように投資家保護と市場の信頼性を担保しつつ、恣意性を排した透明な要件を備えて対応していくかを考えるのが、大変重要なのではないかと思います。

あらためて上場適格性を審査する考え方もあると思います。必要に応じて、例えば自主規制法人が中心となってレビューできるようにする、情報開示を強化させるなど、様々な組合せを考えて、こういった事業内容の変更へのチャレンジと、投資家保護と市場の信頼性の確保を両立し得る検討を進めていただきたいと思っています。

2点目は、オーナー企業についてです。25ページのように、オーナー企業や創業家との関係の不透明性については開示を求めることでよいと思いますが、開示を求めることになれば、必ず取締役会でそういうことを議論することになると考えています。

恐らくこういった企業では、創業家との取引などが取締役会で報告されたり、議論されたりしていないのではないかと思います。ご指摘もあったように、特にこういった企業の独立社外取締役について、数だけでなく質を確保していく視点は非常に重要ではないかと思っています。

オーナー企業やファミリー企業の独立社外取締役向けには、少数株主や一般株主のためにどういう視点でモニターすべきかといったことを理解したうえで務めていただけるよう、例えば冊子をつくる、あるいはセミナーを開催するといった取組みを始めていただくことも大事ではないかと思っています。

### 【松本メンバー】

2点コメントします。一つ目は、今話に出たオーナー企業等についてです。アメリカでは、例えばオーナー上場企業はあまりないと思うのですが、いわゆるコントロールエンティティという、オーナー会社がある上場企業が一定数見られ、日本よりも全然多いかもしれないです。紹介されていた流動性や公開性の基準についても、日本よりかえって甘いというか、パーセンテージが小さかったと思います。

なぜそういうことができているかという点、翁メンバーがおっしゃったこと

とも重なるのですが、アメリカではフィデューシャリー・デューティーが徹底されているからです。社内取締役であれ社外取締役であれ、社内外問わず、大株主だけではなく少数株主も含めて、全ての株主の利益を考えなければいけないというレプロンルールの考えが、ボードにかなり徹底的に浸透しています。

ですので、そういうオーナー的な株主がいたり、あるいは流動性、公開性が日本よりも悪くても、ちゃんとそういう上場企業として体を成せるやり方でやっています。

東証がまとめてくださった資料で見ると、その観点が薄いと思われ、今まさに翁メンバーがそれを指摘されたと思います。経営者が少数株主を考えるとかではなく、ボードにおいて、特に社外を中心としたボードがちゃんと少数株主含め株主全体をしっかりと考えて行動をとるのが、アメリカ的なフィデューシャリー・デューティーです。

法律の問題にもかかわってくると思うので、東証だけの問題ではなく、日本ですぐには導入できないと思いますが、そういうフレーバーをもう少し東証が強く出し始めてもいいのではないかと思います。そういう仕組みをしっかりとつくるのは時間がかかることなので、発信をもっと強くしていったほうがいいのではないかと思います。

二つ目は、1番の投資家保護の観点から問題のある企業行動で、特に一つ目の①の例の話です。上場企業でなければ、会社としては特別決議をすることで全て問題は解決していると思うのですよね。定款変更して、また新しいことをやると。

ただ、上場企業の場合は、上場しているので、極めて小さい議決権を持った一般株主が入っているというのがある意味唯一の違いだと思われれます。それを踏まえ、特別決議を超えて何か追加でやる必要がありますかというのが論点だとすると、マジョリティ・オブ・マイノリティみたいな考え方が多分あっているのかなとは思いますが。

やはり審査というかたちでけん制をかけていくことには、企業活動や企業の自主的な判断を損なう、あるいは恣意的なのではないかなど、さまざまなリスクが生じると思うので、それよりは、マジョリティ・オブ・マイノリティ的なかたちで解決を図ることを検討するのが重要な道筋の一つではないかと考えます。

### 【神田メンバー】

2つ、3つ感想を申し上げたいと思います。

他のメンバーの方が既におっしゃったことと被る点もあるのですが、1-①の上場適格性に懸念が生じるような事業内容の大幅な変更は、私も4ページのメンバー限りの事例を見る限り、上場適格性の審査を仕組みとしては入れておいて、使えるようにしたほうがよいと思います。

確かに、あまり幅広く使うと、通常の事業変更を阻害する懸念が生じるのも分かるのですが、そこは、制度のつくり方で工夫できる場所だと思います。

とにかく制度がないと、必要な対応もできませんので、そういう意味では、上場適格性の審査という仕組みは入れる方向でご検討いただくのがいいと思います。

1—②流通株式比率基準における問題については、私もこういうことをやる会社があるのが信じられませんでした。当然議決権数をベースに変えるのが適切だと思いますので、この方向でのルール変更に賛成です。

もう1点が、2—②のオーナー企業の話です。2—①と2—②の関係を正しく理解していない可能性があるのですが、スタンダード市場にオーナー企業が相当あるということはファクトですし、それ自体は、別に悪いことではないと思います。

ですから、どうするかという話については、25ページの方でまずやると、それで足りないということであれば、従属研のほうの議論等も踏まえて、またこちらでも引き続き議論したらよいと思います。

2—①で私分からないのは、流動性や公開性の分布について、これはオーナー企業も含めての数値ですよね。ですから、オーナー企業を除いた企業について、こうした問題があるかを知りたいです。

オーナー企業であれば流動性、公開性は低くなるという相関があると思うのですが、そうでない企業についてこの事実があるとすると、何らかに対応しなくてよいかという問いはあると思います。そこは現状ですと分からないところですし、すぐに手を打つ必要は私も結論としてはないと思いますが、そうした観点もご検討いただければありがたいと思います。

以上です。

#### 【小池メンバー】

ありがとうございます。①上場適格性に懸念の生じる事業内容の大幅な変更については、再審査制度を盛り込むことで、方向感としては違和感はありません。一方で、再審査で上場廃止になってしまった場合は、株主の換金機会が相当制限されますので、何かしらのステップ、段階は盛り込んでおいたほうがよいのかなと思います。

また、日本の株式市場で、低PBRで悩んでいらっしゃる企業は、成長余地がない事業を有しているケースも多いため、事業の変更や、事業方針の切替えなどを通じて、成長を模索していただく必要があります。

制度をあまり厳しくしてしまうと、この辺りのフレキシビリティ、成長へ舵を切るアクションを阻害する懸念もあるので、この辺りのさじ加減が非常に難し

いと考えています。

また、スタンダード市場の在り方について、前回の会議で三瓶メンバーがおっしゃっていたように、スタンダードは多様性のある企業が上場している市場ということで、セグメンテーションが非常に重要だと思っています。この多様性に応じたセグメントをしっかりとつくり、セグメントに応じたインストラクションやアプローチを講じていくことが欠かせないと思います。

グループ企業はそのセグメンテーションの一つだと思っています。一方で、日本の長い証券市場史、株式市場史の中で家族経営、オーナーが事業を成長させてきた歴史も否定するものではないので、この辺りのカルチャー変革には相当時間がかかると思います。

スタンダードとひとくくりにするのではなく、セグメントの1つとしてのファミリー企業にしっかりとフォーカスして、マインドを変えていただく、意識を変えていただくアプローチを、時間をかけて取り組むことにより、変化を起こせるのではないかなと思っています。

#### 【黒沼メンバー】

私も、それぞれの論点について一つずつコメントしたいと思います。

まず、問題のある企業行動に対する対処①上場適格性に懸念が生じる事業内容の大幅な変更については、再審査の制度を設けるのが重要だと思います。

その際の再審査の内容としては、アメリカの例も参考に、変更後の事業に最初から従事していた場合に、上場適格性が認められるかという観点が適当だと思います。

また、②の流通株式比率基準への適合のために、同数の議決権を持つ非上場の種類株式を発行する事例については、これも対応の方向性に賛成です。そもそものガバナンスの基準としての、流通株式比率基準の趣旨から考えると、議決権をベースにすべきだと思います。

今回の事例に間に合わないことを懸念しておりましたが、基準自体は継続的に適用されていきますので、次の事業年度からは見直し後の計算で適用されるということで、その方向で進めていただければと思います。

それから、流動性、公開性の確保の観点は、ちょっと疑問に思うところがあります。公開性が低いということと、資本コストや株価を意識した経営の要請に対する開示率の間には、相関関係はあるけれども因果関係があるわけではないということです。

ですから、規制を意識する施策が何かとは具体的には書いていないのですが、公開性を意識してもらったところで、企業価値向上に取り組んでもらえるとは限らず、それであれば、直接に企業価値向上に取り組んでもらうよう別のやり方

で要請することのほうが効果的かもしれないと思います。

一方で、ファミリー企業、オーナー企業に対して一定の開示を求めていくことは、一般株主の利益を意識させることにつながる意味で、間接的な効果はあると思います。ただ、これも直接的な効果ではないので、これで十分では、神田メンバーが言われたように、少し心もとないところかなと感じました。

#### 【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】

今回の会議では、プロマーケットの今後の方向性を打ち出していければと考えております。

2ページでございますが、昨今、グロース市場の見直しなどを受けて、IPOの手前の部分におけるエコシステムには変化が見られております。

その結果として、非上場と一般市場の間に位置するプロマーケットの活用ニーズが高まっており、特にページ中ほどのチェック部分の3点目以降にありますように、資金調達のため、株主の入れ替わりのため、M&A相手を探すためといったニーズも見られるようになっております。

こうした背景を踏まえ、東証としては、プロマーケットを、非上場と一般市場の間における多様な活用ニーズを広く受け入れる場として運営していったらどうかと考えております。

その際、色々なニーズを有する会社が混在していると、それぞれどういう思いをもってプロマーケットにやってきたのかが分からないことから、なぜプロマーケットに上場するのか、どのように活用したいのかという上場目的を開示いただくことで、各社が関係者のサポートを得ながら各々のニーズを実現できるようにしていければと考えております。

なお、多様なニーズを受け入れるという発想ですので、必ずしも一般市場を目指すことが全てではなく、色々な使い方をしていただければとは思っておりますが、上場企業の中でも特に、一般市場に向けた助走の場として活用しようとする企業については、東証としても支援を進めてまいりたいと考えております。

なお、3ページには、非上場株式関連の政府・関係各所のお取組みを記載しております。

ページ右下のとおり、日本においては、非上場セカンダリ市場がまだ機能し

ていない状況にありますので、プロマーケットを一般市場の手前の流通市場としても活用いただければと考えております。

そして、4～5ページが施策の詳細でございまして、4ページにあるとおり、全てのプロマーケット上場企業を対象に、新規上場時に上場目的を開示いただいたうえで、上場後にその実現状況を定期的に評価・開示いただくことを想定しております。

また、5ページが、上場企業の支援のための施策でございまして、今後も継続的に何ができるかは検討していきたいと思っておりますが、現時点での案としてお示ししております。

ご説明は以上でございまして、よろしくお願いたします。

#### 【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】

ご説明ありがとうございました。意見を一点、申し上げます。資料の2ページにある今後の方向性案は、様々なニーズを広く受け入れることになっており、以前東証が提唱した「一般市場上場とその後の成長を目指す企業が集う市場」というコンセプトが不明確になる恐れがあります。上場というブランドのみを求める企業も上場できてしまい、結果として、新規上場企業の質が変わらない可能性があります。

新規上場時に上場目的の開示と、上場後にも実現状況を評価・開示を求めることは適切ですが、上場適格性を審査する段階で「一般市場上場とその後の成長を目指す企業が集う市場」というコンセプトを明確に示すことも検討してはいかがかと思っております。

#### 【三瓶メンバー】

資料の取りまとめ、ありがとうございます。特に4ページに書かれている、なぜ上場するのか、どのように活用したいのかという上場目的の開示、そしてそのフォローアップについては、可視化のための非常に良い仕組みだと思っております。

一点、資料の12ページを見ていると、TPM上場企業の売上高はきれいな右肩上がりとなっており、7年目には中央値ベースで2.06倍になっています。以前、グロース市場について議論した時にも似た図があり（第15回会議資料3）、それによれば、上場6～9年目のグロース上場企業の時価総額成長

率は中央値ベースで1.13倍となっています。売上高成長率と時価総額成長率は異なり、apple to appleで比べられないとは思いますが、TPM上場会社の方が成長に対してハングリーなのかなど、この差に関して東証の感触があれば教えてください。

#### 【磯貝調査役】

おっしゃっていただいたとおり、売上高と時価総額は異なりますし、TPMにおいては自主的に上場廃止を選択する企業も相対的に多く見られますので、生存者バイアスがかかっている可能性もあろうかとは思いますが。一方で、上場による効果をしっかり活用しながら成長していこうという思いをもってTPMに上場し、実際に成長に向けて事業等を進めていただいている会社があることも、確かに事実でございます。

#### 【三瓶メンバー】

計測している時期が異なるというのかもしれませんが、グロースが1.13倍に対して、TPMが2.06倍というのは衝撃的だったので、お伺いした次第です。

グロースではなくTPMに上場しようかなという企業も増えている感触で、そうだとするとグロースは大丈夫なのかという思いもあり、どういう意識の会社がTPMに来ているのか、グロースでの上場維持基準の見直しの影響はどうかなど、TPMとグロースの双方の状況を見比べながら、今まで議論してきた施策が良い方向に促せているのかを見ていく必要があると思いました。

#### 【松本メンバー】

(成長率の差について) グロースでは上場にあたり売上高を頑張っ作りに行くことの反動も影響しているかもしれません。

#### 【池田統括課長】

TPM上場企業は、もともとの規模が小さいため、比率は高くなりやすいことも影響しているかもしれません。

#### 【永見メンバー】

今の話について、売上高と時価総額を単純に比較するのはapple to appleではない気がしています。銘柄の中身を見ず、大企業のバリュー株をロング、新興のグロース株をショートするヘッジファンドも多いなかで、業績は堅調であってもマルチプルが下がっているグロース市場企業はたくさんい

ますので、見るのであれば同じ指標で見た方が良いと思います。

資料については、全体として違和感ありませんが、一般市場に上場を目指していくための予備市場だということをより強く言うのであれば、そして私は強く言った方が良いと思いますけれども、5ページが一番下に記載のある「一般市場への上場審査の効率化」という点について、TPM上場は一般市場上場に向けた予備審査に活用できるというブランディングをすると、TPMに上場しようという社数も結構増えていくのではないかというイメージを持っています。そのブランディングはぜひご検討いただければと思いますし、反対にそれくらいの施策を打ち出さないと、上場社数は増えないですし、意義があるマーケットにはならないと思っていますので、ぜひ大胆な施策を打ち出していただければと思います。ちなみに、取引所の市場運営の観点からも良いことが多いと思っており、一回TPMに上場いただいて、その実績を見て一般市場への本審査をした方が、一般市場に上場してすぐ下方修正するような企業を未然に防ぎやすくなるのではないかと思います。その意味では、グロース市場のクオリティを上げるという観点でも良い話ではないかと思っています。

もう一点、経過措置終了などにより、一般市場を上場廃止になったものの、やはりまた一般市場上場を目指したいという企業も当然に出てくるなかで、私としてはそうした会社にも間口を広げるべきではないかと思っていますが、東証のお考えをお伺いしたく思います。また、そういう会社も受け入れるということであれば、その旨のメッセージやブランディングも重要かと思っています。

1点目については未上場から上がっていく会社、2点目については一度上場廃止になってまた一般市場を目指す会社についてで、流れは異なるものの結果的に一般市場を目指す企業という点では一貫しており、一般市場に上場するための予備マーケットというブランディングが重要だと思っています。

#### 【議員調査役】

東証として、経過措置などを受けて一度プロマーケットにやってきて、その後やはり一般市場にいきたいという会社ももちろん受け入れてまいりたいと思っています。将来的に一般市場にいきたいという意味は、今般の上場目的の開示の中に書いていただくことも考えられようかと思っています。

#### 【神田メンバー】

感想めいた話ばかりで恐縮ですが、申し上げます。前提として、3ページに図がありますように、日本では現在、非上場企業に対しても証券市場からの資金供給を増やしていこうということで制度整備が進んでいます。そうしたなか

で、プロマーケットを一般市場に向けた助走の場として機能させていくことはもちろん大変良い話なのですが、その目的だけに限定はしないほうがいいと思っています。

といますのは、現在、スタートアップにおいては、出口がIPOに限るわけではなく、M&Aしてもらうことも急速に増えていますし、既上場会社から見れば、成長分野への投資としてスタートアップを買うということも急速に増えています。

その意味では、2ページにあるとおり、プロマーケットはいろいろな使い方をさせていただくことでいいと思っています。一般市場に向けた助走の場という使い方をしたい企業については、4ページに書いてあるような情報開示等でその旨を明確にさせていただいたうえで、5ページに書いてあるようなサポートをしていけばよく、一番下の一般市場上場の円滑化もぜひやっていただきたいと思います。しかし、その一方で、他社にM&Aしてもらうためにプロマーケットに上場しますという会社もあっていいと思いますので、2ページに挙げていただいた多様なニーズを広く受け入れる市場としていくという方針に、私は賛成します。

#### 【松本メンバー】

私も神田先生の意見に賛成で、いろいろなニーズを実現し得る場であり、特に日本においては非上場の株式の流通にいろいろな課題がある中で、TPMはそれを解決する一つの方法になり得ると考えますので、そのような使われ方も前提に考えていくのがいいのではないかと思います。

#### 【小池メンバー】

大きなストーリーには賛同するのですが、いくつかまだ自分として消化し切れていない部分もあります。

グロース市場になかなか機関投資家が参入できないという課題があるなかで、このTPMという文脈において、取引所の皆さんは機関投資家をどのように見ていますでしょうか。また、そもそもプロ向け市場の「プロ」というのは我々のような機関投資家を指しているのでしょうか。

というのも、我々として社内でもいろいろ議論はしているのですが、なかなか正直、現状のフレームワークだと、グロース市場以上に参入できないなと感じています。成長資金の供給者として、こうした市場の活用は大きな課題なので、必ず何かのかたちで貢献しなくてはいけないのですが、現状の枠組みの中では、我々が参加することはなかなか難しいというのが、今お伝えできることです。

その中で、なんとなくもやもやしているものがあり、まだ消化し切れない部分があるのですが、機関投資家に対する期待度という点についてはどうお考えでしょうか。

#### 【職員調査役】

おっしゃっていただいたとおり、グロースでもなかなか入りにくい中で、プロマーケットにはなおさらということだと思っています。

一方で、実態としてまだ数は多くありませんが、実は最近では、クロスオーバー投資家がこのプロマーケットに興味を持っていただいているところです。

非上場の株式が15%までファンドに組み入れられるようになりましたが、非上場の会社は、監査も受けていない、内部管理体制の状況も分からないのに対して、プロマーケット企業については、相対的に安心感がある銘柄として、上場銘柄ではあるのですが、非上場に準じた会社ということでクロスオーバーファンドに組み入れられないかという動きが少しずつ出始めつつあるという状況だと思っています。

全体としてまだこれからということだとは思いますが、そういった動きをとらまえて、ぜひ参入していただけるように、我々としてもクロスオーバー投資家等と上場会社との接点をつくっていくなどの取組みは行っていきたいと思っています。

また、ここでいう「プロ」投資家は、機関投資家の方々に加えて、個人の富裕層の方々も含めた概念だと思っています。何ができるかというのはありますが、そういった方々に入っていただくための取組みも、5ページに書かせていただいている話の中でやっていければと思っています。

#### 【小池メンバー】

ありがとうございます。クロスオーバーは、我々も取り組んでいるところではあるのですが、現状、市場でのセカンダリの流動性、換金の可能性がない中で、フィデューシャリー・デューティーをどこまで担保できるかという課題もありますので、その辺りもご考慮いただくと我々も積極的に取り組めるのかなと思っています。よろしく申し上げます。

#### 【渡邊部長】

ありがとうございました。

続きまして、資料5・6で、従属上場会社における少数株主保護の在り方等に関する研究会の議論の状況について、ご説明させていただきます。

## 【中村部員】

それでは、従属上場会社における少数株主保護の在り方等に関する研究会の議論の状況について、ご説明させていただきます。

まず、資料5の少数株主保護のための上場制度の見直しについてです。

論点2つございまして、1点目が、少数株主の賛否割合・反対票を踏まえた対応等の開示の義務化についてです。

3ページ・4ページは従属研での議論の状況になりますので、ご説明は割愛させていただきます。5ページが具体的な見直し案です。

はじめに、今回の見直しの背景・趣旨ですが、投資家からは、上場子会社の経営陣が、独立した上場会社として、少数株主の期待に応じて企業価値向上を果たしていく必要性を十分に認識していないという点に関して、多数の問題意識が寄せられています。

特に、支配的な株主を有する企業においては、当該株主が、実質的に取締役の選任権限を有することになりますが、決議が可決された場合であっても、少数株主から相当数の反対票という形で懸念が示された場合には、その懸念に配慮して、必要な対応を進めていくことが求められます。

そうしたことも踏まえまして、リード文にございますように、少数株主を抱える上場会社として、少数株主の懸念への適切な配慮を求める観点で、支配的な株主を有する企業を対象として、取締役選任議案に対する少数株主の賛否割合を義務付けることを検討しております。

具体的な見直しの内容は、資料に記載のとおりですが、40%以上の大株主を有する上場会社に対して、株主総会における取締役の選任議案についての少数株主の賛否割合や、50%超の反対票が投じられたと認める場合には、取締役会として少数株主の反対理由や原因の把握・理解のためにどのような対応を行うかなどについても開示を求めることを検討しております。

ページ飛びまして、続いて、10ページ以降が2点目の独立性基準の見直しについてです。

投資家からは経営陣の意識とあわせて、経営陣を監督する独立社外取締役の実効性・独立性向上を求める声も引き続き多く寄せられているところでございます。

そうしたことも踏まえまして、13ページ目のグレー色の部分が具体的な見直し案です。

昨今、親会社未満の大株主を有する企業の数も増えてきておりますが、親会社未満の主要株主であっても、議決権行使等を通じて一定の影響力を有する中

で、利益相反の懸念があることなどを踏まえ、赤色の独立性が認められない類型として、新たに、上場会社の主要株主、または、上場会社が主要株主である先の業務執行者に、現在・近年該当している方を追加することとしています。

また、14ページのとおり、東証では赤色の独立性を認めない類型に加え、独立性は否定されないものの、該当状況について開示いただく「要開示」の類型を設けておりました。今回、こちらに「政策保有関係」を追加し、該当状況について開示いただくことも想定しております。

最後に、18ページが見直しスケジュールです。

春ごろから、制度要綱の公表などの規則改正手続きに移る予定でして、そのうえで、実際の適用に関しましては、上場会社の取締役の選任への影響も配慮し、規則改正から半年程度の周知期間を確保したうえで、2026年12月期の定時株主総会から順次適用する想定です。

資料5については以上でございまして、続いて、資料6のMBO等の非公開化の場面での少数株主保護についてご説明します。

2ページは昨年7月に実施した企業行動規範の見直しの全体像の振り返りとして、規範の対象行為について、20%以上を保有するようなその他の関係会社による完全子会社化等についても、同様に利益相反の懸念があるとして、対象としたうえで、特別委員会から取得する意見の在り方の見直しや、株式価値算定に関する開示の拡充もあわせて行っています。

3ページが最近の状況についてです。

昨年開示されたMBOや支配株主等による完全子会社化は65件にのぼり、近年で最高水準となっています。

4ページ以降が見直し後の状況についてです。

まず、4ページが特別委員会の状況でして、全ての事案において、上場規則に基づき、社外取締役を中心に構成される特別委員会からの意見取得が行われています。

また、従前は、対象会社が公開買付けに賛同しつつ、価格上の懸念から、応募については推奨せず中立とする事案も見られていましたが、先般の見直しで、意見に際して、「価格の公正性」も判断要素となったことを踏まえ、意見表明後により高値での対抗提案が出された事案を除いて、特別委員会の「公正」意見を踏まえて、対象会社が公開買付けへの賛同・応募推奨をセットで行っています。

また、先般の見直しでは、特別委員会の実効性や透明性を確保する観点から、意見にあたり検討・開示すべき観点の明確化も行っておりまして、5ページは各観点を改めてお示ししています。

6ページのとおり、見直しを踏まえた開示の事例も出てきているところですが、詳細は割愛させていただきます。

また、7ページは株式価値算定に関する開示拡充についてです。

今回、財務予測や算定手法の前提となる考え方の部分について開示を拡充しておりまして、具体的には下線部分について、新たに開示を求めています。

8ページが、実際の開示例でして、詳細は割愛させていただきますが、株式価値算定に関する開示についても、内容の充実が見られています。

一方で、9ページが、公正性担保措置の実施状況になりまして、マジョリティ・オブ・マイノリティ条件の設定については、当初の買収者の保有割合が低い場合には設定する事例もあるものの、支配株主による完全子会社化など、買収者の保有割合が高い場合において、あえて設定している事例はみられない状況です。

また、積極的なマーケットチェックについても、MBOの一部事例では実施されておりませんが、見直し前と大きな変化は見られないところです。

10ページ、11ページは、ご参考までに規範見直し後の案件における買収プレミアムの分布や投資家から寄せられている意見をお示したものになりますので、ご説明は割愛させていただきます。

最後に12ページが今後の取組みです。

昨年7月の見直しにより、意見書や株式価値算定に関する開示内容は一定程度進展が見られる一方で、投資家からは、マジョリティ・オブ・マイノリティ条件の設定などの公正性担保措置の更なる推進を求める声が聞かれています。

今すぐに再びルールを見直すという話ではありませんが、前回の見直しを実効的なものにしていく観点から、まずは、特別委員会の構成員となる独立社外取締役に対して、こうした措置の実施に関する投資家の声を周知するなどの啓発を進めていければと考えております。

資料のご説明は以上になります。

#### 【渡邊部長】

少数株主保護に関しては、少数株主の賛否割合の開示等の上場制度の見直しを進めているのと、非公開化については昨年見直し後の状況についてフォローアップして、引き続き独立社外取締役向けの周知などに取り組んでいきますというところです。

こちらについてもご意見がありましたらいただければと思います。

#### 【松本メンバー】

最近、経済産業省で「公正な買収の在り方に関する研究会」が再開され、高い買収価格の提案がいいわけではないのだという方針を出されました。これはさっと読むと典型的なレブロンルールの反対側みたいな考え方で、ご説明いただいたような積極的なマーケット・チェックを求める投資家の声とは真逆の方向に、少なくとも投資家から見ると後退したように見えます。

経済産業省さんは、この点をどのように考えていらっしゃるのでしょうか。

#### 【経済産業省 河原産業資金課長】

ご指摘いただきありがとうございます。

この研究会は、産業組織課の担当になりますので、この場で私からご説明することが難しいのですが、いただいたご指摘を踏まえて、担当課と相談した上であらためてご説明させていただければと思います。

#### 【松本メンバー】

ありがとうございます。この部分は、これまで行われてきた公正M&A指針や買収行動指針、本フォローアップ会議や少数株主保護のあり方等に関する研究会で取り込まれてきた方向性とかなり違うことのように思います。

異なる意見が出ること自体は別にいいのですが、あまりにも唐突に、これまでの流れと違うことが出てきたので、たとえば、東証の担当の方々と経産省でお話しする、あるいは経産省の産業組織課の方にこの会議でご説明いただくなど、関係者で丁寧に議論する場を持ったほうがいいと思います。

#### 【神田メンバー】

ご指摘の点について、産業組織課のほうの「公正な買収の在り方に関する研究会」の座長を務めておりますので、少しご説明させていただければと思います。

報道のされ方が、普通に読むと松本メンバーがおっしゃるような印象を与えてしまったところがあるように思うのですが、発端は、2023年に産業組織課のほうで研究会の議論をベースに策定した「企業買収における行動指針」について、買収価格が全てであり、高い買収価格の提案であれば断れないという読み方がされて、それは必ずしもそうではないのではないかということ、各方面から指摘いただいたこととなります。

指針自体を変えるという趣旨ではなく、指針の趣旨が誤解されている部分に

ついて、改めて目的や解釈を整理するという事です。

スケジュールとしては、2月、3月に幅広く、アクティビストの方々なども含めてご意見をいただいて、それを基に、本当に誤解なのか、何が誤解なのか、指針をどう読んだらいいのかについて、どういう形になるかは分かりませんが、例えばQ & A等の形で考え方を示そうということで進んでいます。

ですので、松本メンバーがおっしゃられたような危惧はおそらく大丈夫だとは思いますが、必要があれば産業組織課の方にご説明いただく機会を設けることも検討していただければと思います。

#### 【松本メンバー】

ご説明ありがとうございます。少なくともアメリカの人からすると、いわゆるレプロンルールと真逆の考え方が出てきたように聞こえてしまう、そういう受け止められ方をする可能性が高いと思うので、その部分はよく考えられて、コミュニケーションされるのがいいのではないのかと思います。

#### 【経済産業省 河原産業資金課長】

ありがとうございます。担当課に伝えておくようにします。

#### 【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願いいたします。