

市場区分の見直しに関するフォローアップ会議（第27回） 議事録

日 時： 2026年4月7日（火）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27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】

本日もよろしく願いたします。

本日は資料が4つございます。

資料1は、「資本コストや株価を意識した経営」に関する4年目の取組みです。要請から3年が経過し、多くの企業で取組みが進む中で、そうした企業が、中長期目線の投資家の支持を得ながら、実効的な取組みを更に推進していただくためのポイントの周知や、開示していない企業へのアプローチなど、今後の対応について整理しております。本日はこちらを中心にご議論いただければと存じます。

資料2は、経過措置適用会社の状況です。3月期の企業では先月末で改善期間が終了したこともあり、最新の状況をご報告できればと存じます。

また、資料3は、TOKYO PRO Marketへの上場目的の開示のお願いについてです。TOKYO PRO Marketに対する多様なニーズが実現しやすくなるよう、上場企業の皆様に上場目的を開示していただき、その一覧化や周知を進めていく方針です。

資料2・3につきましては、お気づきの点がございましたら、コメント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枚紙のほうで、取組みの全体像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。

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」に関する4年目の取組みについて、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。

まず前半は足元の状況のアップデートです。

まず3ページが直近の開示状況です。

要請から3年が経過した中で、プライムでは開示が93%まで進み、アップデートを行う企業も71%と、多くの企業で株価や資本コストを意識した取組みが進展しており、今後はより取組みの実効性にフォーカスが当たるフェーズです。

一方のスタンダードは開示が51%という状況で、実効性の向上と併せて、開示していない約半数の企業に対するアプローチもあわせて検討が必要、というのが全体観です。

次に4ページでは、PBRとROEの分布状況をアップデートしておりますが、いずれも直近数年間で改善が見られております。

一方で5ページの国際比較でございますが、左側の直近20年間のROEの分布状況の比較、右側のPBRとROEのマッピングをご覧くださいますと、日本市場について諸外国と比べると依然として差が大きい状況です。

次に6ページは別の切り口からの国際比較で、こちらは三瓶メンバーが以前に作成されたPBRとROEのマッピングによる国際比較です。

左上の日本をご覧くださいますと、左下や右下あたりの、いわゆるバリューやインカムと呼ばれる企業群が多い一方で、右上のグロースや左上のアグレッシブ・グロースといわれる成長期待の高い企業群が、諸外国と比べると特に少ないといった傾向が見て取れます。

日本市場、日本企業の活性化といった観点からは、資本効率の意識に加えて、成長性が期待される企業をいかに増やしていくかといったところも重要なテーマとなっております。

そうした中での課題の一つが次の7ページでお示ししております、企業と投

資家の「経営資源の配分」に関する認識ギャップです。

この数年間で株主還元の充実など比較的取り組みやすい取組みを進めてきた企業が多い一方で、多くの投資家が重要な課題だと考える事業ポートフォリオや経営資源配分の見直し、最適なバランスシートの検討などの取組みは、まだ十分に進められていない企業も多い状況です。

また、自己資本や手元資金の水準に関する認識についても、企業と投資家の間で認識ギャップが見られております。

また8ページのアンケートは以前もご紹介したのですが、企業自身が考える課題として、社内の意識改革や浸透に加えて、中長期的な資本政策の策定をどう考えていくかといったあたりで悩まれている企業様も多く見られる状況です。

次の9ページですが、足元で検討が進むコーポレートガバナンス・コード改訂においても、2点目にあるように、経営資源の適切な配分の実現に向けて、成長投資を含めた検証や説明が求められるといったことが、改訂のポイントの一つになっております。

また、こうした経営資源の最適配分というのは、次の10ページに載せております、2023年3月に東証が行った「資本コストや株価を意識した経営」の要請の趣旨の中で、明確にお示ししております。

この3年間で、1点目にある資本コストや資本収益性を意識するといった点に関しては大きく進展が見られる一方で、今後は2点目に記載をしている持続的な成長の実現に向けた成長投資や事業ポートフォリオの見直しなど、経営資源の適切な配分を実現していくためのより具体的なアクションが重要なフェーズとなっております。

そうした中で、11ページですが、昨年12月に公表した事例集では、そのような経営資源の最適配分に向けて具体的な検討や分かりやすい開示をしている事例を取り上げてきたところです。

例えばこちらのスライドのTHKさんは、社長自身の言葉でROE10%超への到達を目指す旨を示した上で、その実現に向けた成長戦略を分かりやすく示すとともに、バランスシートマネジメント方針やキャピタル・アロケーションの方針についても合わせて具体的に示しており、投資家からも説得力があると評価されている取組みとなっております。

また次の12ページはRYODENさんの事例ですが、取締役会において取組みのどこに課題があるかというところをしっかりと議論し、その認識を投資家にも示しております。

その中で事業ポートフォリオ戦略に課題があるとして、右側のようにポートフォリオ変革に向けた成長投資の具体策や、そうした投資の結果としてどのような事業ポートフォリオを目指すのかといったポイントを具体的に示しており、成長の道筋や目指す姿がクリアに示されていることで、取組みの信頼度が高まるといった評価の声が寄せられております。

このような事例は全体としてはまだ多いとは言えない状況ですので、引き続きこうした事例をほかの企業の皆様にも紹介していきたいと考えております。

次の13ページは少し観点が変わりまして、開示を行っていないプライム企業の状況です。

数としては8%、121社となっております。

全体の傾向としては比較的PBRやROEが高い会社であったり、グロースからプライムに移ってきたような企業で、足元の収益性はよくなくても高い成長期待を寄せられているような企業も比較的多いところがございます。

13ページの右側には、そうした開示していない企業の声として典型的なものを示しておりますが、「単一事業かつ高収益の事業であるためあえて開示の必要性を感じていない」、「先行投資型のビジネスモデルで赤字が続くためまだ資本コストや収益性を意識するステージではない」、「事業環境がボラタイルなため数値目標は公表していない」、といったように、自社の現状を踏まえてあえて開示しないといった判断を行っているケースが比較的多くなっています。

一方で、次の14ページが開示をしていないスタンダード企業の状況でございますが、数としては50%、780社となっております。

こうした中には、これまでの会議でも取り上げておりますが、一般株主に対する意識が十分ではないと指摘されるような企業もいることが想定される一方で、我々がセミナーの機会などを通じてお話をする企業様では、取組みの検討自体は進めているものの、ノウハウやリソースの不足や社内の意識改革が進まないといったことで、開示までに時間がかかっているケースであったり、また検討中の取組みが投資家と目線の合っている内容となっているかわからず、開示に躊躇しているといった声も聞かれるところではあります。

以上が現状のアップデートで、この後のスライドがこうした現状、課題を踏まえた今後の対応です。

これまでご紹介のとおり、この3年間で取組みを進めている企業とそうでない企業で対応状況の差が広がってきており、今後はそうした対応状況に応じたアプローチが必要だと考えております。

まず16ページが取組みを進める企業へのアプローチです。

繰り返しですが、この3年間で資本コスト等への意識の部分は一定の進展があり、今後はさらなる取組みの進展に向けて、特に中長期の投資家との対話を深めていただきながら、成長投資や事業ポートフォリオの見直しなど「経営資源の最適配分」に向けた取組みを進めていただくことが重要というフェーズです。

そうした動きを後押しするため、4月中を目途に、中長期目線の投資家が重視するポイントを改めて整理し、企業の皆様に周知してまいりたいと考えております。

具体的なポイントは中ほどの4点で、中長期的な経営方針や資本の使い方をクリアに示していくこと、保有する資産について価値創出の観点で点検すること、またそれらについて取締役会レベルで議論・監督していくこと、を示しております。

これらのポイントは、これまでもポイント・事例集などで示してきた内容と重なる部分があったり、企業の皆様でも「すでに十分理解している」といったお声もあるかとは思いますが、企業の担当者の皆様からは、東証からのクリアなメッセージ発信があると、それを材料に例えば社内で経営者に働きかけるなど、取組みを進めるきっかけになるといった声も多くあるところで、そうした企業の皆様を後押しする観点から、今回改めて発信したいと考えております。

また、これらの内容は、あくまでも開示を行っていただくこと自体が目的ではなく、企業の皆様が中長期目線の投資家からの支持を獲得していただくために効果的な取組みを示したものです。

そうした取組みを進める結果として資本収益性が向上し、また成長の道筋に対する投資家の納得感が高まるにつれて、結果として投資家の関心が短期の観点、例えば株主還元を期待する声から、より長期の観点、例えば成長投資の成功を期待するといった方向へと変化する、すなわち自社に関心を持つ投資家の層がより中長期目線へと変わっていくといった効果が期待されると考えております。

また具体的な方針や取組みが充実していくことによって、それらをベースとして投資家との対話の質が向上するという点もあります。

例えば、より本質的な課題の指摘やフィードバックを得られることもあるかと思えますし、短期目線で株主還元を求めるような声があったとしても、開示

をベースとして建設的なコミュニケーションを行うことができるといったように、企業の皆様にも大きなメリットがあるところがございますので、こうした点をご理解いただきながら、開示のための開示ではなく、前向きかつ主体的に取り組んでいただければと考えております。

また、企業向けに取組みを促していくだけではなく、前回もお示しさせていただいたとおり、今後、企業向けのアンケートなどを通じて、企業から投資家の皆様への期待の声なども集め、投資家向けにも発信してまいりたいと考えております。

次の17ページでは、開示していない企業へのアプローチをまとめており、その中でターゲットを二つに分けております。

まずプライムで多い、あえて開示しないといった判断をしている企業については、無理に開示を求めるというものではなく、投資家に向けた参考情報ということで、なぜ開示しないのかという理由や会社に関する今後の方針などについて記載を促していくことによって、投資家の理解を得ていただくといったアプローチを考えております。

一方でターゲットの二つ目、スタンダードで多い、検討はしているのですがまだ一步踏み出せていない企業に対しては、昨年の課題解決の事例集でもご紹介したとおり、必ずしも最初から完璧な開示を目指すということではなく、まず現時点で考えている戦略や目標などについて投資家に示すという一步を踏み出していただき、その上でその開示をベースとして投資家との対話を積極的に進めながら、そこでのフィードバックを取り入れつつブラッシュアップしていくといったアプローチがより良いのではないかとこの点を、事例も紹介しながら働きかけてまいりたいと考えております。

またそうした企業に対して、セミナーであったり個社訪問、事例集の拡充などのサポートの取組みも進めてまいりたいと考えております。

以上が全体像で、この後のスライドでは、取組みを進める企業に向けて今後周知してまいりたいポイントのドラフトをご紹介します。

まず20ページが背景と趣旨です。

3・4点目が本資料の位置付けですが、取組みを進める企業に向けて、中長期の投資家の支持を得ていくために有効と考えられる取組みのポイントを取りまとめたもので、必ずしも一律の対応を求めるものではなく、自社の状況を踏まえて、取組みや開示のアップデートを検討する際に活用していただくことが期待されるとしております。

次の21ページは、対応のポイントと期待される効果について、先ほど申し上げたような内容を整理してお示ししております。その上で22ページ以降で各ポイントの解説を入れております。

事前にご説明しておりますが、途中で更新した箇所もございますので簡単に概要をご説明します。

まず22ページがポイント①の中長期的な経営方針についてです。

この後のスライドも同様ですが、企業の皆様からは、どのあたりに投資家と目線のズレがあるのか、指摘してもらえると検討しやすい声もあるところですので、まず投資家のコメント、考え方を入れたうえで、期待される取組みをまとめております。

ここでの投資家のコメントとしては、中長期的な戦略や目標、目指す事業ポートフォリオなどがクリアに示されていないと、個別施策が示されていても評価をしづらいといった指摘、また、経営資源の優先順位や経営トップの考えが伝わってこない場合には、中長期投資をためらう理由になるといった指摘もあるところです。

こうした声を踏まえ、期待される取組みとして、現状の課題を分析したうえで、中長期的な経営方針を整理し、どのような強みや優位性を活かして価値創出をしていくのか、それがなぜ可能なのか、また、経営資源をどのように配分し、どのような事業ポートフォリオの姿で実現していくのかといった点について、目標や課題認識とあわせて、クリアに示していくということです。

またそうした内容について、経営トップが自分の言葉で発信していくことも、投資家の確信を高めるため重要なポイントです。

次に23ページがポイント②、資本の使い方に関してです。

企業からは、投資家は短期目線で株主還元を期待している、という声も聞かれますが、中長期目線の投資家がまず重視しているのは、目先の還元ではなく、規律ある成長投資によって将来の稼ぐ力を高めていくことです。

一方で、期待されるのはあくまで「稼ぐ力の向上につながる成長投資」であって、余剰があるからといってむやみに経営方針と関係の薄い投資を行うくらいであれば、賃上げなどの人的資本への投資、これも成長投資の一部ではあるかと思いますがそうした人材への配分や、株主への還元に回した方がよい、という声もあります。

したがって、資本の配分に関して期待される取組みとしては、検討の順序が重要ということで、まずは、中長期的な価値創造の源泉を強化するための成長

投資を検討したうえで、手元資金の適正な水準も踏まえながら、余りがあれば機動的に株主還元を検討していく、ということでございます。

また、投資家との対話の質を高める観点からは、将来のキャッシュフローなども踏まえて、資本をどう配分していくのか、いわゆるキャピタル・アロケーションの方針を投資家へ分かりやすく示していることが期待されます。

次に24ページがポイント③、保有する資産の点検についてです。

まず、投資家がバランスシートを見る時には、企業価値の創出に向けて「持つべき資産を持っているのか」、「不要な資産を持っていないか」を重視しているということで、例えば現預金の水準や政策保有株などについて十分な検証が行われていない場合には評価ができないといった指摘や、現預金の水準だけではなく運転資本の圧縮といった観点も重要といった声があるところです。

さらにバリュエーションの観点では、バランスシート上の資産だけでなく、そこにあらわれない人的資本や知的財産など、無形資産の重要性も指摘されております。

そうした中で期待される取組みとしては、目指す姿の実現を確かなものにするために、保有する資産が将来の価値創出に向けて最適な状態になっているか、過剰な現預金の有無やその他資産の状況も含めて継続的に点検し、改善していくこと、あわせて、バランスシートに表れない無形資産についても、必要な資産の形成・維持・強化ができているかという観点で検証と投資を進めていくということです。

また、そうした点検・改善に向けた考え方や方針について、投資家に分かりやすく示すことも期待されます。

最後に25ページがポイント④ですが、実効性の確保、ガバナンスの観点で、これまで申し上げたポイントについて、取締役会が主体となり、継続的な検証・議論が期待されるということです。

また、実効性確保の観点からは、社内取締役がリードするだけでなく、社外取締役についても必要に応じて投資家との対話に関与しながら、株主・投資家視点での課題意識を取締役会の議論に反映するなど、積極的な関与が期待されます。

さらに、取締役会事務局の機能強化も重要なポイントであり、単に取締役会を円滑に運営するだけでなく、中長期的な経営方針や、足元の国際情勢を含む事業環境の変化を踏まえ、適切なアジェンダ設定を進めるとともに、社外取締役への適確な情報提供など、実質的な議論が可能となる環境整備が期待されます。

また投資家からの信頼獲得といった観点からは、取締役会における議論・監督の状況について投資家に示したうえで、そうした開示をベースとして積極的に対話を行いフィードバックを集め、継続的にブラッシュアップしていくといったサイクルを回していくことが期待されます。

以上がポイントの解説で、最後の26ページでは、これまで公表してきたポイントや事例集へのリンクなどを紹介しております。

また、27ページと28ページでは、事前説明の後に追加したスライドですが、各ポイントについて、より具体的なイメージを持っていただくため、これまで公表してきた事例集の中で、今回のポイントに関連した事例を改めて整理し、ご紹介しております。

こちらでは概要だけですが、26ページのリンク先では、実際の各社の開示を見ることができますので、企業の皆様には、そうした事例を参照していただきながら、ご検討を進めていただければと考えております。

以上が今回お示ししたいと考えているポイントの解説資料でございまして、本日の頂戴するコメントも踏まえ更新したうえで、4月中を目途として企業の皆様にご案内をしたいと思っております。

足元では、3月期の会社を中心に取組みや開示のアップデートに向けて検討を進める企業が多くいらっしゃいますが、その際の参考としてご活用いただくことを期待しております。

資料のご説明は以上でございまして、本日は全体を通して、今後の4年目に入る中での進め方や今後のメッセージ発信の内容などについて、コメントいただけますと幸いです。

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】

資料をまとめていただき、誠にありがとうございます。最初に、全体感を申し上げた上で、資料1の15ページ以降の「今後の対応」についてコメントいたします。

これまでの3年間、東証、上場企業、機関投資家がそれぞれ懸命に取り組んでこられたことと思います。その結果、開示率は向上し、PBRやROEにも

改善が見られます。また、「資本コストや株価を意識した経営」の開始以降、株価は大幅に水準を切り上げており、グローバルな市場関係者と意見交換を行っても、極めて大きな改革の成果が出ているものと考えます。

資料1の5ページ左図にあるように、国際比較を行うと日本の位置は依然として低位にあるものの、過去20年間と比較すると直近の値はこれまでにない高い水準にあります。海外市場にキャッチアップしていく環境が整ってきたと言えます。今後の改革のモメンタムを維持していく上で、海外市場に肩を並べていくという明確なメッセージを発出するタイミングが近づいてきたと思います。市場環境整備の観点から、海外市場の制度・慣行を徹底的に調査し、彼我の差を明確にして、現時点で達成できたことと、今後やるべきことを整理してはいかがかと考えます。

5ページ右図にある斜めの傾向線を上回り、日本よりも高い位置にある国の取組みがキャッチアップの対象になると思います。本会議でも頻繁に話題に上る市場の新陳代謝の促進、上場意義の浸透が海外市場ではどのように図られてきたのかが、重要な視点の1つになると考えられます。前回の会議でご発言があった米国的な信認義務も重要な視点の1つかもしれません。もちろん、あらゆるものを取り入れるわけではなく、日本の状況に即して取捨選択や調整を行うことも必要ですから、この会議ではこうした点などについても議論していければと思います。

次に、今後の対応ですが、16ページにある「取組みを進める企業へのアプローチ」について、事前打ち合わせでの意見を反映していただき、誠にありがとうございます。「対応のポイント（案）」は非常に良い内容ですので、幅広い企業に対して周知していただけたらと思います。

次に、17ページの「開示していない企業へのアプローチ」ですが、ターゲット②「開示に踏み出せていない企業」に開示の第一歩を踏み出してもらうのは非常に重要な取組みです。セミナー開催、個社訪問などを通じて活動を推進していくことはもちろん良い取組みであると思いますが、開示率をきめ細かくフォローしながら、状況に応じて実効性のある追加手段を講じることが肝要です。

最後に、18ページ以降の「対応のポイント（案）」の具体的な内容についてです。20ページ4ポツ目の「本資料でご紹介している『期待される取組み』は、企業の皆様に一律の対応を求める趣旨ではありません」という文言は対応しなくてもよいと受けとめる企業が出てくる可能性があるのではないかと感じました。主体的に取り組んでいただきたいという期待を明確にするためには、例えば、「本資料でご紹介している『期待される取組み』は、一律の対応を求める趣旨ではありませんが、各社の状況に応じて、主体的に検討・工夫を

進めていただくことが望ましい取組みとして整理しています」という文言などに修正してはいかがでしょうかと思います。

また、本資料を読む対象は企業のIR担当者、経営企画など実務を行う方々が想定されていますが、経営判断に資する内容も多いので経営者や取締役会などにもぜひ届けていただきたいと感じています。20ページの背景・趣旨に、この資料の対象者には経営者や取締役会なども含まれることを明記していただく、もしくは、資料の表紙に経営者や取締役会に向けたものだと明確に分かるような記載を入れていただけたらと考えます。

【永見メンバー】

全体資料の取りまとめありがとうございます。また、PBRが明確に改善してきて素晴らしいなと思っています。

資料のメッセージとしては、要はROEを意識しましょう、その前提としての資本効率や適切な資産配分、資本配分が重要という話だと思っていますが、アプローチは二つあるかなと思っています。

一つは、東証がずっとROE10%未満ではまずいとマーケットに発信し続けることは大事だと思っており、その裏づけとして、5ページのとおり諸外国よりROEが低いからであると発信し続けるのが重要であると思います。

二点目は、今リスクフリーレートが上がっているので、資本コストは上がっているという気づきを与えてあげるのが大事かなと思っています。

具体的には、資本コストも上がっていますよねという現状認識の共有から入り、続けて年に最低1回でもいいので、資本コスト、より具体的にはWACCについて、上場企業のボードとして議論したほうがいいという投げかけが大事であると思います。

その次に、ROEは資本コストを上回っていないといけないので、その資本コストを認識した上で、ROEがそれを上回っているかどうか、どれくらい差が出ていますかという話をするのが大事かなと思っています。また、事実認識と改善例など、具体的な議論の仕方などを東証が誘導することも大事であると思っております。

では、求められる数字は何パーセントなのかみたいな話でいうと、もちろん高ければ高いほど当然いいと思うのですが、一つ目の話のように10%いっていないとまずいよという話はセットであると思っています。ただ、6ページのようにAggressive Growthである企業群もいるので、ROEが短期的に下回っている会社を否定する話ではなく、そのときはエクスペインすることが必要だと思っています。

今は先行投資していて、長期のキャッシュフローの成長率を上げるための施

策をやっているのだという説明をともにすれば、ROEが資本コストよりも短期的に下回っていてもそれは問題ないと思っているというように、具体的なロジックとともに説明を誘導する資料の流れにしたほうが上場企業としてはより分かりやすいのではないかなと思いますし、また全体の底上げになるのではないかなと思い、ご検討いただければなと思っています。

【三瓶メンバー】

資料の取りまとめありがとうございます。先週金融庁でガバナンスコードの改訂の3回目の議論がありましたので、それを踏まえてコメントしたいと思います。

その前にまずは、13、14ページに開示していない企業の状況がありますが、ヒアリングしていただいて、どのような企業の声があるかを拾っていただいたので、非常によかったなと思います。

その中で特に目についたのが、プライム企業の声の二つ目の、先行投資型のビジネスモデルで赤字が続いているために今は開示を行っていないというのは、これは大きな認識ギャップがあるなと思います。いわゆるAggressive Growth投資スタイルの対象となるような先行投資時期だという会社こそ、赤字であっても悪いことではなく戦略的な赤字時期だと考えていると思うので、そういった考えを投資家に説明することが必要だと思います。

またそれらを投資家に説明した上で、この先行投資が成功すると数年後回収時期に入り、もとがとれるなどもちゃんと説明していただきたいことではないかなと思います。

14ページの5ポツ目にも赤字の話があります。こちらの赤字は少し違う理由だと思うのですが、このような赤字が続いてしまっている場合に、取組みの優先課題は何であるかを明確化して、どう認識しているのかを説明していただく必要があります。

もしかすると、今すぐにROE 8%やPBR 1倍なんていうのはとても無理だから、それらに到達できますという説明はできないから説明しませんと考えているかもしれませんが、ここにも大きな認識ギャップがあります。いきなりROE 8%やPBR 1倍を目指すというよりも、今の状況をどのように認識し、どう改善に向けて取り組もうとしているかを開示することが重要だと思うので、ここにも大きな認識ギャップがあるなと思います。ですので、現状認識と改善策についての開示も重要かと思います。

今回の大事なポイントとしては、16ページ、21ページ、23ページ辺りだと思います。先ほど申し上げたCGコードの改訂との関係によると、文言をできるだけ、同じような内容を記載している場合には合わせていただくと、皆

さんに同じ文脈というか、ガバナンスコードの解釈指針の部分と東証が言っていることが一致しているのだな、同じ話なのだなというのが分かりやすいと思います。

例えばCGコードの原則4-1には、いわゆるキャピタル・アロケーションの話などが出ていると思うのですが、その中で自社の成長フェーズを考慮するという表現があります。また、CGコードの改訂について（案）という文書の中でも、「経営資源の配分に当たっては、自社の資本収益性、資本コストとともに自社の成長フェーズや機会コスト等の様々な要素も考慮した上で」と書いてあり、成長フェーズという言葉が今回入ってきているのは、非常に私は嬉しいと思っています。

先ほど紹介していただいた6ページの図も、成長フェーズが違う企業があり、成長フェーズごとにどのようなことが求められるとか、どのような投資家が関心を持ってくるのかということで、自社の成長フェーズをちゃんと把握した上でプランを立てていくことがとても重要なので、このフレーズをどこかに入れていただくといいなと思います。

フレーズを入れる場合、16ページと21ページの①か②が考えられますが、この①か②は大変よく簡潔に言っているので、あまり余計なものを入れると2行になって格好悪いなと思います。

あえてここの16、21ページで入れないとすると、キャピタル・アロケーション関係のところに関連するので、23ページの期待される取組みの「資本配分（キャピタル・アロケーション）の検討にあたっては」の後に、CGコードの文言にもある「自社の資本収益性、資本コストとともに自社の成長フェーズを考慮した上で」と入れていただくと、非常にCGコードとの親和性というか、つながりが分かってきます。

CGコードで今回原則が限定されて、解釈指針で説明しているわけですが、この中で具体的な取組みを考えていく際に、東証からガイドがあるなどとなってくると分かりやすいのではないかなと思った次第です。

さらに、この成長フェーズを考慮するという部分は、経産省の産業構造審議会・価値創造経営小委員会でもうすぐ報告書が出てくると思います。報告書には成長フェーズがどう違うと何を優先するのかが違ってくるとすることも書かれるはずなので、そこともさらにつながってきます。

各社が自社の状況を踏まえてどう考えるかは、様々な文書からより具体例が出てきて分かりやすくなるのではないかなと、そういうつながりになる重要な部分だと思うので、考えていただけたら幸いです。

【小池メンバー】

資料の取りまとめ等大変ありがとうございました。この数年間の様々な議論が株式市場に実際に表れているので、非常に大変意義のあることだなと資料を見ながら思っており、ファーストステージは終わったのかなと思っています。

先ほど三瓶メンバーからも出たように、13ページの開示していないプライム企業の状況で、社内で興味深い議論がありましたのでご紹介します。

例えば、単一事業、かつ高収益であるために開示の必要性は高くないと考えている企業がありますが、このような企業がしっかりエクスプレインをしていると、弊社のマネージャーやエンゲージメントの担当者からは、これはこれで受け入れないといけないのかなという声もあります。

一方で、単一事業で高収益であるがゆえに、単一事業が減速してきたときにその予兆が読み取れないのは、フィデューシャリー・デューティー上責任が持てないため、このような企業ともエンゲージメントするべきであり、機関投資家の中でも企業に対する様々な意見が出てきており、意識が高まってきているのかなというのはあらためて感じたところです。

ここからセカンドステージということであれば、ここまでのファーストステージでは、開示ができていない企業とできていない企業、開示の必要性を理解している企業と理解できていない企業といったように、二極化が起きているのかなと感じています。

われわれの取組みは、開示ができていない企業、理解している企業に対しては取組みの改善を促すことができているのですが、できていない企業に対してはどうしても届いていない、リーチできていないのは否定できないのかなと思っています。

そういう意味では、どのようにしてこのできていない企業をできるようにしていくか、してもらおうかということをもう1度真剣に考えていくステージがきているのかなと思っています。

例えばプライム企業の上位300社で時価総額7割、8割を占めてくる状態は、海外の投資家から見ても、投資対象が決まってきてしまう、機関投資家が戦略をつくるにしても、アクティブのストラテジーが比較的限定されてきてしまうという課題もこれから出てくると思います。

株式市場の深みをより深くしていく意味では、できていない企業の改善をしっかりと促していくことが株式市場、資本市場、いわゆる資産運用立国においては必要になってくるのかなと考えています。

18ページ以降の①から④までの対応のポイントは、まさに企業が実効的な取組みを推進するためのフレームワークどおりだと思っていますし、これをしっかりと進めていくということです。

しかし、これらのポイントができていない、理解できない企業がまだ比較的

多いかもしれないので、これらのポイントをもう少し平易なかたちで届けて、理解にとどまらず、企業に取り組んでもらうための取組みがおそらくセカンドステージで必要になってきます。それがうまくいくと、日本の株式市場の深みがより増してくるのではないかなと感じたところです。

【神田メンバー】

資料は大変結構かと思ひまして、今後の対応についても、16ページおよびそれ以降も非常に良いと思ひます。また、そのいくつかのポイントの中でも、ガバナンスの観点から取締役会でもっと議論してくださいというのは、今の取締役会の機能強化という、ガバナンスコードを含めた議論の方向性とも一致していると思ひます。

そのうえでということで、感想を3点申し上げたいと思ひます。これまで申し上げたことと若干重複するかとは思ひますが、お許しいただければと思ひます。

1点目は、今日の資料にもあることで、事業ポートフォリオの見直しをする際に、資本収益性という話と成長性という話は、トレードオフの関係であります。それが意外と理解されていない企業さんがあるように私は感じます。

ROEが高くてもPBRが低い会社は当然あるわけですし、前からいわれてきたこととはいえ、その両者の関係はトレードオフにあって、複数の事業ポートフォリオをやっておられる会社の場合で事業ポートフォリオの見直しや組換えを考える際には、それが非常に基本的な視点だというのが1点目です。

2点目は、先ほど永見メンバーがおっしゃったことと関係するのですが、日本企業の場合は資本コストの計算が過小評価になる傾向があるという指摘があります。色々な原因があると思うのですが、そもそも日本企業の資本コストの計算は、開示資料等を見ますと、CAPMに基づいて計算していますと書いてあることが多いです。

単純なCAPMに基づいて計算した資本コストは、やはり日本企業の場合においては過少になるという指摘がされていまして、この辺はもう少し東証が情報発信して、企業が判断する上で参考にさせていただけるようにしても良いかと思ひます。

3点目は、成長投資をする際の話で、先ほど手元資金というお話があり、確かに現預金や政策保有株は大きいとは思ひますが、マクロの統計上は、前にも申し上げたことですが、統計の言葉でいえば、その他資産が圧倒的に多いです。現預金や政策保有株より圧倒的に多いです。その他資産は何なのかは私もよく分からないのですが、バランスシートでいえば、不採算部門の有形資産ということになると思ひます。

そういう意味では、成長投資なり、今日ここで提言されていることを取締役会で議論していただく上では、やはり既存事業のうち、不採算部門という表現は良くないかもしれませんが、バランスシート上占めている資産について、その組替えをやっていく必要があるということが大きな課題だと思います。その視点はぜひ、もちろん企業にもよるわけですが、持っていただきたいと感じます。

私からは以上です。ありがとうございました。

【黒沼メンバー】

今回、さまざまな資料を取りまとめていただいた上で、企業向けに示すポイント案を提示していただきました。まず企業と投資家の認識ギャップについては、事業ポートフォリオや経営資源配分の見直しについてのギャップ、期待と現状認識のギャップが存在するのは、今回の資料でもよく表れていたと思います。

また、開示していない企業の状況についても調べていただきありがとうございました。開示していないプライム企業の声について、先ほど他のメンバーからもご指摘がありましたように、むしろ開示が要請されるような理由が挙げられているのはそのとおりですが、他方で開示の必要性が高くないと思われる企業もあるところですので、開示していない企業について、その理由を開示するよう求めていくやり方が良いのではないかと思います。

開示していないスタンダード企業の状況については、やはり実際に対策がとれていないことから開示がなされていないということだと思います。

私が一番疑問に思いましたのは、こういった企業の社外取締役に、自分たちの企業が開示していない企業と分類されているという情報が伝わっているのかという点です。それが伝わっていれば、社外取締役としては開示してもらいたいと思うでしょうし、そういう働きかけも強くなるのではないかと思います。対応策として個社訪問という策もありましたが、個社訪問は大変ですので、それ以前に社外取締役にこの情報がうまく伝わるような仕組みがあれば良いと思いました。

それから、更なる進展を目指す企業向けに示すポイント案について、詳しい取りまとめをしていただきありがとうございます。4つのポイントを示すということで、これも皆様言われているように当然のことですが、どういう風に浸透させていくかが重要だと思っています。

これもご発言がありましたように、機関投資家のコメントとそれを踏まえた期待される取組みを示すということですが、ここまでいくと企業にとっては具体的に何をしたらいいのかは分かるけれども、対応が難しいということもある

かと思えます。また、理解が難しいという面もあるかと思えますので、東証からできるだけきめ細かく対応をご説明していただいて、対応を促すというやり方をとっていただくことが重要なのではないかと思いました。

【内田メンバー】

ご説明と資料ありがとうございます。

皆さんおっしゃるとおり、大きな成果や効果も得られているのではないかと思います。ROEなどはかなり上昇してきたわりに、国際比較するとまだ伸びる余地があることを示唆する資料だと思います。

その中で、株主資本比率について、伝統的に日本企業は財務運営を非常に保守的にやってきているというのが私の認識です。一番のリスクとして、流動性のリスクを捉えて財務運営をしているところが多い一方で、レバレッジの水準が透けて見ると、レバレッジを効かせてROEを上げるという発想で受け止めてしまう虞もありますので、このプロジェクトの趣旨としてはそうではなく、そもそも本業のROAを向上させていかななくてはいけないというところを、外さずにやっていただきたいなと思えます。

また蛇足ながら、自己資本という言葉について、株主資本という言い方をするほうが良いと思っています。発行体として社内で自己資本という言葉を使わないようにしてきたこともありました。

手元流動性や株主資本比率は、財務レバレッジ上の話に関係してくるところで、単に巨額の現預金を保有しているように見えるところもありますが、財務運営上の話との兼ね合いで議論されることが望ましいと思えます。

それから、対応のポイント④の取締役会レベルの議論に関して、昨今注目されているのが取締役会事務局で、実効性の観点からも非常に重要な役割を占めていると思います。ここに直接東証から働きかけるわけにはいかないと思うのですが、どう各社で構えているのか、IRセッションだけにとどまらず、投資家との対話で得られた内容をどう取締役会の議論に反映するのか、それから正式な取締役会の場合ではなくても、社外取締役単独ではやや限界もあり、リソースの活用などもなかなか動きづらいところも実態としてはありますので、執行との関係を円滑に進めて実効性を高めるためにも、事務局の役割が大きいと思います。ここにぜひ着目しながら今後の運動展開の方法を図っていくのがよろしいのではないかと思いました。

【翁メンバー】

多くのメンバーからご指摘があったように、色々なデータが改善しており、

この4年間の成果が分かるようになってきていると思います。もちろんそこでさらなる課題も明らかになっていて、小池メンバーがおっしゃったように、第2ステージということだと私も感じています。

今回出されたポイントは、大変重要なポイントで、私としては賛成したいと思っています。いくつかコメントしたいと思っています。

先ほどのご説明で、10ページの2点目が、これからの大きな課題になっているというご説明がありました。資本コストや資本収益性を意識した経営に移ってきている企業も多いものの、この2点目が不十分なのではないかというご指摘は非常に分かりやすく、こういったことを対話していく上での参考資料として、今回出されたポイントは優れているのではないかと思います。中長期目線での投資家を得ていく上でも、ここが非常に重要なのだということを、メッセージとして出していただくと良いと感じています。

それから、20ページの、一律の対応を求める趣旨ではないという点に関しては、熊谷メンバーがおっしゃったように、「各社の自社の状況を踏まえ」などの言葉を補っても良いとは思っているのですが、一律の対応を求めるものではないというのは結構大事なメッセージかと思っています。

というのも、コーポレートガバナンス・コードの改訂が予定されていますが、コードの補充原則が解釈指針に変化することで、マニュアルとして使ったり画一的な対応をしたりするのではなく、各社が自社の状況を踏まえた多様なやり方をしっかりと考えていくことが大事だというメッセージを、成長の重要性とともに出しているということだと思っています。

東証はコードの設定主体でもあるので、今回の資料を解釈指針の解釈指針をさらに制定したと受け止められないようにすることは、結構大事だと感じています。その意味で、各社の状況を踏まえて一律の対応を求めるものではないというのは大事なメッセージなのかなと感じています。

それから、23ページの中長期目線の機関投資家のコメントの2つ目で、将来の稼ぐ力の向上につながる成長投資が大事だということで、「中長期の経営方針とは関係の薄い成長投資を行うくらいであれば、人的資本への投資に回してもらおうほうがよい」と記載されています。多くの中長期目線の投資家は人的資本投資を重視しており、中長期で何が大事だと思いますかというアンケート調査を見ると、人的資本の投資が上位に出てくるため、これは代表的な意見ではないのではないかと感じました。記載ぶりを検討していただければと思います。

それから、24ページについて、修正の依頼ではないのですが、現預金が過剰かどうかについては、対話において、適正な水準の現預金を持っているということを企業がしっかりと説明できることが大事だと思っており、そういうメ

ッセージも伝わると良いのではないかと考えています。

もちろん現預金以外の資産についても同じことですが、開示というよりも、丁寧な説明ということで、現預金が適正水準であることを説明できることが大事かなと考えています。

最後に、先ほど黒沼メンバーがおっしゃったとおり、社外取締役は株主を中心とするステークホルダーの代表として取締役会に参加しているわけで、もしこういった開示をしていない場合はそのことをしっかり知っておく必要があり、投資家の立場に立って取締役会で議論していただく必要があるわけですから、そういうことも考えていただくのは大事なことではないかなと思えました。

以上です。

【松本メンバー】

資料の内容は大変素晴らしいと思います。どのインベストメントバンクよりも、コンサルよりも良い資料ではないかと私は思っています。本当にありがとうございます。2つコメントと、1つ質問があります。

1つは、これは本当に素晴らしい内容で、この内容を誰に伝えるかということで、事務サイドだけではなく、先ほど熊谷メンバーが経営者やボードとおっしゃったのですが、それよりもさらに広く、投資家や、メディアを通して幅広い資本市場の関係者に読んでもらったほうが良いと思います。題名や発表の仕方、どのように広めていくかについて、ぜひなるべく広く、行政の方も含めてしっかり読んでいただけるようにしていただければと思います。

もう1つのコメントは、誰に伝えるかに関係しますが、資料の「中長期目線の機関投資家のコメント」にはとても良いコメントが多く、先ほど翁メンバーがおっしゃった23ページの人的資本の部分は少し違うかなとは思いましたが、一般にとっても良いコメントで、全ての投資家がこのように言っているとは限らないと思うので、投資家にもぜひ読んでもらった方が良いと思います。これは東証の仕事ではないのかもしれないですが、これだけの発行体が色々な開示を行い、アップデートしている環境がある一方で、当然機関投資家側でも同じような問題があり、かなりの差があると思います。その部分について今後もっと良くなっていくといいと思います。

最後に、質問とコメントが混ざっていて、大変良い内容だとは思いますが、少数株主の保護については一切触れられていません。これは資本コストや株価を意識した経営ということで、ど真ん中には入らないとは思いますが、例えば社外取締役に読んでもらいたいという黒沼メンバーや翁メンバーからのご発言もありました。株主構成により、そもそも社外取締役がこのようなこと

に興味を持っていないという状況も考えられるし、あるいは資本コストや株価を意識した経営をしても、最終的に少数株主の利益を考えない行動に出ると、画竜点睛を欠くというか、全てが台無しになってしまうというの也被考えられます。

また、コーポレートガバナンス・コードの改訂など色々なほかのことも同時に進んでいる中で、東証として一番、東証だから押さえるべきこととして、少数株主の利益の保護は重要だと思います。資本コストや株価を意識した経営のメインストリームではないのかもしれないですが、全くそこに対するメンションがないのはどうかなと思います、そこに配慮があっても良いかと思ったというコメントと、それは別扱いなのではないでしょうかという質問です。

以上です。

【門田課長】

これまでご報告してきたとおり、少数株主保護についての議論は別枠でしてきたところですが、ご指摘のとおり、中長期的な企業価値向上といったゴールに対しては、当然ながら関連するところだと思います。

ご指摘を踏まえ、例えば参考資料として、最近の少数株主保護に関する取組みや、これまでいろいろと出してきた資料をあわせて紹介していくかたちで、紐づけなども検討したいと思います。

【熊谷メンバー】

20ページの「企業の皆様に一律の対応を求める趣旨ではありません」に関して、強い意見ではありませんが、様々なグラデーションがありうると思います。例えば、赤字で書かれている部分を赤字にしないこともあるかもしれないですし、小さな字で注釈に書くなど、様々なグラデーションが考えられます。現時点で本会議ではコンセンサスがとれていないかもしれませんが、この部分が独り歩きするとよろしくないと思われます。ただ、最終的には事務局にご判断はお任せ申し上げます。

【三瓶メンバー】

先ほど永見メンバーや神田メンバーが触れた資本コストの件で、東証で何か整理ができたなら良いかもしれないと思ったことを申し上げます。

先ほど永見メンバーが、リスクフリーレートが上がってきているから資本コストが上がっていると発言され、私も企業からどのくらい修正したら良いか相談されることがあるのですが、どちらかというと、そもそも株主資本コストが大体8%といったときに、リスクフリーレートが非常に低い状態が反映されて

いなかったのです。リスクフリーレートの異常に低い状態を反映していれば8%などにはならないけれど、市場としては8%ぐらいを求めるということだったので、リスクフリーレートがだんだん上がってきていることは事実ですが、その感応度は現在そこまで高くないのです。リスクフリーレートがどんどん上がってくると、もっと考えなければいけないという状況があるとは思いません。

また、資本コストを非常に気にして頑張っている会社ほど、変な方向に陥っていることがあります。本業がかなりボラタイルであるなかで、 β 値を下げようとして事業を多角化する例がありますが、多角化はそもそも事業ポートフォリオの見直しという方向性にも沿わないし、コングロマリットになるとまたディスカウントされてしまいます。

ポートフォリオマネジメントをしている投資家からすると、 β 値が低い会社はあまり保有したくありません。ポートフォリオの β が下がってしまうので、上昇相場でプラスの α を取り難いという矛盾もあります。ですからあまり細かく厳密にCAPMをよりどころにし過ぎると、変なところに陥ってしまうという現象がちらほら見えるので、その辺をご注意いただけるよう、何か別途考えても良いのかなと思います。

広く投資家にヒアリングしてみて、このような現象があるがどう思うかと聞くのも良いかもしれませんし、変な方向にだんだん傾いていかないようにしておいたほうが良いだろうと思います。

【渡邊部長】

ありがとうございました。

続きまして、資料2の経過措置適用会社の状況と、資料3のT O K Y O P R O M a r k e t への上場目的の開示のお願いについて、まとめてご説明させていただきます。

【中村調査役】

それでは、資料2「経過措置適用会社の状況」についてご報告させていただきます。

まず、2ページでございますが、先月、3月期決算会社の改善期間が終了しております。

グロースの時価総額基準については、期末に適合状況が判明しますので、基準を満たさず、上場廃止が決定した企業が1社あるところです。

それ以外の基準、たとえば流通株式時価総額などについては、期末の株主構成がわからないと基準の適合状況が判明しないので、一旦監理銘柄のステータ

スに21社（プライム市場1社、スタンダード市場20社）が入っている状況です。

以前ご報告した際には、2026年3月に改善期間の末日を迎える企業がもう少し多くありましたが、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や、プライム市場やグロース市場の企業では、スタンダード市場への市場変更が進み、最終的に監理銘柄に入った企業は当初改善期間入りした企業数から減少しております。

これらの企業については、今月中旬から6月中旬にかけて、上場会社から提出される書類に基づき基準を満たしているか確認し、満たしていれば監理銘柄指定が解除され、上場が継続されますし、基準を満たしていなければ上場廃止となっていく予定です。

3ページ、4ページには、整理銘柄・監理銘柄に指定されている企業の一覧を掲載しております。

監理銘柄に指定されているプライム市場の1社は、スタンダード市場への市場変更の審査中となっており、今後審査に適合すればスタンダード市場で上場が継続されるほか、スタンダード市場上場会社においても、備考欄に記載しているとおり、基準に適合すると見込んでいる旨を開示されている企業や、国内の他の取引所に重複上場されている企業も多くありますので、どこにも上場せず完全に非上場となる企業はかなり限定的となる見込みです。

ただ、今後、実際に上場廃止となる企業も出てくるのが想定されることから、5ページのとおり、証券会社等とも協力しながら、引き続き、株主・投資家への情報周知を徹底していければと思っております。

ここまでご説明したのは3月期決算会社の動向でしたが、6ページのとおり、今後、他の決算期の会社についても順次改善期間の終了を迎える予定です。

4月以降に改善期間の終了を迎える企業は合計で64社ありまして、右下に改善期間の終了時期ごとの社数を載せておりますが、次の山は12月期となるのが想定されます。

ご説明は以上です。

【職員調査役】

それでは、資料3「T O K Y O P R O M a r k e t への上場目的の開示のお願い」についてご説明いたします。

表紙にもございますとおり、先週の4月3日、全てのプロマーケット上場企業を対象として、上場目的の開示のお願いを行いました。

こちらは、前回2月の会議でご議論いただいた内容を、実際の施策に落とし込んだものであり、前回からの変更点は特にございませんが、何かお気づきの点があれば、ご意見いただければ幸いです。

おめくりいただいた2ページに、趣旨を記載しております。

前回もご議論いただきましたとおり、昨今、非上場と一般市場の間に位置するプロマーケットにおいては多様な活用ニーズが見られており、東証としては、こうしたニーズを広く受け入れる市場として運営していく方針です。

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。

次の3ページが具体的なお願い事項でございまして、新規上場時に上場目的を検討・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・開示いただくよう、お願いを行っております。

なお、この資料の公表に先立ち、J-Adviser各社に対しては、各企業をサポートいただくようお願いしており、準備ができた会社から順次開示いただく想定です。

そして、4ページにあるとおり、開示いただいた会社については、7月以降、JPXウェブサイト上で一覧化を行うことを想定しております。

また、各社の実際の開示内容や、(反対に)開示していない企業の状況については、東証においてフォローアップを行っていく方針です。

加えて、5ページが上場企業の支援策の一例でございまして、上場目的の開示をベースとして、たとえば、一般市場に向けた助走の場として活用することを上場目的に掲げる企業に対して、そのポイントを周知するためのセミナーを実施したり、資金調達を上場目的に掲げる企業に対して、クロスオーバー投資家との接点を作ったりすることなどを想定しておりますが、上場企業の声も伺いながら、取組みを継続的に検討・推進していければと考えております。

ご説明は以上でございます。よろしく願いいたします。

【渡邊部長】

それでは、資料2・3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。

【三瓶メンバー】

ご説明ありがとうございます。

資料3について、このようなまとめ方でいいと思うのですが、1点だけコメントさせていただきます。

今回、PRO Marketには、一般市場へつなげていく「準備市場」としての意味合いがあることが明確になってきていると思います。もちろん、そのような使い方を想定していない企業もいるかもしれませんが、全体として、一般市場につながることもかなり意識した記載になっています。

その上で、5ページでご説明いただいた具体的な施策の1ポツ目「一般市場上場とその後の成長に向けた準備のポイント・留意点を発信」の部分で、ぜひ考慮いただきたい点があります。

PRO Marketの段階では、株主数が少なく、顔の見える株主、かつ大口投資家であるわけですが、一般市場に移行すると、不特定多数の株主、顔の見えない株主となります。移行がスムーズに進むこと自体は望ましい面もありますが、その一方で、意識をそこで大きく変えてもらわないといけません。

特に一般市場に向けた準備という観点では、この点が大きな違いです。不特定多数の顔の見えない株主が入ってくることにより、所有と経営の分離が進み、一般株主保護が非常に大事になります。

また、企業に求められる説明責任の重みも一層増すはずですが、円滑に移行してしまうがゆえに、こうした点が忘れられてしまうことがないように、ぜひ留意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。

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願いいたします。