

市場区分の見直しに関するフォローアップ会議（第28回） 議事録

日時： 2026年6月4日（木）10時00分～11時20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28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、永見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たします。

本日は資料が2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」に関する今後の取組みです。今年の夏にかけて、4月に行った要請のアップデートに対する企業の対応状況をフォローアップしていくほか、投資家への期待・要望に関する企業向けアンケートや、取組みに進展が見られる企業に関する投資家アンケート、開示していない企業への働きかけを行う予定です。今後の対応や、対応を進めるにあたっての留意点などあれば、ご意見いただければと思います。

資料2は、グロース市場アンケートの結果と今後の方針についてです。グロース市場上場会社や上場を検討しているスタートアップから幅広くご意見をいただきまして、今後の具体的なサポート施策については、今回のアンケート結果をもとに、スタートアップ関係者を集めて検討していきたいと思っております。こちら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。

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、「資本コストや株価を意識した経営の今後の取組み」についてご説明します。

まず1ページが、今後の取組みの全体像で、大きく4点です。

1点目が、経営資源の適切な配分に向けた取組みの推進で、4月の要請アップデート後の投資家のフィードバック、また企業の対応状況について、今年の夏頃にフォローアップしてまいります。

今回の要請アップデートについて、投資家や企業からは、取組みの進展に向けて重要な点がクリアになったと評価する声をいただいておりますが、一方で、企業への周知という観点では課題を指摘する声もあり、企業の取組みをさらに後押しするための啓発を期待する声もあるところです。

一般のガバナンス・コードの改訂でも、「経営資源の適切な配分」にフォーカスが当たるなど連動する部分がございますので、そうした機会も捉えながら、企業の取組みを後押ししていけたらと考えております。

2点目が企業向けアンケートですが、これまでは投資家からの声を集め、企業にお伝えしていく方向の取組みが多かったところですが、今回、企業から「投資家への期待や要望の声」を集め、投資家の皆様に、実効的な対話の促進に向けた検討材料として、周知してまいりたいと考えております。

あわせて、その際、対話における企業が抱える課題や、有意義な対応を行う企業の取組み・工夫についても情報収集し、こちらは企業向けの検討材料として、情報発信などに活用してまいります。

3点目が投資家向けアンケートです。

これまで、取組みが進む企業については事例集の形で取り上げてまいりましたが、より幅広い企業をハイライトしていくため、取組みの進展が見られる企業、またその評価ポイントなどについて、アンケートを通じて投資家の声を集め、「投資家が取組みの進展を評価している企業」として、夏頃に結果を公表してまいります。

最後に4点目が開示していない企業への働きかけで、こちらは前回お示しした方針にそって、投資家の声を集めたうえで、夏頃に具体化してまいります。

この後は具体的な取組みの内容で、まず3ページが企業向けアンケートで

す。

概要の部分は先ほど申し上げた通りで、対象としてはプライム、スタンダードに加えて、グロースも含めた全上場会社を想定しております。

期間は6月上中旬から1ヶ月程度で、次回のフォローアップ会議において結果をご報告できればと思っております。

下のところが質問項目の概要案ですが、まず1点目から3点目は導入として、自社の取組みに関する投資家の関心、また対話で得られた意見を踏まえて実施した取組み、3点目として有意義な対話ができているかという点について、こちらは5段階で選択していただきます。

その上で、有意義であると感じる対話、また逆に有意義でないと感じる対話について、それぞれ理由、具体的なエピソード、さらにそう感じる機関投資家の属性、具体的な名称も聞いております。

機関投資家の名称については、有意義である対話についてはポジティブな内容であり、また投資家のモチベーションにも繋がると考えておりますので、結果を公表する想定です。

一方で、有意義でない方の投資家名称については、結果自体は非公表とする想定です。

最後に、機関投資家に対する要望や期待、また取引所に対する期待について自由記述で聞いております。

回答の結果については、市場区分や時価総額のほか、PBRやROEの4象限のポジションとのクロス集計など、分析を行ったうえで公表できればと考えております。

次の4ページ、5ページは質問項目の詳細ですので割愛します。

続きまして7ページが投資家向けアンケートです。

こちらは資本コストや株価を意識した経営の観点から、取組みの進展が見られる企業、また、その評価ポイントについて投資家の声を集めてまいります。

その際、従来の事例集よりも、できるだけ幅広い規模、多くの企業を取り上げたいと思っており、市場区分別、そのなかで規模別に2つに分け、計4つの区分で、最大10社ずつ回答いただく想定です。

対象は国内外の幅広い機関投資家とし、スケジュールは企業向けアンケートと同様です。

下のところに質問のイメージを記載しておりますが、カテゴリごとに企業名、コード、評価コメントを記入いただく形式を想定しております。

アンケート結果については、従来の事例集よりも簡易な想定ですが、回答が一定数以上の企業の名前やその評価ポイントを取りまとめ、公表いたします。

また、今回集まった声については、秋ごろの事例集のアップデートなどにも活用してまいります。

以上がアンケートの内容で、最後4点目、開示していない企業への働きかけについては、9ページに記載しております。

前回お示しした方針を少しアップデートしており、まずスタンダード市場の開示していない企業が多い、リソースやノウハウ不足などの理由から開示に踏み出せていない企業については、開示の一步を踏み出していただくための働きかけを行っていく方針です。

その際、一步目として具体的にどのような取組みや開示をすると、その後の対話やブラッシュアップに繋がっていくのか、先ほどの投資家アンケートへの追加質問やヒアリングを通じて投資家の声を収集し、ポイントや事例として整理した上で、夏頃に周知したいと考えております。

また、これまでサポートの取組みとして、事例集、セミナー、個別訪問などを実施してまいりましたが、一定の効果が確認されていることから、引き続き継続・強化してまいります。

一方で、プライム市場の開示していない企業が多い、あえて開示しない判断をしている企業については、前回お示ししたとおり、開示していない理由や今後の方針について記載を促すこととし、先ほどの内容とあわせて、夏頃に開示していない企業に向けて周知してまいります。

後段のスライドは参考でして、10ページはこれまでの取組みです。

左側は経営者への働きかけで、セミナーや個別の勉強会等を実施しており、参加後に社内での議論に繋がったという声もいただいておりますので、引き続き経営者や社外取締役に向けたトップダウンの働きかけを強化してまいります。

右側は担当者向け支援で、事例集、セミナー、個別訪問を継続しており、こちらも多くの企業に活用していただいておりますので、ニーズがあるところですので、取組みを強化してまいります。

資料の説明は以上でございまして、今後の取組みについての過不足や、また進めるにあたっての留意すべき点、そのほかの点も含めて、幅広くご意見をいただければと考えております。

【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】

資料を丁寧にまとめていただき、誠にありがとうございます。私からは3点申し上げます。最初に、「『経営資源の適切な配分』に向けた取組みの推進」についてコメントします。

大和総研では、コーポレートガバナンス・コード改訂に合わせて上場企業と議論を進めていますが、改訂案の原則4-1、4-2に示される経営資源の配分に関する理解は大型銘柄と中小型銘柄で温度差があると感じています。大型銘柄ではすでにキャッシュアロケーションの開示が進み、取締役会での検証や情報の開示方法について議論が及びます。一方で、中小型銘柄の一部では、原則内容を踏まえた具体的なアクションがイメージできず、戸惑いの声も聞かれます。

CGコード改訂は、企業が投資家の期待を踏まえた情報を適切に把握し、社内で検討する非常に良い機会です。4月に公表された要請アップデート資料は大変有用であるものの、企業側の認知度は必ずしも高くはありません。資料の内容をご紹介しますと、ぜひ確認したいという反応があります。認知度向上のための施策が極めて重要です。

非常に細かい点ですが、東証から企業に情報が発信される「Target」の企業側の一次情報受領者が、必ずしも情報を必要とする部門でないケースもあります。情報が確実に届くように、企業側に情報共有体制の見直しを促すことも有効だと考えられます。要請アップデート資料は経営に直結する内容ですので、社長を含む経営陣にも届く仕組みが望まれます。

また、企業から寄せられる悩みとして、企業の付加価値の源泉である人への投資やその成果をどのように投資家に伝えるべきか、という点があります。人的投資は短期的に成果が見えにくいいため、説明に苦慮する企業が少なくありません。投資家の視点や開示例を整理することも検討に値します。

2点目として「『投資家への期待・要望』に関する企業アンケート」について申し上げます。数多くの対話に関する情報が収集できる重要なアンケートだ

と認識しております。ただし、対話が情報収集のためなのか、企業価値向上に向けた動きを促すものなのかなど、投資家によっても企業によっても定義が異なると思われます。Q 8からQ 11では、企業と投資家で対話に関する認識の違いが顕在化する可能性があります。想定する対話の定義などを示し、回答者の前提を揃えることも検討すべきだと考えます。幅広い情報を取得するためにあえて示さないという選択肢もあると考えます。この点について、ご検討いただければと思います。

最後に、「開示していない企業への働きかけ」についてです。開示を踏み出せていない企業向けにポイントや事例を整理するのは非常に有効です。「資本コスト経営」の要請当初は、我が国を代表する企業でさえ手探りで進めていました。ある企業では、最初に現状分析を行い、その次の四半期で現状分析によって明らかになった課題への対応を開示するなど、時間をかけて段階的に取組みを進めていました。このように実際の進め方や段取りの事例を示すことも、企業の後押しになると考えます。

【三瓶メンバー】

資料の取りまとめとアンケートの準備をしていただき、ありがとうございます。

企業アンケートは全上場企業向けということで、投資家アンケートも幅広く、国内外の機関投資家向けに周知するとのことですが、実際に機関投資家にアプローチするのは非常に難しいことだと思います。どのように周知しようとしているのか、お聞かせいただければと思います。

【門田課長】

投資家アンケートについては、まず、アンケートのフォームを東証のウェブサイト上でパブリックに公表します。その上で、それだけでは多くの投資家にアプローチできませんので、社内の投資家対応を行う部門や海外事務所などと連携し、これまで我々が意見交換してきた機関投資家へ個別に周知してまいります。

直近の数年間だけで少なくとも300～400社以上の機関投資家と面談しており、日本株に興味を持っている機関投資家はある程度カバーできると想定しています。

【三瓶メンバー】

分かりました。

また、全体的な感想ですが、これまで非常に注力して様々なことをやっていただき、それにまず感謝申し上げます。

これまで企業と投資家から声を拾っており、今回さらにアンケートで声を拾うわけですが、これらの声を集めて情報共有することで、結果的にはそれぞれの認識情報のネットワーキングをしていただいていると思っています。

ネットワーキングにより、それぞれの当事者が他の自分と同じ立場でも違う考えを持っている、また同じ考えを持っているなど改めて認識するいい機会になっていると思います。これは非常に重要な活動で、ぜひこのモメンタムは維持していただきたいのですが、おそらく大変だろうと思います。

これは皆さんが大変だと思って取り組まれているのか、または、これだけ多くの情報やアンケートの回答が集まるので、その声を聞いて自分たちが更に取り組まなくてはならないという使命感もさらに高まり、モチベーションを感じて取り組まれているのか、どちらでしょうかと。

これから先も続けられるか心配になるときもありますが、その辺はいかがでしょうか。

【門田課長】

ありがとうございます。事例集などの公表資料について、これまで多くの企業や投資家の皆様から、活用しているといったポジティブなフィードバックをいただいております、それがモチベーションになっていますので、引き続きチームで取り組んでまいります。

【小池メンバー】

資料の取りまとめありがとうございました。

まず、『投資家への期待・要望』に関する企業アンケート」についてです。機関投資家は数多くいるのですが、考え方、体制、レベル感、投資の哲学、対話力、エンゲージメント力など、様々な観点から全て同じ見地ではないと思いますので、投資家を代表して私はこの席につかせていただいているとすれば、投資家側のレベルアップは相当必要であるという意識を強く持っています。

これまでは企業に要求していることが多かったのですが、三瓶メンバーがおっしゃったように、今後、投資家に対しても普及・浸透させていく取組みが必要だと強く感じています。

4月から資産運用業協会が新しく設立されましたが、先般、協会の幹部会を行っている中で、この取組みを紹介する機会がありました。資産運用業を行っている機関投資家は基本的に協会に入っています。ですので、先ほどの三瓶メンバーの課題認識を踏まえると、ぜひこの協会での取組みや、現在企業がど

のような考えや課題を持っているのかをしっかりと共有していただいて、協会経由で投資家に発信していくことで、双方の問題意識の共有ひいては市場の活性化に繋がるのではないかなと考えています。あらためて、そのような場をつくっていただくことをご提案申し上げます。

また、『『取組みの進展が見られる企業』に関する投資家アンケート』については、社内のアナリスト、ポートフォリオマネージャーに聞くと、相当秀逸な事例が出てきている印象を持っています。二極化も進んでいくのかもしれませんが、安心してコミュニケーションできる、投資対象になる企業が増えてきているという声はかなり多くなっています。

また、「開示していない企業への働きかけ」についてですが、実は開示していない企業でも、株主に対する還元策や事業戦略については相当変化が見られている企業が散見されております。社内でも、開示していない企業でも変わってきていることを紹介すべきなのか、変わってきているのだから開示してくださいと促すべきなのか、議論しております。

開示はしないまま変化はしていますと紹介すると、変化すれば開示しなくていいという話にも受け止められてしまうので、この取扱いは少し注意する必要がありますが、開示していない企業の中でも株主や投資家と対話して変化を進めてきている企業もありますので、このような企業に対する取組みをどうするかは今後の課題であると思っています。

私からは以上です。

【内田メンバー】

ご説明ありがとうございます。私もほかのメンバーの方とほぼ同じ意見ですが、今回、投資家と企業向けのアンケートを幅広くやっていただくということで、様々な材料が集まればいいなと思っています。

今後アンケート結果を分析し、フィードバックする過程において、企業側から見た投資家層の解像度がより上がるようにするべきではないかと思います。IRを行っている経営者や経営層、それから担当部署等については取組みが変わってきたと思いますが、IRを行っていない層との間には理解や認識の差があるのではないかと思います。

理解や認識の差を埋めていく意味でも、フィードバックとして分析した資料を出す過程のなかで、投資家層の顔、リアルな姿を見せていただける工夫をお願いしたいと思います。

可能であれば、投資家の同意のうえでアンケートに回答した投資家の一覧を掲載し、企業が実際に接している投資家と東証に様々な意見を言っている投資家の重なり合う部分や違いが分かることは、有益な情報になると思います。

ぜひ、解像度を高めるかたちに持っていく分析と広報、あるいはフィードバックをお願いしたいと思います。

【翁メンバー】

とりまとめいただき、ありがとうございます。

『『経営資源の適切な配分』に向けた取組みの推進』については、要請のアップデートやCGコード改訂案でも触れられていますが、三瓶メンバーが出席し、東証もオブザーバー参加している経産省の価値創造経営小委員会でもROIと資本コストの差かける投資をどう伸ばしていくかという議論をしていると認識しております。東証もオブザーバーであるとうかがっています。

当然企業にとっては理解していなければいけない内容だと思うのですが、そのような取組みを促す方向が経産省のホームページに公表されています。経産省の検討は完全にまだ終わってはいないと思うのですが、並行的に進んでいる他省庁の取組みなどもよく見ながら、東証として何ができるのかを考えていくことが重要だと思います。

それから、『『投資家への期待・要望』に関する企業アンケート』については、初めての「投資家への期待」についての企業に向けたアンケートということで、大変関心と呼ぶと思い、しっかりと分析を進め、よりよい対話につながるかたちで分析と公表をしていただきたいと期待しています。

それから、「開示していない企業への働きかけ」については、プライム企業は本当にわずかな数になってきているなかで、プライムの開示していない企業の中にはグロースから移ったばかりの企業やまた開示をする媒体が異なっているなど、かなり個別的な事情もあるように散見しますので、企業ごとによく事情を聞いて状況を把握しながら、必要に応じて促していくアプローチが適切であると思います。

その一方で、スタンダードは状況が違いますので、さらにどう取り組むべきかという点に関しては、一層開示を促す方向で、東証からも働きかけを続けることでよいと思います。

【黒沼メンバー】

私からは2点申し上げます。

まず、『『投資家への期待・要望』に関する企業アンケート』についてですが、これまでは企業への期待について投資家にヒアリングすることはありましたが、投資家への期待について企業に対するアンケートを実施したことはなく、その試みは大変重要なものであると思います。

全上場会社を対象にしているので数は多くなるわけですが、回答数が少ない

と、分析しても意味がないことになりかねないので、回答数を上げるように働きかけていただきたいと思います。

それから、このようなアンケートでは当たり前のことですが、自由記述欄がどれくらい書かれているかも、その後のわれわれの分析や東証の施策にとって重要だと思しますので、自由記述欄を記載していただけるような取組みをしていただければと思います。

「開示していない企業への働きかけ」については、あえて開示しない判断をしている企業について、開示していない理由等の記載を促していくのは当然のことです。

スタンダード市場での開示率があまり高くないのが問題だと前から感じているところです。資料などを見ると、これまで経営者向けセミナー、担当者向けセミナーなどを開催し、スタンダード市場の企業も参加されているようですが、その中にはまだ開示していない企業も含まれているとうかがっています。

セミナーなどに参加したのになお開示していない企業がもしあるとしたら不思議なことですが、そういう企業は開示しようと思っていることは確かなので、特にそのような企業に向けて働きかけをしていただけたらと思いました。

【松本メンバー】

「開示していない企業への働きかけ」に関して、開示していない企業の一覧は公表していないと認識しています。開示していない個別な事情があるということだとは思いますが、好事例集や悪い事例集についてかなり効果があったことから分かるように、周りにどう見られているかは、わが国においては大変ピアプレッシャーになるということにはよく分かっています。

東証が個別に話すのは当たり前としても、個別事情があるからなかなか難しいかもしれないが、何かしらのかたちで開示していない企業を公表することも検討したほうがいいのではないのかなと考えます。

例えば、開示していない企業の中には、現場には話が共有されていても、経営者がどれくらい認識しているのか分からないということがあったりもするので、何かしらのかたちで公表することも考えたほうがいいのではないかと思います。

一事が万事で、どれだけ参加者をエンゲージするかということだと思いますが、東証は企業に対してエンゲージメントを高くし、PDCAも回してきた一方で、前からも言っているとおり、投資家サイドが遅れているように感じています。

今回の「『取組みの進展が見られる企業』に関する投資家アンケート」について、内田メンバーもおっしゃったように、投資家に対して東証がリーチして

いくとときに、どのような投資家が反応しているのか、東証からのエンゲージメントに対してしっかり呼応しているかなどは、企業にとっても重要な情報であるし、あるいはこれもピアプレッシャーをかける上でも重要かもしれません。

ですので、そのような投資家側の関与についても、どのような投資家が東証の取組みにしっかり対応しているのか、もう少し分かるようにするのもいいのではないのかなと思います。

【渡邊部長】

ありがとうございました。

続きまして、資料2のグロース市場アンケートの結果と今後の方針について、ご説明させていただきます。

【門田課長】

資料の2点目、「グロース市場アンケートの結果と今後の方針」についてご説明します。

まず1ページがアンケート結果の概要です。

今回、グロースの上場会社と上場を目指すスタートアップに対して、アンケートおよび追加的な個別ヒアリングを実施しまして、全体としては145社、既上場が109社、未上場が36社から回答が集まっております。

下のところに回答企業の属性をまとめておりますが、幅広い規模や成長フェーズの企業、業種もディープテックなども含めて、バランスよく意見が集まったと認識しております。

この後が具体的な回答結果で、前半が既上場企業、後半が未上場スタートアップという構成です。

まず3ページが既上場会社の課題の概要ですが、多かった項目としては、成長戦略、リソース不足、投資家との接点不足、流動性の低さ・株価形成といった点です。

この後、具体的なコメントで、4ページが成長戦略の課題ですが、多かったのは、目先の業績確保に経営者・担当者ともにとらわれすぎており、中長期的な成長の方向性にまで議論が至らない、大胆な成長投資に踏み切れないといった声です。

また、時価総額の小さい会社を中心に、そもそもの成長戦略の策定自体に悩みがあり、成長シナリオの具体性や実現可能性が乏しい、方向性が定まらない

といった声もございました。

また、M&Aに関しても、リソース不足などにより受け身になりがちで、案件が持ち込まれても良い案件がないといった悩みもございました。

次の5ページがリソース不足の課題です。

人材と資金に分けて整理しておりまして、まず人材については、専門性の高い人材の確保や定着に課題があり、成長戦略実行の制約となっているという声があります。

また、M&Aを進めるための人材の不足や、IRについては、開示など複数業務を担当する中でリソースが足りない、ノウハウを持った人材が不足しているといった声が非常に多くありました。

資金面では、特に時価総額が小規模な会社において、株価低迷によって追加の資金調達が難しいといった声も出ております。

続いて6ページが投資家との接点不足です。

個人投資家については、知名度が低いため認知拡大が課題といった声や、配当を行わないと関心を引けないといった悩み、機関投資家については、時価総額が数百億円程度までの段階では、接点が限られ、リーチできる範囲に限界があるという声、特に海外機関投資家についてはよりハードルが高く、アプローチのためカンファレンスに参加しようとしても、時価総額の基準で足切りされてしまい、壁にぶつかっているといった声もありました。

IR活動全般としては、経営陣の理解不足により人員を増やせない、KPI設定や効果測定が難しいといった声もありました。

続いて7ページが流動性および株価形成です。

売買代金が低水準であるため、機関投資家が参入しづらいという声が多かったほか、売上や利益は成長しているにもかかわらず、株価に反映されない、市場に適切に評価されていないということで、自己評価と市場評価のズレに悩む企業も多く見られております。

また、バイオベンチャーなどの研究開発型企业では、成長のビジョンを投資家に示すことが難しいといった声もありました。

そのほかバイオベンチャーからは、8ページですが、何かポジティブなニュースを出してもすぐに空売りが入り、株価が戻ってしまうという悩みの声も複数ございました。

以上が既上場企業の課題の声で、続いて9ページが期待するサポートです。最も多かったのは、事例やナレッジの共有で、全体の7割から回答があったほか、投資家との接点拡大、開示実務の支援、流動性・株価形成への対応といった声がありました。

10ページの事例・ナレッジの共有ですが、これまでの事例集やセミナーについては好評の声が非常に多く、継続を求める声が多かったところです。

また追加的に取り上げて欲しいトピックとして、業種別・成長フェーズ別の事例、成功だけでなく失敗事例、個人投資家向け含め、IRの事例といったニーズが寄せられております。

11ページではセミナーやネットワーキングに関する要望ですが、経営者向けセミナーや個別訪問を通じて経営陣の意識改革を期待する声や、他社の担当者とのネットワーク構築によるナレッジ共有を求める声が多かったです。

12ページは、投資家との接点拡大ですが、個人投資家、機関投資家ともにですが、接点拡大に向けた合同説明会などのイベント開催を求める声が多くございました。現状でもそうしたイベントはございますが、コストがかからない形で、かつ東証など中立的な立場での開催を望む声があったところです。そのほか、アナリストとの接点拡大を望む声もございました。

13ページは、開示・実務支援の観点ですが、開示負担軽減のため、より明確なガイドラインや英文開示のテンプレートの充実、ベストプラクティスの共有を求める声がありました。

また、M&Aマッチング機会の創出の観点から、プライムなど大企業とのネットワーキングを求める声、また、取組みのブラッシュアップの観点から、自社の成長戦略や市場評価、IR活動に関して、第三者視点からのフィードバックを求める声もありました。

14ページは、流動性・株価形成の課題への対応ということで、グロース市場全体の魅力向上に向けた取組みやその発信、投資家への啓発、特に、個人投資家のリテラシー向上といった要望があったところです。

以上が上場会社の回答結果で、後半が、未上場スタートアップからの回答です。

16ページが現在抱える課題の概要で、多かつた項目としては、成長戦略・IPO戦略、人材不足、上場準備、資金調達、セカンダリマーケットといったところです。

17ページが成長戦略・IPO戦略ですが、上場を活用した成長戦略について、どのように具体化していくかという悩みや、そもそもIPOを目指すべきか、M&Aを目指すべきかといったエグジット戦略について迷っているという声、また、バリュエーションとの関係でIPOの最適なタイミングについて悩んでいるといった声もありました。既上場会社と比べますと、ビジネスモデル自体の悩みというよりは、IPOをいかに活用していくかといったような、比較的前向きな悩みが多かつたところです。

続いて18ページが人材不足ですが、既上場企業と同様に、人手不足の環境下で、特に専門人材の確保が難しく成長スピードに追いつかない、またコーポレート部門では、上場準備の負担が大きく、手が回らないといった声も多かつたところです。

続いて19ページが上場準備に関する課題です。

上場準備については多くの担当者にとって初めての経験であり、情報量が少ないこと、また証券会社や監査法人など多くの関係者が関与する中で、伝言ゲームのような状況が発生しやすく、結果としてプロセスや観点がブラックボックスに見えるということです。結果として、東証が必ずしもダメとっていないものについても、証券会社が保守的な対応を行うことで追加的な負担が生じているという指摘です。

さらに、上場審査時に提出する資料や、事業計画・成長可能性の開示について、初めての経験で何を書けばいいのか分からず、手間がかかつたという声もありました。

また、上場後の投資家の期待に沿った対応をしても、審査では形式的な対応を求められるといったように、審査の内容と投資家の期待のズレを指摘する声もありました。

続いて20ページが資金調達・投資家確保です。

レイターステージで1,000億円規模になると、国内VCからの出資が難しくなり、資金調達は事業会社や海外VCに頼ることになりますが、特に海外VCについてはアクセスの難しさがあるという声がありました。

また非上場株式のセカンダリマーケットについては、未発達であるためにV

Cから早期IPOを求められ、小規模IPOにつながっているという指摘や、ストックオプションなど株式の流動化ニーズがあるものの、日本ではその手段が限られているという声がありました。

続いて22ページがサポートに関する要望ですが、既上場会社と同じく事例やナレッジの共有のほか、上場準備・審査プロセスの改善、投資家との接点創出、セカンダリマーケットの整備などのコメントがありました。

まず23ページが、事例やナレッジの共有ですが、事例としては、上場を活用して飛躍的な成長を遂げた事例、創業者が株式を多く保有する企業でのプレIPOのガバナンス・プラクティス集、そのほかにも、上場審査上の論点や、審査時の書類に関する他社事例を求める声がありました。

また、既上場と同様に、ナレッジの共有という観点から、上場を目指す他のスタートアップや、既上場の先輩企業とのネットワーキングを求める声がありました。

24ページは、上場準備・審査プロセスですが、上場準備を単なる審査通過のためではなく、上場後の成長につながる準備へ転換するべきという意見や、形式面に偏らず、投資家の目線を踏まえた柔軟な運用を求める声もありました。

続いて25ページが投資家との接点ですが、レイターステージの資金調達環境の改善の観点から、海外VCなど、グローバルな資金調達ネットワークへのアクセス支援、また、事業会社がスタートアップに投資しやすくなるような環境整備を求める声がありました。

また、上場後の機関投資家の声やフィードバックをより早期に得たいということで、オフリングのプロセスが始まるよりもっと前の段階から、機関投資家と対話し、フィードバックを貰える機会があると良いといった声が、比較的規模の大きいスタートアップから複数あったところです。

26ページがセカンダリマーケットの整備ですが、こちらは賛成・反対両方の意見がありました。

年1回または特定のタイミングに限定した流動性の仕組みを求める声や、プロマーケットよりももう少し軽い負担で調達・売買できる場があると良いといった意見がある一方で、現状でも、成長性のあるスタートアップであれば、相対取引で対応可能であり、ニーズは無い、無理に整備しても、劣化版のグロー

ス市場になるだけといったように、慎重な意見もあったところです。

以上が今回のアンケートやヒアリングで得られた企業の声です。

続いて28ページが今後の方針です。

今回様々な意見が集まってきたところですが、今後、施策を具体化するにあたっては、スタートアップ関係者を集めた検討の場を設け、今回の意見をもとに、より深掘りして議論したうえで、フォローアップ会議にフィードバックする進め方を想定しております。

検討のメンバーとしては、ディープテックを含むグロース上場企業の経営者、未上場のユニコーン級など比較的規模の大きなスタートアップの経営者、投資家サイドからは、上場後の機関投資家、未上場段階のベンチャーキャピタルなどを想定しているところです。

スタートアップ関連の検討会は、これまでも各所で開催されてきたところですが、今回、具体的な課題の声を多くもらっておりますので、なるべく具体的な施策に繋がるような議論・検討を行ってまいりたいと考えております。検討会の形式については未定ですが、必ずしも形式ばった会議ではなく、実務家の率直な意見をいただける場にしたいと考えております。

資料の説明は以上でございまして、グロース市場については、本日は何か具体的な施策を決定するものではありませんが、今回のアンケート結果を踏まえ、今後、どのあたりの課題やサポートに力点をおくべきか、優先順位をどう考えるか、また、今後の進め方などについて、幅広くご意見をいただければと考えております。

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】

示唆に富む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。非常に有益なアンケートであると感じております。今後の方針を含めて、28ページの「グロース市場のサポート施策に関する検討会」について意見を申し上げます。

スタートアップに関する委員会は、政府サイド・民間サイドに複数存在し、スタートアップの拡大に向けた課題や対策も提示されています。本検討会が、

それらの組織体とどのように連携するのか、どうやって差別化するのかは、重要な論点です。実際に施策を示して実行していく上では、東証が担うべき領域と政府が担うべき領域を整理する必要があります。また、制度的に対応できることと、企業のマインドを変えて行動変容を促すことを峻別する必要があります。最終的には、それぞれの主体ごとにT o D oリストを作成できればと考えます。

アンケートでは多様な意見やサポートへの期待が示されましたが、優先順位、プライオリティをつけることが不可欠です。ニーズがあり、時間をかけることなく対応できる点は別として、グロース市場の企業だけではなく、プライム市場でも意識される点は企業が普遍的に課題だと感じているポイントである可能性が高いものと思われます。例えば、4ページの「中長期的な成長の方向性について議論ができていない」「経営陣の短期間での投資回収意向によって大胆な成長に踏み切れない」、5ページの「開示資料の内容の重複でリソースが割かれる」などは、プライム市場でも共通の課題です。優先的な課題として対応することが必要です。また、上場審査や引受審査が上場後の成長や投資家との向き合い方を考慮したものになっていない状況は、早急に改善すべきです。

一方で、グロース市場の企業への啓発も必要です。例えば、アンケート結果の8ページ、14ページにある空売りに対する理解です。空売りは、流動性を増やしたり、価格発見機能を担ったりする、市場の健全性を支える取引です。また、7ページにある「売上と利益が成長し、配当を実施しているが株価上昇につながっていない」という声については、自社に対する市場の期待を踏まえた虚心坦懐な分析が必要だと思います。「資本コスト経営」に関連して作成した「投資者の目線とギャップのある事例」のような資料を活用し、企業の理解を深めることが考えられます。アンケートの対象企業の時価総額のレンジが広いと、企業の立場に応じた適切な啓発が必要です。

グロース市場の一部の企業では、時価総額100億円を超えることが目標化しているように見受けられますが、市場全体として時価総額が増加する環境を整え、投資家の期待を醸成していくことが重要であると考えます。

【松本メンバー】

大変情報量の多いアンケート調査で参考になりました。ありがとうございます。

これをよく読むと、上場前においては主幹事証券会社がいないと上場できないわけですが、主幹事証券会社が上場前にはかなり積極的に営業して上場まで達するが、その後のサポートが足りないのを、読んでみるととても感じました。

28ページにおいて、検討会はこういうメンバーでやられるので良いと思いますが、証券会社では、上場前と上場後における担当部署も違うと思いますし、そういったことを含め、どういう風に上場させて、その後育てていくか、サポートしていくかについて、よく主幹事証券会社をやる証券会社と議論されたほうが良いのではないかと強く感じました。これはこの検討会とは違うことかもしれないですが、東証としてそれをしっかりやる必要があるのではないかと思います。

【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。読めば読むほど、正直いって非常にがっかりするとか、情けないなというのが正直な感想です。

上場後にいろいろな不満が出てくるようですが、当初の想定との違いが大きいのかもしれません。起業することや上場すること自体に対する、認識、意識が甘過ぎるのではないのかと思います。成長戦略が描けない、分からないとは、一体全体なんで起業したのか。それで上場までしたのだから、その先のことを考えていなければいけないですよ。甘過ぎるなという感じです。

期待するサポートについて、事例集やナレッジの共有を求める声が特に多いとありますが、これはハウツーですよ。自分でどう成長していけば良いか、成長ステージが終わってしまったという問題があるのに、そこでハウツーだけやっても何にもならないと思います。

ところどころで不平不満のような声があり、「バイオベンチャーでは、ポジティブなニュースを発信して株価が上昇しても、すぐに空売りを仕掛けられ、株価が元値に戻ってしまう」とありますが、バイオベンチャーという大成功するか失敗に終わるかという企業に対して、ちょっとしたポジティブなニュースで市場が安心するわけではないのです。

企業側はそう思っているのか、という感じもしてしまい、全く分かっていない、非常に問題が多過ぎると思います。それではどうしたらいいかというと、ここに書いてあるいろいろな不平不満に対して一つ一つ応えていくのではなく、そもそも企業側の考え方が違うのではないかと思います。

例えば、23ページの期待するサポートで、「上場という仕組みを活用し、飛躍的な成長を遂げた事例を提供してほしい」とあり、前例を学んで真似したいということですが、こういう市場のプレーヤー、もしくは企業は、前例のな

いことをやるのであり、前例を学んでどうするのかと思います。絶対学んではいけないとは言いませんが、前例を学ばないとできないと言っている時点で、マインドが違い過ぎると思います。

私は、米国や欧州のスタートアップや、IPO前、IPO後のグロース企業の経営者と相当会ってきましたが、みんな楽観的過ぎるのではないか、強気過ぎるのではないかと思うくらい、将来の自分たちの成長のパス、どのぐらいのマーケットを取りにいくのかという思いや勢いがすごいのです。ですから、このアンケート結果を見ると、意識が違い過ぎるなと非常に思いました。

最後の28ページで、これから検討会を始めていただくということで、メンバー候補が書いてあります。先ほどご説明の中で、ユニコーン級の企業の方もメンバーに含めると言っていました。ユニコーン級ということは、かなり急成長し、成功した会社だと思います。

表面的にユニコーン級というだけではなく、成長意欲や成功させるぞという覚悟があり、それに対する自信がある経営者から、アンケート結果のなかでちょっと情けないなと思うことについては、発破をかけてもらえると良いと思います。そういう方が入らないと、そもそものマインドの転換というか、そんなのではいけないのだよというのが、伝わらないのではないかと思います。そのような検討会になれば良いかと思います。

【小池メンバー】

ありがとうございます。この資料自体がすごく多岐にわたり、いろいろな声が盛り沢山ということで、非常に参考になるのですが、一方でいろいろなことを考えてしまい、思うことについて少しコメントします。

一番シンプルにいうと、4ページで成長戦略について、「経営陣は2～3年での投資回収を重視しているため、大胆な成長投資に踏み切れない」とありますが、これはそもそもグロース市場のコンセプトと全く違います。

また「グロース上場会社は、グロースが短期的にしか継続しない会社が大半」とありますが、なぜグロース市場にIPOしたのでしたっけと思います。あとは下から二つ目、M&Aについて、「短期的にPLを圧迫するリスクも大きく、なかなか取り組めない」とありますが、そんなことは投資家は分かっています、深くマイナスになったとしても成長を追求してほしい、そのリスクを取るのがグロース市場の投資家です。基本的にはコンセプトがだいぶずれている印象です。

これは間違っているのか間違っていないのかはよく分かりませんし、はっきり答えが出ないのですが、ひょっとしたら皆さんがこういう声を出しているということは、実は今の日本の株式市場において、IPOの目的、コンセプト

が少しずつ変質してしまっているのかなと思います。仮にIPOする人たちをユーザーとすると、ユーザーのニーズや趣向が、マーケットにおいて少し変わってしまったのかなという感想を持たざるを得ないです。

もしそうだとすると、それは大きな間違いなので、根本的にIPOをどうすべきなのかは、もう一度周知徹底していくべきだと思います。

先ほど松本メンバーから証券会社についてご指摘がありましたが、私は投資銀行の出身なので申し上げますと、上場すると何もしないわけではなく、上場してからが勝負ということで、その成長サポートをしていくためのファイナンスやM&Aの案件開拓は、おそらく各社しっかりやっているとと思います。

今はどちらかというと機関投資家サイドにいますので、私からの課題認識としては、アナリストのカバレッジがすごく少なくなっているということです。証券会社は、IPOまではアナリストを付けるのですが、上場後はセカンダリでのカバレッジが少し減ってしまい、機関投資家としては情報が取りづらくなることがあるので、この点は少し議論するべきかと思っています。

また、これは感想ですが、グロース市場改革のその先に、一体どのようなゴールがあるのかは、機関投資家としてはすごく感じています。

我々はやはり投資対象として市場を見ていますので、例えば直近で日経平均が7万円に届きそうな状況の中で、スモールキャップのインデックスが下がっていたり、パフォーマンスがすごくアンダーパフォームになっていたりする状態で、これを投資家に届けるにあたり、どういう形で届けるのかなと思います。このような状態を見れば見るほど、イメージがだんだん乖離してきているのが、私自身の正直な現在の気持ちです。

企業にいろいろなことを要求するのは当然ですが、仮に企業が開示できるようになり、エンゲージメントへの対応能力が上がり、株価が上がりましたとなっても、実は機関投資家はほとんど買えないのです。株価が倍になったとしても、流動性が2倍、3倍になるかということ、それはまた別の話なのです。

上場している企業にIPOのコンセプトを周知徹底していくことも大事ですが、それを進め、対話を進め、その結果グロース市場が日本の資本市場や金融においてどういう使われ方をするのか、どういう位置づけにしていくのかというイメージを持たないと、単に株価が上がっても、機関投資家は相変わらずIPOには参加しませんということになってしまうと思います。今の取組み、議論は役には立つのですが、本質的な日本の課題解決にはならないのではないかなという問題意識を、今回感じる次第です。

【翁メンバー】

これからの取組みですが、こういったスタートアップが大きくなっていくた

めには、グローバルな視点は欠かせないと思っています。

日本国内だけでなく、日本の実務家が海外投資家などと議論する場を提供し、もう少し視線を海外に向け、世界の投資家はどう見ているかなどを勉強していただく機会を設けることは、東証にもできることではないかと思います。

いずれにせよ、日本の成長につながっていくスタートアップが大きく育っていくことが目標だと思いますので、そのためにはグローバルな視点は欠かせず、そういう視点を入れた検討をしていただきたいと思います。

【黒沼メンバー】

私は、このアンケートには大変重要な情報が含まれていると感じます。スタートアップ企業、上場している企業をその主たるものとして考えると、ここで課題として捉えられているのは、成長戦略と、それから投資家との関係、あるいは市場回りの話です。

そのうち成長戦略がうまく描けていないのは、これは期待外れではあるのですが、取引所としてどうすることもできない話でもあり、それぞれの企業で努力していただくしかない話なのだろうと思います。成長戦略がなければ、いくら投資家との関係をよくしても時価総額が上がるわけがないので、投資家との関係を改善しても意味がないことだと思います。

そこで、こういったスタートアップ企業が期待するサポートのトップに、事例やナレッジの共有が挙がっていますが、私はある意味でやむを得ないことと思います。成長戦略を立てるのを手伝ってくださいということはちょっと考えられない話ですので、やむを得ないことなのだろうと感じました。

日本のスタートアップ企業が、上場してそこで成長を諦めてしまうという話は前から出ていて、そういう企業ばかりであればIPOのやり方を少し考えなければいけないわけですが、既に上場しているスタートアップ企業であっても、そこから成長していく道が残されているとしたら、それを模索していただきたいです。

また、ここでもM&A関係の課題がいくつか挙がっていますが、そういった点では多少は取引所としてサポートしていける面があると感じました。これからの検討会での検討に期待を寄せたいと思います。

【内田メンバー】

ありがとうございます。アンケート結果については、率直な意見が盛り沢山で、少し驚くところもありました。

スタンダード市場に上場した会社でも同じことになっているのか、グロース市場の特徴なのかは分かりませんが、ある程度上場の間口を広くとっている

ことに起因している面もあろうと思います。

上場してパブリックになるその前の過程、投資家からお金を集める段階で、ある程度パブリック性を持つてくると思うのですが、そのときの内部管理体制や、内部統制の維持については、市場区分やレベル、規模によりもちろん違うと思います。

しかし、パブリックになることで統制コストがかかることは事実です。グローバルだけでなく、上場企業ではどこでも、人材確保は非常に重要な要素になっています。そこに対する見積りや維持コストを「過小評価」しているというところと少し変かもしれませんが、上場の際にどれだけ審査できるかは分からないものの、そうしたことに対する意識の重要性を高めて考えていただかないといけないと思います。

成長戦略、それから人材の確保というのは、根源的なものなので、取引所としてどうにかできるわけではないと思います。

上場するときの基準なり、審査なり、体制なりについて、ある程度成長途上であっても上場を認めていくのがグロース市場の特徴なのかなと思いますが、今後、検討会などで考える中では、中長期の管理体制や組織運営について、もう少し重視して考えてもいいのかなと思いました。

【小池メンバー】

先ほどコメントし忘れたのですが、29ページのグロース市場をサポートする検討会は非常に大賛成です。ですが、このメンバーで議論すると、おそらくこの資料に取りまとめたことが同じように議論されるのだろうなと思います。

ですので、スタートアップを起業しました、上場しました、いろいろなファイナンスやコーポレートアクションを通じて企業規模を大きくして、プライムに市場変更しましたという、いわゆるモデルケースとなる人たちに入っていたいて、もう少し考え方や視野を広げてもらうような検討をしてもらうことが好ましいのではないかなと思っています。そういう方のインバイトもご検討いただくと、この会の意義が非常に増すのかなと思います。

また、松本メンバーもそうかもしれませんが、日本だけではなく海外、例えばNASDAQでIPO経験がある人も加わると良いと思います。海外から来てくれるかどうかは別にして、日本人でなくてもいいと思います。グロースがもし本当にNASDAQを目指すのであれば、そこに上場した人たちがどうして起業し、どうして上場し、何を考えていて、何を目指しているのかをしっかりとメッセージとして伝えないと、多分この資料にあるのと同じ議論が行われて、以上ですという話になると思います。

なるべくこういった発展的な議論をしていただけることを期待しています。

【三瓶メンバー】

先ほど厳しい批判ばかりしてしまった感じがするのですが、この資料を見ると、時価総額の違いを示していただいています、これだけ見るとどうしてもネガティブバイアスがあり、悪いところばかりに目がいってしまいます。

「JPXスタートアップ急成長100指数」というインデックスがあると思いますが、その構成銘柄に入っている会社さんの意見だけをピックアップすると、実はかなりしっかりしたことを言っているのではないかと思います。

また、東証のウェブサイト「高い成長を目指した経営」に取り組む企業の成長戦略開示一覧の特設ページを設けていただいて、積極的な企業に手を挙げてもらって、見える化をしていると思います。そういう企業の方たちは、悩みがあったとしても、もっと前向きな悩みを抱えているとすると、意識の違いにもグラデーションがあるのかもしれない。

ですので、そこをもう1回整理していただいて、検討会を行っていただくと、より健全な議論になるかなという気がしました。

【熊谷メンバー】

各メンバーから様々なご意見が出て、それらを踏まえて、東証で以下のような作業をやったらいかがかと思いました。このアンケートでいろいろと指摘された項目には、もっともな指摘と間違っている主張とが混在しているので、しっかりと仕分けしていただいて、まず前者についてはどういう対応をするか、それぞれの主体についてTODリストをまとめていただければと思います。

そして、後者については、無理のない範囲で東証から考え方を示していただきたい。その際に一つ一つの主張に対して東証の考え方を示すのみならず、例えば、根底にあるIPOに関する考え方や哲学など、そこまで掘り下げていく形で、東証がどう考えているのかを体系的に示す、こうした仕分けの作業を、ぜひ次回の会合に向けてご検討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。

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いいたします。