

市場区分の見直しに関するフォローアップ会議（第２９回） 議事録

日 時： ２０２６年８月６日（木）１１時００分～１２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２９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３０分ほど遅れてオンラインでのご出席、オブザーバーの経済産業省様が３０分ほど遅れてのご出席、小池メンバーがご欠席となっております。

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

【池田統括課長】

本日もよろしくお願いいたします。

本日は資料が５つございます。

資料１は、企業の皆様を対象とした、「投資家への期待・要望」に関するアンケートの結果です。約７００社からご回答をいただき、様々な観点から分析を行っておりますので、ご紹介できればと思います。今後より深掘りすべきポイントや、アンケート結果の活用方法など、幅広くご意見いただければと思います。

資料２は、逆に機関投資家の方を対象とした、「取組みの進展が見られる企業」に関するアンケートの結果です。７０名ほどの投資家から、約３００社分の評価をいただきましたので、こちらもご意見いただければと思います。

資料３はグロースについてです。これから上場企業や未上場のスタートアップ、投資家の方などをお招きした検討会を開き、議論を進めていきたいと思っています。議論の内容は後日改めてご報告させていただきますが、本日は頭出しとして、メンバーや議題などをご紹介できればと思います。

資料４は少し毛色が異なる話で、小規模な上場企業を利用した不公正ファイナンスの事例が出てきていることから、以前ご議論いただいた事業内容の大幅な変更とあわせて、対応方針についてご議論いただければと思っています。

資料５は、ご説明は割愛いたしますが、今後の取組みの全体像をアップデートしておりますので、おつけしております。

全体を通しまして、本日ご欠席の小池メンバーからのコメントを資料のセッ

トの最後にお付けしておりますので、適宜ご参照いただければと存じます。
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「投資家への期待・要望」等に関する企業アンケートの結果と、資料２の「取組みの進展が見られる企業」等に関する機関投資家アンケートの結果について、ご説明いたします。

【門田課長】

それでは、資料１「『投資家への期待・要望』等に関する企業アンケートの結果」について、ご説明します。

３ページがアンケートの概要で、今回、ページ下部の１３個の質問を行っています。

次の４ページが回答状況です。全体で６８２社から回答がありました。市場区分としてはプライムが多いですが、スタンダードとグロースからも一定数回答がありました。また、時価総額については、１兆円以上から１００億円未満の企業まで、幅広く回答が集まっています。あわせて、ＰＢＲとＲＯＥの４象限の分布もお示ししています。

６ページと７ページが、アンケート結果のサマリーです。ポイントは大きく５点です。

まず１点目は、投資家からの関心や対話が、企業の取組みを後押ししているということで、事業戦略・成長戦略の方向性や目標、収益性向上の取組み、株主還元など、投資家から関心が寄せられた事項については、企業の取組み実施率が高くなっております。

また、全体の７５％の企業が「投資家との対話は有意義である」と評価しており、多くの企業が対話の価値を実感しているということです。

２点目は、「有意義な対話のポイントは何か」ということで、特に多く挙げられた点としては、自社の課題や認識ギャップへの気づきが得られた、中長期的・本質的な議論を行うことができた、その結果として、開示や取組みの改善、信頼関係の構築などに繋がったということです。

３点目は、反対に、「有意義でない対話の課題」ということで、特に多く挙げられた点としては、自社や業界に対する理解が不十分なまま対話が行われた、短期的な業績や株主還元など、目先の議論に終始していた、一方的・形式的な対話にとどまったということです。

また、次の7ページ、4点目は、投資家属性による傾向です。

まず、ロング・アクティブ運用の機関投資家については、示唆の獲得、建設的な議論、対話の成果など、幅広い観点で高い評価となっております。

また、パッシブ運用の機関投資家については、有意義とする声も多くある一方で、有意義でないとする理由として、もちろん投資対象が多いため限界がある部分かと思いますが、自社や業界に対する理解不足、また一律の議決権行使基準によって硬直的な判断になっているといった課題が挙がってきました。

また、ヘッジファンドについては、有意義という評価も一定ある一方で、反対に有意義でないといった声がより多くありました。ヘッジファンドについては、ロング・ショートからイベントドリブンまで、多様な投資スタイルがあり、そうした短期のトレード自体が否定されるものではありませんが、対話の課題としては、特に短期目線に終始した対話、一方的な質問・コミュニケーションという点が多く挙がっています。

また、いわゆるアクティビストについては、昨今、そうしたアクティビストの活動について、ネガティブに捉える声も一部にありますが、今回のアンケート結果では、有意義である、有意義でないといった評価が拮抗しています。

具体的に有意義だった機関投資家としても、アクティビストの名前が一定数挙げられており、企業としても、アクティビストとの対話を単にネガティブに捉えるだけではなく、有意義と考える企業も一定数いることが確認されたところです。

最後の5つ目は、企業から投資家に対する期待・要望です。

中長期的な視点からの対話を求める声、投資家ならではの示唆や知見によって気づきを与えてほしいといった声、また、自社の事業・業界に対する理解を深めてほしいという声、反対に、投資家についての理解促進のため、情報開示を求める声などが多くあがったところです。

以上が、今回のアンケート結果のサマリーです。

この後の分析については、詳細は事前説明の際にご説明しましたので、本日は簡単に項目だけご紹介します。

まず10ページが、投資家の関心事項についてです。

続いて、11ページが、対話を踏まえて企業が実施した取組みです。

また、次の12ページでは、そうした投資家の関心が、実際の企業の取組みにどれだけ結びついているのかという観点から、クロス分析を行った結果です。

次の１３ページが、対話の満足度です。全体として有意義な対話ができていると感じているかどうか、５段階評価で選択していただいた結果です。

次の１４ページは、事前説明でいただいたコメントを踏まえて追加したスライドですが、先ほどの対話の満足度について、時価総額別に集計したものです。結果として、各市場区分において、基本的には時価総額が大きいほど、有意義な対話ができていると感じる企業が多い傾向が見て取られました。

また、次の１５ページは、対話が有意義であると感じたケースにおいて、そう感じた理由について、まずは選択式で質問を行った結果です。

次の１６ページは、対話の満足度と、有意義であると感じた理由のクロス分析です。特に、こういった項目が対話で実現していると満足度向上に結びつくのか、その関係性をより深掘りできればということで、分析を行ったものです。

次の１７ページからは、有意義であると感じた対話の具体的なエピソードについて、自由記述の回答をまとめたものです。特に多かった声として、こちらでは、自社の課題や改善点について気づきを得たといった声、１８ページでは、中長期的な視点を持った投資家との対話を通じて、戦略の深化につながったといった声、１９ページでは、対話を通じて投資家の期待を把握し、その後の取組みの改善や投資家との関係強化につながったといった声をご紹介します。

また、次の２０ページは、そうした有意義な対話を実現するための企業における心がけ・工夫について、併せて質問を行った結果です。

多かった点としては、対話はできるだけ双方向に行うこと、投資家の自社への理解促進に取り組むために情報開示を充実すること、また、投資家からの厳しい意見があったとしても真摯に対応するよう心がけている、といった点でございます。

続きまして、２１ページは、反対に、有意義でないと感じた対話がある場合の、その理由について、まずは選択式で質問を行った結果です。

その上で、次の２２ページでは、先ほどと同様に、対話の満足度と有意義でないと感じた理由のクロス分析を行っています。こちらでも、どのような項目が対話の満足度の低下につながっているかを深掘りするため、分析を行ったものです。

次の２３ページからは、有意義でないと感じた対話の具体的なエピソードです。特に多かった声をまとめていますが、自社・業界に関する分析・理解が不

十分なことによって、対話が表面的なものにとどまったという声、また、一方的・形式的な対話で、双方向性が欠如していたといったコミュニケーションの課題を挙げる声です。

また24ページは、投資家からの質問・関心が、目先の業績や株主還元など、短期目線の議論に終始していたという声、評価軸や自社の株式保有状況など、投資家側の情報が不透明で、結果として対話がかみ合わなかったといった声です。

また25ページは、併せて、そうした有意義な対話を実現するにあたっての自社の課題・悩みについて質問した結果です。課題としては、情報開示の拡充、情報発信強化、投資家に対する解像度の向上、IR体制の強化などを挙げる声が多かったところです。

次の26ページでは、機関投資家属性別に、有意義である、有意義でないと感じるかを質問した結果です。

また、27ページ、28ページでは、そうした機関投資家属性を有意義である、有意義でないと感じた理由について、より深掘りするためにクロス分析を行っております。具体的には、27ページが、有意義であると感じた理由と属性のクロス分析、28ページが、有意義でないと感じた理由と属性のクロス分析です。

また、29ページ、30ページでは、今回、有意義な対話であると感じた機関投資家の具体的な名称をお聞きし、その結果をまとめています。こちらは大きく3つの区分、10社以上から名前が挙がったところ、3社から9社、1社から2社にグループを分けて、名前が挙がった投資家をご紹介します。結果として、国内の機関投資家だけではなく、多くの海外投資家、また、いわゆるアクティビストと呼ばれる投資家も名前が挙がっております。

続いて、31ページからは、機関投資家への期待・要望です。自由記述で質問を行った結果について、まずこちらのスライドで、概要をまとめております。

32ページからが具体的な企業の声です。特に多かったものとして、中長期的な視点での対話ということで、短期の業績、株主還元だけではなく、中長期的な戦略まで含めて議論・評価をしてほしいといった声です。

33ページは、投資家ならではの知見、比較視点を共有してほしい、またネガティブな内容を含めて率直な意見をしてほしいといった声です。

34ページは、自社の事業・業界に対する理解を深めてほしいというところ

で、面談前に開示情報をしっかりと確認してほしいといった声、また、対話の中でも、自社の事業環境、業界特性を踏まえて議論してほしいといった声です。

35ページは投資家側の情報開示です。企業サイドの情報開示が様々進む中ですが、投資家サイドの情報開示にも取り組んでほしいということで、具体的には、投資家の評価軸、投資判断の基準、面談目的、また自社株式の保有状況などについて教えてもらえると、より実効性のある対話につながっていくといった声です。

36ページは、双方向の対話・コミュニケーションということで、一方的な質問で終わるのではなく、企業側にも説明・意見・質問する時間を設けてほしいといった声、また、自社の経営陣との対話でも、忌憚のない提言がほしいといった声です。

37ページはその他の期待・要望です。

続いて38ページが、最後の質問、取引所に期待する取組みです。

こちらも自由記述の質問ですが、こちらで概要をまとめております。

39ページからが具体的なコメントです。全体の傾向としては、これまでの企業向けアンケートと同様の傾向ですが、まず特に多かったのが、事例集の継続・拡充や、セミナーの定期的な開催を求める声です。

40ページは、投資家との接点創出、マッチングの支援をしてほしいといった声、また他社の担当者との横のつながりをサポートしてほしいといった声です。

41ページは、開示実務・対話の支援ということで、より具体的な指針やガイドラインの充実を期待する声、その他、実務負担の軽減に向けたサポートを期待する声です。

42ページは、実効的な対話の促進に向けて、投資家への働きかけを進めてほしいという声で、今般のアンケートについても、継続を求める声がありました。

43ページは、投資家との有意義な対話を実現するための仕組みや制度づくりなど、環境整備を進めてほしいといった声です。

以上がアンケートの集計結果ですが、今回のアンケートは、単に集計を出して終わりということではなく、しっかりと活用していくことが重要だと考えています。

その観点から、最後の45ページで今後の取組みをまとめています。

まず、機関投資家への周知ということで、今回のアンケート結果、機関投資家への期待・要望については、各種の機関投資家団体などにフィードバックを行っていくこと、また、機関投資家との面談やセミナーなどでも周知してまいります。

また、今回の結果を広く活用していただくという観点からは、自由記述以外の回答データについて、個社が特定できない形で、たとえばExcelなど、外部の方が分析できる形で提供していくということも、検討してまいりたいと考えております。

また、上場企業に対しては、この後の資料の2点目、機関投資家向けアンケートの結果と併せてフィードバックを行っていきます。

また、関係機関との連携ということで、投資家・企業への働きかけという観点から、金融庁、経産省など政府の皆様とも連携していくこと、また、企業に対するサポートについては、東証単独ということではなく、IR支援やコンサルティングを行っている先とも連携してまいります。

最後の点、東証でのサポート策ですが、今回の企業向けアンケートについては、様々な示唆が得られる結果となっていますので、投資家向けのメッセージ発信という観点からも、来期以降も継続できればと考えています。

また、機関投資家アンケートを踏まえ、秋以降に改めて事例集を作成していくこと、その他、上場企業のサポート策についても継続してまいります。

以上が資料の1点目です。

続いて、資料の2点目、機関投資家向けアンケートの結果についてご説明します。

まず2ページがアンケートの結果概要です。今回、投資家74名、43社から回答が集まりました。取組みの進展を評価していただいた企業は、延べ300社という結果です。

回答にご協力いただいた投資家の社名をこちらで並べていますが、今回、一部の投資家、特に海外投資家からは、社内ポリシーとして、投資先についてアンケートで言及するのが難しいということで、回答を控えられたケースもありましたが、そういった中でも比較的多くの投資家様から回答を得られたと考えています。

次の3ページが、今回のアンケートの概要です。大きく3点の質問を行っています。

1つ目が、資本コストや株価を意識した経営に関して、取組みの進展が見られる企業とその評価のポイント、2つ目が、日本企業に対してさらなる改善を

期待する点、また市場の魅力向上に向けて取引所その他関係者に期待すること、3つ目が、開示していない企業向けのメッセージで、そうした企業の第一歩として期待する対応・開示についてです。

この後はアンケートの集計結果です。

まず1点目が、取組みの進展が見られる企業です。

5ページがサマリーです。今回、左側のとおり、プライム市場は時価総額1000億円以上か未満か、また、スタンダード市場という大きく3つの区分で集計を行っています。

右側が、投資家からの主な評価の声で、特に多かった類型を大きく5つにまとめております。

まず、1つ目が、キャピタル・アロケーションの方針を明確化した事例、また、資産の効率化なども含めて、具体的なアロケーションを進めていった事例です。

2つ目が、特に低収益事業からの撤退など、抜本的なポートフォリオ改革を推進するような事例、また、高成長分野に経営資源を重点的に配分する事例です。

3つ目は、オーソドックスですが、資本コストや資本効率を意識し、具体的な目標や改善策を提示した事例、また、事業部門別のROICやWACCを活用している事例です。

4つ目が、経営トップや取締役会の強力なリーダーシップのもと、大胆な事業ポートフォリオ改革や資本政策を実行した事例、また、取締役会、社外取締役の監督機能、投資家との対話を通じて、実効性や透明性を確保している事例です。

最後の5点目は、情報開示・IRが進展した事例や、投資家との対話を通じて、取組みがブラッシュアップされた事例です。

具体的な各企業の評価コメントは、別添の資料のとおり一覧化してまとめており、こちらは本日時点では、いったん対外的には非公表とした上で、確定版の公表の際に、全ての企業のコメントを公開したいと考えています。

この後のスライドは、具体的に評価された企業の一覧です。

まず6ページからが、プライムの時価総額1000億円以上で評価された企業の一覧です。ページが飛びまして、10ページがプライムの時価総額1000億円未満で評価された企業、11ページがスタンダード市場で評価された企業の一覧です。

続いて、１３ページからが、質問の２つ目、日本企業に対してさらなる改善を期待する点です。

今回、多かった声としては、何か新しいテーマではなく、これまでの要請・アップデートや、ガバナンス・コード改訂などでもフォーカスしたポイントについて、改めてその重要性が確認できたという結果です。

具体的には、こちらのスライドですが、資本コストや株価を意識した経営の実質化・高度化、また中長期的な経営方針・ビジョンの明確化を求める声です。

１４ページは、経営資源の適切な配分、保有資産の最適化・効率化について期待する声です。

１５ページは、投資家との対話姿勢、開示の充実化、ガバナンス強化、取締役会の実効性向上を期待する声です。

これらの声は、企業向けの参考材料として紹介していければと考えています。

続いて、１７ページからが、取引所その他関係者に対する期待です。

内容としては幅広くご意見があったところで、まず、市場改革の深化、上場制度の整備ということで、例えば、上から２点目、時価総額の小規模な企業へのアプローチの検討を求める声、中ほどでは、社外取締役の質の向上に向けた取組みを期待する声などがございました。

また、１８ページですが、上場企業に対する取引所からのサポートを継続してほしいといった声、また、市場関係者全体のリテラシー向上、啓発活動を求める声が多くございました。

これらのご意見については、今後の施策の検討材料として活用してまいります。

続きまして、２０ページが、３つ目の質問で、開示していない企業に対して、第一歩として求められる対応についてです。

多かった声として、大きく２点にまとめています。

まず１点目が、現状分析です。自社の資本コスト、収益性、市場評価などについて、自社の現状を分析した上で、経営者として、現状どのあたりに課題があるのか、「課題認識」を示してほしいということです。

その上で、そうした課題について、必ずしも最初から改善目標、完璧なアクションプランまでは求めないものの、まずは改善に取り組んでいくという「対応方針」、また経営トップとして、改善に取り組むという「コミットメント」を示すことが、第一歩として重要という声が多かったところです。

そのような取組みがなされれば、その後の対話やフィードバックを通じた取組みの改善につながっていくということです。

また、その他、資料には掲載していないのですが、段階的に開示や改善に取り組む実際の企業の事例についても回答が集まっておりますので、今後の取りまとめに活用してまいります。

以上がアンケートの集計結果で、最後のスライドで、今後の取組みをまとめています。

まず、取組みの進展が見られる企業の一覧については、今後、JPXウェブサイトでの公表やTargetでの通知など、企業や投資家向けにフィードバックしてまいります。

また、中ほど、開示していない企業への対応としては、今回、投資家から寄せられたご意見を踏まえ、改めて、開示していない企業に対しても、どのようなサポートがあれば取組みに着手できるか、後押しとなるか、アンケートなどを通じて聞き取りを行ってまいります。

その上で、その結果も踏まえ、今後、第一歩を踏み出した企業の開示事例であったり、より簡易なガイドなどを取りまとめ、公表してまいります。また、その他、現在も行っている個別訪問などのサポートも続けてまいります。

また、最後の点は今後の施策についてです。

4月には要請のアップデートを行い、7月にはガバナンス・コードを改訂したところで、今後、企業における対応が進んでいくところですが、そうした企業の対応状況や、投資家からのフィードバックについては、フォローアップ会議でも継続的にモニタリングしながら、さらなる実質化・高度化に向けた施策の検討を進めていければと考えています。

また、今回の「取組みの進展が見られる企業」に関するアンケートは、来期以降も継続していければと考えております。

資料の2点目は以上です。

【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】

まず、資料1についてですが、非常に示唆に富む資料をまとめていただき、誠にありがとうございます。これまで見聞きしていたことや感じていたことが

データとして整理され、さらに企業の生の声が記載されており、大変意義深い資料であると思います。45ページの今後の取組みを着実に進めていただければと考えます。

その上で、今回の調査を今後に生かしていく観点で意見を3点申し上げます。第1に、さらなる調査の方向性・対応についてです。13、14ページの対話の満足度では、回答した企業の75%が「有意義な対話ができている」と感じていますが、ROEとPBRが低いほど満足度が低い傾向にあります。また、スタンダード市場とグロース市場は満足度が低く、時価総額別では時価総額が低いほど満足度も低い傾向です。

例えば、ROEとPBRが低い企業で満足度が低い理由や自社の課題を調査するなど、より深掘りして、ボトルネックを列举してみてもいいかもしれません。それらの企業における改善状況は来期以降もこの取組みを継続する上でのKPIになると思います。よく調べてみると、成長投資を志向する企業とバランスシートの精査を期待する投資家との間で、意向のずれ違いが生じているケースがあるかもしれません。このようなずれ違いが満足度を引き下げている要因かどうかを含めて、丁寧に確認されるのが良いと考えます。

第2に、本資料に関する東証のメッセージの出し方についてです。中長期的な視点を持った投資家が企業の考え方を理解しつつ、さらに対話をブラッシュアップさせて、企業とともにより一層の企業価値の向上につなげるというメッセージを出すことは重要です。それと同時に、短期的な視点を持つ投資家が市場において果たす役割についても言及すべきです。26ページにある通り、ロング機関投資家やパッシブ運用機関投資家に比べて、ヘッジファンドは「有意義でない」という回答が多くなっています。「一方的な意見表明」「自社への分析・理解が不十分」などの行動に関しては改善を促すべきですが、ともすると企業がヘッジファンドなどの短期的な視点の投資家の行動を頭ごなしに適切ではないと判断してしまうおそれがあります。24ページの企業のコメントでは、ヘッジファンドへの理解が示されていますが、本調査は対話に関するアンケートであることを前提としつつ、市場の流動性を提供する短期的な視点の投資家に対して、企業が一面的な認識を持たないように適切なメッセージを出すことが必要不可欠です。

他方で、自民党の「企業価値を伸ばし続けるガバナンス改革への提言」で指摘されている濫用的なアクティビズムの疑いのある事例等については注意喚起

を行うことが肝要です。43ページの、実効的な対話の促進に向けた環境整備の最後の箇条書きにある「企業側の企業価値向上に向けた取組みを阻害する」などについてしっかりとフォローする必要があります。

第3に、本調査とスチュワードシップ・コードとの連携です。35ページの機関投資家への期待・要望の「投資家側の情報開示」で記載されている内容はスチュワードシップ・コードの原則4に書かれている内容が含まれています。スチュワードシップ・コードの更新時などにこうした点をより明確に位置付けることも考えられます。また、41ページの取引所に期待する取組みでは「開示・対話の指針を示してほしい」とあります。このような声に応えるとすれば、金融庁と共同で取り組むことかもしれませんが、スチュワードシップ・コードの解釈指針やガイダンスの整備、スチュワードシップ・コードの付属文書である「投資家と企業の対話ガイドライン」の更新が考えられます。

続いて、資料2の「取組みの進展が見られる企業」等に関する機関投資家アンケート結果について、資料をまとめていただき、誠にありがとうございます。簡潔でありながらポイントを押さえたコメントが多く、名前が挙げた企業にとっては、自社の取組みが投資家から評価されていることが確認でき、更なる取組みの後押しになることが期待されます。また、名前が挙がらなかった企業にとっても、自社の取組みと比較しながら、今後の対応を検討する材料になるのではないかと思います。

また、20ページの開示に踏み出せていない企業の第一歩として望まれる対応も非常に丁寧にコメントされています。22ページの今後の取組みで書かれている企業の開示例や簡易なガイドの公表は適切な手法であると思います。

「資本コストや株価を意識した経営」に関する開示を行っていない企業のIR部門の担当者にとどまらず、取締役会や経営陣まで確実に届くように工夫していただければと考えます。

最後に、改善余地のある事例についても、今回の調査と同様に幅広く収集してはいかかと存じます。企業名を伏せたうえで、収集した結果を投資家のコメントとあわせて紹介したり、当該企業に対しては寄せられたコメントを個別にフィードバックしたりすることも有益ではないでしょうか。既に「投資家の目線とギャップのある事例」が公表されていますが、それを更に発展させて、企業に具体的な気付きを促す取組みとして大きな効果が期待できると考えます。資料1の34ページでも「改善事例だけでなく課題事例も紹介してほし

い」との意見が示されておりますので、ご検討いただければ幸いです。

なお、最後に蛇足かもしれませんが、8月28日に開催される日経・東証IRフェアで、個人投資家向けの基調講演をさせていただくことになりましたので、時間の許す範囲で東証のフォローアップ会議等での取組みや、今回の資料1、2などについても言及したいと考えています。

【三瓶メンバー】

資料1、2を取りまとめいただきありがとうございます。企業と機関投資家双方から、大変意味のある情報を収集し、また、縦横無尽に分析もいただき、非常に示唆深い内容であると思いますので感謝いたします。

その上で、今後の取組みに関連して、資料1の45ページの「上場企業へのフィードバック」と、資料2の22ページの「第一歩として望まれる開示内容に関する実務支援」については、4象限を軸に一体的に実施するのがいいのではないかと考えています。

4象限のどの位置にある企業が何を言っているのか、一方で、投資家側が評価している企業が4象限のどこにあるのか、企業アンケートでは何を言っているのか、そのようなことを合わせていくことで、より解像度が上がってくるのではないかと考えています。

機関投資家アンケートの結果では、進展している企業が多く挙げられておりますが、過去5年の企業の4象限の推移を見てみると、予想どおり、4象限の左下や右下から右上に象限を移動している変化がある会社が高く評価されている傾向が分かります。これはまさに、そうした変化があると投資家から高く評価されるというエビデンスとして、企業側のインセンティブとなり、非常にいいものではないかと思っています。

昨年の12月26日に東証が公表した「課題解決に向けた企業の取組み事例集」でも同様のことを示しておりますが、今回より多くの同様の取組成果を把握できたことで、全体の流れとして示すことで、更に強いエビデンスとなるのではないかと考えています。

ここで重要なことは、企業にとってそうした取組みをすることが企業価値として市場で評価されるという、取組みの意義やベネフィットを明確に強調して伝えることだと思います。

企業が何か頑張っても、次から次へとあれこれ言われて大変だということではなく、しっかりと結果を出していくと、または結果が出てなくても、その行動を始めただけでも評価されていく、そういったベネフィットを明確に伝えていくことが重要じゃないかなと思います。

その中で、最近私は、「経営者がまだ見ぬ景色がある」という言い方をしています。それは4象限でいうと、特に左下に多くの企業がまだあるわけです。その経営者からすると、投資家と会ってみても、いろいろ不平不満や文句を言われることや、対話がかみ合わないことがあるのですが、右上の企業は、投資家が成長投資の後押しをしてくれる場合や、株主還元がそこまで重要視されていない場合など、見えている景色が全く違います。

右上の象限にたどり着かないと見えないその景色を、右上の象限にたどり着いた企業は感じているということを、左下または右下の企業に伝えていくことが重要だと思っています。

改訂されたコーポレートガバナンス・コードの原則4-1に関連して、投資家から寄せられた第一歩の期待として、現状把握が重要であるとのことですが、これはコーポレートガバナンス・コードの前書きにも、自社の成長フェーズを考慮しつつ、成長投資や事業ポートフォリオの見直し等、適切な経営資源配分を行う必要があるとしていることに合致することだと思います。

また、経産省から出ている成長投資ガイダンスでも、4象限フレームワークを用いて、企業が自社の現在地を踏まえて、エコノミック・プロフィットを改善する道筋をガイドしていくこととも整合しています。東証の今回の情報収集というのは、そのようなことが概念ではなくて事実として市場は非常に評価するし、企業も実際に、現場で投資家と対話する中で感じ取っていくことだということで、非常に大事なことだと思っています。

最終的に東証がフィードバックや何らかのまとめをするとのことですが、今回の結果から見えてくる、ちゃんと対話がかみ合っているケースについて、明確に示すことが重要であると思います。

一方で、ここから学べることとして、企業側が的外れな期待を投資家にしていないか、例えば、投資家の属性や投資スタイルによって、どのような部分が投資家に対する的外れな期待であるのかを整理することも、助けになると思います。他方で、投資家側にも、あなたはそう言っているけれども、市場の大多数の機関投資家はそう思っていないといった的外れなものもあると思うので、それらもあわせて整理ができると、よりお互い命中確率の高い対話ができるのではないかと思います。

最後に、今回は4象限の話を多くしましたが、この4象限は分かりやすさの観点から少し単純化しすぎたところがあり、ギリギリの右上のボーダーライン（ROE 8%・PBR 1倍）を超えたところにある企業は、いわゆる投資家がイメージしている右上の企業ではないと考えます。ですから、ギリギリ右上にいても、実感としては先ほどの新しい景色が見えていないかもしれません。

経産省の成長投資ガイダンスでは、更に細かくROEやPBRを細分化し

て、4×4の16象限のようなものをつくって、海外との比較をしています。一步踏み込んで、少なくともPBR2倍以上など細かく見ていくと、更に違ったものが見えてくるのではないかと思います。

もう一つ、投資家属性の中で、ロング機関投資家というのがありますが、企業側には通ずる言葉なのか疑問に感じました。ロングオンリーを指していると思いますが、ロングというと長期と捉えられるのではないかと思った次第です。以上です。

【永見メンバー】

資料を取りまとめいただきありがとうございます。資料1、2共に素晴らしく、示唆深い資料で、全上場企業また関係者にぜひ周知をいただけると大変ありがたいと思っています。

また事前説明を踏まえて追加していただいた資料1の14ページ（時価総額の対話の満足度）は特に示唆深いと思っており、主にこのページについてコメントします。課題設定としては、14ページのとおり、時価総額が低い企業のほうが有意義な対話ができおらず、満足度も低いことについて、ここをどう解消していくのか、それを通して市場全体をどう底上げしていくのかということです。

もう少し解像度高く話すと、時価総額の低い企業では、本当に有意義な対話を通して投資家をエンゲージした、もしくは大量に株を買ってもらったといった成功体験が恐らく積まれていないことが、本当にリアルな課題ではないかと思っています。

当然IR活動や経営活動そのものは広くあまねくやるものですが、1社でも2社でもいいので、どう投資家を本当にエンゲージして株を買ってもらうかが重要であり、最初の1社に買ってもらいたいことが成功体験になります。14ページのアンケート結果そのものは、比較的定性的に評価されておりますが、そのような成功体験が、「有意義な対話」を結果として増やしていく一番の施策として重要だと思っており、そこはすごくフォーカスしたほうがいいのではないかと思います。

そのために、どう補助線や手がかりを提供していけるかを検討することが、取引所としても非常に重要かつ意義深い活動だと思っております。アイデアがあるとしたら、この資料2の20ページの「第一歩として望まれる開示内容」について、これは素晴らしい内容だと思いますが、もう少しシンプルに、企業に寄り添う手がかりとしてクリアに周知徹底していくことが一つあると思います。

若干、財務的な示唆やコメントが多いので、より大事なのは変化点としての

成長戦略に対するコミットメントであるといったような表現もあると良いのではと思うのですが、それらをしっかり周知し、また取り組んでもらうことが重要です。

もう1点のアイデアとして、1回の面談だけでは株式を買ってもらえないことが多いと思いますが、こういう開示やコミュニケーションを重ねて、結果として大量保有に至ったとか、大量保有でなくてもエンゲージメントができたといったケーススタディがあると、どのような取り組みをすることが実際のエンゲージメントにつながるのか、リアリティと共に理解できていいなと思っております。

投資家名や企業名を伏せる形でもいいと思うので、実際にヒアリングをしていただき、そのようなケーススタディを何社か、もしくは何事例か出していただくと、特に時価総額が低い会社の経営者やIR担当者からすると、重要でかつ意義深い補助線になるかなと思っておりますので、ご一考いただければと考えています。

以上です。

【内田メンバー】

ご説明ありがとうございました。資料1、2ともに、今回、個社名を掲載していただいたことで、決してランキング付けが目的ではないわけですが、見た印象で非常にリアリティが増した印象を受け、新たに一步踏み込んだ取り組みであると思いました。これを特に企業側へフィードバックしていく過程で、反応も見ていただいて、また有効活用していただきたいと思います。

意見の内容も、それほど想定外ということでもないですが、実態を捉えた多様な声が拾えていると感じました。先ほどご説明にあったとおり、今後の施策に活かしていただきたいと思います。

資料1についてですが、企業側の声の中に「双方向の対話」というキーワードが出てきて、この対話の土台をどのように作っていくかが重要ではないかと思います。先ほど少し意見が出ましたが、やはり時価総額の大きい会社はそれなりに注目されることが多いですし、それからIRのスタッフ機能も拡充させているところが多いのではないかと推測します。面談も定例的に、例えば四半期開示ごとに重層的にIR活動しているところは、ある程度投資家層の見え方、スタイルについて理解も組織的に進んでいるだろうと思いますし、それによって満足度も高められるのだと思います。

一方で、こうした体制が乏しいと、投資家側のリソースの問題やカバレッジの制約もあり、事前の分析などが深まらないこともあると思います。時価総額だけではないのかもしれませんが、この層に、投資家というものの解像度を上

げてあげられるような施策の検討を続けていくことが、取引所としてのサポートとして有益かと思います。

実際の質問についても、投資家と面談するときに、「最後に何か質問はありますか」といった会話もあるのですが、時間の制約もあり1フレーズのやりとりだけではなかなか対話が深まりません。継続的に、色々な階層に対してそうしたサポートを続けていくことが必要だと思います。

それから、面談する相手が最近自社の株を売ったのか買ったのかもよく分からないことが多いです。聞いてもいい場合ももちろんあるのだと思いますが、答えてくれる人とくれない人がいますし、聞いてはいけないような雰囲気もあると思います。表面的に買ったか売ったかだけではなくて、その理由や背景の考え方が重要ですけれども、そこまでの理解を促進できるような対話の土台を、どうやって拡充していくのかを検討していただきたいと思います。

今回のフィードバックを通じて企業と対話をしていくだけでも大きな意義があるのではないかと思いますので、進めていただきたいと思います。ありがとうございました。

【黒沼メンバー】

まず、上場会社から投資家への要望に関するアンケートは、今回初めて行っていたものであり、選択式の回答が大部分だと思いますが、回答数も多く、その分析によって、上場会社の要望の傾向を見て取ることができます。大変興味深く、貴重な資料になっていると私も思いました。特に上場会社が有意義でないと感じた機関投資家との対話のエピソードや、有意義でないと感じた理由は貴重なものだと思います。

今後の取組みとして、機関投資家へのフィードバックは当然重要だと思いますが、今回、上場会社から有意義でないと感じた対話先の情報も得られているところ、個々の機関投資家に対して、個別企業のアンケート結果をフィードバックする、つまり何らかの個別的な方法で伝達するということをお考えになっているのかどうか、それが良いのかどうか私が判断できるわけではないですけれども、その点も含めて東証のお考えをお聞かせいただければと思います。

資料2についても、先にコメントさせていただきたいと思います。そもそもこのアンケートの目的は、取組みの進展が見られない企業に対して取組みを促すことにあるという理解でいいのか。もしその理解を前提とすると、取組みの進展が見られない企業、あるいは開示に踏み出せていない企業に対して、自分たちが取組みを促されているということが伝わる形でのフィードバック、アンケートの結果の個別のフィードバックが必要になるのではないかと思いますけれども、その点についてもどう考えておられるのかを聞かせていただければと

思います。

【門田課長】

1点目の投資家へのフィードバックですが、資料1の「有意義な対話」の方で名前が挙げた投資家は、資料2でアンケートに協力いただいた投資家と重なる部分が多くございます。普段我々が意見交換する投資家も多いところですので、資料1・2のアンケート結果は、そうした投資家に直接フィードバックしてまいります。

一方で、「有意義でない対話」の方で名前が挙げた投資家については、（非公表を前提として質問を行っていることもあり、）個別のフィードバックは考えておらず、今後の取引所における検討の参考として活用してまいります。

2点目の機関投資家向けアンケートの目的ですが、取組みの進展が見られている企業に対して、外部からのフィードバックによって、さらに前向きに取組みを進めていただくという好循環を狙ったところと、取組みの進展が見られない企業向けに、参考としていただきたいというところがございます。こうした観点から、本アンケート結果は、進展が見られる企業、見られない企業、併せて全体に周知してまいりたいと思います。

また、現時点で開示していない企業への個別のフィードバックは考えていませんが、今後、そうした企業に向けては、事例集やより具体的で簡易なガイドを提供するとともに、上場会社サポートグループで行っている個別企業へのサポートなどを継続してまいりたいと思います。

【翁メンバー】

ご説明ありがとうございました。皆様と重なりますけれども、資料1、資料2とも大変貴重なデータになっていると思います。特に今回、投資家への期待に関するアンケートというのは初めての試みで、75%の企業が対話を有意義だと捉えているという点は、心強く思いました。

ただ、クロス分析を見ていると、例えば投資家は中長期の戦略について期待をしている一方で、企業の実施率が5割にとどまっています。どうしても還元などの方が早く実施率が上がってきてしまいますけれども、このような取組みは、中長期で評価していかなければならない点もあると思います。これを経年的に見ていって、投資家の期待に対してどのように企業が応えていくかを見ていく必要があると思いました。

それから、21ページなどを中心に、対話が「有意義でない」と感じたケースについて、その理由として、自社の「分析・理解が不十分なまま対話が行わ

れていた」ということや、「形式的な質問にとどまり、建設的な議論にならなかった」、「短期的な業績や株主還元などに議論が偏っていた」という指摘がありますが、これらは大変重視すべきだと思っております。こういったことに関しては、投資家にもしっかりとフィードバックしていただく必要があると思っております。

一方で、難しいと感じておりますのは、企業は、アクティブ、ロングの機関投資家との対話は非常に有意義だと感じているわけですが、日本の投資家の圧倒的な割合はパッシブが占めていて、しかもインデックス運用であるところ、一社一社にリソースを割けないという面もあると思います。このようなパッシブの方たちに、どのように全体として底上げしていただくのかというのは課題だと感じました。

いずれにしても、この結果につきましてはしっかりと投資家の方々に周知していただいて、よりよい方向に改善していただきたいと思っております。

資料2につきましては、先ほど三瓶メンバーがおっしゃったのですが、例えば5ページなどに書いていることは、まさに今回のコーポレートガバナンス・コードの改訂や、成長投資ガイダンスで書かれていることを、実際に投資家が期待しているのだということをよく表していると感じております。そういった整合性のある資料がこのタイミングで出るというのは、全体としても価値があると思っております。

ROE、PBRが低い企業の中には、時価総額が大きくてPBRもROEも高いような企業と比べて、「数字だけ言われても」と思っている企業はすごく多いと思います。産業特性も随分違い、なかなか難しい産業もあると思いますが、それでもこのようなことが強く求められているということを、対象となる企業群を念頭に発信していただくことは大事だと思います。

恐らく、4象限の左下から右上のほうに移行している企業の事例なども、今回いくつか入っているように思いましたが、そういった企業の事例を分かりやすく表すことによって、特に左下の象限の方たちにガイドをしていくことは大切なのではないかと、私も思っています。

取引所への期待として、社外取締役の質の向上について何かできないかと書いてあります。やはり機関投資家も、取締役会がきちんと機能しているかということが、これから非常に大事になっていくと思っているということです。

今までも、経産省の出しているしやる資料なども多くありますが、例えば東証で色々と議論をされている内容も踏まえて、社外取締役の役割の重要性をエッセンスにした動画を配信して、多くの方に見てもらおうようにするといったことから始めていくなど、質の向上についてできることもあるのではないかと思っています。これも大変大事だと思っておりますので、付言したいと思いま

す。以上です。

【松本メンバー】

大変示唆に富む資料であり、まとめてくださってありがとうございます。アンケートに答えた企業の大体75%が、機関投資家との対話は概ね有意義だと評価しているのは、大変重要なデータだと思うので、さまざまな関係者にしっかり見てもらって、周知していくことが重要だと思います。

一つだけ気になることがあります。一般少数株主の視点をもう少し丁寧に見る必要があるのではないかと感じました。どんな企業にも経営があって、株主があって、対話がある。しかし上場企業ですから、唯一大きな違いは、個人株主などの一般少数株主がいるということであり、その人たちの利益の保護をしっかりと考える必要があると思います。

このアンケートは大変素晴らしいですが、どちらのアンケートも、基本的には各社のIR部門と機関投資家の間で行われているということだと思うんですけども、もっと小さい一般少数株主の視点が漏れている可能性はないだろうかという点が少しだけ気になります。

例えば最近も、株主総会の株主提案権の変更が行われようとしているということがあります。あの変更は、個人株主などの小さい株主による提案権を奪うものだと思いますが、それが奪われる人たちがどういう意見を持っているかということが、果たして取引所においても、あるいは政府においても、確認されたのかというと、あまりその点に関して、資料やデータは出てきません。

先ほど永見メンバーが触れられた資料1の14ページで、規模が小さいところほど有意義でないと考えているとありましたが、逆に言うと、グロース市場などの規模の小さい会社は、機関投資家があまり関わっていないために、唯一外部の目を提供できるのは個人株主であると思います。その人たちがどのように考えているかというのは非常に大切だと思うので、このアンケート自体は素晴らしいのですが、上場企業であるので一般少数株主がいるという部分についてもう少し丁寧な調査、インタビューなどを追加的にする必要があるのではないのでしょうか。

それと関係して、今、翁メンバーもおっしゃいましたが、社外取締役も大変重要であると思います。特に少数株主保護という観点で、最も重要な機関が社外取締役であると思います。社外取締役に関して、どのようにサポートしていくか、期待をしっかりと理解してもらうかといった部分については今一度しっかりと考えていく必要があるの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。

続きまして、資料３のグロース市場の発展に向けた検討会について、ご説明させていただきます。

【議員調査役】

ご説明いたします。

前回６月のフォローアップ会議でもお示ししておりましたとおり、今後、スタートアップ関係者の皆様を集めた検討会を開催予定です。

現状、２回目までの日程と参加者が決まっております、その後も随時開催していく予定ですけれども、参加者は固定とはせず、テーマに応じて柔軟にお招きする想定です。

内容としては、まずはあるべき論として、「グロース企業たるもの、かくあるべき」という姿を皆様に語っていただいたうえで、その実現に向けた課題や必要な環境整備について、先日のアンケート結果も踏まえて議論していくことを想定しております。

そして、その議論の内容を、他のスタートアップや関係者の方々にしっかりと見ていただくこともまた重要と考えておりますので、フォローアップ会議と同様に、それぞれのご発言が分かるような形式で議事録を公表していくことを予定しています。

２ページが初回についてでございます、８月２１日に、主に上場企業の観点から議論を行う予定です。

参加者ですが、企業からは、グロース市場で時価総額上位に位置する、トライアルホールディングス、MTG、アストロスケールホールディングスに加え、時価総額１００億円超の領域で成長に取り組むキャンバス、エフ・コード、そして現在はプライムに上場されておりますが、小さく上場して大きく成長している企業として、さくらインターネットをお招きしています。

業種としても、小売・情報通信業から宇宙・バイオなどのディープテックまで、多様な企業をお呼びしておりますので、それぞれの立場から課題意識などを伺えればと考えております。

また、投資家からは、中小型の機関投資家に加え、ラージの機関投資家もお招きしております。

テーマはページ下半分にあるとおりですが、企業からは、グロース企業として「高い成長」に向けてこれまでどのように取り組んできたか、そしてそれを投資家にどのように伝えてきたかを語っていただくほか、投資家からは、グロース企業への期待を語っていただく想定です。

そして、その実現にあたっての課題認識、東証や市場関係者に期待する環境整備等を伺えればと考えております。

そして、3ページが第2回についてございまして、9月16日に、主に未上場企業の観点から議論いただきます。

企業からは、ユニコーンあるいはそれに準ずる規模の企業をお呼びしており、投資家からは、上場後の機関投資家のほか、VCの方々もお呼びしています。

テーマとしては、大枠としては第1回と同様ですが、未上場ならではの話として、特にIPOを成長戦略においてどのように位置づけるべきか、IPOやIPO前においてどのような環境整備が必要か、などを議論できればと考えております。

検討会での議論の状況については、次回以降のフォローアップ会議においてご紹介できればと考えておりますが、現時点で何かお気づきの点があれば、ご意見頂ければと思います。

ご説明は以上でございます。よろしくお願いいたします。

【渡邊部長】

こちらはご意見があれば、頂戴したいと思います。いかがでしょうか。

【三瓶メンバー】

取りまとめいただきありがとうございます。既にもう2回分の準備をさせていただいて、メンバーを見ても活発な議論ができるのではないかと期待しております。

その中で、1回目、2回目のテーマとして、市場選択というキーワードがあります。もちろん市場選択の考え方をお聞きするのも良いとは思いますが。ただ、市場区分ごとに異なるコンセプトがあり、並列して市場が存在するという意味では、やはり目指すところとして、現在は成長していくとグロースからプライムに移るという暗黙の前提があるかもしれませんが、そうではなく、アメリカのNASDAQのように、グロース市場にとどまりたいと考える、そういった魅力あるグロース市場にするにはどうすれば良いか、何がそういった魅力を形成する重要な要因なのかということも、ぜひ明確にアジェンダとして議論していただければと思います。これまで我々が議論してきた、グロース市場にとどまりたいと思うような市場にしていけないといけないという話と関連すると思うので、ぜひお願いしたいなと思います。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4の投資家保護の観点から問題のある事例への対応について、ご説明させていただきます。

【山脇課長】

資料4「投資家保護の観点から問題のある事例への対応」についてご説明します。

具体的には、2ページをご覧くださいと思います。

少し時間が空いてしまいましたが、本年2月の会議では、上場後に事業内容を大幅に変更し、その結果として、上場適格性に懸念が生じるようなケースについての対応をご議論いただきました。

具体的には、3ページに前回ご紹介した事例を再掲しております。

こうした事例に関しては、投資家保護の観点から適切に対応する必要がある一方、前回の議論の中では、仮に、4ページに載せている海外取引所の事例のように、大幅な事業変更が行われた場合に、上場適格性を審査するような制度を設ける場合、企業価値向上に向けた通常の事業拡大や事業転換を阻害しないよう、その設計には十分に留意すべきとの意見を多数いただいていたところで

続いて、ページ飛びまして5ページをご覧ください。

今回、上場後の事業内容の変更とは別の論点として、上場会社が不公正ファイナンスに利用されてしまっている懸念のある事例をご紹介します。

具体的には、こちらに典型的な流れも載せておりますが、業績不振の比較的小規模な会社を狙って、特定の者が株主として入ってきたうえで、取締役の派遣等を通じて経営体制を変更、新規事業の立上げ等を謳って特定の株主への利益供与や資金還流を目的とした不公正ファイナンスを行っていくといった事例となっております。

取引所としては、投資家保護の観点から、こうした不公正ファイナンスに繋がっていくような事例について、どのように牽制・未然防止を図っていけるかといったことも重要な論点になると考えております。

こうした事案に対して、取引所として、どのように対応していくかが、6ページの今後の対応方針です。

ここでは、最初にご紹介した事業内容の大幅な変更と、不公正ファイナンスに繋がっていく懸念があるような経営体制の大幅な変更とをあわせて、企業内容の大幅な変更と記載しておりますが、そうした変更が生じた場合に、速やかに上場適格性を再審査する制度を設けることでどうかと考えております。

再審査に適合しない場合は上場廃止となることに加え、審査中についても、上場適格性に懸念のある銘柄として対外的に表示し、アラートを出すことで、実質的に不公正ファイナンス等が困難となるような環境を作っていくことを想定しておりまして、こうしたことを通じて、そもそも上場適格性に懸念が生じるような企業内容の大幅な変更が生じないよう牽制・未然防止を図っていかないと考えております。

また、前回の会議でも皆様からご指摘いただきましたとおり、企業の健全な事業拡大、事業転換でしたり、機関投資家が経営改革のために取締役を派遣するといった通常のエンゲージメントを阻害しないことも重要だと考えております。

よって、制度のイメージにもありますとおり、企業内容の大幅な変更が生じた事例の全てを審査の対象とするのではなく、そのうち、資料で提示した個別事例のような上場適格性に重大な懸念があるような事例についてのみを審査の対象とすることを想定しております。

また、こうした特殊な事例に限定した制度である旨は、真面目な企業が過度に心配することのないよう、制度改正の際にも、しっかりと明示していければと思っています。

こうした対応の方針に関しまして、ご意見やお気づきの点がございましたら、頂戴できますと幸いです。

実際の制度改正に関しましては、本日皆様から頂戴した内容も踏まえて検討のうえ、本年秋頃を目途に実施でき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】

ご説明ありがとうございました。事業内容の大幅な変更に加え、支配権の異動や経営体制の大幅な変更等によって上場適格性に重大な懸念が生じる場合についても、上場適格性を改めて確認する制度の対象とすることに賛同いたします。

上場適格性を再確認できる仕組みを整備することは、投資家保護の観点から一定の意義があります。また、重大な懸念が生じることを未然に防ぐ効果もあると考えられます。

一方で、企業を取り巻く環境が急速に変化する中で、M&Aや事業再編、新規事業への進出、あるいは経営体制の刷新は、企業価値向上に向けた重要な経営判断です。また、「資本コストや株価を意識した経営」の実践という観点からも、事業ポートフォリオの見直しなど抜本的な改革が求められています。そのため、本制度が企業の成長戦略や経営改革を萎縮させることがないように、企業の予見可能性を高めるなど、慎重な制度設計が必要であると考えます。

加えて、事業内容や経営体制の大幅な変更が行われる場合には、その背景や目的、新たな事業の内容やリスク等について、投資家への説明の充実を図ることも有効だと考えられます。

問題事例には適切に対処していく必要がありますが、過度な規制は企業の挑戦や市場の活力を損なうおそれもあります。投資家保護と企業の健全な事業活動とのバランスを十分に意識しながら、適切にルールや運用を整備していただくことを期待します。

企業に対しては、この制度は経営判断へ介入、あるいは、事業転換そのものを規制するものではないことを周知し、上場後の企業内容の大幅な変化による実質的な上場審査の潜脱を防止する観点であることを強調することが重要ではないかと考えます。

【松本メンバー】

問題意識と目的には大賛成ですが、どのように実効性を持たせるかについては、いくつか懸念があります。

まず、そもそも現在も、多くの上場企業がある中で、品質管理として、自主規制法人で上場廃止審査を行っていると思いますが、実際に上場廃止になる事例は多くないと認識しています。そのような状況下で、果たしてこのような事例が出てきたときに最終的に上場を廃止するという判断ができるのかという点には疑問があります。現行制度の下でも、上場廃止の判断は大変難しいものと認識しています。

今回は従来とは違う類型であるとの考え方かもしれませんが、このような行為を行う者は確信犯で、法的に問題ないという理屈も用意してくると思われる。

翻って、もし上場廃止にできず、結果として上場維持ということになると、その間に不公正ファイナンスが行われたとしても、投資家を保護できないとい

う問題があるのではないかと思います。

一方で、再審査については、小さい上場会社が大きい非上場会社を買収した場合に、不適當な合併に当たるとして、上場維持審査期間に入るということが従来から行われていますが、基本的には最終的に審査を通ることが一般的であると認識しています。そうすると、一般投資家の受け止めとしても、「審査に入ったとしても、最終的に上場廃止になるということではない」という期待や連想が生じる可能性もあると思われます。

いずれにしろ、問題意識と目的はとても良いですが、実効性があるのかというのが大変気になります。

そのため、例えば上場適格性の再審査というやり方ではなく、アラートを大きく掲げるなど、マーケットに対する注意喚起を徹底して行い、市場参加者が十分に注意した上で判断できるようにすることのほうが、実効性があるのではないかと私は考えておりまして、その辺りは丁寧に考えていただいたほうが良いと思います。

【三瓶メンバー】

結論から申し上げますと、この6ページにあるフローチャートで示されているように未然防止を図っていくことに賛同します。

一般論として、株主によるエンゲージメントを阻害しないのはもちろんですが、これは少数株主保護の問題だと理解しています。松本メンバーもおっしゃいましたけれども、法的な観点から白か黒かと問われた際に、明確な判断が難しい場合もあり得るのかもしれないですが、東証が市場の健全性を保つ上で、少数株主保護のため、特に公正性や透明性といった観点を軸に問題がないかという軸を明確にしておく必要があると思います。

経営体制や事業内容自体の良し悪しを取引所が判断するのは難しいので、事業内容の変更あるいは経営体制の変更という表面的な変化ではなく、その中身が少数株主の利益を大きく毀損していないか、情報開示が十分になされているか、あるいは説明と実際の行動に乖離がないかといった観点を軸に置いて判断することが明確になっているとよいと思います。

また、右下にあるように、こういった審査を実施している旨を示すというのは、非常に重要だと思います。悪意を持って行動する者にとっては、上場廃止となっても痛くも何ともなく、目的さえ達成すればいいと考えているかもしれません。その意味では、こうした悪さをしていることが明らかになることが重要であると思います。

また、いったんは審査をくぐり抜けたとしても、その後に徐々に目論んでいたことをやり始め、後から問題が発覚するケースも考えられます。そのため、

右下の※にあるように「審査適合後も」という仕組みは非常に重要だと思います。

ただ、状況の報告を求めるだけでは少し緩いかと思います。「状況の報告等」の「等」にどこまで含まれるのかはわかりませんが、ただ報告をさせるだけではなく、必要に応じて実態がそうなのかを *investigate* することが可能であることをあらかじめ示しておくことによって、厳しく対応されることが伝わるのかなと思います。

【黒沼メンバー】

今回、不公正ファイナンスが懸念される事例が出てきたということから、事業内容の大幅な変更に加えて経営体制の大幅な変更があった場合に、上場適格性の審査を開始できるようにすることが提案されています。このような事例は、事業内容の変更があった場合以上に、問題がある事例とそうでない事例を区別することが難しいのではないかと感じました。

事業内容の大幅な変更については、大幅な変更がなされた後に審査しても、その変更自体を元に戻すことはできないので、結局、投資家保護の観点から限界があるという側面があります。

他方で、経営体制の大幅な変更については、その後に不公正ファイナンスや新規事業の開始など、何らかの行動を取ることになると思うので、経営体制の変更の段階で、上場適格性を審査したほうが投資家保護には資するように思います。しかし、その時点は、不公正ファイナンス等が行われるかなり前の段階であるので、問題がある事例とそうでない事例を見極めることが難しいと感じました。

一方で、ご説明にもありましたように、実際に上場廃止とする制度の運用は難しいとしても、制度を新設することにより、不適切な行為を行えば上場適格性を審査の対象となり、企業としての評判が低下するという威嚇効果によって、問題行動を一定程度抑止できるとも考えられます。

実際の制度設計や運用は難しいと思いますが、主として上場適格性の再審査を通じて、問題事案に対処しようとしているのか、それとも威嚇効果を発揮させることで問題行動を未然に防止しようとしているのでしょうか。恐らく両方を目的としているのだと思いますが、その重点の置き方によって、制度設計や運用上の考慮要素も変わってくるのではないかと思います。

今の点は質問でもありますが、慎重な制度設計をお願いしたいと思います。

【山脇課長】

制度の狙いについては、ご指摘のとおり、ある意味両方かとは思っています

が、一番重要なのは、こうした再審査の制度があることをきちんと取引所として周知していくことで、そもそも事業内容の大幅変更や特定の株主が上場会社に入ってくる前の段階で、事前に牽制・未然防止を図っていくことだと思っております。

そうは言っても、実際には適用されない制度と認識されてしまえば、牽制効果が十分に機能しませんので、実際の適用も念頭に、対象企業のイメージなどはしっかり示していきたいと思っております。

ご指摘のとおり、経営体制等の変更はどういったものを当てるかなかなか難しいところではありますが、典型的なパターンなどはあるかと思っております。実際に変更が生じている企業の業績等の状況でしたり、あるいは、入ってきている投資家の属性等も踏まえながら、実質的に判断していくということになろうかと思っております。

【永見メンバー】

私も趣旨と課題意識については賛成です。その上で、他のメンバーのご意見と同様、制度施行前に具体的な運用の方針を明確化していただければありがたいと思っております。

企業の経営を長い歴史で見ると、事業内容の大幅な変更は企業活動において一般的に行われるものだと思います。資料2の参考資料で評価された企業の一覧のコメントを読んでみても、おそらく祖業やメインの事業を売却されているような会社も見られまして、結果として事業内容が大きく変わっている企業もあると思います。

もちろん、取引所が対象として想定している企業のイメージも理解しています。ただ、しっかりと定義付けや運用を定めておかないと、紙一重の制度になると思っておりますので、上手にスクリーニングできるような運用体制を築いていただけると大変ありがたいと思っております。

【翁メンバー】

私も6ページに記載されている対応の方向性のように、こうした制度を設けることに賛成です。上場適格性に重大な懸念がある場合の判断や新規上場審査に準じた審査の実施について、形式面・実質面の双方からどのような基準で判断していくのかが明確かつ透明になっていることが非常に重要かと思います。

先ほど、少数株主保護の観点が重要というご意見もございましたが、特に株主構成が変わって、少数株主が大きな影響を受けるような場合には、そうした注意喚起を行っていくことが大変重要だと思っておりますので、うまく制度設計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。