市場区分の見直しに関するフォローアップ会議（第３０回）　議事録

日　時：　２０２６年１０月１４日（水）１５時００分～１６時３０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

【渡邉部長】
それでは、予定の時刻となりましたので、第３０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、黒沼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４年目の現状と今後の取組みについてです。足元の進捗状況を振り返るとともに、今後の方針や具体的な取組み内容についてご報告します。対応を進めるにあたっての留意点など、幅広にご意見いただければと思います。
資料２は、「グロース市場の発展に向けた検討会」での議論の状況についてです。現時点で第２回まで開催しておりまして、様々なご意見をいただいておりますので、ご紹介いたします。検討会は１２月に第３回を予定しており、引き続き議論を進めてまいりますが、こちらもお気づきの点があればご意見いただければと思います。
以上でございます。

【渡邉部長】
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年目の現状と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２ページが、全体のサマリーです。

企業の取組みは着実に進展する一方、対応状況の差も広がっています。今後は、各社の現在地に応じて、取組みの実行・継続を後押ししていくというのが、本日の全体像です。

詳細はこの後ご説明しますが、こちらのスライドは、市場関係者への発信にも活用したいと考えていますので、こちらの内容についても何かあればご意見いただければと思います。

この後、資料の前半が「要請から４年目の現状」で、まず４ページが、直近１年間の企業の動きです。

プライムの開示率は９４％まで到達した一方、スタンダードは５５％にとどまります。

また、開示済み企業でも、多くの企業が継続的にアップデートする一方で、１年以上アップデートを行っていない企業も一定数おり、開示済み企業のなかでも対応状況に差が出ております。

５ページは、少し切り口を変え、時価総額ベースで開示状況を見たものです。右側のグラフのとおり、プライム・スタンダード合計の開示率は９７％となります。

続いて６ページと７ページが、開示状況別の株価パフォーマンスです。

プライム・スタンダードともに、開示済み企業が、未開示・検討中の企業を上回っています。

特に直近１年間では、開示済み企業の中でも、直近１年間にアップデートまたは初回開示を行っている企業のパフォーマンスが最も良好となっており、取組みの差が株価にも表れてきていることが示唆されるところです。

次に８ページと９ページが、ＰＢＲ・ＲＯＥの状況です。

プライムの方がより顕著ですが、両市場とも、ＰＢＲ・ＲＯＥは改善傾向にあり、４象限右上の「ＰＢＲ１倍以上・ＲＯＥ８％以上」の企業割合が増加しています。

開示状況別に見ると、ここでも、１年以内にアップデートまたは初回開示を行っている企業の改善が、最も進展しているという結果です。

次の１０ページでは、ＰＢＲやＲＯＥの状況について、改めて国際比較を行っています。

左側は、４象限右上の「ＰＢＲ１倍以上・ＲＯＥ８％以上」の企業割合の変

化を、日本、米国、欧州の主要企業で比較したものです。ご覧いただきますと、日本市場の改善幅が最も大きく、直近では６２％となり、欧米との差が縮小しています。
　一方、右側の９象限で見ると、日本のボリュームゾーンは中ほどの「ＰＢＲ１～２倍・ＲＯＥ８～１５％」にある一方で、米国、欧州では、「ＰＢＲ２倍以上・ＲＯＥ１５％以上」のところに多くの企業が集中しています。
　これまでは、「ＰＢＲ１倍（割れ）」に注目が集まったことで取組みが進んだという側面がありますが、こういったデータも示しながら、全体の目線感を引き上げていくことが重要だと考えております。

　次の１１ページからが、企業の取組み状況と課題についてです。
　日本ＩＲ協議会が会員企業向けに行ったアンケートでは、「経営資源の適切な配分」に関連した取組みについて、すでに取組みや開示を進める企業が多く、特に④キャピタル・アロケーション、⑥資本コスト・資本収益性に関する目標の開示については、回答企業の８割以上が既に対応しているということです。
　一方、③事業ポートフォリオ、⑤現預金等の検証などは、検討中や未定という企業も多くなっております。

　また、１２ページが時価総額別の回答結果ですが、特に規模が小さい企業ほど取組みを検討中、未定という企業が多い傾向となっております。

　１３ページは、ガバナンス・コード改訂への対応を進めるうえでの課題で、特に回答が多かった項目をピックアップしています。その中でも赤色で示している、取締役会事務局の機能強化、成長の道筋・キャピタル・アロケーションの説明、現預金等の保有の合理性の説明といった項目は、今年４月に行った「資本コストや株価を意識した経営」の要請アップデートで示したポイントと重なる部分ですが、こうした対応について、課題を感じる企業が多いという状況です。

　そうした中で、１４ページが、昨今の取組みの進展と今後の方向性に関する、直近の機関投資家の声を改めて取りまとめたものです。
　まず、全般として、これまでの企業の意識変化、取組みの進展については、ポジティブに評価する声を、引き続き多くいただいています。
　そのほかの主なコメントとして、１点目は、中長期的なＲＯＥ向上には企業の実際の行動が必要であり、事業ポートフォリオ改革や非中核資産の整理な

ど、高度な経営判断への期待です。
２点目は、事業構造の変革に向けた規律ある成長投資への期待です。
３点目は、日本企業の変化を受け、バリュー投資家に加えて、グローバルのグロース投資家も日本市場に目を向け始めているということで、こうした投資家からの資金を呼び込むためにも、中長期的なビジョンや成長ストーリーを明確に示すことが重要という指摘です。
さらに、４点目は、ＰＢＲ１倍・ＲＯＥ８％をゴールとせず、目線を引き上げて取組みを継続することへの期待、５点目は、改革を実行する企業と、そうでない企業への二極化が進んでいるとの指摘、最後に６点目は、まだ取組みに着手していない企業を、どう後押しするかにも注目しているというコメントです。
以上が、足元の企業の状況と、それに対する投資家の声です。これらを踏まえた今後の方針と取組みを、この後のスライドにまとめています。

まず１６ページが、今後の方針案です。
企業の対応状況の差が広がる中、ガバナンス・コード改訂への対応に向けた検討の動きが進むこの機会を捉え、各社の状況に応じた参考材料の提供や働きかけの強化を進めてまいります。
大きく３つに分けてアプローチを記載しています。
まず１点目、開示済み企業へのアプローチとしては、「持続的な取組みの推進・ブラッシュアップを後押し」ということです。時価総額ベースでは９７％を占めますが、その取組み内容のクオリティや進捗にはバラつきがあり、まだまだ改善の余地は大きく、そうした企業の継続的な取組み、改善を後押ししていくことが、日本市場の魅力向上という観点でも重要と考えられます。具体的な施策としては、要請アップデートで示したポイントを中心として、投資家の期待や評価する事例を改めて公表するとともに、そうした事例集も活用して、継続的なアップデートの働きかけ、取組みサポートなどの施策を続けてまいります。
２点目、開示していない企業へのアプローチとしては、「第一歩に向けた働きかけを強化」ということです。こちらは、後ほどのスライドで改めてご説明します。
最後に３点目、投資家へのアプローチですが、まず、日本企業の取組みの進捗や変化について、国内外の投資家に対して、引き続き積極的にプロモーションしてまいります。また、実効的な対話の促進という観点から、８月の「投資家への期待などに関する企業アンケート」の結果を活用したコミュニケーション、働きかけを継続してまいります。

この後のスライドでは、具体的な取組みについて補足しております。

まず１７ページが、持続的な取組みの推進・ブラッシュアップに向けた事例集です。

投資家アンケートで「取組みの進展が見られる企業」として名前が挙がった３００社から、要請アップデートのポイントに照らして、特に他社の参考となる事例をピックアップし、投資家コメントとあわせて、事例集として取りまとめてまいります。時期としては、今年の年末から年明けにかけて公表し、企業の皆様には、来年７月末が期限となっているガバナンス・コード改訂への対応の検討の中でも活用していただけるよう、周知してまいりたいと考えています。

次の１８ページが、開示していない企業への働きかけです。

まず、開示していない企業の状況は、これまでも分析を行ってまいりましたが、変化している部分もあると思いますので、改めて、アンケートなどを通じて、各社の現状や認識に関する実態把握を進めたいと思います。それを踏まえてですが、ここでは、開示していない企業を２つに分け、アプローチをまとめています。

まず、必要性は理解しているものの、リソースやノウハウの不足などから「開示に踏み出せていない企業」です。そうした企業に対しては、「第一歩に向けたガイド」を提供してまいります。中身として、まず、投資家アンケートの内容も踏まえて、「第一歩として望まれる対応」のポイントを整理し、提示したいと考えています。

あわせて、「段階的な改善の事例」として、初期的な開示からステップアップし、機関投資家の獲得にも成功したような企業にインタビューを行い、取組みのプロセスや直面した課題を取りまとめ、投資家の声とあわせて紹介してまいります。

こちらのガイドは、未開示企業だけでなく、開示を行ったものの、まだ初期的な段階の企業にも参考になるものと考えています。

また、もう一つのタイプが、「あえて開示していない企業」です。例えば、「既に高収益であり開示の必要性を感じない」、「成長投資フェーズで赤字が続くため開示できない」など、背景は様々ですが、そうした企業に対しても、対応のポイントとして示している内容、たとえば、中長期的に目指す姿やその道筋をクリアに示していくといった点などについて、対応する意義は大きく、また、投資家から期待されているということを発信してまいります。それでもなお開示に至らない場合には、投資家に向けた参考情報として、開示しない理由

や今後の方針について、説明を求めていくことを考えています。
　またこうした一連のガイドなどを活用し、経営者・担当者向けのセミナーや個社訪問を通じた働きかけを継続してまいります。

　次に、１９ページが８月に結果公表した２つのアンケートについてです。
　まず、企業アンケートの結果については、投資家の皆様から、今後の対話の参考になるという声や、特に、「７５％の企業が対話を有意義と感じている」という結果が、投資家にとっても励みになるというポジティブな声が多く寄せられています。また、有意義な対話を行っている機関投資家の名前を公表したことについても、前向きなモチベーションとなるという声を多くいただいています。一方で、企業側からも、投資家の解像度や理解を深める観点から参考になるとの声をいただいています。
　次回以降については、企業・投資家双方から継続を望む声を多くいただいています。また、改善への期待として、投資家の属性をより深掘りすること、対話の実施状況や面談頻度を確認することなどの意見がありました。
　機関投資家アンケートについても、企業の皆様からポジティブな声が多く寄せられています。自社が掲載された企業からは、取組みのモチベーションになるという声や、それ以外の企業からも、特に評価コメントを一覧で掲載したＥｘｃｅｌファイルについて、同業他社や同規模の企業がどのように評価されているのかが分かりやすく、参考になるとの声を多くいただいています。また、こちらの投資家アンケートについても企業・投資家双方から継続を望む声が多く寄せられました。
　こうしたフィードバックを踏まえ、企業アンケート・投資家アンケートのいずれについても、設問などをブラッシュアップしたうえで、来年以降も継続していきたいと考えています。

　２０ページは参考のスライドで、前回のフォローアップ会議でいただいた主なご意見をまとめたものです。説明は割愛します。

　最後の２１ページが、取締役会事務局の機能強化に向けたサポートについてです。
　先ほどの日本ＩＲ協議会のアンケートでもございましたが、企業からは、ガバナンス・コード改訂で焦点が当たった「取締役会事務局の機能強化」について、「必要性は理解しているものの、どのように充実させていけばよいか分からない」という声や、「他社の取組みや工夫は外から見えにくく、イメージが湧かない」という声を多くいただいています。

こうした声を踏まえ、東証では、企業の皆様における検討の参考となるよう、年内を目途に取締役会事務局セミナーを開催する予定です。セミナーでは、有識者や先進的な取組みを進めている企業の担当者をお招きし、取締役会事務局のあるべき姿、検討のポイント、取組み事例などをご紹介いただきたいと考えています。

あわせて、事務局担当者から、横のつながりをつくりたいというニーズも多くいただいています。そうした観点から、参加者間の情報交換やネットワーキングの機会も提供していきたいと考えています。

資料１の説明は以上です。

本日は前半の現状分析に対するご示唆、後半の今後の方針や具体策の内容、進め方などについて、特にご意見いただけますと幸いです。

以上です。

【渡邉部長】

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】

素晴らしい資料をまとめていただき、心より御礼申し上げます。特に、１０ページの「ＰＢＲ・ＲＯＥの水準別に見た国際比較」は市場関係者の目線を引き上げるために極めて重要な資料だと感じます。

私からは今後の議論の方向性と具体的な取組みについて意見を申し上げます。まず、今後の議論の方向性として、１０ページの国際比較で示された欧米との差が生じている要因を掘り下げて検討し、それぞれ要因に応じた的確な働きかけを行うべきです。何か問題が生じた際に「５ｗｈｙ」と言いますが、５回「なぜ」という問いかけを繰り返し、根本の原因、ルートコーズを突き止めて問題を解決する、いわゆる「トヨタ方式」がよく知られていますが、欧米との差が資本市場に関する制度的な要因等に起因するのか、それとも社会や文化に根差した国民の行動様式に起因するのか、といった点をより一層掘り下げて分析することが肝要です。もちろん、現実の要因はきわめて複合的であり、この２つにクリアに分解できるわけではございませんが、もし相対的に前者の色彩が強いのであれば制度論に落とし込んで必要な制度整備に取組み、もし後者の色彩が強いのであれば、要請や啓発を行うことで行動変容を促すといった形で的確な処方箋を講じるべきです。

仮に、制度面だけで欧米との差を説明できないのだとすれば、同業他社の動

向を強く意識する横並びの企業行動や市場慣行なども、それらを生じさせている根本的な原因にまで掘り下げて是正する必要があります。こうした考え方に基づいて、最終的に行動変容を促す取組みと制度整備を的確に組み合わせることが肝要です。

次に、１６ページ以降の具体的な取組みについてです。大和総研では数多くの上場企業とコーポレートガバナンス・コードへの対応について議論してまいりました。１３ページにある日本ＩＲ協議会のアンケート結果と同じく、上位５項目に議論が集中しました。本日はこの中から２点についてコメントさせていただきます。

まず１点目が取締役会事務局の機能の強化です。取締役会事務局はガバナンス形態などによって各社で状況が異なり、担当者の悩みが深いと感じています。２１ページにあるように、他社事例の紹介や担当者のネットワーキングの機会を設けるセミナーの実施は非常に有益だと思います。もし可能であれば、機関投資家が取締役会事務局に期待する役割についても上場企業と共有できるよう、機関投資家を登壇者に加えることをご検討いただければと思います。

２点目が、企業価値の向上に向けたガバナンスです。コーポレートガバナンス・コードの原則４－１で「成長の道筋を構築」が新たに加わったように、企業価値の向上と成長が同義であるかのように受け止められる傾向があるように感じます。しかし、重要なのは資本コストを上回るリターンを伴う価値創造です。企業の状況によって望ましい資本配分が異なることを、今後作成する事例集などで明確に伝えていくべきです。資本コストを上回るリターンが期待できる投資機会が乏しい場合には、自社株買いを含む株主還元など、利用可能な資本配分の選択肢を取締役会が比較・検討することも重要である点を示していただければと考えます。

こうしたメッセージを伝えていただくと同時に、経営資源の配分や事業ポートフォリオ改革において、難しい経営判断を行った企業における取締役会や社内での意思決定プロセスを収集し、事例として公表することも有用だと思います。例えば、以前作成した「課題解決に向けた企業の取組み事例集」のように、不採算事業の改善、継続、売却、撤退といった選択肢を取締役会がどのように比較・検討し、社内の合意形成を進めたのかを、可能な範囲で整理することが考えられます。機関投資家からは、株主総会での議決権行使において、取締役会における議論や監督機能の実効性を判断する材料が乏しいとの声も聞か

れます。こうした意思決定プロセスに関する開示が広がることも期待されます。

また、来期以降に実施予定の「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に、「事業ポートフォリオ改革が進んだ企業」や「取締役会が難しい経営判断に踏み込んだ企業」といった個別項目を設けて、評価した企業名だけでなく、その理由や具体的な取組みについても回答を求めることが考えられます。

【松本メンバー】

２点のみコメントしたいと思います。

一つは、ＲＯＥ８％という点です。伊藤レポートでも８％と明示されておりますが、現在ではこれだけ金利も上がってきたので、１０％ぐらいまでレベルを変えていくべきものだと思います。

ＰＢＲ１倍はいいのですが、ＲＯＥ８％については、そろそろレベルを変え、目線を上げていくことを発信していくことを考えてもいいのではないかと思いました。

もう一つは、取締役会事務局についてです。熊谷メンバーからもコメントがありましたが、アメリカの上場企業の社外取締役もしてきている経験から申し上げると、取締役会事務局は社外取締役のためにあるというのが一番重要なコンセプトの出発点であって、日本の場合、社長ＣＥＯのためにあるというか、そのような方向になりがちだと思います。

そうすると、取締役会全体のガバナンスや、議論の実効性及び準備を考えるうえで、少なくとも投資家が望むような機能強化につながらない可能性もあると思います。取締役会事務局というのは、何のためにあり、誰のために機能するのかというコンセプトの部分を改めて整理し、必要があれば議論をしてクリアにすることが、具体的な事務局の在り方を検討するうえで重要です。横の連携も大切だと思いますが、まず前提として、取締役会事務局の根本的な意味合いについてしっかりと確認することが重要ではないかと思います。

以上です。

【三瓶メンバー】

まず、この資料１について、取りまとめいただきありがとうございます。非常によく整理されて、分析できているなと思います。

その意味では、この４年間でどれだけ進んできたのか、課題は何かなどについて、上場企業や投資家にはぜひこれを読んでもらいたいと思います。上場企業や上場前の企業、そして東証がこれまでコンタクトしてきた投資家などに、

幅広く周知し、読んでもらうという徹底が重要だろうと思います。

事前ミーティングの際に、その場合にはサマリーがあった方がポイントをつかみやすくていいと申し上げたのですが、今回、サマリーを付けていただきありがとうございます。

サマリーについては、だいたい大事なことが書いてありますが、私が特に強調していただきたいと思うのは、開示をしているしていないとか、とにかく開示させることが目的だとなりすぎないようにしていただきたいということです。きっかけは開示で、開示によって随分効果が出ているということなので、サマリーの表題は「「開示」から「実行・高度化」へのフェーズへ」となっていますが、よくある「形式から実践へ」のような表現に少し近くなると思い、それよりは、開示の状況次第で実績や市場評価に明らかな差が出ているということ、その差を強調することのほうが大事ではないかと思います。

上場企業は、市場からの評価を得たいと思っているので、「開示することはそれにかなり直結する近道ですよ」ということが強調されるとよいのではないかと思ったところです。

また、サマリーに続く後ろのページに具体的な内容が記載されておりますが、サマリーのこの項目は何ページにあるかわかるように、括弧何ページのように記載すると、より読みやすくなるかなと思いました。

サマリーで重要なところは、「２．現在地と課題」の三つ目です。ＰＢＲ１倍・ＲＯＥ８％あたりが日本ではボリュームゾーンということで、先ほど熊谷メンバーも強調されておりましたが、この１０ページの内容をもう少しサマリーで明確に言っていいのではないかと思いました。ＰＢＲ１倍から２倍、ＲＯＥ８％から１５％というのが日本のボリュームゾーンですが、米欧では２倍以上、ＲＯＥ１５％以上がボリュームゾーンであると、より明確に記載したほうがいいかなと思いました。

また、フィードバック等をする際、１６ページの「①開示済み企業へのアプローチ」の部分では、開示済み企業は一生懸命開示や取組みをやっており、その結果を出しているし、市場の評価もあってパフォーマンスがいいこと、つまりきちんと市場で受け止められて評価されていますよということをはっきりと伝え、実感や手応えを感じていただくということが、今後取組みを続けていく上で非常に重要だと思っています。

そういう意味では、１４ページ投資家からのコメントでは、評価する声と期待する声が書いてありますが、私も多分アンケートを書けと言われたら、まず評価する声みたいなのを書いて、しかしながらと言って、期待することを書いてしまうと思います。

そうすると、評価の部分が少し薄まって見えると思うので、ここは評価している点は青字にして、これだけ投資家が評価していますよというのを強調し、一方で、期待は色分けして違う色で書くなど、評価の声がどれだけ集まっているのか強調することが非常に重要と思っているところです。

以上です。

【小池メンバー】

すごく分かりやすい資料で本当にありがとうございました。今までこの数年の取組みを思い出すと、本当に企業の株価パフォーマンスが上がってきたんだなということは実感することができました。

資料の中でいくつかありまして、６ページ、７ページで株価の推移を出していただいておりますが、我々投資家としては、もう少しここをブレークダウンというか、要素分けをして分析してみることに非常に興味を感じています。

例えば、資本コスト開示をしてからの株価パフォーマンスとかです。このグラフですと、２０２２年４月の株価水準をベースに株価推移を見ていますが、開示をしてからどれぐらいの期間で、どのようなパフォーマンスになっているのかとか、ＲＯＥとか、規模別とか、業種ごとにどうなっているかというところは非常に興味を持っています。

当然開示している会社の株価パフォーマンスがよいというのがあるのですが、直近の日本の株式市場や業績も好調であると感じていますので、場合によってはそこに後押しされているのかなということもあります。もう少し深く分析することで要因分解ができるのではないかと思っています。

その意味では、弊社の資産運用先端技術研究部では、クオンツとＡＩ部隊がこのような要因分析をしていることもありますので、もしご一緒できれば、そういったことを少し深掘りしてみたいなと考えております。

もう１点気になる点が、今、日本株の関心はすごく高く、海外の投資家からも問合わせや引合いは多いです。あと、国内の個人投資家も、資産運用立国を背景に、数年前はアメリカ株を買っていたのが、今は日本株にどんどん入ってきています。一方、マーケットが少し下がったところで売却することもないという状況が続いている中で、実は投資される銘柄は割と特定のものに限られてきています。

つまり、「株価上昇」イコール「企業価値の向上」ですけれども、イコール我々にとって投資の裾野が拡大しているということにはまだ結び付いていないので、単に株価が上がるというよりは、投資のバリエーションとかストラテジーがもっと広がるような市場になっていくことが必要なのかなということは感

じております。ですので、株式投資が促進されるような流動性の高さとか、裾野の広がりが出てきているかどうかという検証もしていくべきなのかなとは感じました。

また、アンケートも掲載いただいておりますが、このアンケートを見ている中で、もう少しこのアンケートをいろいろ工夫したり、コミュニケーションツールにしていくような戦略を持ったほうがいいのかなと思っています。

例えば、現預金等に関する取組みに関する開示が少なく、このあたりの意識の低さは、株式市場で問題として指摘されているとおりの結果となっております。それはなぜなのかなど一個一個ヒアリングするよりは、アンケートを通じてより深掘りしていければという意味で、アンケートの聞き方や項目などを工夫することで、もう少し全体を把握することができるだろうと感じております。

そういったものを企業にアンケートすることで、それがエデュケーションのツールになったり、コミュニケーションのツールになってくるのではないかと感じていますので、機関投資家の意見などを聞きながらアンケートをブラッシュアップすることは一つ重要なのかなと感じました。

以上です。

【永見メンバー】

全般、わかりやすい説明をありがとうございました。ミクロ的な個社の取組みの説明もありましたが、私もほかの方と同様に印象的だったのは、１０ページです。この資料をもとに、東証としての市場運営の方向性やビジョンという観点で少しコメントさせていただくと、一例ですけれども、この左側にあるようなＰＢＲ１倍以上、ＲＯＥ８％以上の企業割合を欧米並みに引き上げることを目指すといったことなど、東証として中期的に目指す水準、質などについてもっと打ち出してもいいのではないかなというのが、まず私の考えです。

そのために、上場企業に対してこういったものを要請したいというような論法やメッセージングのほうが企業としても分かりやすいのかなと思います。過去「ＰＢＲ１倍割れ問題」といった形でメディアに取り上げられて、非常に分かりやすいからこそ各社も動いた、危機感をもって動いたという側面もあると思うので、そのようなコミュニケーション、またその方向性の打ち出しはお願いしたいというのが、まず私からのメッセージです。

スライド上の９象限の評価も当然改善していくという話ですけれども、過去数年の改善は主に資本効率の改善によるところが大きいのかなとは思っていて、ここから先の改善は、各社が成長戦略をどう打ち出していくのかというところに、より重点が置かれるのかなと思っています。

先ほど松本メンバーがおっしゃられたとおり、資本コストも上がっている中で、ＥＰＳもより成長していかなければいけない状況だと思います。資本効率の改善が寄与する部分も当然まだ引き続きあると思うのですが、より重要なのは成長戦略であり、特にＥＰＳやキャッシュ・フローをどう成長させるのかを打ち出すことがすごく重要なフェーズに次の数年はなるかと思っています。

そういった形で、市場としてマクロな今後の方向性や、あるべき姿を発信し、個社への要請をどう実現していくのかというアクションにつなげていただけると、個社にも一定の危機感をもって受け止められるのではと思いますので、ご一考いただければと思っております。

【翁メンバー】

ご説明ありがとうございました。何点か申し上げたいと思います。

一つは、２ページのまとめは非常に分かりやすいなと思っております。開示という枠組みを使っているのですけれども、実際に重要なのは、投資家等のステークホルダーへの説明であり、そしてそれが成長戦略に裏付けられているということであると思っておりますので、開示という枠組みをつくった段階から次のフェーズだということを打ち出すのは大変重要かなと、私も三瓶メンバーと同じような意見を持っております。

それから、１０ページにつきまして、ＴＯＰＩＸ５００、Ｓ＆Ｐ５００、それから欧州のＳＴＯＸＸ６００を使っているのですけれども、業種別にどのような特徴があるのかということも、現状分析としてぜひ共有していただきたいなと思っています。

やはりＡＩ関連などが、今すごく伸びておりますけれども、そういった要素が、どのぐらい影響しているのかも含めて構造を知っておきたいですし、実際に、日本はこういう産業が多いから、とおっしゃる方もすごく多いので、そういった要素もしっかり説明できるものにもしていっていただきたいなと思っております。

それから、働きかけにつきましては、大きな方向は賛成でございますけれども、ある程度グラデーションをつけていってもいいのかなと思います。本当に自立してやっていけるような企業には、もちろん材料として活用していただくことは有意義だと思っておりますけれども、あくまでもサポートであり、重点的にやはりサポートしなければならない、東証に具体的なサポートを求めているような企業に対しては、しっかり対応する必要があるとも思います。

投資家も育ち、企業も育っていけば、対話を通じて取組みが進むということを本来は目指しているはずだと思いますので、しっかりグラデーションをつけながら、ベストプラクティスをはじめ、材料を提供していくという形でサポー

トしていただくということがいいのではないかと思っています。
細かい点について２点申し上げたいと思います。
１３ページにあります、現預金等の保有の合理性の説明というのは、関心を持っているという企業は多くございます。考えている企業は非常によく考えて開示などを出されていますので、先進企業が考えていることをベストプラクティスとして提供することは、ヒントにはなるのかなと思っております。
それから、コーポレートセクレタリーについては、松本メンバーがおっしゃったことと似ておりますけれども、本質的なところはどういうところか抽出していくことは大事だと思います。多分それぞれの企業、それぞれに工夫すべきところがあるので、形式的な観点での大きな正解というよりは、むしろ何を重視して、コーポレートセクレタリーの機能を発揮すればいいのかという本質的な共通点が浮き出るような活動をこれからされていくということかと思いますが、そのあたりはぜひ考えていただきたいと思っております。

【内田メンバー】
私もこれまでの東証の具体的な取組みが、企業と投資家の対話の促進や、それぞれの立ち位置について、双方からの解像度を上げる大きな効果があったのではないかと思っております。
ただ、まだ企業側から見たときの投資家像や行動様式などは、浸透しているところもあれば、それに対し理解がなかなかまだ得られていないところもあるかなと思いますので、８月のアンケートなども活用して、そういう企業から見たときの投資家像をより明確にしていただきたいなと思っております。
それから、もう４年目ということですけれども、株主還元などは比較的先にアクションしやすかったと思います。あわせて、どこの企業でもそれぞれのタームで成長戦略を立てて、実際にアクションしているところですが、それがそろそろ、どういう形で具体的な成果に結び付いてくるのか、プロセスとその結果をどう整理できるか、難しいところもあると思いますが、そのような部分の開示内容のアップデートなどを、過去からの連続性などを踏まえて見ていくという、少し質が変わってくるステージに来るのかなと思います。それが、先ほどの開示から実行への橋渡しというところに結びついてくると思います。その辺りも着眼してモニターしていただけたらなと思います。
それから、預金については、この項目だけ独立して出てくるところは少々違和感があります。基本的には成長戦略があり、それを支える財務・資本戦略の中で、足元の流動性をどう考えるかという文脈だと思います。「預金等」ということで、預金以外を含んではいるのかもしれませんが、預金だけを取り上げているところに戸惑いもあるのかなという気はします。

一方で、大量の預金を保有したまま何も説明していないところもあると思いますので、こういう指摘が出ること自体は理解はしますけれども、成長戦略があり、それから財務・資本戦略があるなかで考えていくことは基本かなと思っております。

最後に取締役会事務局ですけれども、やはりこれは非常に重要だと思います。ガバナンスを高めていく、あるいは社外取締役を含めた取締役会の実効性を高めていく上で、大変近道になると思いますので、経営層に対して、事務局の効果や効能も含めてぜひ働きかけていただきたいなと思います。

それから、多分事務局の運営には、将来の会社の経営を担っていくような人材になり得る人たちが携わり、そういう方々の人材育成に資することだと思いますので、そういうことも含めて、訴求していただければと思います。

法務や秘書の人が担っていることが多いのだと思いますけれども、会社によっていろいろなパターンがあると思います。できればしっかり専任チームをつくっていただいて、規模は別としても専任でガバナンスについて考える人たちが担当する形が望ましいかなと思います。

【小池メンバー】

他のメンバーの話を聞いて思ったことですが、今後数年間、この議論はどのようなストラテジーで進めていくのでしょうか。

例えば、本当にパフォーマンスが上がってきている会社と上がっていない会社は二極化しています。その二極化している会社に対して、一つの方向感を示しても、この差はなかなか埋まらない気もします。

スライド１０ページで海外比較がありましたとおり、グローバルで見ると少しまだ日本のバリュエーションは低いので、これを引き上げるために新たに制度の導入をするのか、それとも、各企業に寄り添いながら自主的な行動を促していくのか、その辺りはどのようにお考えでしょうか。

【池田統括課長】

全体観として、先ほど冒頭に門田が申し上げたように、５ページ目のスライドを見ていただきますと、初動としてまず意識して進めてもらうということに関しては、時価総額ベースで９７％までカバーするところまで進んできています。

なので、これら取り組む企業を後押ししていくことが基本線で、今後は、比較的個社次第という面が強くなってきます。先ほどお話がありましたように、成長戦略などを実際につくっていただいて、対話をしていくフェーズになってきていることも踏まえた上で、ご説明したような、取組みに役立つような材料

をお示ししながら、個社それぞれで役立ててもらうといったサポートを中心に進めていこうと考えています。
　そのときに、国際比較の１０ページのスライドに関連して、全体としてこういう方向感まで持っていくことが重要だという話を、どの程度のレベル感で出していくのかといったメッセージの打ち出し方は、先ほど永見メンバーのご指摘にもありましたけれども、考えていきたいと思っています。

【三瓶メンバー】
　先ほど何人かの方から、データのさらなる要因分析の話がありました。１０ページのところで、翁メンバーも業種別構成を踏まえてきちんと見てみたいとおっしゃいましたが、私もここは業種別の国際比較が必要かなと思います。
　例えば国内だけで比較していると、自分の会社はこの業種だから難しいのだと思えてしまうかもしれないけれども、ビジネスモデルをがらっと変えることによって、高いパフォーマンスを出している企業が海外にあるとすれば、そこは気付いていただかないといけないところだと思います。そういう示唆を届けるというような意味合いで、もう少し粒度を細かくした追加分析があると説得力があるかなと思ったところです。

【渡邉部長】
　ありがとうございました。
　続きまして、資料２の「グロース市場の発展に向けた検討会」での議論の状況について、ご説明させていただきます。

【礒貝調査役】
　ご説明いたします。グロース市場関係では、８月に検討会を立ち上げ、これまでに２回開催しております。本日は、そのご意見や今後の流れをご報告いたしますので、ご意見をいただければと考えております。

　２ページが、検討会の概要でございます。前回の会議でもご報告のとおりでございますので、本日は割愛いたします。

　３ページ以降が第１回についてです。グロース市場を牽引する時価総額上位の方々をはじめ、成長に向けて積極的に取り組まれている方々とその投資家をお呼びして、主に上場企業の観点からご議論いただいております。

　４ページでございますが、まず議論となったのが、グロース企業に期待され

る「高い成長」とは何かという点です。
　１点目が、グロース市場で時価総額トップクラスの経営者の方のコメントですが、グロース企業である以上、それに相応しい成長率を達成していこうということで、年率２０％以上の成長をコミットして、これまで実際に達成してきていること、また、それを継続して、将来的には１兆円、１０兆円企業になりたいという大きな目標を語っていただいております。
　それを受けて、投資家の方からは、そのような形で経営者が自らの言葉でビジョンを説明することが重要だというご意見がありました。
　また、別の投資家からは、グロース企業である以上、株価が、２倍とは言わずとも、実際に大きく伸びる余地があるのかを重視しているし、そうした企業であれば、流動性の問題さえクリアすれば、投資したいとのご意見をいただいております。
　加えて４・５点目のとおり、そうした成長を追求していくためには、目先の利益や還元よりも成長投資を優先すべきで、資金調達、成長投資、事業拡大という循環を回していくことが重要とのご意見、そして６・７点目にありますように、そうした成長戦略を企業と投資家の間で議論するうえでは、現実的な成長水準や、評価のための指標などについて、認識を合わせておくべきではないかとのご意見もいただいております。

　５ページが、ガバナンスについてです。創業社長の存在感が大きいグロース企業だからこそ、ガバナンスもしっかりと考えなくてはならないということで、色々とご意見いただいております。
　たとえば、１点目のとおり、企業が壁に直面した際、経営者だけで判断するのは限界があるため、助言・牽制機能をしっかりと備えるべきとのご意見や、
　２点目のとおり、投資家が重視するのは、社外取締役の人数などの形式ではなく、企業価値向上を意識した実効的な仕組みになっているかどうかだというご意見がありました。
　３点目が特にポイントかと思っておりますが、これまではプライム市場への市場区分変更がガバナンス強化のきっかけとなっていたところ、今後、グロース市場において成長を追求し続けるという前提であれば、企業自身が成長段階に応じてガバナンスをシフトさせていくべき、とのご意見をいただいております。

　６・７ページは、あるべき姿の実現に向けた環境整備についてです。
　市場運営に関しては、「成長が評価される市場」というブランドを確立し、プライム市場への登竜門ではなく、成長を目指す企業が挑戦を続けられる市場

とすべきとのご意見がありました。

そして７ページはサポート施策についてですが、大きな考え方として、企業規模や成長フェーズなどに応じた支援が必要とのご意見があり、２点目以降が各論ですが、人材確保やナレッジの共有、投資家とのマッチング、資金調達に関する制度や証券会社のインセンティブ設計、投資家の目線の発信などに関してご意見をいただいております。

続いて、８ページ以降が第２回についてです。こちらは、ユニコーン級の方々や、ＶＣの方々などをお招きして、主に未上場企業の観点から、ご議論いただいております。

９ページですが、まずＩＰＯの意義に関して、言うまでもなくＩＰＯはゴールではなく成長のための手段でありますけれども、それと同時に、社会の公器となるプロセスでもあり、パブリック・カンパニーとしての責務を指摘するご意見もありました。

また、ＩＰＯを行うにあたっては、ＩＰＯありきとするのではなく、なぜＩＰＯを選択するのかを、経営として検討すべきというご指摘があったほか、上場時期については、上場後の成長性をしっかり喚起できるタイミングとすべきというご意見、事業面だけではなく組織・人材が整っているかという観点も重視すべきという意見、一方で、早期にＩＰＯの効果を活用した方が成長につながるのではないかというご意見もありました。

ページの一番下は、ＩＰＯ企業に期待される体制についてです。

上場企業に関する話とも共通しますが、ＩＰＯのためだけに形式的に役員を選任するのではなく、企業価値向上に貢献できる取締役を選任すること、そして、上場直後であることを言い訳にせず、ビジネスモデルやＴＡＭなどについて、ＩＰＯの時点から投資家と対話できる体制を整えておくべきというご意見がありました。

続いて、１０ページが、今後の環境整備についてです。

大きな方向性として、グロース市場はもともと玉石混交な市場との前提に立てば、その全体を一律に底上げするのではなく、大きく成長する企業を増やすことに重点を置くべきというご意見、そして、今日、期待されているのは、ＩＰＯ件数ではなく、上場後に株価をいかに高められるかではないかとのご意見もありました。

そして、ここからは具体的なテーマに関してですが、まず人材・ナレッジに

ついて、知見を持つ人材は限られている中で、その循環・流動化、複数の企業間の共有、人材育成・レクチャーなどを進めるべきとの意見が見られました。

続いて１１ページは、投資家へのアクセスについてです。
海外投資家について、ユニコーンクラスの方々は既に接点もあるとのことですが、より多くの企業がアクセスできるようにすべきとのご意見、そしてそれは経営者の目線を引き上げることにもつながるとのご意見のほか、事業会社によるスタートアップ投資が過度に抑制されない環境整備や、上場株投資家について、企業側が未上場段階からその目線を学ぶとともに、反対に投資家側に上場前から事業を理解してもらうことも重要との意見がありました。
そしてその下ですが、上場時期を柔軟に選択できるよう、未上場セカンダリーの活性化を進めるべきとのご意見、そしてそのためには実際のニーズに即した仕組みとすることが重要とのご意見をいただいております。

１２ページが、上場審査についてで、１・２点目のとおり、上場準備について知見を有する企業は多くないため、必要以上に保守的な対応を取らなくてもよくなるよう、東証から審査の基本的な考え方や過去事例を積極的に発信してほしいとの意見があったほか、３・４点目のとおり、審査内容そのものについても、形式的な確認を行うのではなくリスクに応じて軽重を付けるべきとのご指摘、５・６点目のとおり、上場準備を上場後の成長に向けた助走期間とするため、企業価値向上を意識した問いを投げかけ、将来の成長を支える基盤が備わっているかを確認すべきとの意見もいただいております。

１３ページが、ＩＰＯに関するその他の事項についてです。
スタンダード市場との比較や海外市場との比較を発信すべきとのご意見のほか、議決権種類株式、日証協で行われた見直し、公開価格などに関するご意見がありました。

１４ページが、新陳代謝の促進についてです。
１点目のとおり、上場後に成長が難しくなった企業が非公開化やＭ＆Ａを選択することで、人材や資金が次の成長分野へ移り、エコシステムの好循環につながるのではないかというご意見、そして、２・３点目のとおり、そうした新陳代謝を促していくためにも、上場維持基準の見直しを実効的に機能させるとともに、「ＩＰＯしたら上場し続けなければいけない」といった社会認知を変えていくことなどが必要との指摘もありました。

最後に、１５ページが今後の進め方についてでございます。
まず、我々のほうで、本日ご報告した様々な意見を一度整理しまして、全体の方向性なども含めて、施策のたたき台を作っていきたいと思います。その際には、取引所として出来ること、関係各所を巻き込んでいくことなども、あわせて整理していければと考えております。
それをベースに、次回、第３回を１２月７日に開催しまして、第１回・第２回の参加者の皆様に参加していただき、ご意見をいただこうと思っております。
その第３回の模様は、次回のフォローアップ会議でもまたご報告いたしますが、本日は、現時点で何かお気づきの点があれば、ご意見いただければと思います。
ご説明は以上でございます。よろしくお願いいたします。

【渡邉部長】
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】
資料をまとめていただきまして、誠にありがとうございます。検討会の成果物と個別の論点について、意見を申し上げます。

まず、成果物についてです。検討会の３回目以降で、課題や施策を洗い出し、全体の整理が行われるものと理解しております。その過程でぜひ行っていただきたいのが、課題を明確にしたうえで、企業の成長への効果、緊急性、実行可能性、東証が果たせる役割といった観点から、施策に明確な優先順位を付けることです。

これまで、スタートアップに関する報告書は様々な機関で作成され、優れた施策が幅広く提示されてきました。しかしながら、こうした施策は総花的に並べられるケースが多く、政策効果を踏まえた優先順位付け、プライオリティ付けや実施時期が必ずしも明示されてこなかったように思われます。幅広い施策を同時並行的に推進することに一定の意義があることを完全に否定するつもりはございませんが、やはり先ほど申し上げた「５ｗｈｙ」を通じて根本の原因、ルートコーズを突き止めるトヨタ方式のような取組みを強化して、グロース市場の発展を阻む根本的な原因を見極め、優先度、プライオリティの高い施策に資源を集中的に投入することが肝要です。

個別の論点では、グロース市場のガバナンスについて申し上げます。５ページにあるように、事業の停滞や環境変化など様々な壁に直面することや、将来の事業・組織の拡大を見据えると、ガバナンスを成長の基盤として整備する必要性は高いと思います。

ただし、コーポレートガバナンス・コードのようにコンプライ・オア・エクスプレインの形式では、その趣旨が十分に理解されない場合、原則への形式的な対応、いわゆるチェックボックス対応に陥るおそれがあります。事業への経営資源の集中が求められる中で、形式的な対応が成長を阻害しては本末転倒です。事業の成長段階や組織規模に応じて、必要なガバナンス機能を無理なく段階的に組み込める制度設計が望ましいと考えます。例えば、創業者の持株比率が高い企業、研究開発型企業、Ｍ＆Ａによって急拡大する企業、赤字先行型の企業など、企業をその特性に応じて類型化し、それぞれに想定される典型的なリスクと、成長段階に応じて優先的に整備すべきガバナンス機能や対応例を示したり、ロードマップを作成したりすることが一考に値します。

【永見メンバー】

全般的にグロース市場の関係者による解像度が高い議論をされていて、素晴らしいと思っています。同様に、アクションについては今後整理されていくという前提なので、現状においては、このスライドを拝見した上でのコメントを２点だけさせていただきます。

１点目が、１０ページ目で、恐らく今年は新規の上場社数が例年と比べて大きく下がっていくと思っていて、これについて誤解をしている人も結構いるのではないかと思っています。その誤解として、審査基準のハードルが高くなったのではないかという、審査基準についての何らかの変化、変更に対する意識を持っている方も一定程度いるのではないかと思っています。

その要素は多少あるのかもしれませんが、より本質的なのは、マーケットに受け入れられるＩＰＯが、時代や市況とともに変わってきているということで、その点をしっかりお伝えいただくのがいいかなと思っています。

年末年始などのタイミングにおいて、新規の上場社数が減ったということに対して、取引所としてしっかり振返りや解説、一定の見解といいますか、こういうビューで市場を運営していて、別に悪いことだと思っていないということは一定打ち出して、これが新しい時代のＩＰＯだときちんと知らしめるためにも重要だと思っていて、ご一考いただければと思っています。これが１点目です。

もう１点が、７ページ目の下に書いてあるＴＯＰＩＸの改革です。これは非

常にインパクトがある話だと思っていて、未上場企業、上場したあとのグロース企業においても結構話題になっている話です。

特にグロースの企業からすると、プライムにいかなくてもグロースの企業のまま組み入れられるというメリットを追求できるものと思っていて、このメリットについては、ぜひ具体的に打ち出していただきたいなと思います。こういった具体的な要件があって、大体このぐらいの水準を満たせばＴＯＰＩＸに組み入れられる可能性があるというところは、一定のポジティブなメッセージになると思っています。具体的なメッセージをしていただくのは、新規上場企業にとっても大事だと思いますし、既存の上場企業にとってもさらなる成長の励みになると思っているので、ご検討いただければと思っております。

以上です。

【三瓶メンバー】

検討会で２回の議論を進めていただきありがとうございます。拾われたコメントには、傾聴すべき非常に重要なことが多く含まれていると思います。その上で、今後の進め方のところに書いてある、取引所でできること、想定されるテーマに沿って、２点申し上げます。

取引所でできることについて、多くのコメントがある中で特にこれだと思っているのが、１１ページの上から二つ目です。日本ではよく、例えばスタートアップの投資について、日本には投資家がいない、目利きができる人がいないなど、投資資金が入ってこない理由を、国内の問題であるという整理をすることがあるわけです。場合によっては官民ファンドが作られるということもあるんですけれども、投資資金ということを考えると、グローバルのマーケットというのはつながっているので、きちんとアピールができて、ここにこういう面白い会社がありますよということが分かれば、海外からでもお金は入ってきます。ただそのときに、面談して本当に投資しようかどうかと思ったときに、つまらない説明というか、響かない説明をするというケースが多くて、それではそういった資金を引っ張ってくることはできないということになります。

９ページの一番下のポツに、事業モデル、ＴＡＭ、長期のエクイティストーリーと書いてあり、これらをきちんと相手を説得するぐらいの力で言えるかどうかが非常に重要ですけれども、ここが欠けている。これは未上場企業、グロース上場企業、両方にまたがる問題ですけれども、そういったことについて取引所でもう少しサポートして、こういうところがポイントですよ、こうやってきちんと戦略を語ってくださいと指導していく、サポートしていくことはできるんではないかと思っています。

例えば戦略という言葉一つ取っても、日本ではほとんどが計画である場合が

多いです。そうではなくて、投資家は本当の戦略を聞きたいと思っている。そこをうまくサポートできれば良いのではないかというのが一つです。

もう一つは、先ほど熊谷メンバーがおっしゃったことと近いのかもしれませんが、私は以前から、グロース市場は特殊なのでグロース市場のＣＧコードが必要なのではないかと申し上げています。

それではどのようなものを作れるのかといったときに、やはりコンプライ・オア・エクスプレインというベースでは少し違うと思っています。どちらかというと、例えば全市場のＣＧコードがありますけれども、それは一般論としてどの市場でも当てはまることだと思います。それについて、先ほどどんな場合かというのは熊谷メンバーがおっしゃいましたけれども、グロース市場特有の状況を踏まえた解釈や具体的な方策などを明確にして、グロース市場の場合はこのように読み込んでくださいということを整理して提供するというのに、非常に意味があるのではないかと思いました。

以上です。

【小池メンバー】

資料の方もありがとうございます。ぜひこれからＩＰＯされる人ですとか、ＩＰＯした人たちの声をよく認識してもらうと、イメージが湧きやすいのかなと感じました。

二つありまして、一つが最後のページの今後想定されるテーマのうち、グロース市場に期待される企業像の明確化についてです。この資料は、読みながらなるほどと思うことが多いですが、逆にグロース市場で期待される企業像の明確化が今までされていなかったと考えると、この数年間ＩＰＯしてきた企業が、そもそもどのような企業で、どのような成長をしていて、どのようなパフォーマンスを出しているのかというのは、もう１回改めて振り返らないといけないのではないかと感じています。

新たにそういった企業像のイメージ、これがグロースですという定義のようなものを出してしまうと、今度はそこに引っかからないＩＰＯ企業が出てくるかもしれないので、その場合は、その会社に対してどうするかなど、ある程度もう１回振り返って見ておいた方が良いと感じました。

もう１点、永見メンバーがご指摘のとおり、今後ＴＯＰＩＸにいくつかのグロース企業が採用されることになりますので、グロースにとどまる意味がすごく大きくなると思います。そうした企業がプライムにいかずにグロースにとどまって、５，０００億円、６，０００億円、１兆円に成長するということが、グロースにとっては一番まず必要とされることです。

これはどうするべきなのかというと、一種のブランディングのようなものを

グロース市場にかけていくことが必要なのではないかと思います。制度や規制を各社に要求して、企業のガバナンスを高めてもらうことは大事ですけれども、そうはいっても周りから見ていて、グロースからプライムへいきたいという企業は当然まだまだ多いと思います。

ただ、ＴＯＰＩＸに入るような企業に、グロースのいわゆるヒーロー銘柄のようになってグロースにとどまってもらい、グロースにいることのメリットを最大に活かしてコーポレートアクションを積極的に取ってもらうこと、かつそれがこれからＩＰＯする企業にとって非常に好ましいという一種のブランディングをすること、ブランドをきちんと作っていくことが必要なのではないかと思っています。

今後ＴＯＰＩＸに入ることで機関投資家の参加も徐々に出てくると思いますし、そうした企業が増えることがグロースにとっては一番好ましいと思いますので、そういった取組みもぜひ積極的にしていただければと思っております。

以上です。

【翁メンバー】

ご説明ありがとうございました。検討会での意見も大変参考になりました。

私は、グロース市場について、グローバルにどのように競争力をつけていくかという観点も非常に重要だと思っております。先ほど１１ページについて三瓶メンバーもおっしゃったように、海外投資家をどのように引き込んでくるかということも含めて、グローバルな投資家にとって魅力ある市場にしていくにはどうするかという視点も重要だと思います。

それから、東証ではアジアのスタートアップにＩＰＯしていただくという努力もされていると思いますが、そういった取組みや、どういうことが課題になっているかについても教えていただきたいです。

また、過去に日本企業がＮＡＳＤＡＱに上場する動きがあるというお話があったかと思いますが、相変わらずそういう動きがあるのか、そういったことも含めて、日本企業のＩＰＯ、それから海外の企業の日本での上場、それから海外投資家との関係、こういったことをどのように全体として取り組んでいくかということは、大変重要な課題ではないかと思います。

最近の香港市場は活性化しており、これは恐らく中国との関係もあってということだと思いますが、グローバルに見て、今どのような立ち位置にあって、それぞれの取引所がどのような取組みをやっているかということも見ながら、日本のグロース市場をグローバルな観点でも見ていくことは大変重要ではないかと思っておりますので、またご説明いただければと思います。

【松本メンバー】

ややコントラバーシャルな表現かもしれませんが、恐らく上場中小企業市場を作りたいわけではなくて、ＮＡＳＤＡＱのように、グローバルに活躍できるスター企業をきちんと作っていく市場というのが、国や社会、マーケットの望みだと思いますが、そのように考えると、二つ思うことがあります。

一つは、新陳代謝はとても重要だと思います。ＩＰＯをして、そのまま全社でそれなりに成長しましょうというのは、スター企業を作るということと全く整合しないとは言いませんが、やはりある程度の新陳代謝があり、人材の再活用や資本の再活用などが行われる中で、スター企業が作られていくというのは、世界でもよく見られてきていることであるので、新陳代謝をもっと進めたほうが良いと思います。

要するに、東証が旗を振るのが果たして適切なのかというのはやや疑問もありますが、ＩＰＯしたあとにずっとそれなりに成長する、ギリギリで基準を超える成長をすることがいいのか、きちんと新陳代謝して大きい企業を作っていくことがいいのかという根本的な部分についての議論がもっとあっていいのではないかと思います。

もう一つは、想定されるテーマやコメントの中に、未上場セカンダリー取引の活性化とありますが、またこれも世界、特にアメリカと日本の差を考えたときに、いろいろな理由があると思います。

一つあるかもしれないのが、アメリカにおいては、ＪＯＢＳ法以降、未上場株の譲渡がある程度進み、未上場の段階で機関投資家の牽制が入るようになり、その中でどのような人材をもっと確保すべきだとか、どのような目線でないといけないのか、目標の設定など、いろいろと鍛えられて、その上で上場して成長していくというプロセスがあるのではないのかと思うんですけれども、日本においてはそこがかなり限定的だと思います。

これも果たして東証の問題かというと、どちらかというと金融庁の設計なのではないかという気はするのですけれども、証券取引の流通に関するさまざまな問題以外にも、例えばアメリカではＣａｒｔａのように、標準化した情報やキャップテーブルの管理のようなものも発達しています。恐らく法律だけの問題ではなく、資本市場に関わる色々な業界全体のテーマだと思うんですけれども、そういったものを作って、未上場株のセカンダリー取引を実現し、早くから機関投資家の牽制を入れて、大きく上場してもらい、かつ新陳代謝を進めるという考え方、スター企業をどんどん作っていくということの議論がもっとあっていいのではないかと思います。

資料に書かれているさまざまな意見について、皆様のご意見ではいい点が多いというコメントが随分ありましたけれども、私は逆にこれを見ていて、かな

り点々バラバラであるという印象を受けて、グロース市場というものが何を目標としているのかがぼやけているのではないかと思います。
　かつては登竜門として、東証一部にいくんだという分かりやすいイメージがあったと思いますが、今はいろいろな意味において分散していると私には思われます。この意見を見ていると、グロース市場の意義というものを、東証が先導してもう少し議論を深めたほうがいいのではないかという印象を受けました。

【渡邉部長】
　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。