

市場区分の見直しに関するフォローアップ会議（第20回） 議事録

日 時： 2025年2月18日（火）16時00分～17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

【渡邊部長】

それでは、予定の時刻となりましたので、第20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、永見メンバーがオンラインでのご出席、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】

本日もよろしく願いいたします。

本日の議題について、足元の対応方針をまとめております資料1をご覧くださいながらご説明させていただければと思います。ここで【2月】としていた箇所を中心に本日はご議論・ご報告をさせていただければと思います。

資料2は、左上の、「資本コストや株価を意識した経営」についてでございます。もうすぐ要請から2年が経つ中で、3年目の取組みはまた次回の会議でご議論いただければと思いますが、直近の状況などをまとめておりますのと、未対応の企業を念頭に置いたIR体制の確保について、制度的な対応を行っておければと考えてございます。このあたりは基本のご報告ですので、お気づきの点があればいただければと思います。

資料3は、非公開化についてです。前回の会議後、市場関係者とも実務の相談を行っており、その内容も踏まえ見直し案をまとめておりますので、ご議論・ご意見いただければと思います。

資料4は、グロース市場の今後の対応についてです。前回、今後の大きな方向性をご議論いただきましたので、本日は、もう少し具体的な施策の内容についてご議論いただければと考えております。

資料5は、経過措置の関係です。いよいよ来月に経過措置が終了して、早い会社で1年間の改善期間に入ってまいりまして、2026年3月以降は上場廃止となる会社も出てまいりますので、状況のご報告と、今後の想定している動きなどをご報告させていただければと思います。こちらはお気づきの点があればいただければと思います。

資料6・7は、先日公表いたしました親子上場等の関係の資料です。こちら
はご参考資料としておつけしております。

以上でございますが、多岐にわたりますがどうぞよろしく願いいたしま
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、資本コストや株価を意識した経営について、ご説明いたします。

【坂田調査役】

資料2の「資本コストや株価を意識した経営」についてご説明します。

2ページ目が直近の開示の状況ですが、プライム市場では9割以上まで開示
が進んできておりますので、今後は開示の有無よりも、中身をどう良くしてい
けるかという部分により焦点を当てていければと考えております。こちらのペ
ージはファクトまででございます。

続いて3ページ目ですが、先月から、機関投資家からのコンタクトを希望す
る企業を開示企業一覧表上で明示しており、足元では235社となっております。
内訳を見ますと、下の赤字部分ですが、時価総額が数百億円規模の企業が
ボリュームゾーンとなっており、概ね想定していた規模の企業からご申請いた
だいている状況です。こちらは始めたばかりの取組みですので、今後、実際の
コンタクトにつながっているかという点をはじめ、活用状況や課題などについ
て、深堀りしていきたいと考えております。

次に4ページ目ですが、今後、要請3年目となる取組みを検討していくにあ
たり、3月に上場会社向けのアンケートを実施できればと考えております。こ
れまでも上場会社の皆様にご説明する機会を多くいただき、各所で意見交換を
させていただいておりますが、今後よりプラクティカルな打ち手を検討するた
めに、一度、網羅的に企業の実態・課題などを把握しておければと考えており
ます。具体的なアンケートの選択肢などに関しては、関係者の皆様のお知恵も
お借りしながら、詳細を詰めていきたいと考えております。

続いて5ページ目でございます。先ほどプライム市場は9割まで開示が進ん
でいる状況をご覧いただきましたが、裏を返せば、プライム市場で1割、スタ
ンダード市場で5割の企業で開示が進んでいない状況であり、その中には、上

場会社でありながら、あまり株主や投資者に向き合っていない企業の方々も見られます。例えば、6ページ右側のとおり、IRを実施していない、必要性すら感じていないという企業もまれにいらっしゃる状況です。

そこで、5ページにお戻りいただき、株主・投資者との関係構築のために、例えば各種説明会の開催やウェブサイトでの資料掲載など、能動的に情報提供を行うということは、上場している以上、是非進めていただく必要がありますので、企業行動規範の遵守すべき事項として、そのための体制の整備を掲げてお示ししていこうと考えております。

実際にどのような体制を整備するかについては、上場会社各社が、おのおの実情を踏まえて自主的に進めていただくものですので、例えば、専任の部署を置かなければなければならないなどといった画一的な定めは設けないこととしておりますが、その内容については、投資家にしっかり伝わるようにガバナンス報告書での開示を求めていければと考えており、取引所としてもこの部分を使って状況を把握していければと考えております。

ご説明は以上です。

【渡邊部長】

こちらはご報告まででございますので、もしご意見やご質問があれば頂戴できればと思っておりますがいかがでしょうか。

【熊谷メンバー】

4ページの上場会社向けアンケートの実施ですが、今後の施策の方向性を検討するためにも非常に重要であると考えます。もう少し詳細に状況を聞ければとは思いますが、回答は任意という点を踏まえれば、回答率を向上させる観点からはシンプルな方が良い面もあろうかと思えます。

企業の方々にご回答頂けるように分量のバランスはとらなくてははいけません。質問2の右側の上から3番目にある「ギャップは特定できたが、それを踏まえた改善策の検討・実行が難しい」については、詳細に内容を確認したいところです。例えば、バランスシートの精査なのか、事業ポートフォリオなのか、あるいは社内の組織上の問題なのか、戦略を練るのに時間がかかるのかなど、具体的にどの部分が障害になっているのかという点です。

以前の資料で、①自律的に取組みを進める企業、②今後の改善が期待される企業、③開示に至っていない企業という3つの企業群に分類しましたが、申し上げたポイントはボリュームゾーンである第2の企業群に関わる部分になり、丁寧に状況を聴取する必要があるのではないかと感じております。質問に含め

ることが難しい場合には、対象企業へのヒアリングを実施し、より詳細な情報を収集することも考えられると思います。

【翁メンバー】

4ページの上場会社向けアンケートですが、アンケートの送付先はIRの責任者になるのか、CFOなどの経営層になるのかどちらでしょうか。

【門田課長】

まずアンケートを送付する対象としては、プライム市場・スタンダード市場の上場会社全社を想定しており、実際にはIR・開示の担当者宛に送付させていただく予定でおります。

【翁メンバー】

ありがとうございます。例えば取締役会レベルでの検討が進まないという回答はIRの担当者からは出てこないと思いますので、担当者からしっかりと社内でヒアリングもしていただく必要があると思います。

また、社外取締役についての課題感に関しても聞いていただく必要があると考えていますが、アンケートに回答する方がしっかりとCEOやCFOに聞いてご回答いただかないと実際の課題が出てこないと思います。

【内田メンバー】

同じく上場会社向けのアンケートについて、全体をシンプルにするということには賛成ですが、自由記入欄をその他の部分に設けると、選択肢を選んで特段記載をされないという可能性もありますので、外出しにして自由に書くことができるスペースを設けていただけると良いかと思います。

また、IR体制の確保について、今回の内容については異論ありませんが、現状で新規上場の際に、ある程度そうした体制を確保することについて誓約いただいたり、十分に周知するといったことはしていますでしょうか。もしそうしたことをしているのであれば、主幹事証券会社も含めて周知を強めるということも考えられるかと思います。

【議員調査役】

現状では、適時開示の体制が整っているかについては確認しておりますが、一段踏み込んだIRの体制については、その整備までを求めているのが実態ですので、ご指摘いただいた点は今後プラスアルファで実施していく必要があるものと考えております。

【三瓶メンバー】

5 ページ目の I R の体制について、画一的な定めを置かないというのはそれで良いと思います。I R の名前が付いた部署がなければいけないということではなく、社長がそういった役割を担っていても良いので、その点は明確にしておく必要があると思います。

ただし、6 ページのアンケートで I R を実施せず、必要性も感じていない企業が上場しているというのはおかしいことであり、東証として I R をする気があるのかどうかを企業に確認し、ない企業には上場会社としての責務をしっかりと認識いただく必要があると思います。アンケートは外部のもので、質問には「対話」とありますが、エンゲージメントや面談全般のものも選択肢にあり趣旨が正確には分からないので、このデータに関してどうという訳ではありませんが、右側の意識が低い会社については放置してはいけないと思います。

【黒沼メンバー】

3 ページの機関投資家からのより活発なコンタクトを希望する企業の分布状況について、ご説明では想定通りの申請状況というお話もありましたが、私は、時価総額が低い企業からの申請が少ないという印象を受けました。そうした企業を狙った一覧表での明示ということだと思しますので、やや残念というか意外に思います。

また、5 ページの I R 体制の確保についてですが、上場会社は取引所の規則上適時開示の義務を負っており、その適時開示の義務と I R 体制の整備義務との関係を整理しないと、誤解を生みかねないように思います。

昨今では I R は当然だという風に言われておりますけれど、上場会社として情報を開示する義務は負うべきと思いますが、その情報をいかに投資家側に理解いただき、企業活動に共感をもっていけるような形に持っていくかというのは、ここ最近の東証の施策には沿っているものの、全上場会社が普遍的に負っている義務とまでは言えないと思っています。

今回は、遵守すべき事項として規定するということなので、コーポレートガバナンス・コードのようなコンプライ・オア・エクスプレインではなく、コンプライが必要になります。実際には何らかの整備はしているので、違反する事例はないと思いますが、本来上場会社が当然負うべき義務とは私は思いませんので、色々な意見があるということをご承知おきください。

結果、こうした義務を設けること自体を否定するものではありませんが、申し上げておきます。

【渡邊部長】

ありがとうございました。

続きまして、MBO・支配株主による完全子会社化に関する企業行動規範の見直しについて、ご説明させていただきます。

【中村部員】

資料3の「MBO・支配株主による完全子会社化に関する企業行動規範の見直し」についてご説明します。

2ページが見直しの全体像です。

1つが、規範の対象行為の見直しでして、意見入手や必要十分な適時開示といった少数株主保護のための規範について、同様に構造的な利益相反リスクが認められるMBOや、20%以上の議決権を有するその他の関係会社による完全子会社化にも拡大することとしています。

もうひとつが、規範の内容の見直しでして、詳細は以降のページでご説明しますが、特別委員会における「少数株主にとって不利益でないことに関する意見」の在り方と、株主の判断材料となる必要十分な適時開示の内容について、見直すこととしています。

3ページは意見の在り方の見直しについてです。

まず、意見の入手先について、近年は、特別委員会の意見入手が実務上定着しておりますが、規則上はそれが明確でなく、例えば社外取締役や外部有識者個人からの取得も可能となっているので、検討主体を明確にする趣旨で、特別委員会からの意見入手を義務付けることにしたいと考えています。

また、意見の内容ですが、1つ目として、「少数株主にとって不利益でないことに関する意見」ではなく、「一般株主にとって公正であることに関する意見」の取得を求めることを考えております。これは、価格の公正性に懸念があるにも関わらず、一定のプレミアムが付された価格で少数株主に売却機会が与えられることをもって、「不利益でない」とする事例も見られる中で、公正M&A指針も踏まえ、水準の公正性まできちんと検討いただきたいということを明確にする趣旨です。

また、2つ目として、特別委員会において検討すべき観点を明示し、その観点に関する具体的な検討内容や判断の根拠について、意見の中で十分に説明・開示しなければならないことを規定しようと考えております。

その際、前回の会議で賛否両論ありました議事録の公表については、市場関係者にヒアリングしますと、趣旨は理解するものの、交渉事で二転三転ある中

で、個々の委員の発言内容が残る形となると議論の委縮を招くことを懸念する意見が多く聞かれております。特別委員会の議事録に定まった形式はなく、各社の判断に委ねられている中で、議事録の公表を求めますと、以前の日経新聞で「ステルス議事録」といった記事もありましたが、予め議事録自体を簡素化してしまうといったことも懸念されますので、議事録という形では求めないものの、議事録で書いてほしいような内容を観点としてお示しして、意見の中できちんと説明することを求めたいと考えております。

そのうえで、下の※について、特別委員会からの意見等を踏まえた最終的な取締役会の判断の根拠についても、引き続き十分な説明を求めていく想定です。

その他、特別委員会に期待される役割が大きい中で、必ずしも特別委員会の構成員となる独立社外取締役の皆様が、こういった場面における経験や知見を持っていない場合もあることから、取引所として情報提供などもしていければと考えています。

続いて4ページが意見における検討の観点です。

大枠は公正M&A指針で示されている観点ですが、現在の開示実務も踏まえ、内容の充実を図る趣旨で※の内容を記載しております。

例えば、取引条件の公正性に関しては、1つ目の✓の協議・交渉の過程に関して、現在でも、協議・交渉の回数や、結果として当初買付者から提示された価格から相応の増額がなされたといったことは開示されているものの、交渉の方針や何が論点であったか等については開示されていない事例もあるため、そうしたものも求めていく想定です。

また、2つ目の✓の株式価値算定内容に関しては、現在は、「算定内容全体について、特段不合理な点は見当たらなかった」といった程度の開示にとどまっているところ、特殊な前提条件が置かれている場合には、その合理性について検討内容に関しても説明を求める想定です。

また3つ目の✓の過去の市場価格等に対するプレミアム水準の合理性については、投資家から、直前に業績予想の下方修正などネガティブ情報を開示して、意図的に価格を引き下げている事例があるとの指摘も寄せられております。単に下がった市場価格に対して一般的なプレミアムが付されているのでよいというだけではなく、きちんとそれを踏まえた合理性について検討を求める想定です。

手続の公正性に関しては、公正M&A指針で例示されている措置をベースに、公正性を担保するのに十分な措置が実施されているか・具体的にどのような実施内容となっているかについての説明を求めることとしています。加え

て、例えばマジョリティ・オブ・マイノリティ条件の設定などについても、各社の事情に応じた適切な検討を求める観点から、公正M&A指針で例示されている一部の措置を実施しない場合には、その理由やそれについて全体の公正性確保の観点からどう考えるかについても説明いただく想定です。

5 ページは価格規制についてです。

先ほど、直前にネガティブ情報を開示した場合には、それも踏まえたプレミアム水準の合理性についての説明を求めるとご説明しましたが、以前の会議では、諸外国で設けられている価格規制も念頭に、何らか一律の規制を設けるべきではないかとの意見もいただいたところでございます。

この点につきまして、日本においても、諸外国で設けられているような過去の市場平均株価を下回る価格での買収事例は見られない中で、最低限のバーとして諸外国と同様の規制を設けることも考えられはしますが、それさえ超えていけば問題ないという実務が定着するおそれがあり、かえって実質的な検討が行われなくなる懸念も聞かれるところです。

また、より厳しいバーを設ける場合でも、プレミアムが何%以上であれば公正であるといった一義的・客観的な基準を設けることは難しいことから、まずは、特別委員会において、そうした開示の経緯も踏まえ、プレミアムの水準の合理性の検討・開示を求めることでどうかと考えております。

また、そもそも、なぜネガティブ情報を開示した直後のタイミングでMBO等を行うのかという観点も当然ございますので、目的や背景について、公正M&A指針でも示されているように、より丁寧な説明を引き続き求めていきたいと考えております。

最後に、6 ページが必要十分な情報開示の内容の見直しについてです。

具体的な拡充内容については、下にお示ししている表のとおりですが、財務予測や算定手法の前提となる考え方の部分について開示を拡充することとしております。

なお、※で書いております、フリーキャッシュフローの計算過程における設備投資や減価償却費等の具体的な数値までは、実務上の懸念等も踏まえ、求めないこととしております。

これらの開示内容については、基本的に、買収対価の種類による差異は設けておりませんが、1点、緑で囲っております、財務予測の具体的な数値について、現在は、株式交換による完全子会社といった上場株式を対価とする場合は、双方に市場株価が存在することを踏まえ、唯一開示を不要としております。

一方で、この点について、投資家からは、上場株式を対価とする場合の取引条件の公正性が現金対価の場合と比べて劣後しているのではないかという懸念の声も聞かれるところでございますし、利益相反問題への対応という観点ですと、取扱いに差異を設ける合理性もないところですので、対象会社の財務予測の具体的な数値に限定して、同様に開示を求めることとしたいと考えております。

ご説明は以上です。

【渡邊部長】

それでは、ご意見を頂戴できればと思います。よろしくお願いいたします。

【熊谷メンバー】

規範の対象行為の見直しと規範の内容の見直しのいずれについても、賛同いたします。これらの改正を行うに伴い、2つポイントがあると考えます。

第一に、特別委員会の役割は非常に大きいため、健全に機能させることが肝要です。特別委員会は、一般株主の利益を図る立場であることを認識し、求められる役割に答えなければなりません。具体的には、広範な知識に加え、判断力、そしてインテグリティなどが必須になると思います。外部のアドバイザーからの専門的な助言を得ていくことはあると思いますが、資料にあるように、東証でも情報提供の実施をぜひ検討していただきたいと考えます。同時に、特別委員会の構成員になる独立社外取締役の独立性は、特別委員会の機能の根幹を成すといっても過言ではありません。独立性基準の検討を含めた今後の対応が望まれます。

第二のポイントは情報の有益性の確保です。「一般株主にとって公正であることに関する意見」では取引条件や手続きの公正性に対する説明が求められますが、投資家の判断に資するものにしなければなりません。コーポレート・ガバナンス報告書で見られたような通り一遍のものにならないように、事前に注意喚起することが考えられます。

【三瓶メンバー】

全体としては良いかと思えます。

実務においては、4ページの意見における検討の観点を参照することになるかと思いますが、具体的な観点の前に重要なスタンスがあると思います。公正M&A指針の19ページに、「特別委員会は、基本的には、買収者および対象会社・一般株主に対して中立の第三者的な立場ではなく、対象会社および一般

株主の利益を図る立場に立って当該M&Aについて検討や判断を行うことが期待されるものであり、そのような意味で特別委員会が有効に機能した場合には、公正性担保措置として高く評価されると考えられる」と記載されています。また、注釈には、中立性が求められる企業不祥事における第三者委員会とはその位置づけが異なるということも書いてあります。これは非常に重要なことであり、4ページ一番上に、特別委員会に期待する機能としてこうした精神を示して、スタンスの軸を明確にすることが重要だと思います。

もう1つは、6ページの情報開示の内容の見直しについてです。財務予測の具体的な数値について全て開示を求めるとするのは現実的でないと思いますが、対売上高や対総資産といった諸比率について一定と置いているのか増減/減減と置いているのかという考え方を開示いただくだけでも有用だと思います。財務予測の具体的な数値にカッコ書きで書かれている「成長率」というのは、ターミナルバリューの成長率のことかと思いましたが、下段には継続価値についての記載もあるので、こういったものを想定しているのか教えていただければと思います。

【中村部員】

継続価値の算定上の成長率ではなく、財務予測期間における売上高等の成長率の数値を想定しておりました。

【三瓶メンバー】

諸比率が一定だと成長率はゼロという意味での成長率ということと理解しました。具体的な数値まで求めない場合でも、そこを一定と置いているといった考え方を開示いただければ、財務予測がコンサバだったり楽観的だったりといった推測がしやすくなると考えられます。また、DCFのモデルが1段階モデルなのか、2段階モデルなのか等についても、細かい開示を求めるものではありませんが、専門家から見れば理解が進むポイントではありますので重要だろうと思います。

また、熊谷メンバーから指摘があった独立性基準については、今後見直しを検討すべき重要な課題だろうと思います。

【黒沼メンバー】

これまでの議論では、公正M&A指針が例示する公正性担保措置の全ての実施を要求すべきといった意見もあり、私自身としては研究者としてそうした意見にシンパシーを感じるころもありますが、現実的な観点から特別委員会からの意見入手を義務付けるとともに、その際の検討の観点を示すという方向

に、現時点では賛成したいと思います。

ただ、お示しいただいた内容では、見直し案の細部までは記載されていないので評価が難しいと思うところもあり、いくつか質問させていただければと思います。1つ目は、対象行為の見直しについて、キャッシュアウトに限らず、株式対価の場合も含めた完全子会社化の場合すべてを適用対象とするという理解でよろしいでしょうか。2つ目は、これまではMBO等について全事例で特別委員会が設置されているとのことですが、今般、対象行為を拡大してその他の関係会社による完全子会社化についても特別委員会の設置を義務付けることになると思うのですが、実務に影響はないのでしょうか。

【中村部員】

1つ目については、ご理解のとおり、キャッシュアウトに限らず株式交換による完全子会社化といった株式対価の場合も適用対象とすることとしております。

2つ目については、現状の実務では、MBO等に該当するかに関わらず、その他の子会社における完全子会社化についても、特別委員会が設置されるのが一般的となっておりますので、この点については特段実務への影響はないと考えております。

【黒沼メンバー】

資本関係が全くない場合には特別委員会は設置されない事例もあるのではないかと考えたのですが、実務上、多少なりとも資本関係がある場合には、特別委員会を設置しているということなののでしょうか。

【中村部員】

そのように理解しております。利益相反性を考慮し、実務においては、特別委員会を設置するのが一般的になっていると理解しております。

【神田メンバー】

資料の方向性で良いように思いますが、自分自身でもよく分かっていない点があり、上手く言えないかもしれませんが、述べさせていただきます。特別委員会の意見は3、4ページの内容を満たしてくださいということを要求するのだと思いますが、これを満たしているかどうかを誰が判断するのかという問題があると思います。東証が満たしているかを判断するのは大変だと思います。ワンクッションあっていいと思ひまして、すなわち、会社が取締役会に、特別委員会が出した意見は所定の内容を満たしていると思います、ということ

を説明していただく必要があるように思います。そうすれば、東証のほうでも、疑問があればなぜそうなのか聞きやすくなるように思います。なお、3ページの下のほうの1つ目のポツについては、最終的な取締役会の判断の根拠というのは、次元の違う話だと思っていまして、例えば完全子会社化に賛成なのか反対なのかについて、特別委員会の意見を踏まえたうえでの最終的な取締役会の判断が別途あるということだと思えます。取締役会としては、特別委員会の意見はこの3、4ページの内容を満たしていると私たちは考え、だから公正だと思えますという言い方もあるように思います。

いずれにしても、私が申し上げたいのは、特別委員会でこれこれを検討してくださいとだけ言い放しにすると、エンフォースメントが大変になるように思ひまして、少し工夫が要るように思います。責任をもつのは会社であり、企業行動規範のあて先は会社ですよね。会社が特別委員会の意見をいいと思うのか思わないのか、今回明示した観点を満たしているのかということ、説明してもらったほうがよいと思います。

【松本メンバー】

全体的にバランスよくまとめていただいて、とても良い内容だと思いますが、3点だけポイントアウトしたいと思えます。

1つ目は、やはり特別委員会の役割が非常に大きいということです。特別委員会の構成員である独立社外取締役の独立性の要件が大変重要であるというのは、複数の委員がおっしゃっているように全くそのとおりだと思います。例えば、支配株主が設立した財団の理事長を独立社外取締役としていた事例も見られるようですので、独立性基準自体をしっかりと見直すことが必要ではないかと思えます。

2つ目は、議事録についてです。最終的にご提案の内容で私は良いと思うのですがけれども、前回も申し上げたように、特別委員会からの意見を踏まえ、最終的には取締役会でも議論されることになり、そこには特別委員会のメンバーである社外取締役も参加しているはずで、取締役会の議事録は社外取締役の発言は書き留めなくてはならず、閲覧請求が可能となっていますので、なぜ特別委員会の議事録だけ、公表を求めると実務上困るのか、理解しかねるところがあります。隠そうとしているわけではないと思ひますが、結果としていろいろな課題がある可能性があると思うので、最終的にはこれでよいと思ひますが、注意深く見ていく必要があると思ひます。

3つ目のポイントについては、2つ目とも関連するのですが、4ページの手続の公正性のところでどこまでを範囲にするかということについてです。例えばマジョリティ・オブ・マイノリティ条件は厳しすぎるのではないかというこ

ともあり、赤字で書いてあるところは大変重要だと思います。企業行動規範の遵守すべき事項は、エンフォースメントが効いており、我が国の上場企業のガバナンスを考えるうえで大変重要なツールだと思いますので、これがひとたび守れないよね、守らなくても当たり前だよねということになってしまうと大変問題だと思います。ですので、この①から⑥の措置全部の実施が求められるわけではないという説明は、赤字のとおりしっかり強調して、結果として上場企業が守るような内容のものに設計することが大変肝要ではないかと思います。そういった意味で、神田メンバーがおっしゃった最終的に取締役会で意見書が適切なものかを確認するという仕組みも大変重要だと思います。

【永見メンバー】

私も全般的な見直しの方向性には違和感ありません。その上で、やはり特別委員会の実効性、かつその実効性と実務負担のバランスが非常に重要だと考えております。特に今後MBOなどが増えてくることが予見される中で、特別委員会の実効性だけでなく、負担をバランスしていくことの重要性はより増していくと思っています。

その観点で、実務的な点が2点なのですが、1点目は意見全般について、こういう風にまとめていくべきといったフォーマットをしっかりと東証から様式例として開示していくのが実務上良いのではないかと考えています。

取締役会における確認という観点でも、東証における確認という観点でも、一定のフォーマットがあったほうが、全てのステークホルダーが同じフォーマット、プロトコルで確認・議論がしやすいと思いますし、実務上の負担の軽減にもつながると考えています。

2点目が議事録の公表についてでして、こちらは色々なご意見があるところかと思いますが、結果的に議事録そのものの開示までは求めないという方向性に私は賛成です。

【内田メンバー】

既に意見としては出ておりますが、やはり特別委員会の役割が非常に重要となってくる中で、独立社外取締役に対する情報提供やサポートは十分をお願いしたいと思います。

また、特別委員会の重要性が増す中で、なかなかインセンティブ構造がうまく作れないというところは悩みの種です。この点は具体的な解がなくて申し訳ないのですが、特別委員会がこの規範なりに沿った形で頑張っていけるだけの「つかえ棒」として何かできればいいなと思いました。

また、全般の見直しの趣旨には異論ありませんし、今回関係会社にも対象が

広がるということで、一步前進だと思っておりますが、諸環境を踏まえると今後MBOあるいは企業の組織再編が増えてくると考えられる中で、当然これを踏まえた形で行われるべきというのがべき論ではありますが、実務対応その他を含めて、組織再編等の活動がどのように展開していくのかということは、萎縮するとまでは申し上げませんが、影響などを注視していただきたいと思っております。

【翁メンバー】

私もバランスが取れた見直しだと思っておりますし、特別委員会の重要性についても皆様と同じ意見です。

一点、6ページの財務予測の前提となる考え方の開示の箇所についてですが、特に今回関係会社による完全子会社化にも対象が拡大されますこともあり、事業環境のみならず、事業のビジネスモデルがどのように変化するという前提をおいているかについても開示いただくのが、一般株主が参考にするという観点からは望ましいと思っております。

【渡邊部長】

ありがとうございました。

続きまして、グロース市場における今後の対応について、ご説明させていただきます。

【磯貝調査役】

ご説明いたします。まず2ページでございますが、これまでもご覧いただいた上場後の時価総額の成長率について、少し見せ方を変えてお示ししております。

前回確認させていただいたような、グロース市場から「日本経済を牽引するような大きなスタートアップを輩出していく」という目標を考えると、グレー部分の企業（上場時からの成長率が1倍未満の企業）について成長に向けて取り組んでいただくというのももちろん大事ではございますが、赤く困っているような、より高く成長を目指す会社をどう増やしていくかという視点を重視して全体の施策をまとめていくことが重要ではないかと考えております。

このあたり、どのようなファクトをもとに問題意識を打ち出していくか、どのようなメッセージを発信していくかについても重要なポイントと考えておりますので、本日はぜひそういった点からもご意見いただければ幸いです。

いま申し上げたような視点に立ちますと、まずは上場会社全体に対して、改めて高い成長を志向した経営を推進いただくよう、うまく働きかけができない

かと考えており、その内容を3ページに記載しております。

現在も、全てのグロース市場上場企業を対象に、「事業計画及び成長可能性に関する事項」として、ページ左下にあるようなビジネスモデルや成長戦略などを開示いただくこととしておりますが、投資家からは、次の4ページにあるとおり、成長目標や施策が具体的でない、ターゲットとする市場や競合優位性に関する認識がズレている、上場後の進捗状況の振り返りも十分に行われていない、といったご意見をいただいております。

そうした中で、3ページ右下にありますように、もともと思い描いていたようなビジネスモデルがうまく機能しているのかという観点から、上場時から現在までにしっかりと成長できているかを具体的な指標を用いながら分析いただくとともに、ターゲットとする市場規模や競合優位性などの前提についてズレが生じていないかを点検いただくよう、そして、それを基に現在掲げている成長目標や施策などについてアップデートいただくよう、お願いしてまいりたいと考えております。

こうした対応について、もちろん全社にご対応いただけるわけではないと思いますが、積極的に進めて投資家の期待に応えていこうとする企業に対しては、東証としてもできる応援はしていきたいということで、たとえば対応企業の一覧化など、様々なサポートを行っていただければと考えております。

本日はこれらの具体的な中身や情報発信の方法について、ぜひご意見いただければと考えております。

そして5ページ目の施策は、上場後の成長につながるようなIPOをどのように生み出していけるかという点についてでございます。

その実現のためには、IPOを目指す経営者の皆様に、上場会社になるにあたっての責務を意識いただいたうえで、IPOの目的をしっかりと検討いただくことが重要だと考えておりますが、上場後についての経験・知見を有する経営者は多くない中で、私ども取引所を含め、サポートを行う関係者の役割も重要だと考えております。

ただ、取引所が、IPOを目指す企業と直接的に関わるのは、上場準備の最後の数か月のみですので、特にその何年も前から関わる主幹事証券会社などと連携しながら、業界全体が一丸となって、上場後の成長につながる良いIPOを生み出していく必要があるものと考えております。

こうした観点から、今後、証券会社のハイレベル層の方々などと、認識合わせや課題・打ち手の共有などを進めていこうと考えており、その内容についてはこのフォローアップ会議の場でもご報告しながら情報発信を行っていただければと考えておりますが、お気づきの点などがございましたら、ぜひご意見いただ

ければと思います。

そして、6ページは、各社に高い成長の実現に向けて取組んでいただくとしても、機関投資家の目線が全く入らないと難しい面もあろうかと思われまので、それをどう確保するかという点でございます。

この点に関しましては、これまでもご議論いただきましたとおり、機関投資家の視点の理解促進や接点づくりを継続的に推進していくことに加えて、最低限、機関投資家の投資対象となり得る規模を数値基準で確保していくことを考えております。

具体的な内容については、現在、検討を進めておりますので、次回以降の会議でお示しできればと考えておりますが、7ページに中小型の成長株に投資を行う機関投資家でもこれくらいの規模は必要と考えているというご意見、8ページに現在の時価総額分布をまとめておりますので、これらも踏まえて現時点でお気づきの点があれば、ご意見いただければ幸いです。

なお、最終的には、これら3つの施策をパッケージとしてまとめ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。

【渡邊部長】

それでは、ご意見を頂戴できればと思います。よろしくお願いいたします。

【熊谷メンバー】

グロース市場には、未来の日本経済の成長を牽引するスタートアップの輩出が求められる中において、東証が行うべきことは環境整備や仕組み作りです。成長を期待する貴重なリスクマネーについて、成長を目指さない企業や成長が止まった企業ではなく、成長を目指す企業に流入させる環境や仕組みを作ることが重要です。市場の新陳代謝を効かせ、企業に対して健全な緊張感を醸成すること、そして、成長を目指す企業の情報を投資家にクリアに示していくことが1つの方法として考えられます。

投資家へ情報をクリアに示していくために、「高い成長を志向する経営の推進の働きかけ」において、これまでの状況の分析・評価といった振返りを促し、今後の方向性を点検・検討する内容には賛同いたします。

ただし、企業には成長戦略などの方向性を示すためだけのものではなく、投資において非常に重要な要素である投資家との信頼関係を醸成するツールであることを明確に示すことで、真摯に対応することを望みたいと思います。資料

にございます機関投資家へのヒアリング結果を見ると、①具体的な情報開示、②情報開示の継続に対する信頼性、③改善に向けた取組みの3つが欠けているように感じられます。特に、情報開示の継続に対する信頼性では、機関投資家から「不誠実」という非常に強い言葉が投げかけられており、深刻な懸念を抱かざるを得ません。こうしたことは企業に対する投資家の信頼の毀損につながります。機関投資家と話をしていると、企業に対する不信感の高まりは資本コストを増大させる要因になりうるとの指摘がよくなされます。企業に要請する際には、機関投資家へのヒアリング結果も示しながら、期待されていることを明示すべきだと考えます。

5ページの「上場後の高い成長を見据えたIPOの啓発」については、IPOを早期からサポートする関係者と連携したアプローチをしていただければと思います。前回の関係者へのヒアリングで見られた、利害関係の異なるプレイヤーが存在することに対して、対応方法を模索することはキーポイントになると考えます。お互いに意見をすり合わせるだけでなく、意見が食い違う場合には東証が中心となりイニシアティブをとって方向性を示すことが期待されます。

6ページの「機関投資家の目線確保のための対応」については、先ほど申し上げた市場の新陳代謝を効かせ、企業に対して健全な緊張感を醸成するために、非常に重要であると考えます。プライム市場やスタンダード市場での「資本コストや株価を意識した経営」が市場に好感されたのは、企業が取組みを示したことはもちろん、機関投資家の議決権行使基準の厳格化による企業へのプレッシャーもあると思います。

その意味において機関投資家の目線の確保は極めて重要です。資料にございます機関投資家の意見を見ると、投資対象となる最低限の規模として時価総額100億円以上がコンセンサスで、時価総額の到達を測る期間は5年くらいという発言がなされています。機関投資家の目線としては、成長性が高く、ある程度の規模での上場を求める一方で、小規模で上場した企業に対してはそれだけ早い成長スピードを求めています。こうした機関投資家の目線に即した上場維持基準の引上げの検討が求められます。企業の予見可能性を確保するために、上場維持基準の引上げには準備期間と経過措置も必要となります。

最後に、グロース市場改革に関する情報発信について、全ての内容が決まってからではありませんが、リスクマネーを太く継続的に流入させるために、成長と新陳代謝の促進をセットにしつつ、企業に対して利益や時価総額への意識や

こだわりを高めるものとするのが考えられます。こうした対応は不特定多数の投資家がいる市場において、有事には自社を守ることに繋がると思います。

もっとも、利益や時価総額といっても一過性の対応に基づく引上げではなく、「高い成長を志向する経営の推進の働きかけ」での振返りを活用しつつ、資金調達と投資、その結果としての成長に裏付けられたものを東証として期待していることを発信する必要があると考えます。

【永見メンバー】

「事業計画及び成長可能性に関する事項」の開示の充実には賛成です。私の感覚としても、最低でも年1回は開示するこの資料が投資家との良きコミュニケーションツールになっており、投資者の理解が進むことで結果的に投資に繋がっていると実感しています。また、企業側としても最低年1回は戦略の立案またはブラッシュアップする良い機会になると思います。その観点においては、改めて働きかける内容もこのプレゼンテーションにまとめることは良い手段だと思います。

もう1点は、コメントと東証への質問になります。私も6ページが重要だと思っていまして、これまでも何度か議論されていますが、東証の改革の機運・モメンタムの継続は非常に重要だと思っています。その観点で、言葉尻がもしれないのですが、資料上では、「機関投資家の目線確保のための対応」について「次回以降の会議での検討」と書いていますが、それだといつ議論されるのか分かりません。一方で、グロース市場の改革に対しては、期待・興味をもっているステークホルダーが多いので、「次回以降」ではなく「次回」の会議で素案を出してもらうのが、現状の機運を落とさない観点でも非常に重要だと思っていますので、是非お願いしたいです。現時点での東証のお考えを教えてくださいなればと思います。

数値基準に対する一委員の意見としては以前の会議でも申し上げているとおりで、新陳代謝が重要なので入り口の新規上場基準を引き上げるのではなく、上場維持のハードルについて、現行の「上場10年経過後から40億円以上」から期間は5年にして、水準は50億円や100億円としていただくのがよいのではないかと考えております。

【池田統括課長】

機関投資家の目線の確保のための数値基準の検討につきましては、おっしゃ

るとおり、資料には「次回以降」と記載しておりますが、「次回」の会議で素案をお示しすることを予定しております。本日の議論を踏まえた1番（3ページ）と2番（5ページ）の施策の具体的な内容もあわせて、パッケージでお示しできればと思っています。

【松本メンバー】

2点ありますが、まず1点目は、やはり規模が重要であることが明らかということ。企業が何か取組みを行うにしても、機関投資家の投資対象となるためには、まずは100億円以上の規模が必要になりますので、上場維持基準の傾斜をつけていくことが一番わかりやすく重要な施策になるのではないかと思います。

その際に、上場5年経過後に1発テストとなると、人は怠けてしまうものなので、中間テストのように1年ごとに目標達成状況を確認し、達成していない場合には説明などを求めるという工夫が必要だと思います。

もう1点は、今回の資料に書かれていることではないですが、グロース市場に関して心配していることがございますので申し上げます。最近、株主提案権の要件を引き上げるべきではないかという声が聞こえてきます。グロース市場の問題は、ニワトリと卵ですけれども、機関投資家が見ていないので牽制がかからないことです。機関投資家が入っていない中で、小規模なグロース市場の企業に対して、株主提案権の要件を満たした個人投資家などの主体が、よく考えられた株主提案をしているケースも見られます。グロース市場の現状を考えると、こうした個人投資家等のエンゲージメントが、機関投資家が参入していない穴を埋めていますので、株主提案権の基準の引上げには反対ですし、留意が必要だと考えています。

【三瓶メンバー】

私からは3点ほどコメントします。

まず1つ目は感想になりますが、2ページのチャートは非常に面白いと思いました。これを見ると、一見健全に思えて、上場後3～5年が肝となっておりますが、そこを超えると大きくなる会社もあります。一方で、それと同時に、8ページのチャートを見ると、時価総額250億以上となった会社は10%程度しかおらず、やはりこれだけ成長しても規模が小さいままということが分かります。機関投資家が入るためには時価総額100億以上の規模が必要という話が先ほどありましたが、本来はそれ以上必要だと思いますので、規模の問題は非常に大きいと思います。

2点目は、3ページの「事業計画及び成長可能性に関する事項」の開示についてです。イギリスでは、有報に該当する法定開示書類にストラテジックレポートというセクションがあり、その中にビジネスモデルという項目があります。これは、イギリスでのいわゆる新興市場であるAIMで義務化されていませんが、以前ビジネスモデルの開示に関して議論するプロジェクトに参加した際に、試しにAIMの企業がモデルケースとしてガイドラインに沿って開示を行うということがありました。新興企業で知名度が低い企業ほど、あるいは新しいビジネスモデルを展開しようとしている企業ほど、丁寧に説明しないと投資家に伝わらないため、こうした丁寧な開示は投資家から非常に評判が良いことが分かりました。

そうしたことも踏まえると、「事業計画及び成長可能性に関する事項」の開示に関する見直しや点検は重要だと思います。東証の負担になってしまうかもしれませんが、開示のポイントに加えて、投資家から評判が良い事例があれば好事例として取り上げたらよいと思います。

3点目は、5～6ページです。IPOを目指す企業の関係者のループをうまく回していくことが非常に重要だと思っています。

私の海外の経験からすると、海外ではベンチャーファンド（VF）と機関投資家の接点がきちんとあったと思います。IPOが決まっていない段階から、VFと機関投資家との意見交換会や説明会のような機会があり、そこで投資家はIPOを目指す会社についての情報やVFの会社に対する期待についても知れるので、上場した際には上場市場での投資家による投資がスムーズに行われています。

そういった基盤づくりが日本でも重要ではないかと思っています。その際に重要なのはビジネスモデルをVFと上場市場の投資家で共有することです。ただ、業種によってIPOすべきステージに違いがあります。例えば、テクノロジー系の会社であれば、アーリーステージではR&D投資をVFが支えて、その後IP（知的財産）が出来上がったならそれを売りに行く段階になりますので、このタイミングでIPOを行うと、売上を伸ばしていける段階なので成長できます。このようにビジネスモデルが連続しているものだと投資家に伝わると投資しやすくなり、投資者・経営者の双方にとってWin-Winな形になります。

私を知る限りでは、こういった基盤がこれまでの日本にはなかったと思います。おぜん立てをするのは、証券会社なのか分かりませんが、IPO時に初めて知った企業に一か八かで投資するのではなくて、IPO前から知った状態で

投資すれば信頼関係が築けていますので、機関投資家もしばらく業績が上がらなくても支えていけるのではないかと思います。

上場維持基準も大事だと思いますが、IPOの段階ではこういったシームレスなバトンタッチができる基盤づくりについて考えていただけたらと思います。

【翁メンバー】

やはり二層に分けてアプローチしていくということかと思っております。

高い成長を志向する企業の方々には、三瓶メンバーがいま強調されたとおりグロース市場上場企業のビジネスモデルは本当に多様なので、開示などについて、一律の義務付けではなく出来るだけ自由度の高い形で競い合っていただけるようなアプローチがいいのではないかと思います。その際、時価総額などについてもコミットいただければと思いますが、資料にあるとおり、東証としても、資本コストの件に関してこれまでやってきたように対応企業の一覧化や好事例の紹介などを行い、高い成長を志向する企業の方々のインセンティブ付け・支援を行っていただければと思います。

一方で、非常に多くのなかなか成長できていない企業に対しては、横並びの画一的なアプローチを採らざるを得ず、上場維持基準をどう設定するべきか、しっかり考えていくことが必要かと思えます。

こうした2つのアプローチを使いながら、伸びる企業をさらに伸ばしていくことが適切ではないかと考えております。

【内田メンバー】

「事業計画及び成長可能性に関する事項」の開示の中身について、4ページにある投資家の声を見ると、現状ではギャップがあるということだと思いますので、働きかけをして、期待に沿ったものとなるよう支援していくことが非常に重要だと思います。

一方で、色々な資料を見ると、ある程度の規模感、たとえば時価総額100億円未満だと、機関投資家がなかなか来ない、すなわち一生懸命開示をアップデートしても見てくれる人がいないという状態が構造的に変わらないようにも思えます。グロース市場自体が機関投資家の投資対象となりにくい中で、ベンチャーキャピタルは上場後にエグジットしますし、先ほどのスーパー個人投資家の方々がどのような活動をされているのかも見えにくいので、投資家やリスクマネーのバトンがうまく渡っているのか、少し分かりかねています。そのあたりの規模の会社において、投資家を呼び寄せて成長していける場になっているのだろうか、構造的にギャップがあるのではないだろうかと思った次第で

す。よって、それを埋める形で何かできないかということと、それとあわせて退出基準について考えていく必要があるのではないかと思います。

【神田メンバー】

3ページなどについて感想を申し上げたいと思います。ここでいう「成長」とは何かという点について、もちろん個社や業種によって異なるとは思いますが、個人的には、企業のビジネスモデルが証券市場において評価されるかどうか、その結果として株価が伸びていくかどうかだと思っています。その構成要素としては、最近の言葉で言えば無形資産も含まれるものと考えていますが、そうしたビジネスモデルが投資家に評価されるような工夫を何かしているのかわかりかねる点を述べていただくべきだと思います。資料にある「事業計画及び成長可能性に関する事項」を点検していただくことは良いことですが、そうした発想のもとで進めていただければと思います。

資本コストのときには、「PBR1倍割れ」の会社だけを対象にしている訳ではないということは私たちは再三申し上げてきた一方で、それでも「PBR1倍割れ」はやはり投資家に評価されていないのではないかと踏まえて改善計画を立てて実施していただいているわけですが、それと似ている話だと思います。グロースについては、もちろん機関投資家が少ないといった投資家側の事情もあろうかと思うので簡単な話ではありませんが、一般論として時価総額100億円が割れているのはやはり投資家から評価されていないのではないかと、ビジネスモデルを証券市場で評価してもらうためにどうしたらいいかについて改善計画を立てて開示をし、実施してください、というロジックで考えるといいのではないかと思います。

【松本メンバー】

先ほど申し上げた規模が大切という点について追加ですが、階段状に上場維持基準を引き上げていくことで、コンソリデーションを促していくというのが一つのルートであるように思っています。この会議の最初の方で取りまとめた資料（「市場区分の見直しに関するフォローアップ会議の論点整理」）においても、我が国の上場企業全般に言える話として、人材も商材も資本も全てにおいて規模が足りないという中で、生産要素の交換やコンソリデーションにより規模を作り、効率性を上げていくことが重要という話を記載していたかと思えます。グロース市場においても同様であり、最初からそれをしましようというのは良くないかとは思いますが、上場維持基準引上げの帰結としてコンソリデーションが起こり、人材・商材・資本が固まるというのが当然考えられる一つの道であり、そうなれば100億円、200億円の会社を作っていくことは、も

しかするとそんなに難しい話ではない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。

ひとつおりメンバーの皆様からご意見をいただきましたが、オブザーバーとしてご参加いただいている経済産業省様からもご発言の希望がございますので、よろしく願いいたします。

【経済産業省 河原産業資金課長】

グロース市場の重要性については、委員の皆様からご発言がありましたとおり、100パーセント共感しております。そのうえで、簡潔に意見を申し上げさせていただきます。

経済産業省では、2022年より始めましたスタートアップ育成5か年計画の下、スタートアップが新規上場後も成長を続けていけるよう、ストックオプション税制などの税制改革や、官民ファンドによる出資支援なども実施してきております。

こうした中、本日もご議論もございました上場維持基準の見直しという点についても、上場を出口としてではなく更なる高みに向けた入口として捉え、さらなる資金調達を実現するものとして、また、松本メンバーからもありましたとおり、M&Aによる成長の加速を促進するものとして、グロース市場の改革には欠かせない重要な施策であると認識しております。

今後、政府としても、引き続き、官民ファンドによる資金供給の強化、ディープテック分野での開発等支援の拡充など、上場後スタートアップも含めた支援策の検討を続けてまいります。本会議におきましても、上場維持基準の在り方についての方向性が示されるなどして、グロース市場の改革が一層進むことを期待しております。

【渡邊部長】

ありがとうございました。

続きまして、経過措置適用会社の状況について、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。こちらはご報告が中心となりますが、何かお気づきの点があれば、ぜひご意見いただければ幸いです。

まず2ページでございますが、経過措置適用会社の社数は直近で270社程度となっております。市場区分見直しの直後（2022年7月時点）は492社、2023年末時点では345社でございましたので、数としては少しずつ減少傾向にございます。

3ページは、そのような状況も踏まえた今後の対応方針と、足元の状況をもう少し詳しくお示したものです。まずは、経過措置の終了や実際の上場廃止がだんだんと近づいてきておりますので、株主・投資者への周知や注意喚起は、これまで以上にしっかりと進めてまいりたいと考えております。

次に、対象会社への周知でございますが、下のデータにございますように、足元では、経過措置適用会社において様々な動きが出てきております。

たとえば、基準適合に向けた取組みを着実に進め、実際に適合した会社も多く見られるほか、基準適合は難しいかもしれないという中で、既存株主に配慮した次善策として、市場区分変更や国内の他の取引所への重複上場を検討・実施する会社も見られております。また、これを機に、他社とのM&AやMBOにより、非公開化を行う会社も出てきております。

水面下でこうした対応をご検討されている会社もありますので、今後、こういった動きはますます加速していくものと見ておりますが、昨年夏に実施したヒアリングにおいては、基準に適合できなかった場合に備えた次善策を検討していないという会社もまだ4割程度見られたところでございます。

そうした企業も念頭に、他社ではこうした検討が進んでいるということをよくよく周知のうえ、必要な取組みを検討・実施いただくよう、働きかけてまいりたいと考えております。

そして4ページは、改めてとなりますが、経過措置終了後のスケジュールでございます。あと1年余りで改善がなされなかった場合には、本当に上場廃止となるということを、繰り返しとはなりますが、経過措置適用会社の皆様にも重々ご認識いただけるよう改めて周知してまいりたいと考えておりますし、株主・投資者の皆様に対してもしっかりとお伝えしてまいりたいと思っております。

ご説明は以上でございます。

【渡邊部長】

こちらもご報告まででございますので、もしご意見やご質問があれば頂戴できればと思っておりますがいかがでしょうか。

【松本メンバー】

4 ページにある内容は、2、3年前に決めたことであって、当たり前の事実ではありますけれども、そうはいつでも監理銘柄に入っていくとなると、色々な社会的な抵抗が起こるかもしれないと危惧しております。当然ながら既に考えていただいているかとは思いますが、老婆心ながら申し上げますと、この内容についてはずっと前から決まっていることなんですということを、東証としてメディアなどにしっかりPR・周知していくことが大変重要な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。
最後に、次回の会議についてご説明します。

【池田統括課長】

次回会議では、基本的には本日の続きをご議論いただければと思っておりますが、詳細はまたご相談いたします。

【渡邊部長】

ありがとうございました。
それでは、これもちまして、本日の会合は終了させていただきます。
本日もまことにありがとうございました。次回もどうぞよろしくお願いいたします。