

市場区分の見直しに関するフォローアップ会議（第21回） 議事録

日 時： 2025年4月22日（火）14時30分～15時50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21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、翁メンバー及び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。

1つ目の議題は、左上の「資本コストや株価を意識した経営」についてです。こちらは2023年3月の要請から2年が経過する中、とにかく継続的に進めていくことが重要です。普段から多くコミュニケーションはとっておりますが、改めて、要請から2年経過した進捗や課題について、機関投資家と振り返りを行っていきたいと考えています。

本日ご議論いただきたいのは、資料2の部分でございます。企業の取組みをより進展させていくための効果的・実務的な施策を考えていただければと思いましたが、ご紹介する企業向けアンケートの結果とも照らし合わせながら、ご意見をいただければと思います。

なお、直接議題ではございませんが、非公開化については、IR体制の整備とあわせて、今月上旬に制度要綱を公表しており、パブコメを経て規則改正を進めてまいります。加えて、本会議でもご意見いただいたところですが、非公開化の場面など、社外取締役への期待が高まるなかで、そうした場面で必要となる知識や期待される役割をご理解いただくため、社外取締役向けセミナーなど啓発活動を進めてまいります。

2つ目の議題は、資料3のグロース市場の対応です。上場前・上場後の企業

への働きかけや、上場維持基準の見直しなどの施策をパッケージで進めてまいりたいと考えており、これらの案について、ご議論・ご意見いただければと考えております。本日のご議論を経たうえで、政府など他のスタートアップ施策などとも連携しながら、まとまったタイミングで、パッケージで打ち出していくことを想定しております。

3つ目の議題は、資料4の経過措置の関係です。経過措置が終了し、最短での上場廃止まで残り1年余りとなりますので、前回の会議でもご指摘いただきましたが、今後の株主・投資家に対する周知などの対応について、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。

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。

【坂田課長】

資料2の「資本コストや株価を意識した経営に関する上場会社向けアンケート結果」についてご説明します。

まず2ページ目のアンケート実施の背景についてですが、改めて企業の皆様が抱える課題などを網羅的に把握し、今後の施策につなげていくため、プライム・スタンダードの全上場会社を対象にアンケートを実施いたしました。結果として1,428社、プライム企業も過半数からご回答をいただき、多くの企業の皆様にご協力いただけたと思っております。

次の3ページ目には、アンケートの質問項目を掲載しておりますが、主に2点、「取組みや検討を進めるうえでの課題」と、「取引所に期待する施策・サポート」について聞いております。特に課題の部分については、前回F U会議でいただいたコメントを踏まえて、いくつかに分類分けしながら内容を拡充しておりますので、次のページ以降で分類ごとに結果をご説明させていただければと思います。

早速4ページ目からがアンケートの結果ですが、まず「組織・体制面」の課題についてです。特に選択率が高かったのが選択肢①～③で、①「検討のリソース・体制不足」については開示の状況に関わらず多くの企業から、②「取締

役会レベルでの検討が進まない」については開示に至っていない企業を中心に課題として挙げられておりました。また、③「社内での検討・調整に時間がかかる」についても、プライム企業が少し多めですが、全体的に多くの企業が課題と感じている状況でございました。

続いて5ページ目は「取組みの内容」についての課題です。選択肢⑥～⑨についてはどれも一定程度選択されている状況でしたが、⑥「自社の資本コストの把握」を課題と捉える企業がやや多くございました。また、ここでは特に⑩「中長期的な資本政策の策定が難しい」の選択率が突出して高い状況でございました。他の課題との関連を見てみたところ、⑩を選択した企業は、他にも「検討のリソース・体制不足」や「社内調整に時間がかかる」といった課題もより多く選択している状況でしたので、資本政策の策定自体で難しさを感じている企業もいれば、他のところに課題があつて、資本政策の策定まで至っていないような企業もいて、このような高い選択率に繋がっているのではないかと考えております。

次の6ページ目は「投資家との対話」についての課題です。⑬の機関投資家との接点不足については、取引所としてもサポート施策を講じているところですが、課題を感じている企業が多い状況でした。また、機関投資家との接点がある企業であっても、⑭⑮のように、機関投資家との対話の中で課題を感じる企業も多い状況でございます。自由記入欄で寄せられた補足のコメントを少しご紹介しますと、「一部の投資家が短期目線で、企業の見ている時間軸と開きがある」、「一部の国内機関投資家がやや型にはまった企業評価をするように感じ、海外投資家のほうが長期目線で話ができる」といったような声がございました。

続いて7ページ目が「その他」の課題です。資本コストや株価を意識した経営に関する初回の開示をアップデートいただく企業も増えてきているなかで、アップデートへの取り組み方が分からない、どのように開示をすれば投資家にうまく伝わるかが分からないといった企業が多くございました。また、開示済企業の約3分の1が、⑲「取組みを進めても株価に反映されず、報われない」と、取組みの成果をなかなか感じられていない状況でございます。

次の8、9ページ目には、課題に関する自由記入欄のコメントを掲載しております。お時間の関係で主な項目だけご紹介しますと、「中期経営計画との連動」、「中長期的な資本政策の策定」、「機関投資家との対話」などに関するコメ

ントが寄せられておりました。

続いて10ページ目以降が、取引所に期待する施策・サポートについてです。①の好事例・ギャップ事例については昨年11月にも新たに公表いたしました。7割以上の企業にニーズを寄せていただき、また、自由記入欄においても、ギャップ事例を含めて参考にさせていただいている旨のコメントを頂戴しておりました。また、様々公表物などもありますので、取引所からの背景・趣旨なども含めた直接の説明機会や、IRスキル向上に向けたコンテンツ提供なども多く期待いただいているところでございます。

11ページ目はご参考までですが、各課題の選択状況に応じて、施策・サポートをどのくらいより期待いただいているかを分析したものです。例えば、検討のリソース・体制が不足している企業は担当者向けの説明機会やIRスキル向上に向けたコンテンツ提供などを期待いただいている一方で、取締役会レベルでの検討が進まないといったような大きな課題や、事業ポートフォリオの見直しなど抜本的な取組みが進まないと感じている企業は、経営者に直接働きかけてほしいということで、経営者向けの説明機会を期待いただいております。このような情報も、今後の施策のインプットにしながら進めていければと考えております。

12, 13ページ目には、取引所に期待する施策に関する自由記入欄と、全体を通しての自由記入欄でいただいたコメントを掲載しております。取引所に期待する施策については、先ほどの好事例・ギャップ事例に関して様々な声を寄せていただいておりますので、今後のアップデートに取り入れていければと思っております。全体の自由記入欄では、お時間の関係でトピックのみご紹介しますと、「資本コストや株価を意識した経営に対する社内での意識の変化」や、「今後の開示に向けた動き」などについてのコメントが寄せられておりました。

14ページ目はとりまとめとして、アンケートの結果多く挙げられた課題や、取引所に期待する施策・サポートについて掲載しております。特に課題の部分について、「組織・体制面」や「取組みの内容」などの分類ごとに、どういった課題が実態として多いのかということが、今回のアンケートによって網羅的に把握できたかと思っております。

これらのアンケート結果を踏まえた今後の施策（案）が15ページ目です。

取組みの流れを継続させるために、企業の課題解決を後押しする方向で今後の施策を進めていければと考えております。

具体的には、1点目の好事例・ギャップ事例について、多くのニーズを寄せさせていただいておりますので、継続的なアップデートは実施していきたいと考えておりますが、これに加えて、開示内容（結果）だけでなく、検討プロセスの要素も追加できればと考えてございます。例えば、今回アンケートで把握できたような課題や、抜本的に取組みを進めていただくなかでの課題などについて、過去にそのような課題に直面し、乗り越えた経験を持つ企業にインタビューなどを実施して、その経験を共有いただくことで、同じ悩みを抱える他の企業の皆様に、検討プロセスの面でも好事例集を参考にさせていただくことを考えております。

また、2点目として、機関投資家とのコミュニケーション面についても、今回多くの課題が挙がりましたので、1月から始めている「機関投資家からのコンタクトを希望する企業一覧」の活用状況の把握など、コミュニケーション促進に向けた取組みも継続して進めていければと思います。

この二軸で今後の施策を進めていくことで、改革の流れを止めずに、より一層加速させていく後押しをできればと考えております。

残りのページと別紙でお付けしているデータはご参考までですが、別紙では企業の規模やPBRの水準などの別に、アンケート結果を掲載しております。資料2についてのご説明は以上です。

【渡邊部長】

それでは、ご意見を頂戴できればと思います。よろしく願いいたします。

【熊谷メンバー】

ご説明ありがとうございました。上場企業の意識や課題を理解するにあたり、非常に有益な資料をまとめて頂きまして、誠にありがとうございます。これに基づいて、良いPDCAサイクルを回していくことができればと考えます。15ページにある今後の施策（案）はこれで良いと思いますが、私からは大きく3点ほど、追加のコメントをさせていただきます。

第一に、5ページにある⑦「資本コストを上回る成長機会が見つからない」、⑧「事業ポートフォリオの見直し」、⑨「バランスシートの改善が進まない」を課題として捉える企業が少ない印象を受けます。別紙1の回答状況の詳細データ①では、PBR別の回答状況がございまして、PBRが1倍を割って

いても課題としている企業はわずかに30%前後です。本来は多くの企業が課題として認識して、しっかりと取り組むべきものだと思います。15ページの施策案の※に課題を乗り越えた企業に対するインタビュー事項がございますが、記載事項に限らず、事業ポートフォリオやバランスシートの改善などについてヒアリングすることが考えられます。

また、事業ポートフォリオの見直しなどによって、企業の合従連衡や事業分野ごとのM&Aが進むことが想定されますが、M&Aにおいては後に減損損失の発生が少なからず存在する印象です。社内の投融資委員会などでの買収前の精査と買収後のPMIの実施を、ガバナンス上の取組みとして構築していく必要性は今後高くなるのではないかと考えます。資料3で議論されるグロース市場でもM&Aが焦点になると思われます。M&Aについてもヒアリングを行い、M&Aの精査・決定・PMIなどについてやるべきこと、抑えておくべきポイント、投資家の目線にあった開示を示してはどうかと考えます。成長戦略としてM&Aなどを考える企業に対して、ガバナンス体制の構築や開示を求めていくことを検討すべきだと思います。

第二に、6ページにある⑭「自社・業界のビジネスモデル・課題について、機関投資家の理解が十分でない」は、機関投資家の理解が乏しいと感じるのであれば、企業がきちんとした説明・開示を行うべきものと考えます。自社の商品・サービスを販売する際にはそれらの説明を丁寧に行うと思いますが、それと同様に株式市場で自社の株式への投資を呼び込みたいのであれば、自社のビジネスモデル、競争優位性、競争環境などを丁寧に説明すべきだと思います。

これらの項目は、グロース市場の「事業計画及び成長可能性に関する事項」では記述が求められていますが、「資本コストや株価を意識した経営」では明確には要請されていなかったため、改めて注意を喚起することが考えられます。

第三に、7ページにある⑰「取組みを進める必要性について認識できていない」に対する回答は、「資本コストや株価を意識した経営」で要請した現状分析が十分ではないことを表していると考えます。現状分析では資本コストや資本収益性に加え、株価・時価総額などの市場評価の分析が求められますが、市場評価の分析が適切に行えていないように感じられます。

私も大和総研でも経営者の方と面談する中で、「売上高・利益を伸ばしているが、株価が上がらない」「株価が割安なのはどうしてなのか」という声をよくお聞きします。こうしたケースでは、市場評価分析が全く行われていな

い、もしくは適切に行われていないケースが多いです。改めて、企業に対して分析を要請すると同時に、投資家に対してバリュエーションの考え方をヒアリングしてみてもいいかと考えます。

【三瓶メンバー】

資料1の「資本コストや株価を意識した経営の推進・対話の促進」については、取引所から要請をして終わりではなくて、フォローしながら後押していることは丁寧で非常によいと思います。

投資家側から関心が高いのは、親子上場についてです。特に、上場制度の整備に関心が集まっています。今後の対応としては、まずは開示状況をフォローアップして、その状況を踏まえつつ上場制度の整備を行っていくということだと思いますので、まずはそのフォローアップを丁寧にしていくことが重要だと思います。

非公開化の場面等に関する社外取締役の啓発については、今後も注目度が高まっていくと思いますので、どのような関心事項が多いのか、FAQをまとめて公表するのもよいと思います。

資料2については、熊谷メンバーも発言されていましたが、⑩「中長期的な資本政策の策定が難しい」の回答率が一番高いですが、これはかなり深刻な問題だと思います。アンケートの回答者は、IR・開示担当者とのことですが、この課題の本質はリソースの問題ではなくて、経営者がすべきこと、またそれを取締役会が監督すべきことをできていないということだと思います。つまり、経営者のスキルがないということの意味しますので由々しき状況だと思います。

③「社内での検討・調整に時間がかかる」は、CEOのリーダーシップやスキルがないということです。日本企業でよくあるのは、社内で営業成績がよかった方が経営者になるケースですが、そういった方々は事業部長のスキルしかもっていませんので、経営者として社内全体の課題を解決するスキルを持っていないということがこの課題の原因だと思います。このあたりは企業ともしっかりやりとりをして、どうあるべきなのか考えていく必要があると思います。

さらに、私が注目したのは、プライム市場で非開示（開示予定なし）である12社です。この12社すべてが、⑦「資本コストを上回る成長機会が見つからない」は選択しておらず、資本コスト上回る成長機会があると思っていますし、⑨「バランスシートの改善が進まない」も同様に選択していませんので、バランスシートの改善が進んでいると認識しているのだと思います。ただ、そ

のうち6社は⑳「取組みを進める必要性を認識できていない」を選択しており、PBRが高くこれ以上の改善に向けた取組みをする必要がないなら、こういった状況もわからなくもないです。資料2の9ページの下段には、該当企業の自由記入欄のコメントが記載されていますが、投資家と年間100件面談していても投資家から取組みを行う要望がないというのが、実際に投資家から十分に評価されているからなのかは分からないと思いました。

⑲「取組みを進めても株価に反映されず報われない」を開示済企業が選択していることは要注意だと思います。この結果が独り歩きしてしまい、取り組んでも効果が出ないという声が広まってしまうことは望ましくないということです。ただ、開示するだけで終わりではなくて、投資家から取り組み姿勢を信じてもらえないと株価にも反映されません。投資家から求められている取組みをきちんと把握せずに、企業が取組みを一方向的にアピールするようなプロダクトアウト型では、株価に反映されないのは仕方がないことです。

【小池メンバー】

現状の上場企業がどう考えているのか網羅的に把握できる資料となっており、大変有難いです。

これまで投資家目線で考えていなかった企業が、東証のリーダーシップで入口に立った段階なので、実効的な取組みを行えているかどうかを問わず、考え出した企業が多くいることは評価できると思います。いくらでも厳しく追及することはできますが、現状をどう改善してくかがポイントだと思います。

①「検討のリソース・体制が不足している」については、IR人材が不足しているということかと思いますが、弊社でも企業との対話が増えてきています。特に株価やコーポレートファイナンスが話題にあがることも多いです。一方で、IR担当者の方は、事業の説明はできていますが、株価のバリュエーションやコーポレートファイナンスとなると知識が不足しているように感じます。市場関係者と対話するなら、知識武装しないと有効な対話は成立しないです。そういった意味では、アナリスト協会ではCMAは3万人いるのですが、事業会社でCMAの資格を取った方は2割くらいです。徐々に広がってきているとは思いますが、アナリスト協会でもそういった点に着目してフォローアップしていくことも必要だと思っています。

②「担当者レベルでの検討に留まり、取締役会レベルでの検討が進まない」については、やはり取締役の中でコーポレートファイナンスという概念が定着

していない、もしくは知識がないということです。仮に、知識があれば議論になると思います。この点は、CEOなどの経営トップがリーダーシップを発揮して変えていくべきだと考えています。

「投資家との対話」の課題である⑫～⑯は、我々機関投資家としての努力が必要な所もあるのかなと思いました。私は投資信託協会の理事、投資顧問業協会の副会長も務めていますので、各協会員に周知するとともに、東証からも一度ご説明いただいて、機関投資家として現状の把握や今後の方向感の検討を行う機会にしたいと思います。

9ページの下段に、必要性を認識していない企業のコメントが記載されていますが、こういった好収益な企業ほど取り組んで、リーダーシップを発揮してもらいたいと思います。これまでは、対応していなかった企業に目線を合わせてそうした企業に対応するよう施策を考えていたと思いますが、今後は取り組んでいる企業がもっと改善できるように施策を行っていく必要があると思います。以前も会議の場で申し上げましたが、PBR 1倍はグローバル水準では低く、現状PBR 3倍や4倍の企業が5倍や6倍、10倍を目指すくらいが目線感でないと世界には敵わないと思います。

【内田メンバー】

丁寧なアンケートの実施と分析をしていただき感謝します。アンケートに回答した企業は趣旨などを理解していると思いますが、アンケートの回答率が、全上場会社の半数弱というのはどうなのかと、普通東証からアンケートの依頼が来たら返すのではないかと思います。

また、回答にあたり検討した人のレベル、階層も企業によって異なると思います。普通は「経営層が取り組みを推進してくれない」というような回答は会社としての回答にはならないとも思いますが、担当者レベルから拾っていくことも重要なことだと思いますので、こうして集まった声を踏まえて今後の対策を練っていくということだと思います。

企業と投資家の時間軸の違いに関する話がありましたが、重要なのは成長戦略をしっかりと実行していくことだと思います。それには時間がかかるというと投資家サイドに叱られてしまうかもしれませんが、成長戦略の実行とその効果を得るには時間がかかるのは事実だと思います。従って株主還元など比較的短期に実施できるものが目につくと思いますが、それだけをやればよいということではなくて、時間がかかっても、資本コストを上回る成長戦略をしっかりと見

極めながら実行していくことが重要であることも一定の理解を得られていると思います。それが進むよう働きかけを続けていくということだと思います。資本コストの要請からまだ2年間ですので、今後の取組みの方向性について異論はありませんので、愚直に働きかけを続けていただきたいと思います。

また、少し視点が変わりますが、プライム・スタンダード市場の企業でも、投資家との接点が十分ではない印象があります。また、開示したから株価が上がるという訳ではないので、しっかりと成果をあげないと株価は上がらないものですが、業績がトレンドとして良くなってきたとしても株価に反映されないということもあると思います。それに比べると、決算発表した瞬間の株価のボラティリティがとて高かったりしますので、少し突飛な考えかもしれませんが、上場会社の数がマーケットのキャパシティを超えていないか、マーケットの資金が一部の企業群に集中していて、市場の機能が偏っていたりしていないかと思いました。マクロ的な視点で、国の政策で貯蓄から投資へという流れもありますが、そうしたなかで、しっかりと価格発見機能が発揮される流動性が確保されているか、アナリストのカバレッジがあるかなどを、インフラの一つとして見ていただけると発行体側のモヤモヤも解消されるのではないかと思います。

【永見メンバー】

資料の内容自体は承知しましたが、検討のリソース・体制が不足しているというのがこれほど選択されているのは違和感があります。なぜなら、経営者の仕事というのは基本的にボトルネックの解消だと思うからです。

質問を減らしたり、結果として回答率が減っても良いので、CEOやCFOを必須回答者とした方が、インサイトのある回答が得られると思いましたので、今後似たようなアンケートを実施する際の参考にさせて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。

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ページですが、今回の対応の全体像をお示ししております。

スタートアップの皆様、上場前から上場後にかけて継続的に高い成長を目指していただけるよう、前回の会議でも大枠をご議論いただいたとおり、3つの施策をパッケージで進めていければと考えております。

3ページ以降が詳細で、まずは1つ目のIPO関係の施策についてでございます。

4ページにありますとおり、今月8日に、主幹事証券会社6社のIPO部門の責任者の方々と、意見交換を実施いたしました。

上場後の成長につながるような、良いIPOを生み出していく観点から、色々ご意見をいただきましたが、ちょうど上場維持基準の見直し案（上場5年経過後100億円）を公表した後の開催でしたので、それも踏まえて色々ご議論いただけたところでございます。

5ページで、主なご意見をご紹介します。

総論として、上場維持基準の引上げなどを通じて、機関投資家が入ってこられるようにしていくことは重要である一方、新規上場の間口そのものを狭めるのはよくないとのご意見をいただいております。

ただ、「上場準備企業に理解いただくべき事項」の部分にありますとおり、一般論として小規模でのIPOだと上場後の苦労が大きいということや、「100億円」というのは本当に最低限のラインであって、市況悪化なども考えればもちろんバッファはあるべきということ、さらには機関投資家が十分に入ってくるためには300億円くらいは必要ということも、十分に理解いただきながら、「100億円」よりもさらに高みを目指してIPOを行っていただくべきという話もいただいております。

また、そうした中で、取引所や証券会社の審査についても、足元の業績より上場後の成長性にフォーカスを当てるべきではないか、とのご意見もあったところです。

そして、6ページのとおり、グロース市場で成長した企業について、プライムに行くだけではなく、グロース市場に居続けるという選択肢があってもよいのではないかと、そのためにグロース市場の魅力を高めていくことが重要というご意見や、アナリストの役割に期待するご意見も見られております。

今後は、こうした意見をもとに、上場準備企業に対する情報発信や、審査実務の検討などを進めてまいりたいと考えております。

7ページ以降が、上場会社に対する働きかけについてございまして、実際に企業にお示ししようと思っっている資料のドラフトをお示ししております。

8ページが趣旨書きとなりますが、言うまでもなく、グロース市場上場企業

には、高い成長の実現を目指していくことが期待されており、そのためには成長戦略について常に磨きをかけていただくことが重要と考えております。

現在も、定期的に成長戦略などの検討・開示をしていただいておりますが、今般、その際にぜひご対応いただきたいポイントを、投資家からのご意見を踏まえてお示しし、その積極的な実施をお願いすることとしております。

9ページに、投資家からの具体的なご意見を記載してありまして、「現在のビジネスモデルが機能しているかどうかも含めて、成長状況について現状分析・評価を行ったうえで、成長戦略を点検・見直しすべき」、「その際には、自社単独での成長のみならず、他社とのM&Aなども含めて検討すべき」、「また、あまりに現実離れした計画だと期待を煽るだけなので、しっかりと合理的な根拠に基づいて検討すべき」、「そしてその分析・評価の内容や、見直した成長戦略については、KPIも用いながら定量的・具体的に投資者に開示し、経営者自ら投資家とのコミュニケーションに取り組むべき」といったご意見を頂戴しております。

そして10ページが、それを踏まえて上場企業にご対応をお願いしたい事項でございまして、相手方がスタートアップの皆様でございますので、あまり型にはめないよう、必要最低限のお願いとしておりますが、まずは上場後の成長状況について、定量的な指標を用いて分析・評価し、成長できている／できていない要因、たとえば市場規模や競争優位性などにズレが生じていないか、ビジネスモデルは十分に機能しているか、といった観点から具体的に分析・評価していただくこと、また、その内容を踏まえて成長戦略を点検・更新いただくこと、そして、その分析・評価の内容やアップデートした成長戦略について、KPIとともに具体的に開示いただくことをお願いしております。

これはもちろん1回やって終わりということではなく、継続的に取り組んでいただくこととしております。

その一方で、11ページにありますとおり、お願いをするばかりではなく、我々取引所としても、NASDAQのようなイメージで、企業の皆様にとってグロース市場が魅力的な市場となるよう引き続き取り組んでまいりたいと思えますし、積極的に取組みを進めようとする会社に対しては、市場関係者とも協力しながら全力でサポートを行ってまいりたいと考えております。

具体的には、取組みの検討にあたって参考となる好事例の紹介や、セミナーなどを通じた対応のサポートを行うほか、機関投資家などとの接点づくりも継続して進められればと考えております。

そして12ページ以降が、3つ目の施策である上場維持基準の見直しについてでございます。

13ページにありますように、上場企業の皆様に対し、機関投資家の投資対象となり得る規模への早期の成長を促すとともに、企業間のM&Aや起業家の次なる創業などを促進する観点から、現在、「上場10年後から時価総額40億円」の基準を、「上場5年後から時価総額100億円」に見直す案をお示ししております。

一方で、もちろん影響も大きい話でございますので、企業の皆様に十分な助走期間を確保する観点から、2030年以降の適用を想定しております。

なお、14ページでございますが、小さく上場して大きく成長された企業もいらっしゃいますので、新規上場基準の引上げは行いませんが、「5年100億」という基準が新たに設定されることとなりますので、少なくともそれに適合する見込みがあるかどうかについては、新規上場時に、取引所と証券会社で確認を行ってまいりたいと考えております。

また、15ページでございますが、今般の見直しの影響を受ける、時価総額40～100億円の企業は、全体の約3割（約200社）いらっしゃいます。よく100億円未満を全て入れて、7割に影響があると報道されていますが、市場区分の見直し時に既に40億円という基準に引き上げを行っておりますので、今般の見直しで対象となるのは40～100億円の3割です。

これらの企業においては、もちろん100億円以上となるよう取組みを進めていくという企業もあれば、この機に他社とのM&Aなど非公開化などを検討される企業もあろうかと思いますが、中には、スタンダード市場に移行したいという企業が出てくることも想定しております。

その際の基準について、下のグレーの表にもありますとおり、利益1億円以上という形式要件があるため、利益を捻出するために成長投資を抑制しようという動きが出てきてしまうことも想定され、そうなってしまうと本末転倒でございますので、時価総額40億円以上、すなわち一定の市場評価があることを前提に、形式的に利益の額を満たしていなくてもスタンダード市場への市場区分変更申請の対象にするよう手当てを行うことを想定しております。上場会社であることを前提に、形式審査は上場維持基準と同じ取扱いにすることとさせていただきます。また、実質審査は別途ございますので、あくまでも、形式要件を満たしていなくても実質審査の対象になることはできるということでございます。

残りのページは、ご参考まででございます。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。よろしく願いいたします。

【熊谷メンバー】

ご説明ありがとうございました。東証から示された取組みや上場維持基準の見直しに関しては、全て賛成いたします。その点を申し上げたうえで、それぞれの取組みに対するコメントをさせていただきます。

「上場後の高い成長を見据えたIPOの推進」では、証券会社との意見交換にもございますように、審査の在り方を再考していかなければならないと思います。特に、小型上場であれば、見直し案で示されている「上場5年経過後時価総額100億円以上」を意識した、将来の成長を踏まえた審査が必須です。また、新規で上場する企業には、小型上場による資金調達の実施や、流動性を高める難しさについて、事前にしっかりと認識してもらうようにすべきです。

『高い成長を目指した経営』の働きかけでは、株価・時価総額に対する意識をより一層高めたものにできればと考えています。資料2のところでも申し上げましたが、プライム市場とスタンダード市場では、要請されていたにも関わらず、市場評価の分析が不足していました。今回の働きかけでは、「上場後の成長状況について、定量的な指標を用いて分析・評価」の中で、分析を行うことを強調すべきだと考えます。また、『高い成長を目指した経営』の働きかけでの取組みについてPDCAサイクルを回すこと、そして取締役会での議論を経ることもポイントになります。

大和総研では、グロース市場の上場企業から、「高い成長を目指した経営」に関する取組みや開示について、既にお問い合わせをいただいています。こうした高い意識を持つ企業を、より一層増やすべきであると考えます。そのために、「資本コストや株価を意識した経営」の時と同じように、企業行動の抜本的な再考を促すものとして、グロース市場の上場企業に要請内容を明確に伝える必要があります。要請後も企業と緊密なコミュニケーションを取りながら、取組みを進める環境を構築していくべきです。

「上場5年経過後時価総額100億円以上」への上場維持基準の見直しについては、スタンダード市場への変更申請についても措置が取られることになり、この措置自体には賛同いたします。しかし、スタンダード市場の新規上場基準の形骸化につながらないように、移行措置の対象期間や対象企業を区切る必要性があると考えます。

この措置が実現すると、スタンダード市場の企業数の増加が予想されますが、現在「資本コストや株価を意識した経営」のスタンダード市場における開示率は、検討中の会社を除けば38%と低い水準にあります。今後、フォロー

アップ会議では、スタンダード市場の開示率の向上や、取組みの強化を検討していくことが考えられます。以前の調査で相対的に開示が進んでいなかった、支配株主を有する企業に焦点を当てるなどの方法が考えられると思います。私からは以上です。

【永見メンバー】

資料全般の中で、上場維持基準の引き上げが一番重要な論点だと思っておりますので、そこにフォーカスしたコメントになるのですが、基準の引き上げのタイミング及び水準の素案には賛成します。またスタンダード市場への移行の余地を提供することについても違和感はないです。その上で4点コメントさせていただきます。

1点目として、今後、スタンダード市場に移行するグロース企業が当然増えると思いますが、逆にグロース市場に上場し続けるメリットの提供と明確化が非常に重要になると思っています。

取引所だけがそれを提供すべきという話ではないと思っておりますが、例えばグロース市場の指数に投資をする投資家の呼び込みや、JICのような国のファンドによる支援なども重要だと思っておりますし、M&A時ののれんの償却を不要にするといったことも取引所外で議論されていると思っておりますが、このように関係官庁と連携する形で、メリットを創出していくことが非常に重要だと思っております。

逆に言うとメリットが無いと、締め付けだけがきつい市場になってしまうので、その市場に上場する意義や、市場自体の存在意義が問われかねないと思っております。先ほども少し出ましたけれども、NYSEの対になるNASDAQのように、成長企業が進んで所属したい市場作りというのが非常に重要かと思っております。

2点目として、スタンダード市場への移行の余地を提供することについてはもちろん賛成なのですが、経営上の易き選択肢にならないように留意していく必要があると思っております。今回の手当の趣旨ですとか、実質審査をしないわけではないといった点の伝え方については、今後検討をお願いできればと思っております。

3点目として、今回、新規上場基準は上がらないという点も、明確に強調した方が良いと思っております。先般のリーク記事以降、スタートアップやベンチャーキャピタルの業界でも、この件が非常に話題になっていまして、上場維持基準が上がる中で、実質的に新規上場時の審査も厳しくなったり、証券会社が小規模の上場案件を一切引き受けなくなるといった懸念が広がっています。上場維持基準が変わるので影響は多少あると思っておりますが、企業と産業の新陳代謝

とイノベーションの創出が今回の大上段の目的だと思っていますので、それを鑑みると、入口を狭くするというのが本意ではないというところは強調いただきたいと思っています。

最後4点目が、派生論点としてのスタンダード市場の位置付けでして、経過措置やグロース市場の上場維持基準の件を踏まえると、スタンダード市場の上場企業数が相当程度増えると予想されます。

受け皿としてのスタンダード市場ということであれば、そうした考え方もあると思いますし、そうではなくて何か改善の余地があるのであれば、そこも一考いただくのが非常に重要かなと思っています。

【三瓶メンバー】

まず、資料3に書いていないこととして重要だと思うことは、時価総額が小さいと経営人材の獲得が難しいということがあると思います。

経営人材というのは、IPOを行う企業には、いわゆるファウンダーがいると思いますが、ファウンダーは発想力があっても、必ずしもCOOやCFOとしてオペレーションを広げていくことに長けているかは分からないということです。また、全体的にガバナンスを含めて、CEOとしてのスキルが十分かどうかという問題もあります。

そうした場合、せつかく持っている非常に面白い事業の種を大きく拡大していくための大事な経営人材として、CEO・CFO・COOを外から招き入れるということが考えられますが、あまりにも時価総額が小さいとなかなか人材が集まりません。また、監督する側の人材の問題もあります。本当に大きくなっていくという時に、あまりにも小さいと難しい面があるということは、どこかに書いておいても良いと思います。

資料の中身ですが、2ページの一番右下に※で「対象企業はスタンダード市場への市場区分変更の対象となるよう手当て」とありまして、同じようなことが13ページの※にも書いてあるのですが、この表現がグロース市場の上場維持基準を満たさず残れない場合は、スタンダード市場へどうぞと誘導しているように見えてしまうことを懸念しております。

真意は15ページに書いてある通りそうではないと思うので、永見メンバーもおっしゃっていたとおり、易きに流れるということがないよう、表現はもう少し慎重に考えた方が良いのではないかと思います。

要するにスタンダード市場への変更を申請する場合には、その審査にスタンダード市場の上場維持基準を適用しますということが明確になっている方が良いと思います。

もう1つ、11ページと6ページに関係しますが、グロース市場で時価総額

が何倍にもなって成功し、プライム市場に行くということではなく、そうした成功した企業がグロース市場に留まっていく流れを作ることが、やはりグロース市場としての特徴を表し、魅力を生んでいくと思います。

グロース市場を覗いてみた時に、そこに成功企業があつて、これぞ新興成長企業のショーケースという状況になっていることが重要で、上手くいった企業が卒業してみんなプライムに行き、グロース市場には、新たにIPOした企業やその後成長できず苦勞している企業ばかりということになると、グロース市場の魅力が伝わりません。

先ほど永見メンバーも、メリットが重要とおっしゃっていましたが、例えば、グロース市場に上場していれば、東証グロース市場250指数のようなグロース市場のインデックスに入りながら、TOPIXにも入れます。両方でインデックスの構成銘柄になると、両方の投資家から資金が入って来るといったメリットもあります。こうしたことが、グロース市場の特徴を活かして残っている会社にとってのメリットとなると思います。

その他には、9ページに「現状のビジネスモデルが有効でない」、10ページに「ビジネスモデルが想定どおり機能しているかを分析・評価」とあり、ビジネスモデルについて言及されています。これは必ずしもグロース市場に限ったことではないのですが、日本は、ビジネスモデルをスパッと説明できる経営者の方が少ないと感じています。ビジネスモデルではなく、ビジネスプロセスの説明になってしまっている事例が多いです。

そもそもビジネスモデルが有効でなく、最初から何年も耐えられないビジネスモデルでやってきて、それがあつという間に機能しなくなることもあるのだらうと思います。前にも話をしたと思うのですが、英国では、法定開示のアンニユアルレポートのセクションとして、ストラテジックレポートというセクションがありまして、そこについてのストラテジックレポートガイダンスに、ビジネスモデルというのはこういうことですよ、こういうことを伝えてくださいねということが詳しく書いてあります。別冊で、ビジネスモデルレポーティングのガイダンスも用意されており、いかにそこが大事で丁寧に説明すべきか、しかもそれだけではなく、戦略とのリンケージも必要となることが強調されています。

コミュニケーションする時に、他のセクションとの関係も全部整合的な形で、ビジネスモデルを説明しないといけないということにして、それを維持するためにどんな経営資源投入・維持・確保が必要なのか、その辺が、カタカナの言葉だけは簡単に飛び交うんですけども、本当の意味合いが全然浸透していないと感じています。もう少しそういったところの啓蒙も必要かと思っています。

【松本メンバー】

まとめていただいた案は概ね賛成です。

1点、東証で議論すべきポイントではないのかもしれないのですが、重要ですし、かつ金融庁や経産省もいらっしゃるのでお話し出来ればと思います。5ページの上から3つ目の点なのですが、引受証券会社の意見として、小型上場を否定する訳ではないものの、要は規模が小さいと大半は流動性につかず、放置されてしまう負の側面の方が大きいという大変正直な意見が紹介されています。

こうした問題があるので、東証の仕組みにおいて、より上場した後に成長を促すように色んなことを考えていこうということなのだと思いますが、それとは別に、ベンチャーキャピタルの出口として、日本ではIPO以外の選択肢がないという問題もあると思います。

アメリカではジョブズ法の枠組みの中で、未公開株の流通市場が整備されていて、上場前でもリスク資金の出し手が変わっておりまして、ベンチャーキャピタルも次のファンドに売ることによって、イグジットが可能となっています。そうした環境により、上場前の段階で大きく成長させていくということが上手くできていると思うのですが、それにはカルタ社のようなキャップテーブルをしっかりと管理するサービスが確立していたりですとか、フォージ・グローバルのような未公開株の流通をサポートする会社があったりということも関係しています。

金融庁も、未公開株の流通については3年ほど前に取り組まれていたと思うのですが、我が国全体でスタートアップ企業の成長を促していくということを考えると、創業後上場前の部分の資金の出し手のバトンタッチをうまくやる仕組みを作るとするのが大きいテーマであり、考えていくべきという問題提起をしておきたいと思います。

【小池メンバー】

まず、1点目の引受証券会社のビューですが、非常に上手くまとめていただいております、参考になりました。先ほどの松本メンバーのコメントもございましたが、IPOを中心としたエコシステムの強化が大きな課題だと思っております。

機関投資家としては、グロース市場に上場した全ての会社が成長しているとは思っていませんが、30、40億円で上場して、数千億円まで伸びていく会社も中には存在しますので、我々の力量というのはそうした会社を発掘するところにあると思っております。ただし、そのためには、企業との対話やアナリス

トの情報が不可欠になります。

現状、IPOした後にアナリストカバレッジから抜けていってしまう企業が多いのは大きな問題です。時価総額が300億円まで増えていても、アナリストがついていなければ、機関投資家もフィデューシャリーデューティーの観点から投資しにくい面があります。

例えば、IPOの際の主幹事証券会社にアナリストカバレッジをコミットしてもらおうということも一案ではないでしょうか。よくよく考えれば、アナリストもつけないで、IPOの推薦をしてくるというののもいかなものかと思う部分もあります。IPOした後にアナリストカバレッジが抜けてしまうと、その後がフォローアップできないということもあるため、上場後5年100億円というのがひとつの基準になるのであれば、推薦のときに5年間のカバレッジはしっかりコミットしてもらおうとも考えられると思います。

また、資本政策について、エクイティファイナンスと売出しのバランスは今まで以上に厳格に管理をしていただきたいと思っています。成長のためのIPOですので、当然エクイティファイナンスを行って、一層のビジネスの強化をしていただきたいのですが、やはり売出しだけのIPOということになると成長に対して疑問を持たざるを得ないと考えております。このあたりの資本政策の考え方については、IPOの時点で今一度検討いただくことが求められます。

また、救済措置的な形で、スタンダード市場に移行できるという考え方は理解できるものではありませんが、そうなった場合、スタンダード市場がどういった市場になっていくのかについては、まだ自分の中でも腹落ちしていないところがあります。

【内田メンバー】

時価総額について、100億円でもミニマムだという機関投資家が多い中で、上場してから100億円までのパスを誰が伴走してくれるのか、アナリストの話や上場前の資金供給の話も出ておりましたけれども、そのあたりについてはきちんと検討のうえ、制度設計していく必要があると考えております。

100億円までのパスで、潜在的な投資家が投資しやすくする一種のインフラとして、主幹事証券会社がアナリストとしてコミットするというのも一つの考え方ではありますが、現在、国主導で、証券会社から独立したところで金融教育を進めていこうといった動きがあるところからすると、個人投資家側のバイサイドのアナリストを取引所がコスト面などでサポートして呼び込んでいくといったことも考えられるのではと思います。

【三瓶メンバー】

アナリストカバレッジについて、例えば、海外で、セルサイドのアナリストカバレッジがない未公開の企業などに果敢に投資できるのは、バイサイドのアナリストが十分に存在し、自分たちで企業を見ることができるからです。

そうなる、間に介在する人がおらず、自分たちで見ていくということになりますので、より発行会社と投資家の距離も近くなりますし、実際に、育てていく、一緒に成長を見守っていくということに繋がります。

そうした仕組みが本来必要なのだと思いますが、これはニワトリとタマゴの部分もありまして、IPOしてくる企業が、ほとんど売出しということになりますと、投資家として興味も持たないですし、そうした会社の人に人を貼り付けるのは運用会社としてもコスト的に無駄だという判断になります。

ですから、いかに、今後果敢に攻めて成長していこうという企業を増やし、実際に成功事例を出すことで、投資家としても、もっとここに人をはりつけて投資機会を取らないといけないというサイクルを生み出していくかが重要です。

どこから始めればよいかという解があるわけではありませんが、そういったサイクルを作っていないといけないと思いますし、現在日本の運用機関では弱い部分だと思います。

【神田メンバー】

内容には異論ありませんので、超越的な感想になりますが2点申し上げます。

1点目は三瓶メンバーがおっしゃったことに関係しますが、日本では、アナリストをはじめとして証券市場に関係する人が少なすぎると思います。また、1点目の議題にも関連しますが、企業の中にもそうしたリソースが不足している状況です。

人については人口減少という大問題を抱えているとはいえ、偏在している部分もあると思っております。もっとアナリストやバリュエーションに携わる人を増やすことが絶対的に必要なことです。東証でできることがあるかは難しい問題ですが、啓蒙などは考えられると思います。また、よく言われることですが、融資の審査をする人材は非常に豊富ですが、資本市場に携わる人材は少ないということがあるので、人を移していくということをやらないとリソース不足になると思います。

2点目は、松本メンバーがおっしゃった未上場株式の流通については、現在、日本証券業協会・金融庁を事務局とする「スタートアップ企業等への成長資金供給等に関する懇談会」が設置され、議論をはじめています。

関連して、新規上場基準を引き上げないことは良いと思いますが、現状、そこで、上場前からのVCなどはイグジットしてしまい、機関投資家は、最低でも時価総額100億円がなければ投資できないと言っているため、結局は、引受証券会社のコメントにあったとおり、企業としても幸せにならない状態が続いている状況です。

新規上場基準が低いことを否定するものではありませんが、幸せにならない企業のIPOを認めるというのはやはり良いことではないと思います。

ただ、そうはいても、ストックオプションの期限が切れる、VCも10年も株式を保有しているのでそろそろ換金しないといけない、これに代わるレイターステージの資金供給がないといった理由からやむを得ずIPOを行うケースも多いと思われ、そこは何とかする必要があると思います。

もう少し待ってIPOしたほうがよかったと後から見て思われるケースもあるので、そこについて何か打ち手があるかは考えていく必要があると思います。要は、今回の上場後5年100億円で終わりではないということだと思えます。

【渡邊部長】

ありがとうございました。

続きまして、経過措置の終了に伴う対応について、ご説明させていただきます。

【山脇調査役】

それでは、資料4「経過措置の終了に伴う対応について」ご説明します。

2ページが今後の対応案についてです。

本年3月に経過措置が終了し、改善期間などを含めて、最短での上場廃止まで1年余りとなることから、株主・投資者への周知・注意喚起を徹底するとともに、上場会社に対しても適切な対応を促していく必要があると考えております。

下段に具体的な対応案を載せておりますが、1つ目の株主・投資者向けの周知については、取引所として、さまざまな媒体を通じて発信していく想定です。矢じりのとおり、取引所のウェブサイトでは、特設ページを設けて、経過措置終了のスケジュールや、改善期間に該当した企業の一覧などを案内しております。加えて、ネット証券などの証券会社にも顧客向けの周知に協力をお願いしており、また、新聞などのメディアでも記事など取り上げていただけるよう諸々対応しているところです。

2つ目の改善期間に該当する上場会社への対応に関しては、自らの株主に対して、適合に向けた取組みの具体的な進捗や、上場廃止のリスクなどについて、適切に説明責任を果たしていただくよう、別紙の1枚紙のとおり、要請したいと考えております。今後、3月期の会社については、決算発表や株主総会のシーズンにも入ることから、そういった場も活用して、きちんと説明していただけるよう促していく想定です。

また、上場廃止の期限が近付く中で、基準への適合に加えて、市場変更や他の取引所への上場、買収による非公開化などを検討する動きも増えてきております。一方で、そのあたりの検討がなされていない企業も一定程度存在することから、他社の取組みの状況を周知していくほか、今後の進捗開示でも、適合に向けた取組みの進捗に加えて、他のコーポレートアクションの開示を求めるなどして、必要な検討を促していければと考えております。

3枚目以降は、あらためて経過措置終了のスケジュールや、直近の適合状況を載せているものでして、詳細の説明は割愛させていただきます。

1点だけ補足でございまして、3ページのとおり、経過措置が終了し、3月期の会社が最初に本来の上場維持基準が適用されることとなりますが、この判定が行われ、実際に改善期間入り公表されるのが、4月中旬から6月中旬の予定です。

次回以降の会議ではこのあたりの企業の状況についても、引き続きフォローアップいただきたいと思いますと考えております。

ご説明は以上です。

【渡邊部長】

それでは、ご意見やご質問があれば、頂戴したいと思います。いかがでしょうか。

【熊谷メンバー】

今後の対応について賛同いたします。足元では、トランプ大統領の政策等を受けて、世界的にマーケットは混乱しておりますが、これまで十分な経過措置期間を設けてきたことに加えて、経過措置の期間が決まった当時の日経平均株価28,000円前後からかなり株価が上昇してきた点などを勘案しますと、様々なコーポレートアクションを行う上でもマーケット環境は総じて良好であ

ったと推察されます。

結論として、経過措置の終了とその後の改善期間、監理銘柄・整理銘柄指定などへの対応を周知しながら、粛々と進めていくべきであると考えます。同時に、対象企業のご相談にはしっかりと対応することが期待されます。

【松本メンバー】

この対応で問題ないと思うのですが、かなりの数の上場会社が上場廃止となることが予想される中で、「株主」というステークホルダーは、証券会社や機関投資家などと比較してかなり幅広いと思われるので、通常の周知よりも更に本格的に行う必要があると思います。

幅広くメディアを使いつつ、議員なども含め、様々な属性に届くよう早い段階での周知がとにかく重要だと思いますので、よくよくゲームプランを考えて実施いただければと思います。

【神田メンバー】

お示しいただいた対応に賛成で、粛々とやっていただくしかないと思っています。

上場会社代表者にレターを送るのは必要だと思いますが、株主・投資家への周知も非常に重要です。たとえば、レター案の文言を強めて、上場会社に対して、株主・投資家に対してきちんと自社の状況を伝えていただくよう、情報開示を要請することも必要だと思います。

【永見メンバー】

本当に上場廃止になるというリアリティはまだわかっていない投資家が多いと思うので、投資家保護、特に個人投資家保護にはかなり配慮した方が良いと思います。

また、上場廃止狙いの買い占め行為が起きる可能性も考えられるので、取引所としてしっかりモニタリングされていくのが良いと思います。

【渡邊部長】

ありがとうございました。最後に次回の流れなどについてご説明します。

【池田統括課長】

本日も大変ありがとうございました。

本日の資料につきましては、会議終了後、17時に資料を公表いたしますが、その後、記者向けのブリーフィングも行います。

次回のアジェンダにつきましては、本日の議論も踏まえ検討のうえ、またご相談いたします。

【渡邊部長】

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。