

市場区分の見直しに関するフォローアップ会議（第２２回） 議事録

日 時： ２０２５年７月９日（水）１１時００分～１２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２２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、黒沼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】

本日もよろしくお願いいたします。

資料１の足元の対応方針をご覧くださいながらご説明します。本日の議題は水色の資料２～６です。

まず、資料２が「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、総会シーズンが終わり、今後企業の開示のアップデートや機関投資家からのフィードバックなどが集まってくる中で、今後のサポート施策の方針についてご意見をいただければと思います。

資料３は、ＩＲについてでして、７月２２日からＩＲ体制の義務化に係る企業行動規範を施行しますが、体制整備にとどまらずより実効的なＩＲを行っていただくよう、投資者の声をまとめております。こちらの資料についても、ご意見いただければと思います。

なお、下の方にありますように、あわせて進めております非公開化のルールにつきましては、同様に７月２２日から施行いたします。

資料４がグロース市場です。上場維持基準をはじめとしたグロース市場の見直しについては、グロースをまさに「グロース」が集うマーケットとしていくということで、多くの賛同意見をいただいております。高い成長を目指す企業に対するサポートや、グロースにとどまるメリットの提供などを積極的に進めていければと考えております。

一方で、IPOの場面を中心に一部の企業からは心配の声も寄せられておりますので、今後小さく上場して大きく育つことは歓迎であるというメッセージを積極的に周知するとともに、基準についても少し工夫できればと考えておりますが、ご意見いただければと考えております。

資料5はスタンダード市場についてです。経過措置の関係での市場変更や、今般のグロース市場の見直しに伴い、スタンダード市場への市場変更の動きが見られるなかで、今後のスタンダード市場の方向性についても議論していく必要があると考えています。本日は大きな方向性ということで簡単なスライドまでとしておりますが、ご意見いただければ幸いです。

資料6は経過措置の関係です。こちらはデータのアップデートが中心となりますが、期限も迫る中で入念にフォローアップしていく必要がございますので、お気づきの点があればご指摘いただければと思います。

また、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】

ありがとうございました。なお、本日はご説明したとおり議題が多岐にわたりますので、必ずしも全ての議題についてご意見をいただかなくても結構ですので、ご意見がある議題について、ご発言いただければと思います。

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2の資本コストや株価を意識した経営の今後の施策について、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今後の取組み」についてご説明します。

2ページ目、3ページ目には、継続的に意見交換を行っている海外投資家・国内機関投資家からの最近のフィードバックをとりまとめています。まず、全体感としては、企業の変化に対するポジティブな評価をいただいております、「資

本コストに関する経営者の理解が進み、企業の意識変化を感じる」、「多くの企業が投資家との対話を重視するようになり、ＩＲ・対話の質も着実に向上している」といった声や、そうした企業の変化や盛り上がりが１年ほどで終わるのではないかと見ていた投資家も、持続的な変化が起こっているように感じるといったコメントを寄せていただいております。

一方で、取組みの実効性に関しては、まだまだ時間がかかるのではないかとといった見方もございます。キャピタルアロケーション方針や、バランスシートの効率化に向けた取組みなど、様々な取組みを開示する企業が出てきておりますが、今後の課題はその計画が実行に移されるかどうかであり、取組みの開示だけでなく、実際にＲＯＥやＲＯＩＣなどの資本収益性の改善につながっているかを確認する必要がある、といったコメントもございました。

続いて３ページ目は、課題や今後の示唆に関するフィードバックです。上の２点は取組みの内容面に関するもので、資本コストに対する理解が進んできている一方で、不採算事業からの撤退などのドラスティックな経営判断はなかなか出来ていない企業が多いため、引き続き後押ししてほしいといった声や、自社株買いが増えているが、計画のない場当たり的な株主還元策は意味をなさなくなっている、目指すバランスシートの姿やキャッシュアロケーション方針とセットで考えるように意識付けをし、その上で必要な企業価値向上に向けたコアビジネスへの投資は続けてほしい、といったご意見をいただいております。

３点目の、ＩＲ・対話を行っていない企業については、後ほど別資料でご説明いたします。また、最後の２点ですが、今後に向けたコメントも頂戴しており、要請から２年が経過し、個社のビフォーアフターが比較できるようになってきているので、改善した企業によりフォーカスして取り上げてはどうかといったご意見や、ギャップ事例や好事例集が広く認識されてきている今だからこそ、更により良いものにしていってはどうかといったコメントをいただいております。

これらのフィードバックを踏まえて、４ページ目に現状と今後の方向性についてまとめております。要請から２年が経過するなかで、プライム市場の開示率が９割を超え、先ほどのフィードバックで挙げられたような企業の変化に対するポジティブな評価がある一方で、国内外の機関投資家は、そうした変化が実際に資本収益性の向上につながるのかを見極めようとしている状況にあり、開示をしているかどうかではなく、抜本的な取組みが実行に移されるかどうか、目線にズレがあればその改善というのが重要なフェーズに移行していると

考えております。そこで、まずは、上場会社の皆様に実際に広く活用いただいている、ギャップ事例・好事例のアップデートを行うことで、企業のサポートを進めてまいりたいと考えております。

5 ページ目がその方針ですが、具体的には、ページ左側のギャップ事例については、最近の状況を踏まえて追加すべきポイントがないか機関投資家の意見を集約してまいります。また、右側の投資者の視点を踏まえたポイント・事例集については、取組みの開示に至るまでにどのようなプロセスで検討を進めていったらよいか、その過程でどのように課題を乗り越えたかといった、企業の経験を紹介するパートを新設したいと考えております。そして、事例集についても、様々な規模の企業を掲載することも意識しながら、最新の事例を拡充していきたいと思っております。

これらについて、足元で、総会シーズンを踏まえた開示が出揃ってきておりますので、今後、引き続き機関投資家や企業の皆様ともコミュニケーションをとりながら、まずはアップデートに努めつつ、あわせて追加的な施策についても考えていきたいと思っております。

続いて6、7 ページ目に、参考データとして、開示状況等による市場評価（株価）の変化をまとめております。当然ながら、開示やアップデートを行ったから単純に株価が上がるというものではないと考えておりますが、全体的な傾向として、事例集掲載企業は、事例集の公表後も株価が堅調に推移していること、初回の開示後に、取組みを改善・アップデートしている企業は、初回開示の企業よりも市場から評価されていること、要請から2年以上が経過するなかで、検討中の企業は、市場からは開示していないのと同じ評価になってきていることなど、示唆が得られるデータとなっておりますので、企業の皆様へのご参考として、今後ポイント・事例集をアップデートする際などにもあわせてご紹介してまいりたいと考えております。

また、その際には、個社ごとのビフォーアフターの比較といったコメントも機関投資家からございましたが、企業の取組みによって、PBR・ROEをはじめとした各種指標がどのように改善したのかなども、分析を深め、お示ししていきたいと考えております。

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。よろしくお願いいたします。

【熊谷メンバー】

大和総研では、機関投資家と東証改革全般について頻繁に意見交換を行っておりますが、資料2の2ページ、3ページの機関投資家からのフィードバックは、私達の意見交換の際にも聞かれる内容であり、いずれも非常に重要なポイントだと感じております。

特に、2ページの下から3点目にあるM&A促進や事業ポートフォリオの見直しに関しては、多くの投資家が期待しているとの印象を持っております。また、3ページの下から3点目には株価等に連動する役員報酬が挙げられていますが、これに加えて従業員への株式報酬に注目する機関投資家の話もよく聞くようになってまいりました。こうしたヒアリングに基づいて、5ページにある具体的な施策を進めていただければと思います。

5ページの内容に関わることで、経営者の方からよく聞くのは、「業績が上がっても、株価が上がらない」、「自分が思うよりも株価が割安だ」という話です。しかし、忌憚なく申し上げれば、お話を伺っていると、業績向上に向けた方法については深く考えていらっしゃるものの、PERなどのマルチプルといった市場評価に関してはあまり深く考えたことがないという印象を持ちます。

すでに「投資家の目線とギャップのある事例」や「投資者の視点を踏まえたポイント・事例集」でも一部取り上げられていますが、機関投資家にマルチプルなど市場評価の考え方や目標株価の算出方法などをヒアリングされてはいかがだと思います。もちろん、投資家によって様々な考え方があると思いますが、そのことも株式市場を知る一助になるのではないかと思います。

また、KPIにPERなどを設定する企業も見られますので、検討プロセスなどをヒアリングして、悩みを抱える企業が壁を乗り越えた企業の経験を追体験できるようにすることが考えられます。頑張っているのに成果がでないと、改革を続ける意欲も薄れることが懸念されます。株価に悩む企業はまさしく4ページの企業群②に該当します。サポートを継続する必要性が高いと感じております。

【三瓶メンバー】

資料2の機関投資家からのフィードバックはよくまとまっていて、コメントも全体的に建設的で、リーズナブルだと思います。その中で特に、2ページの一番下で、「取組みの開示だけでなく、実際にROEやROICが改善していることを確認する必要がある」というコメントがありますが、この確認は必要になってくるだろうなと思います。また、3ページの2点目で、株主還元に関して、「目指すバランスシートの姿」を考えるよう促したり、「コアビジネスへ

の投資は続けてほしい」といった意見がありますが、これは投資家側も、期待が一步先に進んだ証ではないかと思います。ただ単に株主還元をしてほしいという段階から、どのようなバランスで株主還元をするのかを見据えたうえで、成長投資をもっとすべきところはするんだ、という形に変わってきていると思います。

そして、3ページの下から2点目にビフォーアフターのコメントがありましたが、このあたりが今後のモニタリングで重要になるところだと思います。昨年の2月と11月に公表・アップデートしていただいた、ギャップ事例・好事例集の「投資者の視点を踏まえたポイント」の資料の中に、「資本収益性と市場評価に関するマトリクス分析」が示されています。例えば、あの四象限において、ビフォーアフターを見る時に、どこのポジションがあった企業がどのように変わったか、企業の取組みによって財務指標が良くなり、その結果市場からの評価（成長期待）も変わったのかなどを検証して見える化していくことが重要だと思います。先ほど熊谷メンバーからもありましたが、企業が取り組んだことがこういう風に成果につながっているという事例を見せることによって、実際にそれが出来た企業にとっては達成感につながるでしょうし、取組み中の企業はそれを見て、今の自社のポジションがここで、こういうことをやっていかなければいけないのだということが分かってくると思います。

第15回のフォローアップ会議でも申し上げましたが、特に重要なのは、資本収益性をしっかりとモニタリングすることと、成長性については、企業側の取組方針もありますが、市場からの評価を企業が受け取れているのか、という点をモニタリングする必要があると思います。5ページ目には今後のアップデートの方針について文字で書かれていて、今回株価のデータなどもお示しいただいておりますが、こうした資本収益性・成長性・市場評価のデータも踏まえながら可視化していくのが効果的ではないかと思いました。

【翁メンバー】

3ページ目の機関投資家からのフィードバックで、「ROICを用いた不採算事業の撤退などのドラスティックな経営判断がなかなか出来ていないので、実行に移されるよう後押ししてほしい」という意見があり、こうしたフィードバックなどを踏まえて今後ポイント・事例集をアップデートされるものと思います。抜本的な改革や不採算事業からの撤退というのは、短期的には収益にネガティブな影響がある場合がありますが、それでも投資家がしっかり評価しているというメッセージが経営者に伝わるのが重要で、経営者の後押しにつながると考えています。そのため、抜本的な改革を開示した後に、しっかりと開示した通りに実行している例を好事例として示していくことは重要だと思います。

す。一時的にはネガティブに働いても、中長期的な資本収益性の向上を目指しているというメッセージがしっかりと市場に対して伝わるんだということを経営者が理解するのが大事だと思いますので、そういう事例を是非取り上げて、抜本的な取組みを促してほしいと思います。

【松本メンバー】

現時点では、好事例では会社の名前が掲載され、ギャップ事例では名前ではなく内容やストーリーが掲載されていて、あとは色々な対応をしている企業群というのは群の数で出ていると理解しています。今まではこれで良いのだと思いますが、今後のことを考えると、良くない会社の名前を出すのはいかなものかと思うものの、良い会社の名前だけが出るのではなく、どの程度進んでいるかという、上から順番のカテゴリーで例えば名前を出すとかといったことを考えても良いと思います。そうすると、やってなさそうな会社の名前は出ないということで、投資家がエンゲージメントをする時に、そのような情報も使えるのではないかと思いますので、今まではちょうどいい形でやってきたと思いますが、今後はもう少し評価と情報の提供を進めていけると良いと思います。

【黒沼メンバー】

「資本コストや株価を意識した経営」について、課題を実行に移せるかという機関投資家の声は重要だと思います。その意味で、課題を実行した企業の事例紹介を使って、他の企業の課題の実行を後押しできるのかということは考えていかなければならないと思います。典型的な例として、事業ポートフォリオの見直しについてはなかなか進みにくいものかと思いますが、他社の事例を紹介しただけで取り組んでももらえるかどうかは、重要な問題ではないかと思います。

また、最後のページに参考としてつけられていた上場会社向けのアンケート結果のまとめで、「取締役会レベルでの検討が進まない」という回答に驚きを感じています。これでは取り組みの実行がおぼつかないのではないかと思います。また、アンケートで示されていた取引所のサポートについては、経営者向けの説明機会が重要ではないかと思います。取締役レベルの検討が進まないような企業に対しては、まさに経営者向けの働きかけを東証からしていただくことが、後押しをする効果を発揮するうえで重要ではないかと思います。

【神田メンバー】

私は三瓶さんの仰っていたこととほぼ被りますが、資本収益性と成長性というのはトレードオフの関係にあり、ROEが高くてもPBRが1倍を割れてい

て、市場から評価されていない企業が少なくないので、そのあたりが伝わるような情報発信をしてはどうかと思いました。

また、若干関連しますが、今回機関投資家からのフィードバックを東証がとりまとめている、それ自体は非常に結構なことだと思うのですが、こういう機関投資家と企業の方々が一堂に会して議論する場があってもいいと思います。10社、20社ぐらいずつなどの規模で、定期的に皆で議論して、情報収集ややり取りをするという機会について、大きなイベントくらいしか存じ上げないので、開催を考えてみる価値はあるかなと思いました。

【渡邊部長】

ありがとうございました。

続きまして、資料3の「IR体制・IR活動に関する投資者の声」について、ご説明させていただきます。

【横山調査役】

資料3の「IR体制・IR活動に関する投資者の声」についてご説明します。7月下旬に公表予定の資料のご紹介でございますが、何かお気づきの点があれば、ご意見をいただければ幸いです。

2ページでは本資料の概要を載せております。

IR体制やIR活動につきましては、最低限の体制を整備することにとどまらず、実効的なIRを行っていくことが重要であるため、上場会社の皆様にIRの在り方を検討していただけるよう、投資者の声と参考事例をご紹介します。末尾には、IR体制・個別面談に関して、「投資者への期待」も併せて掲載しています。

4ページは、IR体制やIR活動に関する投資者の期待です。

冒頭のとおり、経営者やIR部門が自らの言葉で中長期的な経営戦略や将来のビジョンを発信していくことや、投資家からのフィードバックを経営課題として認識し、企業価値向上に繋げていくことが期待されている旨紹介しています。

以下では、「改善が期待される事例」と「投資者から評価されている事例」を掲載しております。

6ページは、IR体制についてですが、左側にあるように、IR担当が管理部門と兼務しており個別面談にリソースを割けないとする事例や、経営陣によ

る説明会や個別面談を実施していない事例を掲載しております。

投資者からは、右側の上から2つ目のように、実効的なIR活動を行うためには、（必ずしもルール上は求めてはおりませんが、）やはり専門部署を設置するなど十分なリソースを割かないとなかなかうまくいかないことや、真ん中辺りでは、IR部門をCEO直轄とするなど、IR部門が経営に近いところで互いに連携をとりやすい体制を整備することが期待されている旨ご紹介しております。

また、一番下のコメントでは、対話で得られた投資家からのフィードバックを定期的に取り締役に報告・議論し、経営に生かす体制を整えることが期待される点もあわせてご紹介しております。

以下のページでは、投資者が実際に評価している事例を掲載しております。

これらの事例は本日時点で非公表としておりまして、今後、掲載企業の許可取りなどを行った上で、7月下旬に正式に公表予定です。各事例の中身に関しましても、何かご意見があればいただければと思います。

●●のように専門人材の増員や外部リソースも活用しながら体制整備に取り組む事例や、●●のように、経営陣とIR部門を上手く連携させて取り組む事例を紹介しています。

9ページは、IR説明会についてです。

左側では、決算説明会を対面開催のみとしてオンライン配信しない事例や、説明会のスクリプトで質疑応答セッションを非公表とする事例を紹介しています。

投資者からは、右側の上から2つ目では、説明会は投資者と中長期的な信頼関係を構築できる重要な場であり、幅広い投資者が参加できるような工夫が求められていることや、一番下では、説明会でどのような質疑応答がなされたかについても公平な情報提供が期待されるといった声をご紹介しております。

10ページは、個別面談についてです。

左側1つ目と2つ目の事例にあるように、面談依頼への返信を極端に遅らせて個別面談を断ったり、公平性の観点から個別面談に一律応じない事例をご紹介します。

投資者からは、右側冒頭にあるように、一部の経営者コミュニティでは、投資家との対話を避けるノウハウが共有されているということも聞かれるところでして、面談に前向きな企業が増えている中、合理的な理由なく断る企業が非常に目立っているといった声をご紹介します。

また、上から3つ目では、投資者との信頼関係構築のためには、経営陣が中心となって、積極的に面談に応じることが期待されるといった声もご紹介しています。

左側の3つ目の事例では、社外取締役が多忙のため個別面談を受けられないとする事例を挙げています。投資者からは、ガバナンス体制に関する面談依頼があれば、少数株主の立場を代弁する社外取が積極的に応じることが期待されるといった声をご紹介しております。

以下のページでは、投資者が実際に評価している事例を掲載しており、これらも本日時点では非公表としております。

●●のように、社長が自分の言葉で充実した説明を行っている事例や、●●のように、対面ミーティングを積極的に行っている事例を紹介しています。

13ページでは、逆に、投資者側に対する期待を取り纏めています。

投資者側においても、説明会の質疑応答で全く質問しない、スモールミーティングでは短期的な指標に関する質問や定型質問に終始するなど課題があり、今後も企業側だけでなく、投資者サイドへの働きかけも行い、双方向のコミュニケーションが確りと図られるよう取り組んでいければと思っております。

資料3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。よろしくお願いいたします。

【熊谷メンバー】

非常に分かりやすい資料なので上場企業に是非周知していただければと思います。

6ページ以降のIR体制についてですが、企業の開示を見ると、投資家との対話の回数や内容には言及しているのですが、取締役会へのフィードバックやそれに基づいた成果に関する記述がないことがあります。企業からは、一連の作業はやってはいるけれども開示資料を作成していなかったという話をよく聞きます。対話を通じて投資家からのフィードバックを得ながら、取組みを加速・ブラッシュアップしていくために、こうした開示は非常に有効ですので、改めて「対話の実施状況の開示」を周知すべきではないかと思います。

【三瓶メンバー】

資料で示されている投資家の声が非常に的確だと思いました。4ページの

「見栄えの良い資料を求めているわけでは決してなく」や、「IRを経営に生かしていく」は非常に重要なポイントであり、よく拾えていると思います。

各企業の具体的な開示資料については了承を得てから公表するということが、まとめ方も非常にすっきりしていて、注目すべきポイントのハイライトや、一番上の「投資者の評価ポイント」も、簡潔に整理されていて非常に見やすいと思います。

特に興味を持ったのは25ページのところで、投資家の目線で反省点やあるべき姿勢についてコメントをしているところが非常に重要だと思います。例えば1つ目の吹き出しのように「セルサイドのアナリストばかりが質問してバイサイドからは質問がでない」というのは日本特有で、海外ではあまりないと思います。他にもセルサイドアナリストの質問の順番まで暗黙の了解で決まっていることがあるなど、日本にはグッドプラクティスとは言い難いしきたりがたくさんあると思います。バイサイドがセルサイドの取材に同行するというしきたりもあり、過去に所属していた運用会社では一切禁止していました。

禁止しなければついつい誘われて同行してしまうぐらい慣習になっているということで、どう改善していけばいいかはなかなか悩ましいですが、こういったことが日本のバイサイドの要改善点あることを改めて知らしめていくことも重要だと思います。

その下の吹き出しで指摘されている投資家の指摘もまさにその通りという内容だと思います。スモールグループミーティングで、せっかくCEOや社外取締役が出席しているのに、IRの担当者が答えるような質問ばかりしているのは、その質問が適切でないということに気が付いていないのだと思います。

この辺りはもう少し膨らませてもよいと思い、今度投資家にヒアリングされる際には、もっと明確に「スモールミーティングにでていて、他の投資家の質問等に違和感を感じたことはありますか」と聞けば、具体的な指摘が沢山でくると思います。それらを資料で公表し、それを見た投資家が自戒するなど何らかの気づきを与えるということも考えられると思います。

【松本メンバー】

資料はよくまとまっているかと思います。ただ、「経営者が自らの言葉で中長期的な経営戦略や将来のビジョンを発信していく」ということで、ややリターンとリスクでいうと、リターンの方に資料上重きが置かれているように思います。

一方で、投資家からするとリスクも非常に重要です。リスクというと、昨今の事例でいうと、経営戦略の誤りというよりも、ガバナンス不全による問題で投資家が損害を被ることが多いように思われます。

ガバナンスに関しては、社外取締役とのコミュニケーションが肝要です。事例の中でも、社外取締役が対話に応じることの必要性が指摘されておりますが、リスクの面において、一般株主のエージェントとして役割を果たすべき社外取締役と投資家がコミュニケーションをとることの重要性に鑑みれば、この点はもっと前面に出して強調する必要があると思います。

【内田メンバー】

資料はとても分かりやすく、有益だと思います。一方で、未だやる気がないですとか、投資家と接点を持ちたいと思っていない企業には、こうした資料が全く目に入らないのではと思いますので、そのあたりをどのように改善していくかは課題だと思います。

また、投資家との接点や対話について、「義務」というだけではなく如何に経営に役立てるかという視点を伝えていくことも重要かと思います。積極的に取り組んでいる企業は、それが経営にとって有益だから進めていらっしゃるということかと思います。

投資家とのミーティングとはいっても、投資家の理解度合いは様々ですので、一度行っただけでは、役に立たなかったということもあると思います。また、見解の違いから耳の痛い話を聞かされるということもあるかもしれません。

ただし、だからといって対話には意味がないですとか、投資家が理解してくれないと断じるのではなく、継続的に対話する中で、どうやってそれを咀嚼していくか、経営にどのように活かしていくかという視点を持つていくべきだと思います。取締役会でそういった状況について議論する機会を増やしているとか、投資家の声を上手く使って社内の改革を進めているといった事例も多々あるように思いますので、そういったことも事例のポイントとしては重要かと思います。

【翁メンバー】

I Rとフェアディスクロージャーの関係について、経営者の間で受け止めに差があるように感じています。両者がどのような関係にあるのかを分かりやすく伝えていくことで、それを理由に個別面談に応じないといったことをなくしていくとか、説明会や資料の提供を対面参加者のみに行うことの問題を周知していく必要があると思います。

【渡邊部長】

ありがとうございました。

続きまして、資料４のグロース市場における今後の対応と、資料５のスタンダード市場の今後の方向性について、ご説明させていただきます。

【門田課長】

それではまず、資料４のグロース市場からご説明します。

１ページに関係者の声とそれを踏まえた対応方針をまとめております。

まず、グロース市場を「高い成長を目指す企業が集まる場」にしていくという改革の方向性については、企業を含む関係者から多くの賛同が寄せられております。

また、５年１００億円という新基準を踏まえ、成長戦略を前向きに見直そうといった動きが上場企業や上場準備企業で始まっているということで、さっそうとポジティブな変化も見られています。

一方で、基準見直しに伴う影響を心配する声も一部であり、たとえば、上場準備企業の主幹事証券探しが難航しているという声や、２０３０年でも助走期間が短いという声、そのほか、２０３０年時点の市況を心配する声などが寄せられています。

こうした状況を踏まえ、今後、改革を円滑に進めていくための対応として、まず、今回は新規上場基準は上げておりませんので、引き続き１００億円未満でも高い成長を目指して上場することは可能であり、東証として歓迎ということ、既に主要証券会社とはコミュニケーションしておりますが、改めてスタートアップや関係者に情報発信してまいります。

また、見直しの実効性やスピード感は維持しつつ、高い成長を目指して頑張ろうとする企業が成長機会を失わないための配慮として、基準適用に当たっての経過措置を設けたいと思います。

また、前向きに取り組もうとされる経営者からの意見として、取組みの後押しとなるよう、グロースに上場するメリットや、成長戦略を検討する際の参考材料が提供されるとよいというフィードバックをいただいております。そうした対応についても、並行して進めてまいります。

この後は具体的な対応についてで、２ページはＩＰＯを目指すスタートアップや関係者へ周知していく内容です。

まず、繰り返しですが、今回、新規上場基準は変わっておらず、上場後に高い成長を目指していただくという前提で、１００億円未満でも上場して高い成長を目指すことは可能であり、そうしたチャレンジを行うスタートアップを東証として歓迎するということです。

また、結果として１００億円に未達でも、スタンダードに移行ができますので、引き続き、積極的に挑戦できる制度設計になっております。

引受証券会社については、当然ながら、各社様々な方針があり、画一的な対応を求めるものではございませんが、エコシステム全体として、チャレンジしようとする企業をしっかりとサポートできるよう、実際に小規模であっても成長を目指す企業をサポートしていこうという証券会社もありますが、引き続き、関係者とコミュニケーションを図ってまいります。

東証としても、そうした企業をサポートしていくということも含めて、こうした東証のスタンスについて、関係者に周知してまいります。

３ページは上場維持基準見直しの具体案です。

まず、現在の「１０年４０億円」という基準は、今年３月に経過措置が終了し、適用が始まったところですが、今後も引き続き満たしていく必要がございます。

そのうえで、２０３０年までにおいても、時価総額１００億円未満の場合には、将来的な１００億円到達を意識して成長戦略を開示していただくことや、そうした取組みの実行を促してまいります。

そのうえで、新基準の適用は原則２０３０年からとし、その時点で１００億円未達の企業について、追加的な期間が必要ということであれば、その期間と計画を示していただき、その計画の終了時期までは上場を認めることとします。

その場合のスケジュールとして、２０３０年からの１年間は「改善期間」、その後の例外的に認められる期間は「上場廃止基準の適用を猶予する期間」として取り扱います。

また、２０３０年時点でまだ５年経過していない企業についても、例外適用を受ける場合には２０３０年時点で計画を出していただくこととし、それにより、２０３０年時点で、１００億円以上の企業か、１００億円未満ですがいつまでに１００億円を目指すというクリアな計画を持った企業のための状態となります。

なお、計画の期限を一律に定めるかが論点となりますが、たとえば２０３５年までと定めると、逆にそこまではＯＫと捉えられ、本来はもう少し短くて良かった企業までがそこまで設定しまう可能性もございますし、各社で状況は異なるところ一律の線引きが難しいところがございますので、必要な期間は各社で検討し、投資家に示していただくことを想定しております。

ただ、一律に期限は定めないものの、市場再編時の経過措置では、３年超など長い計画ですと投資家から評価されず、株価が下がりがえって基準クリアが

遠のいたということもございましたので、そうした状況をお示ししながら、投資家・株主の目線を十分に意識していただき、合理的な範囲内の期間設定を求めてまいりたいと思いますし、2030年を過ぎた後は、期間の延長は認めないことにより、経過措置が間延びしないように努めてまいります。

こちらの基準見直しは、9月に制度要綱を公表し、規則改正を進めていく予定でございます。

4ページは、スタンダードへの市場区分変更申請で、前回の会合で、グロースからスタンダードに移る場合には、上場会社としての実績を考慮し、形式的に利益の額は求めないとしておりました。

その際、時価総額10年40億円という基準を踏まえて、「時価総額40億円以上の場合には」としておりましたが、前回の会合で、上場維持基準を適用することをクリアにすべきとご指摘いただいたなかで、上場維持基準でも流通株式時価総額10億円という要件があり、流通株式比率25%とすると時価総額40億円となっていることや、今回、プライムからスタンダードの市場区分変更でも同様の取扱いを想定しておりますが、そこで時価総額40億円を求める理屈は必ずしもないことから、「時価総額40億円以上」という制約は外しております。

こちらの取扱いは、2030年を待たず、規則改正を行い次第、適用を開始します。

5ページは、グロース企業へのサポートやメリット創出について、今後、経営者の方々から改めて意見をいただきながら進めたいと思いますが、これまでのフィードバックを踏まえ、現時点で想定する内容をまとめております。

まず、前回も施策の一つとして掲げておりました「高い成長を目指した経営」の働きかけですが、上場会社の皆様に、成長可能性に関する開示の中で、これまでの成長状況の振り返り・分析や、それを踏まえた成長戦略のブラッシュアップを求めてまいります。

その際、経営者の皆様から、「資本コストや株価を意識した経営」と同じように、取組みのポイントや好事例集をまとめて欲しいというニーズが多く寄せられておりますので、今後、投資家などからのフィードバックを集めたうえで、秋ごろに取りまとめてまいります。

また、そうした検討材料をベースとして、上場企業や上場準備企業に対して、セミナーなどの啓発活動を行っていくほか、積極的に取り組む企業の「見える化」や、機関投資家との接点づくりのサポートを進めてまいります。

また、指数に関しては、2026年10月から一定以上の浮動株時価総額が

あればグロース上場会社もＴＯＰＩＸに組み入れられるほか、ＪＰＸ総研において、新たに新興企業の成長性に着目した指数の検討を進めてまいります。

６ページはご参考ですが、取組みのポイントや事例について、今後、改めて関係者にヒアリングして取りまとめたいと考えておりますが、現時点で想定される事例のイメージをいくつか列記しております。

詳細な説明は割愛しますが、グロース上場会社らしく、高い成長の実現に向けて果敢に取り組まれている企業にフォーカスを当ててまいりと考えております。

７ページ・８ページは、これまでに経営者の皆様などからいただいたご意見です。

まず現状の課題ですが、特に時価総額１００億円未満やその前後の企業では、相手となる投資家は個人中心という中で、大胆な成長投資や資金調達が評価されず、実行しづらいという声が多く聞かれました。

また、機関投資家との接点に乏しい中で、機関投資家に対して、どうアプローチするのが効果的なかわからず、悩んでいるという声も多くございました。

こうした現状を踏まえて、８ページが期待するサポートですが、先ほど申し上げたポイント・事例集やセミナーの提供を求める声や、グロース上場のメリットとして、種類株の活用促進や、成長企業にフォーカスした新指数を求める声がありました。

企業のサポートの取組みについては、今後も経営者の皆様などからフィードバックをいただきながら、取組みを検討・実施してまいります。

続きまして、資料５のスタンダード市場でございますが、グロース市場の特徴づけを進めていく中でも関心が高まっているところでございますので、今回、資料にまとめております。

まず、２点目のとおり、スタンダード市場は、上場会社として基本的な水準を備えた企業向けの市場であり、親会社や支配株主を有する企業も多くありますが、上場会社である以上、少数株主保護など、上場会社の基本的な責務は果たしていただくことを引き続き求めてまいります。

また、マーケットや投資家に向き合い、資本コストや株価を意識した経営やＩＲ活動を進めるなど、企業価値向上に向けた取組みを促してまいりたいと思います。

スタンダード市場においても、積極的に取組み投資家から評価される事例もございますが、全体で見ますと、「資本コストや株価を意識した経営」で未開示の企業が約半数、開示している企業も投資家目線とギャップのある企業も多く、また、ＩＲ活動の状況を含めまして、改善の余地はプライム以上に大きいところであり、今後も継続的に状況をモニタリングしながら、対応を後押ししてまいります。

また、３点目は、企業の皆様にとっての上場先として、ポジティブにスタンダード市場を選択していただけるようにしたいという観点ですが、プライムのように「グローバル投資家を中心に据えた経営」や、グロースのように「高い成長を目指した経営」ではなくとも、社会のニーズに応えながら、安定的な成長を目指そうとされる企業もいらっしゃるなかで、そのような企業に選ばれる市場としてまいりたいと考えており、取組みの働きかけとあわせて、こうした方向性について企業や関係者の皆様に発信してまいります。

こうしたスタンダード市場の方向性について、ご意見ございましたらいただけますと幸いです。

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】

まず資料４について、グロース市場改革案の公表を受けて、グロース市場上場企業やＩＰＯ準備会社において様々な動きが出てきており、全体的に市場の活性化が期待されます。こうした動きが継続していくように、またグロース市場改革が意味のあるものになるように、東証の意図を明確に公表することが肝要だと考えます。

２ページの「ＩＰＯを目指すスタートアップや関係者への周知」は良いと思います。資料に記載のとおり、グロース市場だけではなく、スタンダード市場へのＩＰＯも選択肢となる点は重要な指摘だと考えます。ＩＰＯ準備会社の中には、ＩＰＯといえばグロース市場という意識があると聞いております。しかし、コンセプトに沿って、企業が市場を選択し、企業価値向上を目指す状況を作ることが肝要です。スタンダード市場の上場後にグロース市場に上場するような企業が出てきてもよいはずですが、むしろ、そういうことが起これば、グロース市場の魅力が高まったと言えるかと思います。

次に、３ページの「グロース市場上場維持基準の見直し案」については、資料の内容に賛同いたします。猶予期間を区切るか否かが焦点になると思われますが、猶予期間を定めず、市場の原理に任せる形が好ましいと考えます。資料に記載されているように、市場区分見直し時の経過措置期間において、あまりにも長い計画期間を出した企業は株価が下落傾向にあり、計画を撤回した企業もありました。このような経緯をグロース市場の該当企業に伝えていくべきだと思います。

次に４ページの「スタンダード市場への市場区分変更申請について」ですが、前回の改革案の中で、機関投資家からネガティブな意見がありました。市場の新陳代謝機能を強化し、資源を効率的に配分させるという観点からすると、市場改革のモメンタムが後退したと受け取られたのではないかと思います。恒久的な措置として、グロース市場からスタンダード市場だけでなく、プライム市場からスタンダード市場への移行も同様の扱いとなる想定なので、バランスは取れているように見えます。ただ、恒久的な措置ではなく、期間を区切る措置についても検討する必要があるのではないのでしょうか。

次に、資料５でございますが、資料に書かれている方向性に基本的に賛同いたしますが、意見を１つ申し上げます。

グロース市場の上場維持基準が「５年１００億円」になれば、グロース市場からスタンダード市場への移行が増えると予想され、またスタンダード市場のＩＰＯも増加するかもしれません。東証の３つの市場の中でスタンダード市場が最大の上場企業数を抱えることになります。

これまで言われてきたように、スタンダード市場が名実ともに中心的な市場になるということです。より一層新陳代謝を活発化させて企業価値が高まる最善の方策を検討していくべきだと考えます。親会社・支配株主を有する企業が多いという特徴を踏まえ、少数株保護対策に加えて、グループ経営による価値創造の観点から経営資源の配分を考えていくことが大きな焦点になるのではないかと思います。さらに、これだけではなく、上場基準を含めた上場規程の改定など、全ての施策をテーブルに並べて議論する姿勢が重要ではないのでしょうか。上場企業の行動や市場の反応などを踏まえて、戦略的に取り組む必要性が高いと感じます。

【永見メンバー】

主に資料４について、いくつかコメントさせていただきます。

まず3ページ目について、このスライドは非常に重要だと思っていまして、特にSNSで切り取られて共有されるスライドだと思うので、ここについてまずコメントさせていただきます。

東証様にも、色々なステークホルダーから、「5年100億円」はきついのではないかというコメントが来ていると思いますが、大きな方向性としてこの「5年100億円」はぶらさず維持するということが大事だと思っており、そのスタンスは続けていただきたいというのが1点目のコメントです。

2点目は、私のところにも色々な声が届いていますが、現基準の「10年40億円」を知らない人が結構多く、この認知が行き届いていないというのが前段階での課題としてあると思います。「5年100億円」という基準が突然来たという前提で話をされた際に、もともと「10年40億円」の基準もあるという話をすると、「それは知らなかった」と言われることが結構あります。あまりにも時価総額が低いと上場廃止になるという基準自体は、もともとあったものであるということは、周知いただければと思います。

3点目は、猶予期間についてです。そもそもこのフォローアップ会議が始まった時の最初のアジェンダが、市場区分移行に伴う経過措置の期限が決まっていなかったなかで、経過措置を決めるということであったと記憶していまして、違う論点とは言えどまた経過措置の期限がないものを設定するというところについては、違和感があります。長期間の計画を設定して良いと考えてしまう経営者も出てきてしまうと思いますので、一定の緊張感があるべきと考えます。

続いて8ページ目について、メリットの提供や企業へのサポートは非常に重要な話だと思っていて、グロース市場をどう特徴付けるかにも繋がると思っています。東証様だけでできることではないかもしれませんが、関係官庁の方とも連携していただき、具体的にこう変わる、こういうメリットがある、というのを早いタイミングでセットで提示していただくのが非常に重要だと思います。グロース市場は機関投資家が非常に少ないのが課題だと思っていて、グロース市場に対する投資家を増やすための方策としては、指数の開発とか、それに伴う投資家の誘致、経産省様が制度としてお持ちのEmerging Managers Program、新しい投資家を作るようなプログラムもあると思いますので、グロース市場上場企業あるいはグロースの指数に対する投資家を増やすことについては、関係官庁の皆様と協業しながら取り組んでいただければと思います。

指数については、グロース市場ですので、収益性ではなく、成長性の高い企業に対する指数を作るのが本質だと思っています。赤字でも果敢に成長してい

くような成長企業をハイライトする指数があると、成長企業にとっては非常に頼もしいと思いますし、そういった企業の企業価値や時価総額が上がっていくとエクイティファイナンスの可能性も上がっていく、ということが本質だと思っています。指数を開発する際には、成長性を本丸に考えていただきたいと思っています。

コメントの趣旨としては、可能な限り具体的にかつ早くにメリットの提示をしていただくのが非常に望ましいと思っておりますし、そうすれば一定の痛みを伴っていても、グロース市場を改革していくという取引所の姿勢が発行体にも伝わると思います。

追加の点として、今年の上半期の新規上場社数が大幅に減ったことについて、上場申請期の会社の数が減ったのか、証券会社の審査が厳しくなって通過率が下がったのか、取引所の審査が厳格化されて通過率が下がったのか、どこに変化があったのかは分かっていないのですが、ポジティブに考えると、今の流れの中で、上場を踏みとどまって未上場のまま大きくなるというストーリーを描く会社が増えているということかもしれませんし、もしかしたらネガティブに、上場のハードルが上がったということが背景かもしれませんし、犯人捜しをしたい訳ではございませんが、取引所の運営の中で何が起きているのか、どういうトレンドの中で新規上場社数が減ったのかについては、定性・定量的にしっかり分析して、解像度を高めておくことが重要かと思っています。

なお、新規上場社数が減っていることが悪いと思っているという趣旨ではなく、トレンドを理解しておくのが重要という趣旨で発言しております。

【池田統括課長】

上半期のIPO件数は、東証で25件、地方取引所を入れると28件で、前期比で10数社減っているということで、メディアでも取り上げられています。減少の要因を確認したところ、取引所の審査で落ちたということではなく、上場申請そのものが減った結果であり、達成率自体は変わらない状況です。では、なぜ上場申請が減ったのかということですが、上場までには上場申請をいただいてから2～3か月の審査とファイナンスの期間がありますので、上半期に上場した企業はそれくらい前から上場申請をしていることになります。その時点では、今は堅調ですが、当時グロース市場全体の株価がだいぶ下落していた時期でしたので、上場申請もその影響で少なかったという分析を社内で行っているところです。

今後、上場維持基準の見直しが影響してくるかどうかについては、たとえばもう少し大きくなってから上場した方がマーケットをうまく使えるのではない

かというポジティブな見直しが出てくるということによって、IPO件数が減るということはあるかもしれませんが、数そのものにこだわっている訳ではないので、そのこと自体はポジティブにとらえて良いと思います。引き続き証券会社の皆様とも一緒にサポートしていくことが重要で、短期的な数の増減に一喜一憂せず「良いIPO」をしっかりと出していくという方向性で進めていければと思っています。

【三瓶メンバー】

資料4の2ページ目で、「スタンダード市場に移行可能（移行後に成長戦略を再構築し、グロース市場へ再上場することも可能）」を読むと、まるでスタンダード市場への移行がマイナー落ちのように聞こえます。そもそも3市場区分にした時に、3市場は並列でコンセプトの違いがあるのみだと強調してきたことと、矛盾があるのではないかと思います。

3ページ目の猶予期間について、「制度上は計画の期限を定めない」と書いてあります。永見メンバーもおっしゃっていましたが、当初この会議で重要な議題として経過措置の期限について議論してきたことを踏まえると、私は期限を決めた方が良いのではないかと思います。実際は3年超の計画を出した場合は非常に良くないと資料に示してありますが、猶予期間の上限を3年とすることの一つの根拠がここに出ているのではないかと思います。

それと同時に、市場の大暴落などがあり、この期限と重なった時に非常に困ると思います。企業が「私たちは頑張ってきたのに、市場の暴落とともに株価が下がり、未達になってしまった」というのを個別に申請してもらい考慮するとなると、非常に煩雑になると思います。その場合に備え、東証として所謂MAC（Material Adverse Change）条項を設けておいて、東証から自ら、マーケットの暴落については期限の機械的な適用は延期するなどするのが良いと思います。東証はちゃんと面倒を見ますということにしながら、期限がある中でやるべき改革は進めていただくという形にするのが良いのではないかと思います。

特に、グロース市場に上場するような会社において、従業員が会社の将来の成長を期待しており、今のキャッシュでの給料というよりは、株を持っていて会社の成長の恩恵を受けるというのを前提としている時に、市場環境が悪化する中で期限が近づいて従業員が辞めていってしまうと、その会社の成長に向けた達成は非常に難しくなると思います。色々な意味での予見可能性は明確にしておきながら、経営者はしっかりと準備していく、ただ不可抗力のような外部環境の変化については東証も配慮する、という形にするのが良いのではないか

と思います。

5 ページ目の「高い成長を目指した経営」について、「高い成長」というのは非常にあいまいだと思います。ガイダンスを作る前に、ぜひ投資者にヒアリングするなどして目線を合わせて、グロース市場における「高い成長」というのはこれくらいを期待しているのだ、ということが分かるようにしていただきたいです。そうしないと、自社では「高い成長」をしていると思っていたが投資家にとっては期待外れになってしまった、ということが生じるため、非常に重要だと思います。

「成長性に着目した指数」について、先ほど永見メンバーもおっしゃいましたが、「成長性に着目した」というのが大事で、インデックスができると、機関投資家に対するショーケースになるとと思います。こういう会社がこうやって選ばれている、それでは自分たちもこの会社についてもっと調べてみようとなります。「成長性に着目した指数」の開発は是非お願いしたいと思います。

6 ページの「赤字要因や将来の成長可能性・リスク等をわかりやすく丁寧に開示」について、要するに成長段階を明示することだと思います。成長段階を明示すると同時に、どんな成長を考えているのか、投資家に伝わる言葉として、TAM・SAM・SOMがありますが、そういったことを伝えるのであらうと思います。関連して、7 ページの「上場前とは投資家の属性も変わるため、コツを掴めていない」「粛々と業績を伸ばしていけばいいのか、IRを積極的に行えばいいのか、効果的なアプローチについて日々悩んでいる」とありますが、これはまさに、成長段階の違いだと思います。IPO前の成長段階とIPO後の成長段階をどういう風に描いていて、どれくらいはつきり言うかということが大事であり、そうするとコミュニケーションの取り方も明確になると思います。

8 ページについて、現在グロース市場上場企業は、コーポレートガバナンス・コードのうち基本原則についてのみ、コンプライ・オア・エクスプレインすれば良いということになっています。資料に「種類株等による経営者への権限集中を認めつつ」と書いてあり、これは良いとは思いますが、ただしその時には、理由をきちんと開示するなど、企業として投資家に説明する必要があります。そういう意味で、グロース市場の改革を考えていくと、グロース市場特有の色々な特徴があると思っています。コーポレートガバナンス・コードのうち基本原則についてのみコンプライ・オア・エクスプレインすれば良いというのは、あまりにも大雑把であるため、グロース市場のコーポレートガバナンス

ス・コードはこうであるという風に、グロース市場用に書き分けると良いのではないかと思います。2030年3月末までに、グロース市場用のコーポレートガバナンス・コードとして、細かいことを沢山書かなくても良いので、特徴的な部分を明確にしたものを準備するのが良いのではないかと思います。こういう市場だからこういうことを求めている、ここが他の市場とは違う、というのが分かるようなコーポレートガバナンス・コードを準備するのが、非常に有効ではないかと思います。

資料5に、スタンダード市場は「安定成長を目指す企業に適した市場」と書いてあり、これまでなかった新しい定義になるかと思いますが、これを投資家目線で解釈すると、株主還元重視をコンセプトとする市場という風に解釈できると思います。そうであれば、当初のコンセプトとは全然違うため、また新たに説明しなくてはなりませんし、一方で株主還元重視の市場ですとはっきり言うと、この市場でやらなくてはいけないことというのがものすごく明確になり、プライムとグロースとスタンダードを、非常に分かりやすく分けることができるようになります。

ただし、資料4の2ページに「スタンダード市場へのIPOも選択肢としてある」と書いてありましたが、それとは矛盾することになります。株主還元を主にやっていき、成長は微々たるものという状況で、あえて今IPOするのかと考えると、矛盾しているので、整理していかないといけないと思います。

【松本メンバー】

グロース市場とスタンダード市場について、1つずつ意見があります。

まず資料4の7ページで「成長に向けた手法としてM&Aが注目されているが、これまでに経験が乏しく、どのように活用すべきか、どのような点に留意すべきかが分かりかねている。」という声がありますが、今のグロース市場全体を俯瞰すると、現実的に考えて、M&Aが行われないと問題は解決しにくいと思います。M&Aは、課題解決に向けた大変重要な企業活動だと思われます。一方で、経営者からの発言としてこのような声が上がっているため、これこそが、東証としてサポートできる部分ではないかと思われます。証券会社や監査法人と連携して、どのようなケースであればどのようなM&Aが可能で、減損などがどのようなになるのかを含めて、法的な部分と会計的な部分、成長ストーリーも含めて、プロトタイプを提示するというのが、大変有効だと考えており、一考をお願いしたいと思います。

資料5について、東証のスタンダード市場はのりしろの広い市場だと思って

いて、企業の名前を見ていくと、我が国の経済や産業を支える非常に重要な企業が多くあるものの、色々な事情があるという風に理解しています。その中で重要なのは、少数株主保護だと思います。色々な経緯があるからこそ、プライムと同じような方向にもっていくというよりも、少数株主保護だけは必ずしっかりと取り組んでくださいということにして、しっかりと投資家のリスクを抑える方向が重要であり、かつスタンダード市場の企業群の企業活動を維持することを考えると、一番良いのかなと思います。スタンダード市場の方向性については今後議論していくのだと思いますが、そういった視点を論点として挙げていただきたいと思います。

【黒沼メンバー】

グロース市場に関して、当初は、「5年100億円」という基準に対して、かなりドラスティックだなと感じていました。しかし、機関投資家の投資対象にしてもらうというグロース市場の改革のためには、適切な措置であると今は考えております。

経過措置を設けることについては賛成です。猶予期間に期限を設けるかどうか意見が分かれていることも理解しましたが、市場区分の見直しの際に、グロース市場の上場維持基準の引き上げを予告していた訳ではありませんので、猶予期間の期限を定めないという点もやむを得ないと考えています。

スタンダード市場への移行基準を変更するという点も賛成です。

「グロース市場へのIPOに関する東証のスタンス」について、新規上場基準の見直しを行わないということと、スタンダード市場への移行の道を確認することでチャレンジを促すということは理解できますが、グロース市場にとどまるメリットの提供というところはよく分からなかった。時価総額100億円以上になった企業がなおグロース市場で成長し続けてもらうためのメリットの話なのか、100億を目指している途上の企業に向けての話なのかがよく分かりませんでした。前者であれば理解できるのですが、後者であるとする、ここで提供されるメリットは成長を後押しする方策ではないので、あまり役に立たないのではないかと感じました。

スタンダード市場の今後の方向性ですが、今後スタンダード市場には色々な企業が含まれてきますが、特徴づけはしないというスタンスを打ち出すよりは、これまで通り「資本コストや株価を意識した経営の啓発やIRの充実」を引き続き進めていくというのは当然のことでございまして、これはしっかりとっていただきたいと思います。

またスタンダード市場では、「事業法人等の保有比率が高く、親会社・支配

株主を有する企業も多い」とのことですが、これは上場基準からくる特徴ではなく、スタンダード市場以外の市場でもこういう企業はある訳ですから、持合いの比率が高い会社、あるいは親会社・支配株主を有する企業のガバナンスの問題一般として捉えて、全市場に共通する問題として対応を考えていくべき話だと考えています。

【神田メンバー】

グロース市場については、資料でも強調されていますが、新規上場基準は変えないということで大変結構な政策だと思ひまして、そのことをよく周知なされたら良いと思います。関連して、スタートアップを立ち上げてIPOや将来の成長を考えると、IPOは資金の出し手にとってエグジットの機会になりますし、ストックオプションを保有する働く人にとっても換金の機会になるわけですが、換金してその後も働き続けて更に成長を目指すかという、答えは一つではないし、結局ビジネスモデルの問題だと思うのですが、もう少しその辺りの関係者の行動が見える形になると良いと思います。外から見ると、関係者が皆いなくなってしまって、成長を目指すとは何なのだろうかという会社もあるように見えるので、もちろん上場する以上は成長を目指していただきたいですが、エグジットや換金を目的とする関係者が多いのかどうかといった実態を明らかにしていただければと思います。

スタンダード市場についても似たような話で、3ページで事業法人の保有比率が高いことや、親会社・支配株主を有する会社が多いことを示していただけていますが、もう少し踏み込んで、どういう事業法人なのか、具体的には、企業グループの一員なのか、まったく関係のない事業法人なのかといったことや、親会社・支配株主を有する会社についても、いわゆる独立経営型なのか、役員等を派遣しているのかなど、もう少し細かいデータがあると、実態を踏まえて議論できると思います。

【内田メンバー】

グロース市場で高い成長にコミットしていく中で、あえてグロース市場を選択する明確なメリット・優位性をご検討いただけると良いと思います。経営者への権限集中などガバナンス関連は他の市場より緩いということかもしれませんが、投資家保護との関係もあるので、投資家の許容度がどこまであるのかを踏まえて、インセンティブとしてのグロース市場を選択する優位性を考えるべきだと思います。一定の規模になった場合にはスタンダード市場と同水準のガバナンスを求めていくということも考えられるかもしれませんが、現状は明確

になっていないと思われ、明確にすることで自ずと市場の位置づけの違いも明確になるのではないかと思います。

【翁メンバー】

上場維持基準の見直しに際して、経過措置を設けることはやむを得ないと思いますが、猶予期間については、期限を定めないことが改革のモメンタムを損なうことに繋がらないよう注意する必要があると思います。複数のメンバーの方もおっしゃっていますが、そもそもこのフォローアップ会議は、上場維持基準に関する経過措置の期限を決めることからスタートしていますし、この点は重要だと思います。

また、上場基準は変えないわけですが、小規模でのIPOが多く、かつIPOゴールとなっている状況を変えようとしている中で、VCを含めたエコシステム全体が変わっていくのかということも重要な課題としてあるのではないかと思います。グロース市場の上場維持基準のみならず、エコシステム全体がどう変わっていくかも東証がしっかり見ていく必要があると思います。

おそらく多くのグロース市場上場企業にとってM&Aが大きな選択肢になっていくと思いますが、こういったビジネスモデルが良いのかしっかり考えた上でより成長につながるM&Aが行われるよう、投資家も東証もフォローしていただきたいと思います。

スタンダード市場の今後の方向性については、「社会のニーズに応じて安定成長を目指す企業」はひとつの考え方だと思いますし、大きな概念としてはそうだと思うのですが、三瓶メンバーがおっしゃったように、それが株主還元重視を意味するのか、「社会のニーズ」というとSDGs的な視点を重視する、ベネフィットコーポレーション的なニュアンスも感じられるところ、米国のベネフィットコーポレーションはむしろ配当を義務付けられていなかったりしているので、もう少し検討を深める必要があるのではないかと思います。

【経済産業省 河原産業資金課長】

グロース市場の対応について、コメントさせていただきます。

今般の上場維持基準の見直しは、グロース市場への上場が更なる成長を目指すための「ゴール」ではなく「入口」であることを、明確に示すものとして評価しております。

この「グロース市場が更なる成長を促していく場である」との位置づけについては、スタートアップや東証のみならず、証券会社・VC・政府等の関係者全体でしっかり共有し、共通の目線としていくことが重要と考えております。

そのうえで、本日ご説明いただいた資料の中では、たとえば、上場準備企業からの主幹事証券探しに苦勞しているといった話や、高い成長を目指す企業であれば１００億円未満であっても歓迎であるというスタンスも紹介されております。こうした点も念頭に置きつつ、高い成長を目指すスタートアップやＩＰＯに携わる関係者の方々が、上場維持基準の見直し後に、ＩＰＯに過度な不安や躊躇を覚えることがないように、そして更なる成長に向けた取組みを進められるよう、東証・証券会社・ＶＣをはじめとする関係者が、共通の目線のもと、それぞれの役割を適切に果たすことが重要だと考えております。

また、先程来、ご意見の中でメリットやサポートの話もありました。経産省としても、スタートアップの成長に向けた支援策を講じておりますが、今後、スタートアップ、金融庁・証券会社・ＶＣ等とも密にコミュニケーションを図りながら、新たな市場環境・エコシステムの下での適切な支援策をしっかりと検討してまいりたいと考えております。

【渡邊部長】

ありがとうございました。

続きまして、資料６の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。

【中村部員】

それでは、資料６の経過措置適用会社の状況についてご説明します。

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、ご意見をいただければ幸いです。

まず、２ページでございますが、上場維持基準に適合していない企業は足元で２０８社となっております。

昨年末時点の経過措置適用会社が２４７社でございましたので、数としては引き続き減少傾向にあります。

左下に、基準ごとの適合していない企業数を載せておりますが、特にスタンダード市場の流通株式比率を中心に、基準への適合が進んでおります。

右下には、このまま基準を満たせなかった場合の改善期間の終了時期をグラフにしております。２０２６年３月に最終的な期限を迎える企業が７２社あり、ここで基準を満たせなければ６か月後に上場廃止となります。

なお、後ろのスライドでもご紹介しますが、最終的な期限が迫る中で、市場変更や他の取引所への上場を検討する動きが進んでおり、最終的に一般市場から上場廃止となる企業は減ってくると想定しております。

続いて3ページには、経過措置適用会社の昨年末からの変化をお示ししております。市場区分変更や上場廃止によって経過措置の適用から外れた企業もあるものの、多くの企業は基準に適合して経過措置の適用から外れております。

続いて4ページですが、上場廃止の期限が近付く中で、基準適合できなかった場合に備えて、市場変更や他の取引所への上場、買収による非公開化等のセカンドプランを検討する企業が多く見られる状況にあります。

足元では、3月期の企業を中心に実際に残り1年の改善期間に入る企業が出てきている中で、こうした検討がなされていない企業に対して個別にヒアリングを進めておりまして、引き続き必要な検討を促していければと考えております。

4枚目以降は、あらためて、前回までの会議でお示ししておりました株主・投資者向けの周知の内容や上場会社への要請内容等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。

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。

【三瓶メンバー】

資料をまとめていただきありがとうございます。特に3ページを加えていただきありがとうございました。

経過措置の期限は、決して市場から退出させるためのものではなく、基準の適合に向けて努力していただくものだと思いますので、基準に適合した企業が68社あったというのは、まずまず良かったのかなと思います。そのうえで、この68社がどういった努力をしてきたのか、声や実態を拾えと、新たに未達となった企業などにとって参考にな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。

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。