

## 市場区分の見直しに関するフォローアップ会議（第23回） 議事録

日 時： 2025年9月2日（火）14時00分～16時00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23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、神田メンバーと永見メンバーがオンラインでのご出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ひいたします。

資料1はいつも使っております1枚紙、取組みの全体像をアップデートしてございます。説明は割愛いたしますが、事前説明の中では、施策も増えてきている中で、もう少し全体としてどう進展してきているのか、今どこに注力しているのかがわかるような資料があっても、対投資家向けに有用なのではないかというご意見もいただきましたので、そちらもまた作成していかなければと思います。

資料2は「資本コストや株価を意識した経営」についてでございまして、これまでの進捗の評価や今後の方向性についてご意見いただければと思います。

資料3は「グロース市場改革」でして、前回の会議以降、多くの上場会社・市場関係者と意見交換したうえでの施策をまとめております。今月下旬から上場維持基準の見直しのパブリックコメントとあわせて示していかなければと思っておりますので、ご意見いただければと思います。

資料4は「スタンダード市場について」でして、ファクトを見ていただきましたうえでご意見いただければと思いますが、事前説明時はかなりふわっとした投げかけになってしまっておりましたので、少し具体的に修正しております。ぜひご意見いただければ幸いです。

資料5は「プライムでの英文開示」です。こちらは状況のご報告ですので何か気になる点があればお願ひいたします。

以上でございます。

### 【渡邊部長】

それでは、早速ですが、資料の説明に入らせていただきたいと思います。

まず、資料2の資本コストや株価を意識した経営の現状と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現状と今後の取組み」についてご説明します。

要請から3年目の状況ということで、まず3ページが直近の開示の状況です。今回から、「開示済」には検討中を含めない形で集計しております。プライム市場では、2025年7月末時点で開示済の企業が91%、アップデート済の企業が63%となり、開示のアップデートを行う企業を中心となっています。

一方でスタンダード市場ですが、2025年7月末時点で開示済の企業が48%、足元数ヶ月の動向として、初回の開示を行う企業が全体の1割弱、アップデートを行う企業が全体の16%と、一定の進展も見られますが、依然として約半数の企業が未開示の状況です。

続いて4ページが、PBR・ROEの分布状況の変化です。2022年7月時点と2025年7月時点を比較して、PBR1倍割れの企業の割合が、プライム市場で6%減、スタンダード市場で5%減となっており、ROEについては、8%未満の企業の割合がプライム市場・スタンダード市場ともに4%減となっています。少しずつではありますが、PBRだけでなく、ROEについても改善の傾向が見られています。もちろん一朝一夕に改善するものではありませんので、継続性をもって施策を進めることが重要だと考えております。

次に個社ごとの変化について分析したものが5ページです。左側の図に、プライム市場上場会社の要請前後3年間でのPBR・ROEの変化を示しておりますが、PBR・ROEともに数%ずつ良い方向へ変化しており、右上の象限（PBR1倍以上、ROE8%以上）にいる企業が6%増加しております。一方で、右側の分布図のとおり、多くの企業がROE8%、PBR1倍前後に集中しており、より高い目線をもっていただくことが重要だと考えております。

続いて6ページ目は同様の分析をスタンダード市場において行ったものです。直近3年間での変化については、プライム市場と同様に、少しずつ改善の傾向が見られますが、プライム市場と比較して、PBR・ROEともに低いところに多くの企業が集中している状況です。

抜本的な取組みが成果に表れるまでには当然時間がかかりますので、市場全体でマクロに見ると、少しずつ改善傾向にあるといった状況ですが、よりミクロ寄りに見て、好事例として事例集に掲載している企業の変化を見たものが7ページです。市場全体で見るよりも顕著に、PBRだけでなくROEも含めて改善している企業が多くいるという状況が分かります。

右側に事例集掲載企業の主な取組みを記載しておりますが、こうした投資者と目線の合った抜本的な取組みを進める企業は、指標面も含めて少しずつ成果につながってきているのではないかと考えており、今後ポイント・事例集のアップデートの際に、個社ごとの取組みと指標の変化などを紐づけながらお示していきたいと思っています。

続いて8ページ、9ページには、機関投資家からの直近のフィードバックについて、前回会議でご紹介したものから赤字で追記・更新しております。「投資家を意識した検討や開示が着実に進展している」など、企業が良い方向に変化していることに対するポジティブなフィードバックは引き続き多くいただいているります。

一方で、下段の部分ですが、「ROE 8%・PBR 1倍を超えていれば一安心という意識の企業もいる」、「PBR・ROEを少し向上させただけで終わりとならないように、企業には上に上にと目指していってほしい」と、目線を上げるべきという指摘もいただいているところです。

次の9ページには個別の課題などについてコメントを紹介しております。開示された計画の実行フェーズに来ているということで、今後は開示のアップデートがより重要になってくるといった声や、新たな成長投資や中長期の目標設定を行う企業も出てきているが、投資者の目線とズレがあり、改善できる点があるといった声もいただいております。

10ページ目以降はトピックが変わりまして、開示企業一覧表上で、「機関投資家からのより活発なコンタクトを希望する」企業を明示する取組みについてです。11ページのとおり、この取組みを始めてから半年強が経ちましたの

で、効果測定のため、申請いただいた310社を対象としたアンケート調査を実施しております。

開示企業一覧表上での明示の効果についての質問が12ページですが、「掲載の前後で機関投資家からのコンタクトが増加した」と回答した企業は全体の25%、「掲載の効果を実感している」企業は全体の6%と、開示企業一覧表上での明示のみで面談にまでつながるケースは多くはございませんが、一方で機関投資家からは、様々な用途で活用しているとの声もいただいており、いくつかコメントをご紹介しています。一覧表を活用して、実際に複数社と面談したという機関投資家からは、「成長性を見て調査対象を決めているので、リストに載っているから会うというわけではなく、企業が成長性に関する開示などをしっかりと行っていることが重要」とのコメントがございました。また、面談に至っていなくても、スクリーニング基準として活用している、ストックピックの参考にしているなど、様々な用途で活用いただいていることが確認できましたので、この取組み自体は継続していければと考えています。

13ページには、機関投資家からのより活発なコンタクトを求める企業が、今後東証に対して期待している施策について記載しておりますが、「機関投資家との対話機会を作りたい」「好事例・ギャップ事例を引き続き拡充してほしい」「開示企業一覧表の掲載項目を増やしてほしい」などの意見をいただいているいます。

ここまでを踏まえて、14ページ以降が今後の対応についてで、15ページには現状と今後の方向性について記載しております。

要請から3年目に入り、上場会社の対応状況には差が出ておりますが、プライム市場は開示のアップデートを行う企業を中心となり、まさに取組みを実行いただいている最中かと思いますので、そうしたフェーズにいる企業の取組みを後押しできるよう、プラクティカルなコンテンツを提供していければと考えています。

スタンダード市場については、別途アジェンダとしても掲げておりますが、要請から2年以上が経つなかで、依然として約半数の企業が未開示である点が課題として認識しています。

また、機関投資家からは、「ROE8%、PBR1倍を超えていれば安心」という意識の企業が多いとの声もあり、企業の改善に向けた取組みが止まってしまわないように、目線感を上げていただくためのメッセージについてはクリアに示していく必要があるのではないかと考えております。

機関投資家とのコミュニケーション促進の観点からは、単に対話の機会を設定するというだけでなく、機関投資家がどういう基準でスクリーニングをしているのか、上場会社に対してどういうＩＲを求めているのかなど、機関投資家に対する理解を深めていただくためのサポートなどを、既に実施もしておりますが、継続的に実施していければと考えています。

16ページからは具体的な施策で、まず、ポイント・事例集のアップデートについてですが、12月上旬を目途に確定版を公表予定です。機関投資家から寄せていただいている最新の事例を拡充し、ギャップ事例についても投資家からの最新の声を反映したいと考えております。また、取組みを進めて、今回データ分析を行ったような指標面も含めて改善した企業の「ビフォーアフター」の姿や、その過程の「検討プロセス」の要素を追加し、取組みをまさに進めている企業に役立てていただけるものにしてまいります。

最後に17ページが機関投資家とのコミュニケーション促進についてですが、開示企業リストの改良を考えています。これまででは開示の有無がメインの情報でしたが、開示の内容についてもリストに追加することで、各社の取組みがより投資者に伝わりやすくなるよう、見える化していきたいと考えています。

また、機関投資家との対話・理解促進の機会についても、先ほど申し上げましたような対話会・勉強会について、企業からは高いニーズを寄せていただいておりますので、引き続き注力していきたいと思います。

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。いかがでしょうか。

### 【熊谷メンバー】

ご説明ありがとうございます。これまでの成果が分かるように、丁寧に資料をまとめていただき、誠にありがとうございます。上場企業とお話をさせていただくなかで、大和総研でも経営者の方々の意識の変化を肌で感じておりますが、ＰＢＲやＲＯＥの分布などを通じて、数値面でも少しずつ取組みの成果が見えており、改革の進捗を実感しています。

基本的に15ページに書かれている方向性で今後も取り組んでいただけたらと思います。ポイント・事例集の更新の際には、7ページの事例集掲載企業の

市場評価・資本収益性の変化を掲載していただけたらと考えます。数多くの企業が今後の取組みや株価に関する悩みを抱えており、ポイント・事例集と同じような取組みの推進が効果的である点を示すことができればと思います。

また、大和総研でも企業と面談する際に、好事例を参考資料としてお示ししますが、このことにより、企業側の理解が格段に深まることを実感しています。好事例に取り上げられた企業が当該企業と関係がある場合には、改革の経緯を実際に聞いてみようという行動につながるケースも少なくありません。16ページにある「検討プロセス」の要素の追加は企業のニーズに沿うものであると改めて実感しています。

最後に、企業の目線を上げることはこの先の最重要テーマの1つになります。企業の開示資料を見ていると、「PBRは1倍を超えており」という文言をよく見かけます。これは、もちろん一つの基準ではあるものの、投資家は更なる改善を期待しています。

東証が啓発に向けてメッセージを発出するという方策に加えて、ROEやPBRなどを上げるためにモチベーション向上策の促進を検討してはいかがと思います。例えば、役員への株式報酬の導入は増加しておりますが、それだけではなく、従業員への株式報酬の導入促進を東証が旗を振って進めることが1つの方策として考えられます。

今年6月に公表された「骨太方針2025」では、「企業価値の向上が賃金や金融所得・資産の増加をもたらす資金の流れを創出する」とあります。企業価値向上による株式報酬の増加も、このような考え方を通じるものであると考えられます。株式市場での資金調達による成長戦略の実行に加えて、株式報酬を活用した処遇改善策により、優れた役員・従業員を惹きつけることは、いわば上場企業の特権であるとも言えるでしょう。

企業の担当者レベルの方とお話ししていると、今まで改革が続くのかと問われることがあり、現場ではそれだけ負担が重くなっているのではないかと推察されます。こうした点なども踏まえると、啓発に向けたメッセージに加えて、モチベーション向上策を講じることが肝要だと考えます。

### 【翁メンバー】

ご説明ありがとうございました。2点申し上げます。

後ほども議論になると思いますが、1つはスタンダード市場がやはり課題だと感じています。開示が進んでいない点には大きな問題を感じますし、PBR1倍割れの企業が全体の59%で、分布図からも分かるとおりROEも低い状況にあります。また、スタンダード市場は時価総額が小さい企業が多く、全体の企業数が多いこともあって、投資家がなかなか個別の企業に目を向けにくく

なっている可能性があります。成長・価値創造を促していくというアプローチとともに、しっかりと規律を守っていただき、M&Aなども促しつつ、新陳代謝も進めていくという、両方のアプローチが必要だと思います。

2点目ですが、5～7ページの四象限の分析（PBR・ROEの指標の変化の分析）は非常に有益だと思います。企業にとっては自社がどの位置にいるかを確認し、どのような投資家が関心を持つのかを認識するきっかけになると思います。例えば右上の象限に近づければ、更なる成長に向けたストーリーを語ることが投資家からより求められると思いますし、左下の象限の企業は、構造改革を自ら進めていかないと、アクティビストから色々な指摘をされると思います。また、右下の象限の企業も、成長に向けて取り組むことが求められるということだと思います。東証としては、最初はPBRや資本コストなどを意識してもらうところから進めてきましたが、今回の分析のようなPBR・ROEによる自社のポジショニングや、それを踏まえて機関投資家がどのような関心を持つかについて意識をしてもらうというアプローチも非常に有益なのではないかと思いました。

### 【三瓶メンバー】

資料の取りまとめや、事前説明での指摘を反映いただき、ありがとうございます。3点申し上げます。

1つ目は、資料1に関連することで、東証のウェブサイト等を見てみると、「上場のメリット」についての記載はありますが、「上場の意義」や「上場の責任」について、明確に書かれておりません。新規上場ガイドブックが市場区分ごとにありますが、上場制度の概要部分の上場の意義についてはプライムとスタンダードで全く同じ文言で、意義と言いつつメリットだけが書かれています。これでは企業が勘違いしてしまうのも、ある意味仕方がない面があるかと思います。本来は、上場の目的や責任についても明確に記載すべきではないかと思います。それがあって、それを実際に果たせているかどうかを、各市場の特徴に合わせて再確認していく必要があると考えます。以上が資料1に関連する全体に関する指摘です。

2点目で資料2に関しては、翁メンバーも仰っていましたが、5～7ページの分析は非常に重要だと感じています。15～16ページに今後の方向性が記載されていますが、特にビフォーアフターを示していく際には、この5～7ページの情報を活かしていただきたいと思います。例えば、5ページの左下から右下の象限に移る（ROEを改善させる）ような企業は、企業の方も何をすればどのようになるかが分かり、取組みの検証もできると思います。企業の方にとって難しいのは、右下から右上の象限に移る、つまり市場評価を得るため

にはどのようなことをしたら良いのかについてで、これは把握するのが難しい部分もあると思います。財務的な結果だけでは市場からの評価を得るのが難しい場合も多く、その際にどのようなメッセージを伝えていけば良いのかというのは、非常に重要なポイントだと考えます。こうした点を分析し、例えば5ページと7ページの比較では企業間の差が大きく出ていますので、どこに違いがあるのかなどを示していただくと、企業が目指すべき方向性の参考になると思います。

最後に3点目です。15ページの「企業・投資家双方からのニーズに応じて、開示企業リストを改良」とあり、これは対応いただくのは良いことですが、あまり東証の負担が大きくなりすぎないよう注意が必要だと思います。例えば、13ページに記載されている、企業の「開示企業一覧表の掲載項目を増やしてほしい」といった声や、あるいは機関投資家の「横並びで見られるようになると良い」という声は、私は聞いていてやる気があるのかなと思ってしまいます。機関投資家であれば、そのような一覧が表に出るよりも前に、自分で独自に作った方がメリットがあるはずです。やる気のない人達のために東証が労力をかけるのはもったいないと思いますので、それよりも、やる気のある企業に対して、「ここをもう少し工夫すれば、もっとうまくいきますよ」といったビフォーアフターの姿を今後是非示していただきたいと思います。ヒアリングをしてもらったから言いたいことを何でも言っておこうという人達に対して、全ての要望に応える必要はないと思いますので、念のためのコメントです。

### 【内田メンバー】

取りまとめいただき、ありがとうございました。東証がこれまでずっと真剣に取り組まれてきたことについては、市場関係者の皆様にも十分に浸透しているのではないかと思います。ゆっくりかもしれません、大きく、着実に山が動いているという印象を資料からも見受けられるかと思います。

スタンダード市場については、この後も議論になると思いますが、開示がなかなか進まないことについては課題だとは思いますが、徐々に進んでいくなかで、50%を超えてくるとどういう動きになるかなというところもありますので、じっくりウォッチしていかなければと思っています。

1点、今後は開示のアップデートが重要になってくるという話がありました。以前の会議でも少し触ましたが、まずは財務戦略や株主還元策といった比較的手を付けやすいテーマについて、先行して取組みが進んできたということだと思います。成長戦略の実行にはある程度の時間がかかる中で、2~3年が経って、その進捗を含めたアップデートがどういう形で進められていくかが

今後の課題になると思います。本来、成長戦略や中期経営計画などを策定し、それに対する総括などを繰り返しながらやっている企業もあると思いますが、実際にどのようなアクションを行い、それがどのような結果となったのかを組織的に総括し、開示することは、企業にとってなかなか困難な作業となる場合も多いと思います。ですが、そういった作業を企業に適切に促しながら、できしたこと・できなかつたことを開示し、投資家との対話にも資する情報として提示できるような形が望ましいのではないかと考えます。そのためには、実際の事例等も参考にしつつ、アップデートの内容や質についても考えてもらうことが重要だと思います。もちろん、企業側も取組みの全てが必ずしも成功するわけではありませんので、チャレンジの結果について率直にフィードバックをもらい、次の改善につなげていけるような、成長につながる仕組みとして位置付けられれば企業にとってプラスに働くだろうと考えます。アップデートの中身ややり方、投資家からの見え方などについて、企業に伝わるようにしていただけると良いのではないかと思いました。

### 【小池メンバー】

資料のほうも非常にわかりやすく多面的に分析いただいているので大変ありがたいと思います。市場改革は長い道のりですので、そのスタートとしては上々といえるのではないかと思います。開示についても、プライムでは91%が開示済でフォローアップも63%ということで、今後フォローアップやアップデートのサイクルをどのように持続的に続けていくか、どのように実効性やクオリティを上げていくかが大きな課題になっていると思います。開示のクオリティですとか、投資家からの評価をいかに吸い上げてそれを東証経由で成功体験としてメッセージを発信していくことが大事だと思いますし、我々自身も機関投資家としてそのような投資をしていくことが必要だと改めて実感をする次第です。スタンダードに関しては後ほど議論がありますのでスキップしますが、直近の我々のエンゲージメントの状況だけ簡単にご紹介させていただければと思います。

資本コストや株価を意識した企業経営が始まつてからのエンゲージメントですが、簡単にエンゲージメントプロセスは、2つのステージがあります、1つは企業から面談をしてくださいとリクエストが入ります。面談をした結果、投資対象となるのであれば、我々が会社の企業価値をどうしたら上げられるのか、例えばガバナンスや企業戦略、ESG、そういった観点からこういうことをやつたら良いのではないかというエンゲージメントがあり、そこで両社が合意したマイルストーンという目標設定をします。このマイルストーンに向かつて定期的にエンゲージメントをしていくというプロセスを踏むのですけれど

も、まず最近ですと、新規のミーティングのリクエスト数、設定数が140社あります。おそらくこれは中堅以下の企業からのリクエストだと思います。この1、2年で見ますとこの140社の時価総額というのが、ほぼ上がっておりません。細かく見ますと、そのうちの2割くらいが上がっているだけで、全体として時価総額自体は減っております。ミーティングをするだけでは決して株価は上がることはありません。一方、マイルストーンを設定した会社は220社あります。その会社のうちの6~7割くらいは株価上昇しております、全体で行くと1兆4000億円が2兆1000億になっております。マイルストーンを設定してもらうということは、私たちの会社としてこういうことをして改善してもらうと企業価値が上がると思っていて、投資家としてそれを期待しているということを議論し続けているわけですが、こういうことを理解している会社の株価というのは、やはり全体的にポジティブに評価をされるのではないのかなと思い、逆を言えば、そういう理解をしてくれる人に我々は投資をしますということも言えますので、今後はこのようなマイルストーン設定ができるような企業をどんどん増やしていくことが必要ではないかと思っています。その意味では、機関投資家として各企業の皆様に、我々が何を考えているかということを改めて知っていただく機会はすごく必要だと思っていますし、東証と一緒にそういうセッションをグロースやスマートキャップの企業向けに実施させていただいて、我々自身も気づいていなかったことや、企業の悩んでいることについてすごく理解することができ、次のアクションに繋げることができたと思いますので、機関投資家としてのそういうコミュニケーションですか、積極的なマーケットへの関与というのは、幅広く推進していくことが望ましいと考えております。

### 【黒沼メンバー】

これまでの取組みについての状況のご説明と、これからの方針をお示しいただいたと思います。ここに書いてあるとおりだと私も思いまして、企業の側では資本コストや株価を意識した経営の取組みの計画をどのように実行をするかという段階に入っており、その事を開示していただくということが重要だと思います。それから、コンタクトを希望する企業の申請についてのアンケートの結果はやむを得ないところがありまして、コンタクトを希望したからといって面談するということに必ずしもならないというのは、機関投資家の投資している対象銘柄も限られているでしょうし、やむを得ないことと思います。それに対応する施策として、開示企業リストを一覧的に見やすくするというのは、小さな一步だとは思いますけれども、やったほうが良いことだと思います。それからROE 8%・PBR 1倍を達成している企業について目線感を上げていく

ための啓発が必要であるということが書かれていますが、これもその通りだと思います。ただ、この目線感という意味がちょっとわかりにくかったのですが、例えばROE 9%・PBR 1.1倍とかに設定するのではもちろんなくて、目標達成後に取組みを止めてしまわないように、継続的なアップデートをきちんと促していくことが重要だろうと思いますので、そのような意味ならば当然のことながら、啓発をやっていただきたいと思います。

#### 【松本メンバー】

大変良い形で進んできていって、とても良いと思うのですが、15ページの今後の方向性の2つ目に企業の目線感を上げていくための啓発が必要というのがあり、まさにそのとおりだと思います。思い起こすと、この会議の一番重要なターニングポイントであったのは、2023年の1月に2回会議を開いてまとめた論点整理だったと思います。その中で、我が国の経済成長を支えていく、あるいは生産性向上を目指すということが重要であり、東証として何ができるかということで、そのうちの1つが「資本コストや株価を意識した経営」を要請していこうということでした。このようにまず大義があり、そのうえで株価向上への取組みの要請という具体策もあり、その2つがあつたので良い形で企業経営者にも響き、おそらく社会的にも受け入れられたのだと思います。ROE 8%・PBR 1倍を超える安心という意識の企業が多いというのは、祝詞の部分が抜けて、手段だけを見ているからであるとも思います。今一度どういう目的で資本コストや株価を意識した経営をやっているのかしっかり話したり、再確認したり、企業や社会に対して言っていく際にも再度伝え、もしその内容についてアップデートする必要があるならば、この会議体で議論するというのもあると思います。良い形で進んでいるが故に、さらにしっかりと続けるためには、そのようなことをそろそろやっても良いのではないかと思いました。

#### 【三瓶メンバー】

15ページの企業の目線感を上げていくという話が2人のメンバーからも出たので、追加したい点があります。企業経営者の方々に、ROE 8%という最低基準を超えた、またPBR 1倍割れというところの責任も果たした方がいても、そこから先に何をインセンティブとしてやっていくのかというのが見失われているのかもしれないのですけれども、非常に重要なのは、例えば先ほどの四象限の左下にいると、集まってくる投資家っていうのはバリュー投資家で、バリュー投資家というのは、何らかのバランスシートの改革やチェンジを求めています。もちろんその時に結果も出していないのに成長投資をするといったら、成長投資は後回しでそれよりも株主還元や資産売却をやるべきだと言うの

ですが、右上の方に行くと、株主が変わり、バリュー投資家は右上の方のバリエーションが高いとこまでは追いかけてこないです。またはアクティビストも右上の奥の方は追いかけてこないです。そうすると、右上の方に行ければ、そこにはどういう株主が来るかといったら成長株を見る投資家です。将来に期待しており、どのようなビジネスモデルでこれから将来やっていくのかということに非常に関心が高く、納得がいけば、投資が大事だと言って成長投資を促すわけです。このように、どこのポジションにいるかで、関心のある株主が変わってくるということ、多くの経営者にとって右上にいる際の、成長株を見る投資家の方が、将来の自分たちがやりたいことをやろうという際に背中を押してくれるという意味では、右上を目指すことが非常に望ましいと思います。だから、右上に行ったらそれができ、一方でそこに行き着かないと、将来像も当てにならず頼りないから成長投資よりも株主還元だということになるという違いがあり、そのために違う領域まで行きましょうということを伝えていく必要があるのではないかなと思います。

### 【渡邊部長】

ありがとうございました。

続きまして、資料3のグロース市場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。

### 【門田課長】

それでは資料3、グロース市場の対応についてご説明します。

まず1ページですが、前回以降、継続的に多くのスタートアップ経営者、市場関係者と意見交換を行っております。

グロース市場のキャラクターをより立たせていくという取組みの趣旨や全体像をお伝えする中で、こうした改革の方向性について賛同する意見が多く寄せられており、経営者の皆様からも、基準見直しも含めて、改革を前向きにとらえて取り組んでいこうという声が増えております。

こうした中で、東証への要望や期待も多く寄せられており、それらを集約したのが中ほどの3点です。

1つ目は、グロース市場で期待されている「高い成長」の具体的なイメージや、どういった取組みが求められているのか、あるべき姿が示されると良いということです。

2つ目は、特にCEOの悩みとして聞かれる点で、グロース市場である程度大きくなつたなかで、「周りからはプライム市場に行くのが当たり前と思われ

ているが、自身としてはグロース市場にとどまり成長を目指したい」と悩んでいるということで、こうした市場選択のあり方について、東証の考え方を示して欲しいということです。

3つ目は、「資本コストや株価を意識した経営」の推進と同じように、取組みのポイントや好事例の提供やセミナーの開催、また、機関投資家との接点づくりのお手伝いなど、企業向けのサポートを期待しているということです。

今般の改革は、こうした経営者の声にお応えしながら進めてまいりたいと考えており、本日はこうした対応のほか、9月下旬から、基準見直しについてパブコメを開始するとともに、あわせて企業への「高い成長を目指した経営」の働きかけを進めていきたいと考えておる、それらの内容についてもご意見をいただければと思います。

2ページは、先ほど申し上げた経営者の生の声をご紹介したもので、説明は割愛させていただきます。

3ページは、その他のご意見で、企業がグロースに上場するメリットの提供を期待する声や、中長期視点での投資を行ってもらえるよう投資家に対して働きかけを求める声が挙がっております、投資家からは異なった見方もあるかもしれません、経営者からのご意見ということでご紹介しております。

ここからが具体的な対応で、まず1つ目が「グロース市場で期待される企業像」です。

5ページですが、「高い成長」の定義をたとえば一律に何%と定義するのは難しいことから、今回、我々が行った投資家との意見交換を踏まえて、「グロース企業に対する投資家の期待」を取りまとめ、提供してまいりたいと思います。

下の表がそのドラフトですが、まず左側のとおり、経営者から聞かれるお声や悩みで、投資家の期待とギャップがある内容を示したうえで、右側でその裏返しとなる投資家の期待をまとめており、全部で7個ご提示しています。

具体的な内容は次のスライドからですが、詳細は事前説明でお話ししましたので、本日は簡潔にご紹介します。

まず1つ目が、売上や利益は着実に伸びているのですが、株価が思ったようについてこない、と悩む経営者の声ですが、投資家から見ると大企業と同じような成長率では物足りないということもございますし、投資家は過去ではなく将来を見ておりますので、将来の高い成長を期待させるビジョン・戦略を発信

してほしいということでございます。また、100億を超えるべきというわけではないということも強調していく必要があると思います。

2つ目は、増資すると投資家は希薄化と考えて株価が下がるのでできない、という経営者の考えですが、投資家からすれば、増資でもそれにより1株当たりの価値が高まれば支持するということで、説得力のあるエクイティ・ストリーリーを示していただき、投資家の支持を得ながら、積極的にリスクマネーを調達して成長投資を行っていただきたいということです。

3つ目は、投資家は株主還元を求めるので、配当を増やさないと投資されないという経営者の考えですが、投資家が企業に求めるることは企業のステージによって異なり、まだビジネスモデルが確立していない成長ステージの企業に対しては、配当よりも成長投資を行って、パイを大きくすることを期待しているということでございます。

4つ目は、赤字では投資家に評価されないので、目前の収益を確保するために成長投資に二の足を踏んでしまうという経営者の悩みですが、投資家は将来の高い成長が期待できれば、たとえ赤字であっても買いますので、グロース企業には、将来の成長ビジョンをクリアに示したうえで、過度に赤字を恐れず、成長投資を進めていただきたいということでございます。

5つ目は、もともと思い描いた成長ができておらず、停滞しているのですが、成長戦略は見直さず、従来の延長で頑張っていこうという経営者の考え方で、投資家からすると、まずは成長できていない分析を十分にしたうえで、現状のビジネスモデルが上手くいっていないことであれば、M&Aなどのインオーガニックな成長戦略も含めて、戦略を再構築してほしいということでございます。

ただしということで、やみくもなM&Aが推奨されているわけではないということは補足していく必要があるかと思っております。

6つ目は、グロース市場には機関投資家が少ないので、頑張って開示しても見てくれない、だから開示しても仕方ない、という経営者の声でございますが、小規模な段階では、まずは個人投資家をターゲットとして、流動性を付けたうえで、段階的に機関投資家を取り込んでいくというように、自社の立ち位置にあわせたターゲットの設定と、それに合わせた効果的なアプローチが必要ということでございます。

7つ目は、投資家は下方修正を嫌がるので、業績予想などはできるだけ出さないでおこうと、保守的になってしまふ経営者の考えでございますが、投資家としては、特にグロース企業を評価するうえでは長期の成長予測は必須であり、業績予想という形でなくても、長期の成長目標やＫＰＩをクリアに示したうえで、良い時も悪い時も継続的に進捗や改善策を開示していくことで、投資家の信頼を得ていくべきということです。

以上が、グロース企業に寄せられている投資家の期待をまとめた内容で、今後、企業への働きかけの中でお示ししていきたいと思います。

2つ目のパートは、グロース市場選択の考え方で、市場選択を悩まれる企業向けに、14ページで東証としての考え方をまとめております。

具体的には、まず、これまで繰り返し述べているとおり、3つの市場区分は独立しており、企業には自社に適した市場を選んでいただくのがベースでございます。

そのうえで、従来ですと、マザーズから早期に市場一部を目指すという流れもございましたが、グロース市場では、規模が大きくなっても、とどまつて更なる高い成長を目指すということも歓迎ということで、来年10月からは、グロース市場であっても流動性があればTOPIXに入ることができるようになります。

また、プライム市場やスタンダード市場の企業でも、高い成長を目指してグロース市場に移るという動きも想定しているところです。

また、リスクマネーを調達しながら、高い成長を目指す企業にグロース市場をより活用いただきたいということで、そうした観点での環境整備のほか、取組みを進める企業へのサポートや上場するメリットの提供などもあわせて進めてまいります。

以上が東証としての市場選択の考え方で、改めて、企業や市場関係者に発信してまいります。

3つ目のパートは企業のサポートの取組みで、16ページでまとめております。

まず、9月下旬に、基準見直しのパブコメを開始するとともに、グロースの全上場会社に対して、「高い成長を目指した経営」の働きかけということで、先ほどご紹介した投資家の期待の確定版を提示するとともに、こうした期待を踏まえて、成長戦略のアップデートをお願いしてまいります。

具体的なお願いの内容は次の17ページで、4月にドラフトを示したものですが、これまでの成長状況の分析と評価や、それを踏まえた成長戦略や目標のブラッシュアップ、そしてそれらの内容を「事業計画及び成長可能性」の開示のなかで、継続的に投資家に示していただきたいというものでございます。

16ページに戻り、こうした働きかけとあわせたサポートとして、今後、好事例の提供や、積極的に取り組む企業のリスト化などの取組み、また、グロース企業に特化したセミナーの開催や、スモールミーティングの機会を提供するなどの取組みを進めてまいります。

ほかにも、引き続き経営者や市場関係者の皆様と意見交換しながら、取組みを継続的に検討してまいりたいと考えております。

最後に前回もご議論いただいた基準見直しに伴う経過措置の取扱いですが、前回ご議論いただいた内容で進めていきたいと思ってございます。説明は割愛いたします。

資料3についての説明は以上です。

### 【渡邊部長】

それでは、ご意見を頂戴できればと思います。いかがでしょうか。

### 【熊谷メンバー】

大きく3点申し上げます。まず1点目として、5ページ以降のグロース市場で期待される企業像の資料は、フォローアップ会議で出された意見や投資家の考え方方がよくまとまっておりまして、非常に有益な資料であると思います。今回の会議での意見等を踏まえたうえで、グロース市場の経営者に直接届くようにしていただければと考えます。

2点目として、14ページのグロース市場選択の考え方ですが、グロース市場で求められるものを明確化し、それに沿わない場合には他市場への移行などについて相談を受け、背中を押すことも考えられます。2022年の市場再編時に多くの企業は適切な市場を検討していましたが、時間の経過とともに成長のステージが変化しているケースなどもあります。また、資料4の市場関係者の声にも出ていますが、なんなくグロース市場を選択した企業も多いものと推察されます。いずれにしても自社が適切な市場で上場し、ガバナンスなどに対応することは極めて重要であると考えます。

3点目として、18ページの④の例外規定について、必要最低限の期間設定を企業に求めることがの重要性は非常に高いと考えます。市場再編時の経過措置では、企業が経過措置に係る計画書を公表する前に東証への事前相談が求めら

れていました。今回も事前相談の形を取り、猶予期間の長さや計画について事前に目を配り、その合理性を求めるべきであると考えます。

### 【永見メンバー】

この後のスタンダードの市場の議論にもつながるコメントなのですが、市場区分の変更から3年強ほど経過して、各市場の特徴をより際立たせるフェーズになっているのかと、まず大前提で考えています。その中でグロース市場では、上場企業の成長を加速するための市場なので、3ページに記載されているような具体的なメリットを早いタイミングで変更していただくのは非常に重要なと思っていて、それがグロース市場を際立たせるためには最重要と考えています。

その他に資料に記載いただいている期待される企業像についてですが、グロース市場にもその規模にかかわらず優秀な経営者がたくさんいると私は考えていて、当然理解はしている人が多いと思っています。だからこそ、それを打破してでも成長し、実現していくところを、いかに市場としてサポートするかが重要だと思っているので、私は可能な限り具体的かつ早急に、このメリットを打ち出していくことが一番のフォーカス・ポイントだと考えています。

### 【三瓶メンバー】

グロース市場で期待される企業像というのが7項目あり、これはグロース市場の特徴を反映し、ある種の思い違いがあるところを解消する非常に分かりやすい資料だと思います。14ページにそれを踏まえて、市場選択の考え方があるのですけれども、この中でもう少し簡潔で明瞭なキャッチフレーズのようなものを打ち出したら良いのではないかと思っています。というのは、成長と何らかのバランスをとると思いがちだが、そうではなくて、成長投資が株主還元より優先することや、成長投資が短期業績よりも優先することのようなイメージで、それにより、この市場は成長を加速するための市場であるということが、すごく明確になると思います。内部資金を使った場合の成長の加速というと、今まで私が言ったような優先をするということになりますし、外部資金を使った成長加速であれば増資ということになると思います。そのようなことを明確にして、おとなしく成長しているのではなくて、いま自分たちは何かのビジネスチャンスを感じており、上場したとなればそれを早く勝ち取って盤石なものにするために成長を加速するというように、他の市場とは求められるバランスが違うということを明確にするのが良いのだろうと思います。

17ページにそのようなことに対する働きかけということで書いていますけども、読んだときに私が思ったのは、経済産業省から出ている価

価値協創ガイドラインというのがあり、2017年に公表され2022年にアップデートされています。この価値協創ガイドラインというのは、市場・投資家とのコミュニケーションする上で、共通言語やキーワードを使ってどのように言うと伝わるのかということを丁寧にまとめたものです。ただ価値協創ガイドラインはグロース市場を対象に作ったわけではなく、比較的バランスよく色々なことを書いていますので、この中からどういうところがグロース市場には特に優先されるのか、どういうところは重要視しなくて良い部分なのか、グロース市場では優先度が高くない部分かを、東証と経産省で協議をして整理をすることで、このようなことをうまく伝えていけば良いですよとすると、すでに公表されているもので、うまく市場に対してコミュニケーションをすることをサポートすることになるのではないかと考えます。

#### 【神田メンバー】

一般的な感想を1点と、具体的なことを1点を申し上げます。

一般的な感想ですが、1ページ目にある経営者からの要望のうち、1つ目の「高い成長とは何かを示してください」というのは、本来東証がやるべきことではなく、それぞれの企業が自ら考えるべきことだと思います。ただし、5ページ目の「高い成長＝投資家の期待」というのは非常に正しい答えで、具体的に7項目をあげて整理するのは良いと思いますし、私も賛成です。

具体的な点として、7つの項目のうち5つ目の項目は、難しい問題です。グロース市場の全ての企業が高い成長に成功するのは現実的とは思えませんし、経験的にも、そういう市場はどこの国にもないと思いますので、上手くいかない場合は自発的に退出するという選択肢も、具体的に言及していただいて良いのではないかと思います。もちろん経営者の方々としては、退出するといつても、株主もいるのでもっと頑張りたいという気持ちもあると思いますし、それはそれで大変結構なことかと思いますが、やはりM&Aに応じて他社に事業を売却するなどの方法で退出し、また別の事業を行うという選択肢もあって良いと思いますので、5項目目には、退出もあって良いというメッセージも示して良いように思いました。

#### 【小池メンバー】

資料では、グロース企業のイメージをわかりやすくお示しくださりありがとうございます。これまでにプライム市場が確立し、グロース市場についても具体的な像が見えてくると、スタンダード市場が「それ以外」というイメージになるのでは、という一般的な感想を持っていました。

資料についていくつかポイントをコメントします。まず11ページの「段階

的に機関投資家を取り込んでいくことを意識した開示や「R」については大賛成です。2026年10月以降、一定の流動性をもつ企業はTOPIXに組み入れられるということで、インデックス・プレイヤーが多く入ってくることが想定され、必然的にそういった企業は機関投資家とのコミュニケーションをとらなければならないことになるため、今から意識・マインドセットを作っていくだけのは大変ありがたいと思っております。

一方で、9ページの「目先の赤字を過度に懸念せず、成長投資を推進してほしい」はその通りでございますし、グロース市場はそれを目的とした市場ではあるのですが、短期的な赤字の後に中長期的な利益成長が見込めるというビジョンについては、ロジカルな説明や対話が必要になりますし、その主張のバックボーンとして、しっかりとキャピタルマーケットのリテラシーやファイナンシャル・リテラシーを持っていただかないと、熱意と希望だけでは投資は集まりづらいため、そういったリテラシーを高めていただくような取組みを今後行っていただければと思います。

また、リテラシーを高めていただきたいのと同時に、三瓶メンバーからもあったとおり、上場企業としての責任をしっかりと持っていただければと思います。メリットを訴えるだけではなく、赤字を許容して投資を行い、利益成長を追い求める背景として、企業のコンダクトや高い品格がないと、市場全体の信頼を損なってしまう可能性があります。その点も強化していただき、既存の上場企業だけでなく、今後上場する企業にもそういった精神をしっかりと浸透させる必要があると感じています。

3点目として、グロース・スタンダードから入ってプライムに行くというが、日本の上場企業の王道のようなものになっていると思います。グロースにとどまり続けることも理想的ではありますが、現実にはそうなっていないのは、ある意味グロースのブランディングの問題なのではないかと思います。制度としては今まで色々なことを要求しているので、とどまる企業が増えてくるという事実がないと、理想や掛け声だけで終わってしまいます。制度の問題というよりは、イメージやブランディングなどの問題であり、プロモーションを強化していくことが必要になってくると思います。グロースにとどまることについては当然賛成ですし、そういった特徴を持ってプライムとの差別化を図っていただくことは非常に良いことだと思いますが、逆にここまでしっかりと取り組んでもプライムに行くのが王道となっているのであれば、ブランディングに課題があると思います。

### 【黒沼メンバー】

グロース市場で期待される企業像については、投資家の期待を上手くまとめ

ており、内容も大変よくできていると思います。細部については今回ご意見もありましたが、概ね記載のとおりだと思っており、この姿勢を示していただくことは重要だと思います。

グロース市場選択の考え方については、東証の考え方としてお示しになるのだと思いますが、市場区分の見直しについてのこれまでの議論や、現在の我々の考え方と整合的ですので、この考え方を継続していってほしいと思います。

1点質問ですが、両方とも企業へ提示していくと書いてありますが、どのように提示していくかが気になりました。先ほど熊谷メンバーから前者については直接経営者に届くようにというお話もありましたが、公表するのかどうか、また公表とは別に直接経営者へ届くような方策を取るのかどうか、効果を考えて最適なものを選ぶべきだと思いますが、現在どう考えているか教えてください。

#### 【門田課長】

1点目の投資家の期待については、本日メンバーの皆様からいただいたご意見を踏まえブラッシュアップしたうえで、17ページにある開示や成長戦略のアップデートのお願いとあわせて、9月下旬に上場会社の皆様に通知という形でお示しする予定です。また、今後もグロースの経営者向けにセミナー・意見交換の機会が多くございますので、2点目の市場選択の考え方とあわせて、経営者の皆様へ直接周知も行ってまいりたいと思いますし、上場を目指す企業や関係者向けにも、同様に周知してまいりたいと思います。

#### 【翁メンバー】

ご説明ありがとうございました。私も「投資家の期待とギャップがある経営者のマインド」の整理は大変良いと思いますので、ぜひこの方向で提示していただきたいと思います。

11ページに「グロース市場には機関投資家が少ない」とあり、実際にそういう面もあると思いますが、今回どのくらいの機関投資家にヒアリングを行ったのか教えてください。

#### 【門田課長】

ヒアリングの状況につきましては、1ページに記載のとおりですが、投資家とは様々な案件で幅広く意見交換しているなかで、グロース市場に関しては約70社と意見交換しており、上場会社につきましては、スタートアップの経営者を中心に100社超の方々と意見交換を行っております。

### 【翁メンバー】

ありがとうございます。70社の投資家のうち、アクティブにエンゲージメントを行う投資家がどれくらいいるかは分かりませんが、少なくともこれだけの投資家がいるということかと思います。東証には、アクティブにエンゲージメントする投資家をグロース市場で育てていくという役割もあり、グロース市場の発展のためには、企業が育つとともに、そういった投資家が育っていくということも両方重要だと考えます。先ほど小池メンバーがおっしゃったように、TOPIXに入していくとまた新たな投資家が入ってくるということもあるかと思います。

市場選択については、グロース市場の特徴を出していくことが大事だと思っておりまして、チャレンジする、リスクをとる、成長を加速していくという特徴を持つ企業がグロース市場にとどまり続けると、さらに魅力が高まると思います。

グロース上場企業へのサポートについてですが、今年上場した企業の社長数人に最近会いましたが、大変特徴的なビジネスモデルを持ち、明確に将来像を語られていて、神田メンバーがご指摘になっていたような、「高い成長とは何か」という質問をおっしゃるようなCEOではありませんでした。グロース市場には多様な企業がいるため、どのような経営者がいて、その経営者がどのような目線を持っているかが好事例の中で分かってくると、投資家にとっての選別基準にもなると思いますし、他の企業経営者にとっても非常に役に立つ情報になると思います。投資家から見た好事例をしっかりと可視化していくことは、とても大事だと思っております。

### 【内田メンバー】

今回の資料でグロース市場の上場企業に求めていることは、ほぼ全てスタンダード市場やプライム市場の上場企業にも当てはまる内容だと感じます。

より高い成長を目指すと言っても、スタンダードでもプライムでも、できる限りの成長を目指すことは、大義名分としてあるのではないかと思います。どうしてもグロース市場については、スマート・スタートで、スピード感をもつてある一定規模までの成長を図るという位置づけが自然に感じられます。

14ページで「グロース市場にとどまって、思う存分チャレンジしていただきたい」という言い方をすると、スタンダードやプライムにいたらチャレンジできないのかという印象を与えてしまい、スタンダード市場ではROE 8%、PBR 1倍を達成していれば一安心という雰囲気を醸成してしまうのはと思います。

ただし今日までの議論は、目前の課題に対して、上場維持基準の見直しに伴

った議論の過程で求められているものだと思いますので、それについては反対ではありませんが、それぞれの市場に上場するメリット・負担・制約などの制度や枠組みをより明確にする必要があります。またブランドという面でも、スタンダードに行くのではなくグロースにとどまった方がブランドになると言うのは危ういものがあり、実現しなかった場合に收拾が付かなくなるリスクがあります。

次のスタンダード市場の話にもつながりますが、スタンダード市場においても英文開示の義務化を求める意見が投資家から出していることを踏まえると、義務とメリットの整理がさらに必要ではないかと考えます。

#### 【渡邊部長】

ありがとうございました。

続きまして、資料4のスタンダード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。

#### 【山脇調査役】

それでは資料4のスタンダード市場における今後の対応についてご説明します。

2ページが前回の議論でして、プライムやグロースの改革が進む中で、残ったスタンダードの行方に関心が高まっていることも踏まえ、市場の大きな方向性についてご議論いただきました。

そうした中で、点線の囲みの4つ目のとおり、方向性や施策の議論の前に、まずは「市場の実態をより詳細に見ていく必要がある」といったご意見や、6つ目のとおり、「上場基準を含めた全ての施策をテーブルに並べて議論することが重要」といったご意見も頂戴したところですので、本日はスタンダード市場の現状についてあらためてご紹介しつつ、今後のアプローチについてご意見いただければと思っております。

3ページ以降が現状に関するファクトです。

4ページは、スタンダード市場へのIPOについてでして、年間のIPO件数は10～20社程と、グロース市場と比較して少なくなっています。また、矢じりのとおりIPO時の時価総額は中央値で80億程度です。

続いて、5ページは既上場会社の上場後経過年数と業種についてです。

先ほどのとおりIPOが少ないということもあり、左側の経過年数の分布を見ていただきますと、スタンダード市場は上場から数十年経過した企業が大部

分を占めています。

また、右側の業種の分布のとおり、偏りなく様々な業種の企業が上場している状況です。

続いて6ページは、資料2でもご紹介しているPBRやROEの分布をあらためてお示ししたものとして、スタンダード市場においても引き続き資本コストや株価を意識した経営を進めていく必要がある状況と認識しております。

一方で、7ページが資本コストや株価を踏まえた経営の要請の開示の状況として、こちらも資料2でご紹介したとおり、スタンダード市場の開示率は5割程度と、プライム市場と比較して、検討・対応の遅れが見られます。

関連して、要請に対するより詳細な取組状況を8ページでご紹介しています。

左側のグラフが企業は、要請を踏まえ、これまでに企業が実施したアクションを示したものになりますが、一番上の資本コストや資本収益性の把握は、スタンダード市場においても過半まで進んでいる一方で、その下のとおり、こうした内容について取締役会において分析している企業や、それを踏まえて経営戦略を見直ししている企業は2割程度にとどまっています。

また、こうした状況の現れとして、企業が中計で掲げているKPIを見ましても、売上や利益といったPL指標が中心で、ROEやROICをKPIとする企業は、プライム市場と比べても限定的です。

続いて9ページでは、全体の状況としてはまだ改善が期待されるところではありますが、一方で、事例集掲載企業など、積極的な取組を進め、企業価値を大きく向上させる企業も出てきていることをあらためてお示ししております。

10ページは少し観点が変わりまして、流動性についてです。まず、サイズとしての時価総額の分布で申し上げますと、スタンダード市場の時価総額の中央値は80億円程度となっています。

また、サイズの小ささに加え、売買代金回転率も他市場に比べて低い傾向にあるため、1日平均売買代金の中央値は1600万円と、流動性の問題から、機関投資家による投資やエンゲージメントの対象となりにくい企業が多い状況です。

続いて11ページでは、回転率の低さの一因ということで、株主構成に関するデータを載せております。

左側のグラフのとおり、スタンダード市場においては親会社や、オーナー社長・創業家等の支配株主、または、20%～40%を保有しているその他の関係会社などを有する企業が他市場と比べて多く、単純に合計しますと600社程度と、スタンダード市場の約3分の1はこうした大株主を有する企業となっています。

また、その他の企業においても、事業法人等による政策保有が多いことなどから、右側の流通株式比率の分布で見ましても、プライム市場より固定的な傾向が見られます。

12ページでは、ガバナンスの観点から、社外取締役の選任状況をお示ししています。直近の総会後のデータでは、85%の企業が2名以上、59%の企業が3分の1以上の独立社外取締役を選任と、スタンダード市場においても選任が進展しているところです。

続いて13ページ以降は、スタンダード市場に関する市場関係者の声ということで、機関投資家や企業をサポートする信託銀行、IPO関係者などから寄せられた意見をご紹介しております。

14ページがスタンダード市場へのIPOについてです。

点線囲みの1点目、2点目のとおり、グロース市場の上場維持基準の見直しなどを機に、スタンダードとグロースどちらが良いかを検討する企業も出はじめているとの声が聞かれています

一方で、3点目のとおり、スタンダード市場を選ぶと自社が魅力的でないよう受け止められてしまうことを懸念する企業もあるということで、あらためて、スタンダードへ上場することの魅力や、上場後に期待される事項を打ち出すべきではないかといった意見もあります。

また、4点目、5点目のとおり、スタンダード市場が、他の市場の受け皿やあらたな上場ゴール先とならないよう留意すべきとの意見も聞かれているところです。

続いて、15ページが既上場会社についてです。

全体感としては、1点目のとおり、スタンダード市場においても、政策保有株の減少や同意なき買収の増加といった環境変化の中で、出遅れ感はあるものの、少しずつ企業価値向上に取り組む必要性が認識されつつあるとの声が寄せ

られています。

一方で、2点目には、大株主が株式の大部分を安定株主として保有している場合や、流動性が少なく株主から注目されにくい企業などは、依然として緊張感に乏しいとの意見が聞かれています。

また、3点目以降にあるとおり、上場維持基準やその他の規制が他の市場に比べて緩やかであることが緊張感が乏しい一因となっているとの意見もあるところです。

16ページは、先ほどの資本コストや株価を意識した経営についての意見です。

データでも傾向としてみられましたとおり、スタンダード市場については、依然として資本コストの把握等の現状分析にとどまっており、資本収益性の改善といった具体的な取組まで議論が及んでいないという意見や、3つ目のとおり、市場規模自体がニッチで限定されている中で、どのように成長ストーリーを描くかが課題となっているという声が聞かれております。

最後に、17ページが少数株主保護、ガバナンスについての意見です。

支配株主あるいは支配的な株主を有する企業が多い中で、まだまだ少数株主を考慮した経営が十分に行われていないのではないかといった意見が寄せられておりまして、具体的には2点目のとおり、例えば、オーナー企業ですと、相続のために株価を上げたくないという意向を持つ場合もあり、企業価値向上を期待する株式との間に利益相反が生じているとの指摘もあったところです。

また、そういう場面では、本来独立社外取締役が監督機能を発揮することがきたいされますが、3点目以降のとおり、その実効性については懸念の声も聞かれています。

また、各論として、最後のポチでございますが、東証の独立性基準についても、ミニマムスタンダードとして適切か検討すべきとの声もいただいておりまして、具体的には、親会社以外の大株主からの独立性に関して厳格化が必要ではないかとの指摘もあるところです。

最後に、19ページがご議論いただきたい事項、今後のアプローチについてです。

スタンダード市場については、3つの市場区分において基本的なベースとなる市場として、多様な上場会社を受け入れる点で、市場インフラとして必要かつ重要なマーケットと考えております。

一方で、プライム市場、グロース市場の改革が進む中で、スタンダード市場

が、プライムでもグロースでもない市場として、ネガティブな印象を持たれつつあり、市場としてどのように魅力向上を果たしていくかが課題となっています。

そうした観点から、下段でございますが、1つ目は、先ほどの事例集掲載企業のように、前向きに企業価値向上に取り組む企業をどうサポートできるか、増やしていくか、アプローチについてご意見いただければと思います。

2つ目は、上場会社としての基本的な責務をよりしっかりと果たしていただく必要がある企業を対象に、どういったアプローチが考えられるかについても、矢じりで、切り口を例示させていただいておりまして、企業の層ごとに異なるアプローチをということもあるかと思いますが、ご意見いただければと思います。

どうぞよろしくお願いします。

### 【渡邊部長】

それでは、ご意見を頂戴したいと思います。いかがでしょうか。

### 【熊谷メンバー】

前回の議論を受けて様々なデータを調べていただき、スタンダード市場の状況が少しずつ見えてきた印象です。同時に時価総額の分布状況を見ても多様な企業があることがわかり、対応の難しさも感じられます。

今後のアプローチに関して想定される切り口は、19ページに記載していただいたとおりの内容が考えられます。いずれも大切な論点ですが、最近上場企業を訪問するなかでは上場維持基準について質問を受けることが多く、グロース市場の基準見直しがあったことから、スタンダード市場でも議論の行方に注目が集まっている印象を受けます。

また、10、11ページにある流動性・分布は特に留意が必要だと考えます。資本市場を意識する企業が少ないという市場関係者の声には、流動性や分布の関係で適切なプレッシャーがかかりにくいという背景があると推測され、「相続税が上場株式の株価に紐づくために株価を上げたくない」というコメントも見られており、毅然とした対応が必要ではないかと思われます。

一方で、企業価値の向上に向けて本気で悩む企業も見受けられます。事業ポートフォリオの転換が必要と考えているものの、人的資本の配分やステークホルダーとの関係などに苦慮している企業もいます。データから分かることもありますが、スタンダード市場の企業に直接ヒアリングを行い、企業価値向上に向けた悩みや障害などを確認することも肝要です。

先ほどのグロース市場選択の考え方にもつながりますが、こうした切り口を

一つ一つ検討した上で、多くのメンバーからもご指摘があるとおり、東証や投資家が期待する各市場の企業像、メリット・デメリットなどを明確に提示してはいかがかと思います。なんとなく市場選択をしているケースもあるようで、上場後の経過年数が長い企業も多い状況ですので、今一度精査して東証の公式見解として示すことにより、改革を志向する企業の後押しや市場の新陳代謝の活性化などが期待できるものと考えます。

また、14ページの市場関係者の声にあったように、スタンダード市場へのIPOが「上場ゴール」にならないようになることが肝要で、貴重なリスクマネーが真に成長を志す企業に流入するようにするべきです。上場後に求められる成長や上場企業としての責務をしっかりと示して、「上場ゴール」を目的とした上場を極力排除する必要があります。

最後に、19ページに書かれている今後のアプローチとは手法が異なるかもしれません、調査のスコープを諸外国に広げてみてはいかがかと思います。同じような市場構造を持つ取引所の市場の位置付け、コンセプト、上場する企業の概況などを把握し、生じている課題に対してどのような施策を打ち出しているのか、うまく市場を運営しているのであればその要因などを調べることは我が国にとって、非常に参考になると思われますので、是非ともご検討いただければ幸いです。

### 【神田メンバー】

スタンダード市場の難しさというのは、プライム市場やグロース市場の企業と比べると特徴が薄い点にあるわけですけれども、上場会社ではあるので、上場会社として投資家が期待するものを求めていくという言い方をしていけば良いかと思っています。

ご報告いただいたスタンダード市場の実態を踏まえると、上場会社を類型化するアプローチが必要になるかと思っています。類型化の基準は企業規模や株主構成など様々考えられると思いますが、株主構成を例に挙げると、支配株主等がいる上場会社は600社程度と、スタンダード市場の約3分の1を占めるとのことですが、支配株主等がない上場会社とは実態が大きく異なり、具体的な処方箋としてのアプローチも異なってきます。19ページの最後の切り口も結構かと思いますが、支配株主等がいる上場会社であれば、その独立社外取締役の役割として、支配株主からの独立性を有し、少数株主の立場を代弁する行動をとっていただくことが求められるかと思います。

このように、類型によって企業に対する処方箋が異なるので、類型化をしたうえで具体的なアプローチを考えていくのが良いと思います。

### 【永見メンバー】

先程のグロース市場のコメントともつながるのですが、これはスタンダード市場単体での個別最適に関する議論ではなくて、東証として3つの市場区分をどう際立たせ、どのような役割を果たすのかという全体像が大事だと思っています。その全体像を絶えず把握・設計しながらこのスタンダード市場の最終的な議論を着地させていくことが大事だと思っています。

スタンダード市場では、資料のとおり、他の市場から移ってくる企業、新たにスタンダード市場に上場する企業、長年スタンダード市場に上場している企業など、非常に多様性のある上場企業群になっており、どちらかというとキヤッヂオール的な対応にならざるを得ないと思っているところです。

その際、最低限守るべきものは少数株主保護だと考えています。少数株主保護の実現のために特にピンポイントに効かせるものがあるのだとしたら、一つはボードの構成としての独立社外取締役の役割で、もう一つは流動性の担保だと思います。この辺りのポイントにフォーカスし、基準の見直しが必要であれば実施しても良いと思っています。

全てを厳しくするという発想になると、プライム市場と何が異なるのかという議論になるかと思いますので、最初に申し上げたとおり、3つの市場区分を際立たせられるよう、市場の位置づけや最低限果たすべきことをしっかり議論して、最終的なアクションにつなげていったほうが良いと考えています。

### 【三瓶メンバー】

私も複数のメンバーの方と方向性は一緒ではありますが、そもそも現状は、19ページ冒頭にあるような「3つの市場区分においてベースとなる市場」になっていないように思います。ファクトを見る限り、要請した開示は半数以下、PBR1倍割れが6割、ROE8%未満も6割と厳しい状況です。いわば黒字ならそれで良いといったように、バランスシート、資本コスト、キャピタル・アロケーションへの意識も希薄で、IRも積極的に実施しておらず、そういう状況で上場していて良いのか疑問もあります。

多くのモラルハザードが生じているようですが、一つの要因として、流動性をあえて低くして機関投資家が入ってこない状況にとどめているケースもあると思われ、こうした逃げ場がある状態を放置するのも非常に危険だと思います。

東証としては、市場運営者として一般株主や投資者を守るために、上場会社に対して上場責任を果たしてもらうことが必要です。例えば、神田メンバーがおっしゃったような類型化によって、上場責任を十分に果たしていないグループに方策や改善を求めたり、そもそも市場選択の前に上場責任というものがあ

り、それを果たせないのであれば非公開化が選択肢になり、非公開化にも厳しいステップがあるといったことをまず議論すべきです。

また、スタンダード市場はこういうコンセプトで進めると打ち出しても、様々な問題がそのまま放置される可能性が高く、企業の「頑張っているがまだできない」という状態が続いてしまう危険性も感じています。そういう段階でスタンダード市場を選択するメリットを議論すべきではないし、「スタンダード市場への新規上場もどうぞ」といった姿勢を示すのは、東証としても無責任だと思います。安易にキャッチフレーズをつけて3つの市場でそれぞれ特徴を出すだけでは機能しないので、今ある問題をまず解決していく方向で進めるべきだと思います。

#### 【松本メンバー】

スタンダード市場は皆様ご指摘のように非常に多様な発行体がいますが、上場市場なので当然ながら規格・基準は必要です。何度も指摘されているように、少数株主保護が最後の砦・最低限の義務であり、それが守られているかどうかが重要です。流動性や分布の問題は、それ自体の問題以上に、流動性が低かったり分布が偏っているために結果として少数株主保護や他の問題を改善させる牽制が効きにくくなることが、大きな問題です。

したがって、少数株主保護、流動性・分布の改善を中心に、最終的には上場維持基準かその運用をしっかり見直し、東証としてクオリティコントロールをしていく必要があると考えます。これは非常に重い問題ですが、最終的にはこうしたことに取り組まなければならない時期に来ているのではないかと考えています。

#### 【翁メンバー】

私も皆様のご意見と同じ方向なのですが、まず、資本コストや株価を意識した経営について、開示をしている企業が5割程度しかないという点は非常に課題があると思います。上場責任という言葉が何度も出ていますが、東証の要請に応えて、上場している以上投資家にしっかり開示することが重要であり、それを要請していくことが大切です。

また、約3分の1が支配株主ないし親会社を持つ企業である中で、そのような企業について、独立社外取締役を含めたガバナンスの向上・透明性の向上や、これは機関投資家の参入と裏表でもありますが、流動性の向上に取り組んでいくことが重要だと考えます。

加えて、個々には好事例として載っているような成長を目指している企業もあるので、それらをしっかり可視化していくべきです。現状のままでは、グロ

ース・プライムを諦めた企業というレッテルが付きかねません。こうした対応をしたうえではじめて、スタンダード市場が、日本経済を支える中堅企業が集う市場として、グロース・プライムとは異なる魅力ある市場と言えるようになるのだと思います。

#### 【小池メンバー】

スタンダード市場の上場会社数は約1600社と、プライム市場と大きく変わりません。上場会社数の面でインパクトがある市場であることは間違いないので、慎重な議論が必要だと思います。

市場改革の中でスタンダードの定義が一度決められてはいますが、再定義または再確認が必要ではないかと考えています。また、再定義するだけでなく、問題が見受けられるということは明確にメッセージとして発信すべきです。ただ、すべてがネガティブな企業ではなく、中小型のファンドマネージャーの話では、最近上場するスタンダード企業は厳しい上場基準をクリアし、投資家との対話にも前向きで、投資対象に十分なり得るという声も聞かれます。1600社の中で優秀な企業が埋もれるのはもったいないですし、それらがプライム市場に移ってしまうとなおさらスタンダードの位置づけがネガティブになってしまいます。

こうした観点からは、市場改革の中でスタンダードの企業の課題を認めつつ、中長期に改善を促すプランを打ち出すことが必要だと思います。神田メンバーがおっしゃったように類型化して実態を把握し、改善に向けて中長期的な変革を促していく、結果的に改善されない場合には何らかのペナルティ（退出など）も含めて検討するという中長期プランであることを訴えて、上場会社としての責任を問うという流れが必要だと考えます。

#### 【黒沼メンバー】

非常に難しい問題で、皆様のご意見を伺いながら思ったことを述べます。

現在、スタンダード市場にIPOする企業が年間10社程度あるというのは驚きました。これらの企業は現行の上場基準を満たしているわけであり、スタンダード市場としての市場の特色がないかと言うと、基準上は他市場とは区切られています。

東証はスタンダード市場をベースとなる市場と考えているわけですので、ベースとなる市場として最低限何が求められるかを考えいくべきだと思います。その際に、実際に上場している企業は多様なので、類型化して対応策を検討することは重要です。またその過程で、もしかすると将来的には上場維持基準を見直し、一部の企業には退場を促すという選択肢が出てくるかもしれません

ん。ただし、それは東証の政策とも関係しますので、それも踏まえて議論していく話だと思います。

少数株主保護のあり方については他の研究会でも検討されていますが、そこでの議論は、親子上場にもメリットがあるため、開示の充実を図っていく方向になっています。それを超えて、実体的な要件に踏み込むかどうかは論点の一つになり得るかと思います。現状を踏まえ、スタンダード市場向けの新たな基準を設けることに反対はしませんが、そこだけ改善すれば済む問題でもないと思われ、難しい問題だと思います。通常は、親子上場でも、親会社の監督機能が効くことで子会社にもメリットが生じているという議論がなされますが、どうもスタンダード市場では必ずしもそうとは限らない面もあるようですので、慎重な議論が必要だと感じました。

#### 【渡邊部長】

ありがとうございました。

続きまして、資料5のプライム市場の英文開示義務化後の状況について、ご説明させていただきます。

#### 【中村部員】

それでは、資料5「プライム市場の英文開示義務化後の状況」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、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、前回取り上げてから少し時間が空いておりますので、改めて制度の概要でございます。

本年4月から、決算情報、適時開示情報について英文の同時開示を義務化し、その他の書類については努力義務を設けております。

義務化に際しては、体制整備に時間を要する企業を想定し、最大1年間の猶予期間を設けましたが、9割以上の企業に既に対応を開始いただいております。

続いて3ページ以降が義務化後の状況です。

まず、決算情報については、適用猶予を受けている企業を除いた殆どの企業が、決算短信を英文開示することで義務を履行しております、決算短信に加えてIR説明会資料も開示する企業が半数程度あります。

また、決算短信の英訳範囲としては、全文とする企業が半数強で、一部

／概要を開示する企業においては、サマリー情報と財務諸表を開示するケースが多くなっております。

続いて4ページですが、適時開示情報については、全文を開示する企業が76%となっており、義務化の検討を始めた2年前と比較して大きく進展しております。背景としましては、適時開示情報については、決算短信と違って内容の切り分けが難しいことから、一部／概要で良いとする要求を上回る形で全文の英文開示が進んでいるようです。

また、当初懸念されておりました同時開示についても、開示資料全体の95%が問題なく同時開示されております。

5枚目は、その他の書類の状況として、一定の進展は見られるものの、決算や適時開示情報と比べると開示率の増加は緩やかになっております。

6枚目以降が海外投資家からのフィードバックとして、投資家の約9割に改善を肯定的に評価いただいており、英文開示の義務化によって、ディスアドバンテージが一定程度解消されたとの声が多く聞かれております。

7枚目は、更なる進展が期待される事項を聞いたものとして、決算や適時開示情報については、決算短信の補足としてのIR資料の英訳ニーズでしたり、一部／概要にとどまらない全文の英訳のニーズが多く聞かれております。

また、海外投資家は投資先の企業がプライム市場であるかスタンダード市場であるかといった市場区分を意識していないこともあって、義務化の対象となっていないプライム市場以外への英文開示の推進や、有価証券報告書などを含む対象書類の更なる拡大を期待する声も聞かれています。

8枚目は、実際に海外投資家から寄せられたフィードバックを掲載しておりますが、詳細のご説明は割愛させていただきます。

9枚目は今後の取組の方針でございまして、ここまで見てきたように、プライム市場上場会社では、義務化を踏まえた対応を着実に進めていただいているところですので、まずは、こうした進展について、海外投資家に積極的に発信していかなければと考えております。

加えて、海外投資家の期待も踏まえ、上場会社に更なる取組みを進めていただくうえで参考となるよう好事例のご紹介など、取引所としても継続的にサポートしていかなければと考えております。

なお、※で書いているとおり、対象企業や対象書類の拡大については、制度も変更したばかりですし、今後の進展を踏まえた継続検討とさせていただいております。

ご説明は以上です。

**【渡邊部長】**

こちらはご意見があれば、頂戴したいと思います。いかがでしょうか。

**【熊谷メンバー】**

基本的な方向性として、9ページにある今後の取組みを進めていただければと思います。その際、8ページにある海外投資家の声に丁寧に対応していくことが肝要です。例えば、年々進化するAI翻訳など、最新の技術を有効活用するとともに、それを東証の規定や実務の中に取り込んで、ただし書きを付して、対象企業や対象書類の拡大につなげていくことが考えられます。実際に、以前にこの会議で議論した時よりも、AIの技術進歩は極めて早く、目覚まい発展を遂げている印象をもちます。

いずれにしても、企業の負担を軽減すると同時に投資家のニーズを充足させる東証の役割は極めて重要でございますので、本件につきましても、引き続きご検討をお願いします。

**【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ひいたします。