

## 市場区分の見直しに関するフォローアップ会議（第8回） 議事録

日 時： 2023年2月15日（水）13時00分～14時40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

### 【菊池部長】

それでは、予定の時刻となりましたので、第8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。本日もどうぞよろしくお願い申し上げます。

はじめに、本日の出席状況でございますが、永見メンバーと松本メンバーがオンラインでのご参加となっております。

それでは、さっそくではございますが、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。

### 【池田課長】

まず、先月までの会合では、論点整理や東証の対応、経過措置等についてご議論をいただき、誠にありがとうございました。

本日以降については、主にグロース市場に関する論点について議論を進めるとともに、先般公表した東証の対応についても、適宜、内容のご相談、あるいは状況のフォローアップ進めていきたいと考えております。

本日は、グロース市場についての議論の初回となりますので、まずは、資料2に基づきまして、東証としての問題意識や様々なファクト・データをお示したうえで、今後こういった方針で議論を進めていくべきですとか、こういった方々にヒアリングをすべきといった点も含め、幅広くご意見・ご提案などを頂戴できればと思います。

あわせて、プライム市場・スタンダード市場向けの、資本コストや株価を意識した経営の促進に向けた要請についても、資料3に基づいて、今後、上場会社に向けて案内する際のイメージをお示ししておりますので、ご意見をいただければと思います。

本日ご意見をいただいたあと、今後、投資家などにも意見を聞いたうえでブラッシュアップし、次回の会合で、内容を再度ご確認くださいというわけで、速や

かに上場会社に通知したいと考えております。

以上でございます。

#### 【菊池部長】

それでは、さっそく、東証からご説明をさせていただければと思いますが、本日は論点が2つございますので、2つに分けて、まず、グロース市場に関する論点について、資料2に基づいてご説明させていただき、ご意見を頂戴できればと思います。資本コストや株価を意識した経営の促進に向けた要請については、後ほどあらためてご説明・ご意見を頂戴するお時間を設けさせていただきます。

なお、事前説明でもご説明しておりますので、説明は短めにさせていただきます。

#### 【門田調査役】

それでは、資料2に基づきご説明いたします。

まず、2ページ目で、グロース市場のコンセプトと制度設計について、改めてご紹介しております。

制度設計の特徴として、まず、広い上場の間口を設定しているという点でございます。従来のマザーズは、企業規模が比較的小さなスタートアップも成長資金を調達できるよう、緩やかな上場基準を設定しておりましたが、グロース市場もその役割を引き継ぎ、たとえば流通時価総額では5億円以上など、広い上場の間口を維持しているところです。また、高い成長可能性を実現していくというというコンセプトを踏まえ、成長可能性等に関する開示を新たに制度化しているほか、上場10年経過後から時価総額40億円以上という上場維持基準を適用しております。

そのほか、特にグロース市場においては、議決権種類株式の上場も想定されるところです。

次の3ページ目では上場基準の詳細、4ページ目では成長可能性等に関する開示の詳細などをご紹介しております。

次のスライドから、グロース市場の現状ということで、まず1. はIPOに関する状況です。

6ページ目がサマリーでございますが、まず、IPO市場の動向として、最近では毎年100社前後が上場しており、そのうち約7割がマザーズ・グロー

ス市場となっている一方で、IPO時の時価総額や資金調達規模を見ますと、海外と比べて平均的には小さい状況となっております。具体的には、時価総額100億円未満かつ資金調達額10億円未満の比較的小規模なIPOが過半を占めている状況でございます。IPOの割当先としては、機関投資家への配分は少なく、8割以上が個人となっております。

また、資金調達と比べて、売出しの方が金額的に大きいIPOが約6割を占めており、近年、このようなIPOが増加傾向となっております。

その下の議決権種類株式については、東証では2008年に制度整備を行ったところですが、実際の上場事例は1社のみという状況です。

また、IPOの前段階として、非上場会社の資金調達環境でございますが、近年は改善傾向にあり、非上場会社への資金供給額は、最近10年間で10倍超に増加しております。

また、昨年11月に策定された政府の「スタートアップ育成5か年計画」においては、スタートアップへの投資額を5年後に10倍、10兆円規模にまで拡大するという目標が掲げられ、その実現に向け、取組が進展していくことが期待される所です。

この後は具体的なデータをご紹介しており、項目だけ申し上げますと、7ページがIPO社数の推移と、IPO時の時価総額・資金調達額の状況、8ページはその状況をより詳細にお示しをした分布状況など、9ページはIPO時の資金調達額と売出額の比較データ、10ページは議決権種類株式の上場について、11ページは非上場会社への資金供給の状況、12ページは政府の「スタートアップ育成5か年計画」で掲げられた主な取組となっております。

次の2. が、上場後における上場会社の状況です。こちらも14ページにサマリーを載せております。

まずグロース市場の売買・株式保有の中心は個人となっており、そうした中、赤字であってもPBRが高い企業が見られるなど、将来の成長性について、投資家から期待されている企業が多いと考えられる所です。

その一方で、上場後において実際に成長を実現しているかという観点では、平均値としては一定の成長が見られる一方で、著しく高い成長を実現している企業は少なく、全体として半数程度の会社が、成長を実現できていないという状況です。

こうした高い成長を実現していくにあたっては、上場後であっても、公募によって、大規模な資金調達を行い、積極的に成長投資を行っていくことが考え

られますが、実際には、上場後に公募を実施している会社は14%に留まっております。

また、たとえば上場10年経過後の時価総額40億円以上という基準に抵触しているなど、上場後一定期間経過しても、高い成長を実現できなかった事例も見られております。

後段の情報開示についてですが、今回、成長可能性等の開示が新たに制度化されたことで、投資家やアナリストからは、情報開示が前進しているというポジティブな評価が寄せられているところですが、そのなかでも、継続的な開示の重要性を指摘する声や、開示の更なる充実を求める声も寄せられているところであり、継続的なフォローアップが必要と考えられます。

この後の参考データも、項目だけ申し上げますと、15ページが株式の売買や分布状況について、16ページがPBRやROEの状況について、17ページが第1回でもご紹介しました上場後の時価総額の変化について、18ページがマザーズ・グロース市場に上場した後に、1,000億円以上まで成長した企業の一覧、19ページが資金調達額の推移と内訳、20ページが上場後に公募を実施した会社の割合、21ページが上場後経過年数別の時価総額の分布状況、22ページが情報開示に対する投資家の評価となっております。

以上がグロース市場の現状で、この後のⅢ.では、東証が運営しているプロマーケットについて、スタートアップを支えるエコシステムの一端として活用していく可能性があるかという観点で、その概要や現状をご紹介します。

まず24ページの概要ですが、プロマーケットは特定投資家向けということを前提に柔軟な制度設計になっており、多様な企業を受け入れられる市場となっております。

また、上場にあたっては、東証や主幹事証券会社が審査を行う代わりに、東証から指定されたJ-Adviserが、上場適格性の調査・確認を行うとともに、継続的にサポートしていく点が、大きな特徴となっております。

25ページがプロマーケットの現状です。

近年、上場会社数は増加しており、社数は多くありませんが、上場時に資金調達を行う事例や、いったんプロマーケットに上場した後に、一般市場に移行する事例も少しずつ見られている状況です。

一方で、セカンダリーマーケットの流動性という観点では、年間を通じて売

買がほとんどない企業も多く、流動性には課題がある状況でございます。

そうした流動性に向けた制度整備ということで、26ページのとおり、昨年7月に金商法が改正され、特定投資家に移行可能な個人の対象範囲が拡大されたところでございます。

27ページでは、J-Adviserの一覧と、近年の新規参入の状況をご紹介します。

以上を踏まえて、IV. ではご議論いただきたい事項をまとめております。

まず、29ページは、グロース市場に関して、その機能・役割をより発揮していく観点で、今後どのような方策を進めていくべきか、お伺いしております。具体的には、まず①IPO市場としての機能発揮という観点で、現状を踏まえて論点を3点記載しております。

1点目は、グロース市場の上場の間口について、現在は比較的緩やかな基準となっているところ、昨今の資金調達環境の変化や、IPOの現状などを踏まえて、今後の在り方についてどう考えるか、お伺いしております。

2点目は、機関投資家について、価格形成の安定性や、上場後の成長サポートする存在といった観点から、機関投資家の参入を促進するため、どのような方策が考えられるか、お伺いしております。

3点目は、スタートアップが議決権種類株式による上場を活用していくことについて、どのような方向性が考えられるか、お伺いしております。

次に、②の上場後の大きな成長を促進する観点ですが、こちらも現状を踏まえて論点を3点挙げております。

1点目として、新たに制度化された成長可能性等に関する開示に関して、投資家からも期待が寄せられているなか、今後さらに実効性を高めていくため、どのようにフォローアップしていくべきかということです。

2点目は、やや抽象的である一方、特に大きな課題として、大胆な成長投資を行いながら高い成長を実現する企業を増やしていくことが求められるなか、そのような成長を促進するための取組について、お伺いしております。

3点目は、高い成長可能性の健全な発揮を求めるための上場維持基準の在り方について、グロース市場では、10年経過後から時価総額40億円以上という基準があり、経過措置終了後から適用されることとなりますが、こうした基準の在り方について、あわせて論点として提示しております。

30ページは、プロマーケットについてです。

昨年実施した意見募集においては、より早期での上場・資金調達を目指すス

スタートアップ向けに、プロマーケットを活用していくといった意見も寄せられているところですが、そのような活用が考えられるか、また、活用していく場合には、どのような役割や機能を果たしていくべきか、その際に、どのような留意点が考えられるか、お伺いしております。

以上が、本日ご議論いただきたい事項で、最後の31ページでは、これまでのフォローアップ会議での関連するご議論をまとめております。

ご説明は以上です。

### 【菊池部長】

それでは、メンバーの皆様方からご意見を頂戴したいと思います。

ご発言の際には、挙手いただければ、私のほうからご指名させていただきます。オンラインでのご参加がいらっしゃいますので、はじめにお名前を言っていただいたうえで、ご発言いただければと思います。オンラインでご参加の永見メンバーと松本メンバーは、ご発言を希望される際は、チャットにてその旨をご入力ください。

それでは、どなたからでも結構ですので、よろしく申し上げます。

### 【熊谷メンバー】

昨年11月に、岸田政権は「スタートアップ育成5か年計画」を策定しましたが、本計画は一言でいえば我が国にスタートアップを生み育てるエコシステムを創出することを目指すものです。スタートアップの成長を支えるエコシステムの一翼を担うべき上場市場として、グロース市場は大変重要な役割を担うものと認識しておりますし、この計画と歩調を合わせて、目標の実現に向けた行動をとるべきだということは言うまでもありません。グロース市場は世界的に見ても上場しやすく、企業の成長段階の早いステージにおいて、取引所を活用して資金調達する機会を設けると同時に、上場に伴うガバナンス、情報開示など、企業における様々な内部管理体制の充実を促すことができる市場だと考えております。

以上の点を踏まえて、ここからは、個別の論点に即してコメントさせていただきます。

まず、29ページ1. ①IPO市場としての機能発揮についてです。非上場会社の資金調達環境の改善に関連して、グロース市場の新規上場基準の在り方を議論することは適切だと思います。しかしながら、例えば、近い将来に新規上場基準の引上げなどを実施するのは時期尚早であると考えます。昨年4月に

新市場に移行したばかりであり、現在はその状況を丁寧に見極めていく段階にあるはずで、その意味で、制度の頻繁な変更は、企業の予見可能性の低下を招きかねないことを危惧しております。

次に、グロース市場に機関投資家の参入を促すことは極めて重要であると思えます。コーナーストーン投資家による投資などを活用する上場も少しずつ見られてきておりますが、事務局の資料にありましたように、売買や株式保有は個人投資家が中心です。

そこで、機関投資家にヒアリングを行い、まずは実態を踏まえたうえで、課題を洗い出してはどうかと考えます。以前のフォローアップ会議でも、上場時の時価総額などの規模が小さいため、機関投資家の投資は難しいという話が出ていたかと思いますが、その他の課題についても、まずは実態を調査してみたいかがでしょうか。

議決権種類株式については、米国のIT・テクノロジー企業が活用しており、米国企業の活力の一因と捉える向きがございます。他方で、株主平等原則等の観点から、多くの議論があると承知しており、企業の活用意向や投資家の意向などを踏まえたうえで、きめ細かい議論が必要になるものと思われま。結論として、市場活性化のための選択肢の一つとして、様々な観点からの意見を整理することがまずは必要ではないかと考えます。

次に、1. ②上場後の大きな成長を促進するといった観点についてです。

グロース市場の上場企業の中には、上場後しばらくすると流動性が落ちて、成長も停滞してしまい、資本市場を活用することができていない企業が見受けられます。そういった状況に陥らないように、グロース市場の上場会社に対応指針を示すことはできないでしょうか。

先ほど述べたように、グロース市場は個人投資家が売買の大半を占めますが、流動性を高めて、機関投資家もより積極的に売買できるようにすることが肝要だと思えます。そのために、業績・流動性・時価総額などの基準に加えて、ガバナンス・情報開示・IR活動など、機関投資家の上場企業への投資ルールをヒアリングし、それを指針としてまとめて、企業にも対応の検討を促してみたいかがでしょうか。こうした取組は、機関投資家と上場企業との間にコミュニケーションギャップ存在するのであれば、それを埋めることに資するものと考えられます。

また、これはJPX総研での議論と承知しておりますが、流動性の向上とい

う点では、TOPIXへのグロース市場銘柄の組入れも方法の一つであると思います。

次に、大胆な成長投資を行い、高い成長を実現する企業を増やすことについては、赤字上場や上場後に赤字になる企業が増えると思います。そういった場合には、上場企業による更なるガバナンスの整備や積極的な情報開示に加えて、投資家との対話がより一層重要になってくるものと考えます。

上場10年経過後の上場維持基準については、市場の新陳代謝を高めるという観点からしっかりと議論をしていくことが重要です。現在の時価総額40億円という上場維持基準は、旧市場での基準に基づいて設定されたということ承知しております。そうであれば、時価総額の水準についての考え方をストックテイキングすることは有意義であると思います。ただし、現時点での拙速な上場維持基準の引上げという議論は現実的ではないと考えます。まずは、経過措置終了の影響を分析することが重要であり、慎重に話を進めていかなければならないと感じております。

次に、30ページの2. TPMについてです。

2019年にTPMに上場した企業の資料によれば、その上場目的を、第一に信用力の向上、第二に資金調達が多様化、第三に一般市場への上場を見据えたステップアップ、などとしています。特に三点目の一般市場への上場を見据えたステップアップについては、事務局の資料でもTPMから一般市場への上場は見られており、スタートアップの成長を支えるエコシステムの一翼を担い始めているように見受けられます。

グロース市場などよりも上場基準等が緩やかであり、J-Adviserからのサポートを受けられるため、社内体制の整備などに活用することができると思います。グロース市場などの一般市場への「昇格」に向けた登竜門として位置付け、エコシステムの中での選択肢を広げることに利用できるのではないのでしょうか。

最後に、スタートアップの活性化に向けて、東証の業務範囲外になるかもしれませんが、必要と考えられる方策について付言させていただきます。

政府が策定した「スタートアップ育成5か年計画」は、非常に網羅的な内容ですが、スタートアップ関係者にヒアリングしますと、画竜点睛を欠くとも言うべき、3点ほど足りない点があるのではないかと指摘もあります。



1点目は、スタートアップの実情に応じた多様で柔軟な働き方の実現です。具体的には、ベンチャーキャピタルが出資するなど一定の要件を満たすスタートアップに関して、時間外労働の上限規制の適用除外など、個人が自らの意思に基づき多様で柔軟な働き方を選択できる制度を構築することや、個別契約に労働の時間や形態、報酬、雇用の終了条件等を明記し、スムーズな契約終了や再契約が行われる法整備を行うこと等が指摘できます。

2点目は、M&A活性化のために「のれん」の規則的償却を見直すことです。具体的には、企業が保有する無形固定資産として費用計上を行う「のれん」に関しては、規則的償却を定める日本基準を見直し、IFRSや米国基準に合わせることや、日本基準を適用している企業でも、一定の要件の下で実態に合わせて「のれん」の処理方式を選択できるような会計基準の見直しを行うこと等が挙げられます。

3点目は、ストックオプションによるインセンティブの付与です。具体的には、有償ストックオプションについての会計基準の見直しや、一定の要件の下で費用計上を不要にするなど、柔軟な活用を認めることと、税制適格ストックオプションの権利行使価額の制限について、年間合計額が1,200万円となっているところ、これを引き上げることなどが指摘できます。

今申し上げた3点についても、関係者と協議のうえで、是非とも実現できるように東証でも積極的にサポートをしていただきたいと思います。

### 【小池メンバー】

まず、機関投資家、資産運用会社として見えるIPOの景色をざっくりお伝えしたいと思います。IPOに参加しても、ファンドサイズに合わせたアロケーションがなかなか行われれないというのは、私たちの大きな悩みでもあります。また、規模と流動性の観点から、セカンダリーでもなかなか参加しづらいといったところがございます。これは受託者責任の確保、全うの観点から相当しっかりと見ていかないといけないところと考えております。他方で、投資家にも多様な投資機会を提供することや、世界中の投資家に日本の成長機会を紹介するといったことは、私たちの社会的役割の一つであると考えておりまして、それが現状達成できていないということで、IPOに関する運用会社としての課題は大きなものがあると思っております。

一方で、私の拙い経験ですが、投資銀行や証券会社のプライシング・プロセス、市場参加者の多様化、流動性の供給という観点でも課題があると思っております。機関投資家がIPOのプロセスにしっかり乗れるような仕組みを考えることが課題の一つと認識しています。

上場の間口は、低い方が活発になることは間違いありませんが、一方で、課題もあると感じています。資料によりますと、上場後の成長が十分に達成できているとは言い難いと思います。また、毎年100社以上が新規上場していますが、これ以上増えると、証券会社の審査部隊や監査法人を含め、IPOのキャパシティの問題が出てくると思いますので、IPOのクオリティに懸念を感じてしまう部分もあります。IPO前の資金調達の多様化、環境改善と出口としてのIPOは必ずしも同じである必要はないと思いますので、上場後の成長を後押しする、機関投資家の参加を促すという意味では、たとえば、流通株式時価総額5億円や上場10年経過後の時価総額40億円といった上場維持基準はもう少し厳しくしてもよいのではないかと思います。

本会議の趣旨とは異なりますが、経産省のスタートアップの資料を見ていますと、日本のスタートアップのエグジットの75%以上がIPO、米国では10%程度、つまり米国では90%がトレードセールやM&Aであり、未上場の段階で大きくなって、IPOのときにしっかり機関投資家が入ってこられる流れがあるように思います。こういったものも参考になるのではないかと思います。

また、クロスオーバーには我々も興味をもって検討していますが、米国では、アーリーステージ、レイトステージの企業にミューチュアルファンドが資金を入れて、エンゲージメントを通じて企業価値向上を目指すことが定着しており、パフォーマンスも当然ながらインデックスをアウトパフォームできる可能性があるということで、非常に興味深く見えています。このあたりは日本ではまだ議論の途中という認識でおりますが、こういったものを取り込むことでIPO前の資金調達の多様化ができるのではないかと考えています。

議決権種類株式については、調達の多様化として用意することは非常に重要であると考えていますが、運用会社としては否定もしなければ肯定もしないというスタンスであり、工夫と議論が必要ではないかと思います。得てしてオーナーの保有比率が高い状態で種類株を発行すると、少数株主の権利保護の問題が出てくると思いますので、例えばサンセット条項を入れるなどの工夫が必要ではないかと考えますし、従来以上のガバナンスや種類株の発行理由、エクイティストーリー、資金使途の開示の充実が必要だと思えます。

### 【三瓶メンバー】

29ページの1. ①IPO市場としての機能発揮、②上場後の大きな成長の

促進に関して、整理いただいた論点を組み合わせて3点ほどお話ししたいと思  
います。また、グロース市場に関する議論の初回ですので、期待と全体感とい  
うことをお話しさせていただきたいと思ます。

まず1点目は、IPOにおける資金調達の時価総額の10%程度であるこ  
と、上場後の増資が限定的で14%の企業のみであるということは非常に問題  
だと思ます。問題の所在はどこにあるかという、日本固有の問題として、  
増資はネガティブなことだという思い込みが投資家側及び企業側の両方にある  
のではないかと思ます。増資＝ダイリューションという認識です。他方、海  
外の機関投資家は、増資の際に、それがdilutiveなのかaccret  
iveなのかどちらなのかを見ます。その判定は、成長率と増資比率の比較で  
行い、例えば、成長率25%、増資10%であればaccretiveと判定  
します。こうした考え方について、もう少し啓蒙しなければならないと思  
ます。

2点目は、上場10年経過後の時価総額40億円の基準と、IPO時に資金  
調達額より売出し額が大きい点について、IPOという一つの入口であるところ  
から目的が逸脱して、成長のための上場ではなく、創業者または未公開時に  
投資した投資家のエグジットのための上場になってしまっている可能性が高  
く、本来の成長市場の目的に適ったインセンティブを付与する必要があると思  
います。例えば、IPOの際に資金調達額の方が売出し額より大きくなければ  
ならないという条件をつける、また、上場維持基準について高い時価総額設定  
にする。例えば、5年後に時価総額250億円、または10年後に2,000  
億円の少なくともどちらか一方はクリアする必要があるとすることが考えられ  
ます。2,000億円というと驚かれるかもしれませんが、グロース市場に期  
待する機関投資家のCAGRを考えたときに、25%は最低必要だろうと思  
います。逆に、25%いかないのであればグロース市場と言えないと思  
います。例えば、IPO時に50億円だとすると、25% CAGRだと5年後に153  
億円、35% CAGRだと5年後に224億円、10年45% CAGRだと  
2,000億円程度になります。どこに視点を置くかによりますが、こうした  
試算はできるわけで、どのくらいの成長率を想定して考えるのか、またグロ  
ース市場が期待する水準をわかりやすく示す必要があるのではないかと思  
ます。

3点目として、議決権種類株式と流通株式比率は関係しているのではないか  
と思ます。議決権種類株式について、日本では、企業側及び機関投資家側も

まだ十分にコーポレート・ガバナンスの重要性が浸透していないと思います。議決権種類株式がガバナンスを歪める危険性があることは、皆様が指摘しているとおりです。ここで単純に米国のハイテク企業の例を真似るのは一面しか見ていない対応だと思います。米国では、執行と監督の分離が大前提になっており、日本とは取締役会の機関設計が異なりますし、グロース市場にはコーポレートガバナンス・コードの基本原則のみの適用となっていることも考慮する必要があります。全面的に議決権種類株式をダメと言うわけではありませんが、例えば、議決権種類株式を発行する条件として、執行と監督の分離がしっかりしているとか、独立社外取締役は過半数いるとか、コーポレートガバナンス・コードは種類株式を導入する場合には、基本原則のみならず、原則及び補充原則も適用するとか、流通株式比率は50%以上にするなどバランスをとっていかねばならないと思います。

流通株式比率25%の最低基準については、普通株式の場合であっても、創業者の支配権に配慮して、例えば、最低10%とするなど、少し緩めることも考えられると思います。この場合、上場後5年からは最低20%、10年後からは最低25%と、段階的に流通株式比率を高めていくことも考えられると思います。これは、熊谷メンバーが仰ったように今すぐにやるかどうかは別として、現状の課題を考えるとき解決策の一つの切り口として申し上げた次第です。

### 【永見メンバー】

大きく3点お話ししたいと思います。

まず上場基準については、新規上場基準を引き上げることは反対です。本会議は、産業と企業の新陳代謝を促進することが議論の出発点だったと記憶していますので、新規上場のハードルを上げることは新陳代謝の観点から好ましくないと考えます。

2点目として、取引所としてリードしていただきたいこととしては、先ほどスタートアップ5か年計画の話がありましたが、未上場の資金調達環境が年々改善・向上しています。結果として、上場のタイミングが年々後ずれしており、未上場株式のセカンダリー取引のニーズが非常に高まっています。米国と比較して日本ではほぼ整備されていない状況であり、大きい上場企業を生む観点から、未上場株式のセカンダリー取引は制度化すべきと考えており、今のプロマーケットをうまく活用する、あるいは、新しく作るという発想も考えられると思います。

3点目は、取引所としてステークホルダーに要請していただきたいことです。全部で4つあります。

1つは、レイターステージの投資が増えてきていますが、主なプレイヤーは海外の機関投資家・ヘッジファンドで、いわゆる国内の投信が非常に少ないです。機関投資家の方と話す中で、ファンドの規約上難しいという事情があるようですが、ファンドの規約上変えられることがあるのであれば、そうしたことを国内の投信の方々に促していただきたいと思ひますし、国内の投信が入れるような土壌を整備するのが大事だと思ひています。

2つめはIPOのアロケーションです。弊社は証券会社と交渉して変えましたが、通常は個人投資家が8割、機関投資家が2割となっており、小池メンバーからもご指摘がありました。機関投資家への割当てが少なく、それに伴ってセカンダリーでも買い増しできない状況になっています。この状況は打破したいと思ひており、柔軟性を担保できるとありがたいと思ひています。一義的には証券会社マターかと思ひますので、取引所からも是非指導していただければと思ひます。

3つめも証券会社とコミュニケーションいただきたいことになりますが、アナリストカバレッジです。上場後半年、1年経過すると注目されなくなり、機関投資家も分析しにくい状況が生まれます。当然、発行体が開示を充実させることは当たり前ですが、第三者的な視点を提供するという意味において、証券会社のセルサイドアナリストは重要な存在だと思ひます。一方で、新規上場会社のカバレッジは非常に薄い状況で、結果的に放置される要因にもなっています。あくまで指導やコミュニケーションにはなってしまうますが、取引所から証券会社にアナリストカバレッジの促進をコミュニケーションいただきたいと思ひます。

4つめは、ストックインセンティブです。ストックインセンティブについて、新規上場会社では一般化してきていますが、米国の成長企業では、GAF Aで年1~3%、多い会社では5~10%株式報酬だけで希薄化しています。それくらいイノベーションを創り出す人が重要という観点です。日本においてはまだほとんどないので、発行体自体の啓蒙も必要です。コミュニケーションの徹底やそれを前提とした投資家のバリュエーション算定を啓蒙・育成していくことが重要だと思ひます。米国のテック企業とこうした観点でも我々は劣後した状況で戦っていると思ひます。

#### 【松本メンバー】

全体として、資本市場全体の設計をどうするかという観点で考えないといけないと思っています。様々なアジェンダ・問題がありますが、一つ一つに対して細かい対応をしすぎて、我が国の資本市場をどうするかという視点からずれてはならないように思います。

その観点で、今の状況を俯瞰すると、IPOの規模が小さすぎるということが問題であるように思われます。時価総額でも資金調達額でも、日本は米国の3%程度になっています。米国でいえばシリーズAの会社が、日本のグロース市場に上場しているようなものであり、上場市場として小さすぎるように思います。

それをどうやって直していくかということが大きな論点ですが、一つには、永見メンバーも仰っていたとおり、我が国において非上場株式の流通市場に関するルールが出来ていないことが問題だと思います。以前、それを日本に持ち込もうとしたときに、極めて部分的な対応となってしまう、その後のフォローも2年ほど前にやりかけたもののやりきれなかったという経緯がありますが、今後はそれを作っていくことが重要だと思います。米国にはその仕組みがあるため、シード、アーリー、レイターと上場前に資金の出し手が変わりながら企業を育てていくことができ、最終的にユニコーンになった状態でIPOをすることが可能となっています。ただ、これは法律の問題なので、時間がかかることであり、今後の中長期的な課題であると思います。

もう一つの方法として、IPOの基準を引き上げるべきだと私は思いますが、熊谷メンバーが仰ったように、ルールを変えたばかりなのでまたすぐに変えるのはどうかという考えもあろうかと思えます。また、永見メンバーが仰ったような考えもあります。将来的には基準を引き上げるべきだとは思いますが、いずれにせよ、現時点で行うべきものではないように考えています。

また、公募額よりも売出し額の方が高い会社が6割というのは、比率として恐ろしく高いように思えます。上場時に、企業に成長のための資金が入っていないということです。売出し比率を制限し、何%以下といった基準を設けるべきですが、この点についても、現時点で行うとベンチャーキャピタルの出口がなくなるといった問題も出てきますので、拙速にはできないと思います。先ほど申し上げた未上場株流通市場の整備や上場基準の引上げとセットで、時間をかけてやっていくべきことだと考えています。

では、今何ができるかというと、小さく上場した後にほとんどの会社が育っていない、時価総額が伸びていないという問題があり、経営者の意欲の問題など色々な理由があるのだとは思いますが、グロース市場の上場制度を変えるとよりは、どうやって上場会社を育てるのかを考えたほうがいいのではない

でしょうか。そのための方法としては二つ考えられるところで、まず一つには、開示やIRのベストプラクティスを共有することや、スクールというのは言い過ぎかもしれませんが、東証が旗を振ってグロース市場の会社に気づきを与えるような場を作るべきだと思います。それらを通じて、経営者がマーケットにエクスポーズされるようにすることで、刺激を得て成長できるようにすべきです。

もう一つは、三瓶メンバーが仰っていたように、上場10年経過後の上場維持基準が40億円以上となっているのは低すぎると思います。上場後10年間でほとんど成長しなくても市場に残れるということです。先ほど、IPOの基準は今変えなくてもいいのではないかと申し上げましたが、この40億円という基準については、さすがに低いので、100億円、200億円などと上げたうえで、開示やIRなどのサポートをしたり、刺激を与えたりするのがいいのではないかと思います。

また、先ほどインデックスの話が出ましたが、これは悩ましい課題です。機関投資家の資金が入るようにするには、ベンチャー企業もTOPIXに入れるべきだと私も以前は思っていました。TOPIXにしても日経225にしても我が国のインデックスは上がらないという問題があるので、米国のように上がるインデックスを作り、それをベンチマークとして運用が行われるようにすることで、資本市場を大きくしていく方が、インデックスの使い方として正しいのではないかと思うようになりました。そのため、グロース市場の会社をTOPIXに入れることには慎重であるべきだと私は思います。

最後にTPMについてですが、いわばセミ上場市場のようなもので、ほとんど売買がないというのはかなりの問題です。どう活用するかの前に、何のために使われているかといった点について、しっかりと実態調査をして分析することが重要ではないかと思います。改革の方向性としては、必ずしも活用を進めていくということだけではないかもしれませんが、いずれにせよその検討の前提として実態調査をすべきです。

### 【黒沼メンバー】

上場の間口、新規上場基準の在り方について、市場区分の見直しの議論を始めたときには、まず各市場区分のコンセプトを定めましたが、グロース市場は小さい時価総額でも上場できるということを特色としましたので、当面はこれを変更すべきではないと思います。

ただ、現状は小規模なIPOが多く、それが問題だということも分かりま

す。今後、TPMの活性化や非上場株式流通市場の整備が進んでいくと、スタートアップにとってグロース市場への上場以外の選択肢が増えるので、そのような制度を複線的に用意することで、企業がどの道を選択するかを選べるようにしておくのがいいのではないかと思います。そうすれば、成長してからIPOを行うという企業も出てくるのではないのでしょうか。その際、グロース市場に上場するメリットは、IPO時と上場後に資金調達しやすいことだと思いますので、特に上場後の資金調達をサポートする仕組みが必要だと思います。

また、上場後の成長を促進していくことが重要だとも思いますが、東証が色々な施策を設けても、成長しない企業を成長させるというのは難しいので、結局のところ、上場維持基準をどう設定するかという問題になろうかと思います。上場後10年で40億円という基準がありますが、これが低すぎるということであれば引き上げるべきだと思いますし、三瓶メンバーが言われたように、段階的に引き上げていくということも一定の効果があるやり方ではないかと思います。ただ、現在、流通株式時価総額5億円で上場したような会社に、10年後に100億円、200億円の時価総額を求めるのは少し無理があるように思われます。そうすると、流通株式時価総額5億円で上場することを諦める会社が続出することを危惧しています。

機関投資家の参入促進に向けた方策については、機関投資家にヒアリングを行い、どういう状況であればグロース市場に投資をするのかを聞くべきです。また、私が機関投資家に一番期待しているのは上場後のサポートですが、成長をサポートする投資家がどういう形であれば参入できるかを検討していく必要もあり、それが一番重要であると考えています。

議決権種類株式については、スタートアップと相性がいいため、それを用いた上場を認めようということで制度が始まった訳ですが、現状維持でよく、無理に活用を促す必要はないだろうと思っています。

資料上で論点の2つ目として掲げられている上場後の大きな成長の促進については、先ほどお話したように、現在の上場維持基準を前提にしたうえで、それを上げる又は5年、10年という区切りで段階的に引き上げていくことが考えられます。

### 【神田メンバー】

新興市場、成長資金供給というテーマは、安倍政権、もしかすると小泉政権の時代から論点になっている長年の課題です。もちろん、制度も徐々に良くなってきていますが、スピードが乏しい状況にあります。今日も既に様々なご指摘がありましたが、これからも改善を続ける必要があります。

新規上場基準について、現時点で間口が広いことは良いことだと思っています



す。ただ、将来的な在り方については、非上場株式の流通市場をとにかく早急に整備したうえで、それとの関係を踏まえて考えていくべきです。その際、基準を引き上げるべきなのかどうかはわかりませんが、機関投資家が入れるようにしていくことが重要です。非上場株式の流通市場の整備は以前から言われている話であり、早急に改善すべきだと思います。

現状を見ると、IPOが「LPO」、すなわちラスト・パブリック・オファリングとなっており、単なるエグジットの機会になってしまっています。成長投資のためには資金が必要ですから、資金調達をしていないということは、成長投資、成長努力をしていないということなのではないかという危惧があります。IPO後に努力したものの成長できなかったということであれば仕方ないことであり、市場としてそのような会社が多いということも特に問題はないと思いますが、IPOが単なるエグジットになっており、その後に残った人たちが成長投資をしない、そのための資金調達もしないというのは、何をしているのだろうかという気持ちになります。一般株主を搾取しているというのは言い過ぎかもしれませんが、抽象的には不当に市場が使われているようなことがないのかが心配にもなります。こうした現状の改善のために上場制度でどう対応するのかという点については、資金調達計画を開示してもらうことや、三瓶メンバーが仰ったように上場後において徐々に流通株式時価総額などの上場維持基準を引き上げていくといった工夫が考えられます。

TPMは、着想・着眼点は良かったと思いますが、実態としては取引がない状況にあります。その原因は、日本にはプロの投資家が極めて少ないことにあります。そのため、この会議の問題ではありませんが、欧米に匹敵するプロの投資家を育てていくことが必要であり、そうすればTPMやその他のプロ向けの制度も機能していくと思います。今のままだと、どうしても別の場所に行くために使う場所でしかなくなります。この点は日本にとって大きな課題であり、日本の証券市場を本当の意味で前に進めるためには、グローバル基準でいうところのプロ投資家を育て、層を厚くすることが必要だと思います。

### 【安藤メンバー】

グロース市場の制度設計に関するものではありませんが、私なりにグロース市場上場会社の経営者の悩みを推測すると、2点あるのではないかと考えています。

ひとつ目は、上場企業であるにもかかわらず自社の価値や成長性をアピールする機会が乏しいのではないかとという点です。証券会社を取り巻く環境からすればセルサイドアナリストにカバーすることを期待するのは難しい状況です。企業に経営情報開示やIRの強化を促したとしても、投資家の眼に触れな

ければ意味がありません。したがって、東証がグロース市場上場会社に対してPRの場を提供してはどうでしょうか。社数も多く、定期的開催するのは負担が大きいです。実施してみるとグロース市場上場会社にとって上場したメリットを実感できるはずで。

ふたつ目は、先ほど神田メンバーから成長投資に関連する指摘がありました。成長のための資金はエクイティだけで調達する必要はなく、金融機関からデットで調達することも可能です。本フォローアップ会議の目的とは次元が異なりますが、スタートアップ企業を、特にグロース市場において育てていくうえで、金融機関が果たす役割や現状の課題を点検する必要があるのではないのでしょうか。

いずれにしても、私が指摘した2点は推測の域を出ないので、東証がグロース市場上場会社に対して、上場後の課題や悩み、ならびに上場前に期待したことで実現していない事項について、広くアンケート調査をすることが必要であると考えます。もちろんインベストメントチェーンにおいて、投資家の意見は重要ですが、まずは当事者である上場会社が何を悩んでいるのかについて調査することが先決です。

### 【翁メンバー】

スタートアップ育成については、政府から5か年計画も出ましたが、最大の課題はどうスケールアップしていくかということだと思っています。松本メンバーからもありましたが、規模が小さすぎる、あるいは成長していないということはどう解決していくかということがテーマになっていると認識しています。

今般の5か年計画においては、海外の投資家も意識していて、スケールアップのためには日本の投資家だけではなく海外の投資家に対しても魅力的である必要があるため、海外からどう見えているかという視点も非常に重要だと思っています。この点、規模が小さいということだけではなく、個人投資家が（配分の）84%を占めるマーケットをどう見ているのかということも重要であるように思われます。米国のベンチャーキャピタルの方の話を聞きますと、中核投資家や継続投資家としてどのような投資家が入っているのかという点を見ているとのこと。海外の目から見て、このマーケットに上場している会社をどう見ているかをヒアリングしてはどうかと思っています。日本では、上場前におけるベンチャーキャピタルのウエイトは4割くらいとのことですが、ベンチャーキャピタルの投資の実態やスタンスについても調べていただいた方がいいと思います。先ほど、売出し比率の制限といった話がありましたが、それを考えるうえでも、ベンチャーキャピタル、機関投資家、スタートアップなどが

らどう見えているかということを知りたいと思っています。

あわせて、グローバルな視点から見て、制度や基準がどう見えているかも聞く必要があると思います。新規上場基準について、現状において広い間口があることは良いことだと思いますが、現時点でも規模が大きいIPOが好ましいというメッセージがあるべきですし、多くのメンバーが仰ったように、今後高くしていくこともあっていいと思っています。また、上場10年後の基準が40億円以上とされていることについても、徐々に引き上げていき、ディシプリンを効かせることを検討してはどうかと考えています。いずれにせよ、グロース市場の実態がどうなっているか、ベンチャーキャピタル、機関投資家、スタートアップ等からはどう見えているか、グローバルな視点からはどう映っているかなどを確認することが必要だと思います。

**【菊池部長】**

ありがとうございました。

ひとと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、よろしく願います。

**【経済産業省 浅野産業資金課長】**

お手元にある資料は、本日も何度もご発言にでてきました、上場がゴールになって、そこから先の資金調達が行われず、つまりIPOが「LPO」になってしまっているという話も意識した内容になりますが、東証の上場企業で複数議決権株式をもったまま上場している企業が1例に留まっています。議決権の希薄化を嫌がっているのか、そもそも資金調達する気がないのか、精査が必要かと思いますが、事例が出てこない背景として何があるのか、上場審査の段階で東証が弾いているというわけではないと思いますので、そもそも証券会社が弾いてしまっているのか、創業者との間でどんな検討がされているのかなども含め、どこに問題があるか、考察する必要があると思います。

また、東証の上場規程や2014年に明確化された審査基準が、そもそも創業者や証券会社からどう受け止められているかという点もあるかと思いますが。そのうえで、当たり前ですが、上場にあたっては、既存株主との調整を円滑化する余地も含めて考えられてはいかがでしょうか。

また、経営者に複数議決権を与えるという手法だけではなく、株式の長期保有を優遇することで、資本市場を通じてスタートアップ企業の中長期成長戦略を実現していくという考え方もあり得ると思いますが、資本市場からの規律

や、市場における流動性の確保という観点も踏まえつつ総合的に考えてはどうかと思っています。

**【菊池部長】**

ありがとうございました。

続きまして、資本コストや株価を意識した経営の促進に向けた要請について、資料3に基づき、ご説明させていただきます。

**【門田調査役】**

東証では、先月公表した対応方針のとおり、今後、資本コストや株価を意識した経営の促進に向けた要請を実施することを考えておりますが、本日は、上場会社に向けて案内する際のイメージについて、改めてご意見をいただければと考えております。

まず、対象としては、プライム市場とスタンダード市場の全上場会社に対して要請する想定で、特にPBRが1倍を割れている場合には、市況の悪化など一時的と考えられる場合を除いて、十分な対応が求められるということを、通知の中で明記したいと考えております。

なお、先月の対応方針では、「継続的にPBR1倍割れの場合に、開示を強く要請」としており、「継続的」とは具体的にどの程度の期間かというご指摘もあったところですが、具体的な期間を示してしまうと、そこに該当しなければ対応しなくてよいのかといったように、主体的な検討や取組を阻害してしまう懸念もあることから、PBR1倍割れに関して、具体的な期間は示さず、一時的と考えられる場合は除くとしております。

具体的な要請内容は下の薄い緑の図のとおりで、単に開示だけを求めるということではなく、その前提となる現状分析や、開示を行った後の取組、進捗状況のアップデートといった点もあわせて、そうした一連のサイクルを回していただくことを要請してまいりたいと考えております。

まず、現状分析については、資本コストや資本収益性を把握していただいたうえで、たとえば、資本コストを上回る資本収益性を達成できているか、できていない場合には、その要因は何か、また、資本コストを上回る資本収益性を達成できている場合でも、たとえばPBRが1倍を割れているなど、十分な市場評価を得られていない場合には、その要因は何かなどについて、分析・評価を行っていただきたいと考えております。

これらの現状分析を踏まえて、その下ですが、現状の改善に向けた方針や目標、取組について検討し、開示していただくことを想定しております。

その際の留意点として、右側に3点記載しておりますが、まず、改善を目指す指標等については、各社の状況を踏まえて、各社で設定していただく想定です。

また、現状で十分な水準に達していると考えられる場合には、そうした自社の評価について、開示の中で示していただくことを想定しております。

また、開示の方法として、今回、新たに東証から、開示が求められる項目などを含めたフォーマットを提供することも現時点では想定しており、そのフォーマットに沿って開示する方法のほか、コーポレートガバナンス・コードの原則5-2の趣旨に沿って、中計などの中で同様の内容を示していく方法も可能としたいと考えております。

なお、いずれの方法で開示する場合でも、そうした開示をしている旨については、投資者が容易に把握できるよう、コーポレート・ガバナンス報告書に記載してもらう想定です。

開示を行った後は、計画に基づき取組を進めていただくとともに、開示をベースとした投資者との対話を積極的に行っていくことが期待されるところです。

また、開示をして終わりということではなく、年1回以上は、進捗状況に関する分析を行い、開示をアップデートすることをあわせて求めてまいりたいと考えております。

以上が、要請内容のイメージでございますが、フォローアップ会議でのご議論や、今後、投資家サイドへのヒアリングなども行ったうえで詳細を固め、今年の春ごろを目途として、上場会社に通知してまいりたいと考えております。

ご説明は以上です。

#### 【菊池部長】

それでは、ご意見を頂戴できればと思いますが、いかがでしょうか。

#### 【安藤メンバー】

事務局から説明のあった方向性や内容については、私自身が第1回会合においてPBR1倍割れの問題を指摘し、「PBR1倍割れの会社の経営者には、サステナビリティ経営の本質を理解してもらったうえで、自ら何を優先して改革に取り組むかについてロードマップを作って公表していただき、その内容に関して投資家対話・エンゲージメントを行うというPDCAサイクルを回し続けることが大切である」と述べましたので、全く異論はありません。しかしながら、資料3ページの「計画策定・開示」の右側に「東証から新たに提供するフォーマット」という記載がありますが、私は東証がフォーマットを新たに

作ることには賛成ではありません。事務局からも「企業が主体的に」という趣旨のコメントがありましたし、経営の総合力を高めるための施策ですので、ボイラープレートの対応になってしまっただけでは目的を達成することはできません。

前半のテーマに関する議論の中で、資料2の4ページに記載のとおり、既にグロース市場において、開示項目のみを示して、事業計画及び成長可能性に関する戦略や取組についての開示を求めており、プライム市場とスタンダード市場においても同様の考え方で十分であると考えます。やはり企業の自発的な取組による、いわゆる「自由演技」を投資家が評価する形にする必要があり、また企業が経営の想いのこもった自発的な情報開示を行わない限りPBRを向上することは至難の業です。

さらには、既に企業価値向上を企図したガイドラインやガイダンスが公表されています。例えば、経済産業省から「価値協創ガイダンス2.0」が示されていますし、企業経営者の多くは様々なガイドラインを参照しています。もちろん比較可能性は大事ですが、PBR1倍割れの問題は、型にはめて解決できるような次元の課題ではありませんので、フォーマットを新設するのは得策ではないことを強調しておきます。

#### 【熊谷メンバー】

まず、事務局の資料はこれまでの会議での議論を適切に反映した内容になっていると思います。その上で、この要請はプライム市場とスタンダード市場のすべての上場会社が対象となり、伝える相手が非常に多いということがございます。その点を踏まえ、以前も申し上げましたが、上場会社とのコミュニケーションやデリバリーが非常に重要になるものと考えられます。

今回の施策は単なる開示要請ではなく、企業行動の抜本的な再考を促すものであるという東証の考え方を誤解のないよう、グリップを利かせた形で伝えることが極めて重要です。更に踏み込んで申し上げれば、企業の財務担当者がトップに付度して、諫言することを回避する可能性がございますので、トップ経営者にまで届くような、強力かつ丁寧な情報発信が不可欠となります。

加えて、上場企業だけではなく企業を取り巻く投資家、証券会社、コンサルティング会社などにも、東証の考え方を正確にしっかりと伝える取組に細心の注意を払うべきです。

最後に一つご質問させていただきたいのですが、本要請の上場企業への通知は、2023年春を予定されていると思います。例えば、3月決算企業における開示時期の想定があれば教えてください。

### 【門田調査役】

3月決算企業においても、2023年春に通知をさせていただいた後、できる限り速やかな対応をお願いしたいと考えております。ただし、現実的に考えますと、3月決算企業においては、例えば来期に向けた経営計画の検討などは現時点でも進んでいるところがございますので、必ずしも通知を行ってすぐに開示しないといけないということではないと考えております。

そういった旨についても、実際にアナウンスする際には、しっかりとコミュニケーションを取っていきたいと考えとおります。

### 【安藤メンバー】

今の熊谷メンバーの指摘に関しての提案ですが、企業が対応方針や目標・KPIを公表する際には、取締役会での議論を経る必要があるということを明示することは非常に意味があると考えます。

### 【三瓶メンバー】

まず、要請対象について、プライム市場とスタンダード市場の全社を対象とすることに賛同いたします。また、要請の構造として、現状分析から始まる一連の流れが、Why→What→Howに加えて、年1回のアップデートという形になっている点についても賛同いたします。

ただ、「計画策定・開示」の中で気になる点がございます。「計画策定」、「計画期間」という言葉は硬直的になりがちで、日本流中計のようなイメージがされてしまって、形式的な対応に陥る危険があります。

特に、“いつまでに”、“いくら”といったような時間と金額水準の計画が示されがちなのですが、そうした計画は達成が困難で、結果的に未達が続くと市場評価が落ちるといったような悪循環に陥ります。むしろ海外では、ROEやEPSの成長率を何%とするといったような変化率の軌道を示しており、それを継続することが重要となります。

こうした変化率の指標はバリュエーションに直結するものであり、投資家も読み取りやすいです。企業がやるべきは、こうした変化率の軌道に乗るために、どんな改革をするべきか、何をいつまでに実行するかというアクションを示すことだと思います。

また、安藤メンバーのご指摘にもございましたが、「フォーマット」という言葉は誤解を招く恐れがある表現だと思います。

その点、グロース市場で導入されている「事業計画及び成長可能性に関する事項」の開示は非常に良いと思っております。東証のウェブサイトでは開示例なども紹介されておりますが、ワンパターンでなく様々な表現のものが取り上

げられております。非常に自由度がありつつ、ただ、内容としてしっかりと抑えるべきポイントは示されているという点で、参考になるように思います。特に、PBR1倍割れというときに、議論がROEと株主資本コストの話に集中しがちで、成長可能性の重要性が見過ごされがちだと感じています。そういった意味でも、グロース市場向けに提示されている内容の開示は有用だと思います。

ただし、プライム市場やスタンダード市場の上場会社においては、成熟した旧来のビジネスがあることが多いと思いますので、そうするとグロース市場向け提示されている内容に加えて、サステナビリティの視点も非常に重要であると考えます。特に、PBR1倍割れの会社の中には、足元でROEが高くても、環境負荷などが大きいので、そのような旧来事業に取って代わる事業がまだ見えていない、トランスフォームの不透明感があることによって低評価となっている可能性もあるため、サステナビリティの視点を追加していくことが重要と考えます。

「フォーマット」という表現は一人歩きするおそれがありますが、グロース市場向けに示しているような内容、開示項目のようなものであれば、有用ではないかと思います。

### 【永見メンバー】

基本的に内容に違和感はありませんが、タイトルに「資本コストや株価を意識した経営」とあるとおり、本丸は経営者にいかに意識させるかということだと思っています。

そうした観点からいいますと、プロセスの中に一点だけ盛り込んでいただきたいのが、取締役の経営者報酬もしくは役員報酬の決定ロジックに、こういった資本効率に関する項目が入っているか否かということです。指標はROEでもROICでもTSR（株主総利回り）でもよいと思います。

日本の上場会社の経営者は、基本的にPL発想が強すぎると思っておりまして、だからこそ、BSの発想、資本効率の発想をプラグインするためには、経営者報酬の決定ロジックに、資本効率を意識した項目が入っていることをきちんと確認もしくは促すことが重要であると考えております。

アメリカでは、経営者報酬とEPSがかなり連動しています。業績が良いのが一番ですが、振るわなかった場合には、自己株買いをします。過度な自己株買いが必ずしも良いとは思いませんが、そういった経営者の行動自体が、資本効率を意識している証左だと思います。

### 【翁メンバー】



私も「フォーマット」という表現は気を付けたほうが良いと思います。詳細なテンプレートを示す形になると要請自体の意味がなくなる恐れがあり、上場会社が自主的にしっかり考えるような促し方をしていくことが大事だと考えます。

また、業界が横並びで同じような開示を出してくることも非常に危惧しております。こうしたことが無いように、しっかりと取締役会で考えて開示するということが大事だと考えております。

加えて、進捗の分析やアップデートは非常に大事だと思うものの、先ほど三瓶メンバーからもご指摘がありましたとおり、数値に過度にコミットすると、却って自社株買いや配当などの短期的な対応に走る会社が出てくるのが懸念されます。そうしたことが無いように、しっかりと要請の意味することを伝えていく、例えばアクションにコミットして、その進捗を取締役会でしっかり確認のうえ、開示していくことが大事だと考えております。

いずれにしても、資本コストを上回る収益性の達成に関しては、長期的にそれが実現していくということが大事だと考えますので、サステナビリティなどの視点も入れた形で、取締役会での議論が行われるような促進の在り方を検討いただければと思います。

### 【松本メンバー】

他のメンバーの皆様からのご指摘と重なることは省きまして、違う視点から一つ申し上げたいのですが、資本市場は、プラットフォームであり、ルールの作成主体である取引所、発行企業、投資家がいて成り立っております。

今回の要請自体は良い内容だとは思いますが、ただ、今までもコーポレートガバナンス・コードの原則5-2のように、ある意味似たような要請は行っておりまして、それにも関わらず、こうした状況になっているという事実を踏まえると、投資家が発行企業に対して適切にエンゲージメント、対話をしていくということが極めて重要だと考えます。

東証が今回要請を行っても、上場会社は開示には応じるとは思いますが、PBRの実態はあまり変わらないおそれもあり、その際に機関投資家がしっかりと、要請の枠組みを踏まえながら、企業に対してしっかりと対話することが重要だというように思います。

東証としては、かなり踏み込んで要請を行うこととなると思いますが、東証と発行体だけでは全ての問題は解決できないのではと思いますので、投資家の責任についても発信していく必要があると思います。

### 【小池メンバー】

基本的に素案に賛成します。そのうえで、いくつか申し上げたいと思います。日本株がなぜ割安なのかと考えたときに、海外の投資家からすれば、成長のイメージがないということなのではないかと思っています。あくまでも長期的に成長していくという前提のもとで資本効率や収益性を求めていくというストーリーを打ち出していただかないと投資家には響かないのではないかと、単純に効率性を追求するというだけでは駄目なのではないか、と思っています。

また、先ほどからフォーマットの議論になっておりますが、私もフォーマットの提供は賛成しません。一方で、企業の自助努力で対応ということになると、何をしたいかわからないという会社も相当程度出てくるのではないかと、開示のサンプルなどは作ってもいいのではないかと、と思っています。

機関投資家においても、誰に何をエンゲージメントしていいのかわからない、投資先がエンゲージメントに応じてくれないといった悩みがありますが、今回の対応を大きなきっかけとして、エンゲージメントがアクティブになることを期待しています。一方で、松本メンバーが仰ったように、機関投資家もエンゲージメントの状況を開示することが必要に思います。

その際、各投資家、各企業の開示情報が散逸しないよう、東証が上手にエンゲージメントの実例やベストプラクティスの開示を取りまとめていただくと、関係者で共有できて、良い状態が生まれるのではないかと考えております。

### 【神田メンバー】

他の方々のご発言とも重なりますが、2点ほど申し上げたいと思います。

まず1点目ですが、基本的には、資料にある方法で企業に対応を進めてもらうことで良いのではないかと、と思っています。すなわち、開示だけを要請するのではなく、開示を含むPDCAを行っていただくことを要請することが良いと思います。企業が努力する中で上手くいかないこともあるとは思いますが、グロース市場における成長に関して申し上げたことと同様に、それは仕方のないことであり、その結果は市場において投資家が評価すればよいものです。

そのうえで、要請にあたり、3点ほど明確にしてはどうかと考えています。まず、投資家との対話の状況について、必ずしも対話の回数を増やせばいいということではないと思いますが、そうした情報を示してもらってはどうかと思います。もう一つは、「現状分析」について、複数の事業を営む会社については、事業セグメントごとの資本コストや資本収益性を把握・分析するように指摘してもいいのではないかと、と思っています。先ほど永見メンバーからもありました

が、PLは把握している会社が多いですが、BSまで把握している会社は非常に少ないのではないかと感じています。3点目は三瓶メンバーが仰った件ですが、成長性と資本収益性はトレードオフの関係にありますので、どこに力点を置いてビジネスモデルを描いているかも示していただいたほうが良いと思います。

2点目に、フォーマットの件ですが、フォーマットではなく、留意点を上手く伝えてはどうかと思います。たとえば、ROEについて分母対策だけするのは良くない、ビジネスモデルを見直さず財務的な対策だけ行うことは良くない、資本コストを認識・意識しないことは良くないなど、対応に当たっての留意点を示していくのが良いのではないかと考えています。

### 【三瓶メンバー】

企業と投資家の対話に関して、追加で1つ申し上げたいと思います。エンゲージメントに携わっている比較的若い投資家が、エンゲージメントはESGの課題にだけ特化していると思っていたようで、それを聞いて私は大変驚きました。対話の重要な担い手においても、そのような勘違いが起こっているということです。先ほど松本メンバーが、機関投資家側もしっかりと対応しなければワークしないと仰っていましたが、どういう意図で誰が何を行うことが期待されているのかをしっかりと伝え、啓蒙していくことが必要だと思った次第です。

### 【菊池部長】

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。本日も誠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。

以上