

市場区分の見直しに関するフォローアップ会議（第9回） 議事録

日 時： 2023年3月31日（金）9時00分～10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、第9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。

本日は、年度末のお忙しい時期にもかかわらず、朝早くからお集まりいただきありがとうございます。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、永見メンバーがご都合によりご欠席となっております。

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まして、まず、本日の議事について、ご説明いたします。

【池田課長】

本日もよろしくお願いいたします。

まず、議事に入る前に、「経過措置の取扱い」に関する制度改正についてご報告でございます。1月の会合後、制度要綱を公表のうえパブリック・コメントを行っておりましたが、早期にお示しできたこともございまして、基本的には、改正内容に賛同する趣旨のご意見が多数でございまして、予定どおり規則改正を進めさせていただくこととし、明日（4月1日）より改正規則を施行させていただくこととしております。

本日は、1月末に公表した論点整理を受けた東証の対応のうち、2023年春を目途に実施するとしていた、「資本コストや株価を意識した経営の実現に向けた対応」、プライム企業における「株主との対話の実施状況等に関する開示」、「建設的な対話に資するエクस्पラインのポイント・事例」に関して、ご意見をいただければと思います。

これらの内容、特に「資本コストや株価を意識した経営の実現に向けた対応」に関しましては、報道等で取り上げていただいていることもあり、上場会社・投資家の皆様も大きな関心を持って待っていただいているところでもございますので、本日の会議の議論を踏まえたくうえで、速やかに、上場会社の皆様にご案内をしたいと考えております。

なお、資料はご用意しておりませんが、本年春を目途に実施するとしておりました、社外取締役の皆様への社外取締役の役割等に関する冊子の送付につきましては、経済産業省様の「社外取締役の在り方に関する実務指針」を全上場会社の社外取締役の方に配付することとしておりました、4月中を目途に皆様のお手元に届くよう、現在、印刷などの準備を進めているところですので、あわせてご報告いたします。

また、前回からご議論いただいておりますグロース市場につきましては、4月以降に重点的にご議論いただければと考えております。

議事に関しては、以上でございます。

【菊池部長】

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。本日は、前半と後半で議論を2つに分けまして、前半で、「資本コストや株価を意識した経営の実現に向けた対応」について、資料2及び資料3に基づいてご説明させていただき、その後、ご意見を頂戴できればと思います。

後半では、残りの「株主との対話の実施状況等に関する開示」と「建設的な対話に資するエクस्पラインのポイント・事例」についてご説明し、ご意見を頂戴するお時間を設けさせていただきます。

最後に、グロース市場に関する前回のご意見と今後の進め方についてご紹介させていただくという運びを予定しております。

それでは、まず前半の議論についての説明をさせていただきます。

【門田調査役】

それでは資料についてご説明いたします。

まず、資料2が、今回の対応に関するプレスリリースと上場会社向け通知のドラフトです。

プレスリリースでは、1枚目で、今回の対応については、上場会社の皆様に対して、義務付けではないものの、投資者からの期待を踏まえ、積極的な実施をお願いするものとしたうえで、機関投資家の皆様に対しても、今回の対応に伴う開示をベースとして、企業との建設的な対話を実施していただくことが期待されるというメッセージを記載しております。

また、2枚目ですが、資本コストや株価を意識した経営に関するお願いについては、市場関係者やメディアの皆様に対しても、きちんと趣旨をお伝えしていくため、主なポイントについて記載しております。具体的には、1点目で、

資本コストや株価を意識した経営を実践していただく観点から、現状の分析、計画の策定と開示、取組のアップデートといった一連の対応の継続的な実施をお願いするものとしております。2点目では、取組の実施に当たっては、経営層が主体となり、資本コストや資本収益性を十分に意識したうえで、知財・無形資産を含む成長投資や、事業ポートフォリオの見直しを推進し、経営資源の適切な配分の実現が期待されることとしております。3点目では、留意事項として、今回の要請は、いわゆる分母対策として、自社株買いや増配のみの対応や、一過性の対応を期待するものではなく、抜本的な取組みを期待するものとしております。また、対応の開始時期としては、一律に期限を定めてしまわずと、形式的な対応を招く恐れがあることから、具体的な定めはありませんが、できる限り速やかな対応をお願いするものとしております。

これらの内容については、これまでのフォローアップ会議でのご議論や、事前のご説明で頂戴したコメントを踏まえてまとめている内容でございますが、上場会社や投資者をはじめとする市場関係者の皆様に対してのメッセージとして、非常に重要な部分になるかと思っておりますので、記載ぶりなど含めて、ぜひご意見をいただけますと幸いです。

おめくりいただき、次が上場会社通知のドラフトでございますが、こちらの通知の別紙として、資料3～5を添付し、上場会社の皆様にご通知する想定です。

つづきまして、資料3をご覧ください。

まず1ページが背景と趣旨ですが、先ほどのプレスリリースでポイントをご説明いたしましたので割愛させていただきます。

お進みいただき、2ページが具体的な要請内容です。まず、対象はプライムとスタンダードの全上場会社で、中ほどに記載している一連の対応について、継続的な実施をお願いしてまいります。また下の開始時期については、先ほどのとおり、一律の定めはないものの、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。例えば、3月期の会社ですと、2023年3月期の決算説明や、今年6月から7月にかけてのコーポレート・ガバナンス報告書の定期更新に合わせて開示を行っていただくことなどが考えられますが、仮にそれまでに間に合わない場合には、まずは検討状況や開示の見込み時期を示したうえで、計画策定ができてきたところで改めて開示していただくといったように、段階的に開示を拡充していく方法も考えられるところでございます。

このあとのところでは、対応のステップごとに、実施するにあたってのポイントや留意事項をまとめております。まず、3ページが「現状分析」のポイント・留意事項です。上のところでは、現状分析に用いる指標の例として、代表

的なものをご提示しております。また、下のところでは、分析・評価の観点を2点ご提示しております。1点目は、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、2点目は、達成できているも、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、としたうえで、それぞれについて右側にポイントを記載しております。

次に「計画策定・開示」ですが、4ページでは、開示が期待される項目として大きく3点、現状評価、方針・目標、取組み・実施時期ということで、それぞれについて、これまでの会議のご議論を踏まえて、ポイントを記載しております。なお、これまでも議論の焦点となってきたPBR1倍割れという状況についてでございますが、方針・目標の3点目のところで、そのようなPBR1倍割れの状況は、資本コストを上回る収益性を達成できていない、もしくは、成長性が十分に評価されていないことを示す1つの目安であり、資本収益性や市場評価の向上に向けて、その方針や目標設定の参考にしていくことが考えられるということ、また、一方で、現状で1倍を超えていても、さらなる向上に向けた目標設定を行っていくことも考えられる、ということをご記載しております。

5ページは開示の形式ですが、これまでのご議論も踏まえて、東証からは特段のフォーマットは示さず、企業における開示の自由度を確保する想定で、たとえば、中計や決算説明資料、また、現在、上場維持基準に適合していない場合には、その適合に向けた計画の中などで示していただいたうえで、実施している旨や閲覧方法については、投資者の把握のしやすさという観点から、コーポレート・ガバナンス報告書の中に記載していただく想定です。

最後に6ページが「取組みの実行」・「アップデート」ですが、取組みを進めるにあたっては、今回の開示をベースとして、投資者との積極的な対話を実施していただくこと、また、進捗状況について年1回以上アップデートしていただくことを記載しております。

この後をご参考として、関連するコーポレートガバナンス・コードの原則と、グロース市場における成長可能性等の開示について、ご紹介しております。

ご説明は以上でございます。

【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。

【熊谷メンバー】

最初に、資本コストや株価を意識した経営の実現に向けた対応、いわゆるP

B Rを意識した開示についてですが、上場企業や機関投資家など、多くの市場関係者やマスメディアが、近年例を見ないレベルで非常に注目していると感じています。私は、3月1日にニューヨークで開催された第12回日本証券サミットにパネリストとして登壇いたしました。会場には200名程度の海外投資家や金融関係者・マスメディア等が集まり、日本市場や証券市場等に関する極めて活発な議論が行われました。日本市場に対して近年例を見ないレベルの非常に熱い期待が寄せられているということを感じました。特に、内閣総理大臣としては初めてのこととなりますが、岸田総理がビデオメッセージを寄せられ、日本市場の魅力をアピールされたこと、また東証の山道社長が株価を上げることや資本効率の改善の必要性について言及され、その改善に向けた取り組みを行うことを明言されたことは、海外投資家の日本市場への理解を深め、日本の株式市場に対する大きな期待を醸成することにつながったのではないかと考えております。

こうしたことを踏まえて、資料2の「資本コストや株価を意識した経営の実現に向けた対応について」に関する意見を述べさせていただきます。全般的な内容に関しましては、これまでのフォローアップ会議における議論が丁寧に盛り込まれており賛同いたします。ただし、市場関係者の中には今回の開示を誤って理解しているケースも見受けられますので、市場に対して明確にメッセージを送るためにも、細かい文章表現をすり合わせた方が良いのではないかと考えます。1ページの趣旨の※印の、「自社株買いや増配のみの対応や一過性の対応を期待するものではありません」というのは、自社株買いや増配を少し否定的に表現しすぎているような印象を持ちます。持続的な成長と中長期的な企業価値の向上の実現のために、一過性の対応を期待するものではありませんという意味、すなわち短絡的にPBRの引き上げをするために実施する場合などは趣旨と異なる、ということをお伝えできればよいのではないのでしょうか。自社株買いや増配は企業自身の成長ステージや経営環境を踏まえて経営資源の配分を判断したのであれば否定すべきものではないと考えます。例えば、「自社株買いや増配が有効手段と考えられる場合もありますが、現状分析の結果、設定した数値目標を引き上げるための一過性の対応のみを期待するものではありません」という表現などではいかがでしょうか。また、1ページの趣旨の※印の「資本収益性の向上に向けて、バランスシートが効果的に価値創造に寄与する内容となっているかを分析した結果」という部分は若干意味が取りにくいというように思われます。もし可能であれば追加のご説明をお願いいたします。

また、1ページの一番下の「具体的な内容を投資者にわかりやすく示し」というのは、どのような開示が求められているかわからないという企業の声があ

るように見受けられます。特に、機関投資家との接点が少ない企業からの意見が多いように感じますので、企業が開示した後の話になりますが、開示やIRのベストプラクティスの共有が必要かもしれません。好事例集を作ることに加えて、優れた開示やIRを行う企業の担当者による経営方針、外部環境、成長戦略の見せ方・伝え方の工夫や機関投資家による注目ポイントに関するレクチャーや勉強会の場を作ることなども一案かと思えます。

また、従前から申し上げているポイントにはなりますが、今回の開示に関する情報のデリバリーやコミュニケーションが重要になると考えます。上場企業や投資家に対してはもちろんのこと、日本のみならず海外のメディアに対しても報道のされ方を意識して我々の意図を正しく伝えるだけではなく、今回の取組みの目玉を明確にして、強く発信していくべきであると考えます。

加えて、これは少し先の話になるかもしれませんが、冒頭申し上げたように、正しい情報を伝え、理解を促進させ、期待の醸成につなげるという意味では、企業からの開示が一定程度出てきた段階で、この取組みをフォローアップ会議でレビューする必要があると思えます。最近の株式市場を見ますと、主要メディアも報道しているとおり、今回の取組みに対する期待から株価が上昇している面があります。今後は企業が積極的な対話をしてPDCAサイクルを回していくフェーズに移行するものと考えられます。企業から開示が出てきた段階で、フォローアップ会議でも、上場企業に求めているのと同じようにこの取組みに対するPDCAサイクルを回して、改革の機運が損なわれないようにフォローしていく姿勢を鮮明にすることが株式市場にも好影響を与えるのではないかと思います。

【三瓶メンバー】

まず最初に、内容の話ではありませんが、今朝報道でこの内容について概略が正しく報道されてしまっていて、かつ、本日中に公表されるとも書かれていました。そこまで書かれてしまうと、決まっているものではないか、そうするとこの会議は何の意味があるのか、形式的な感じがしてしまいますので、情報管理については、前にもありましたけれども、東証には気を付けていただきたいと思えます。

そのうえで今回の資料は、事前説明時にコメントした内容や提出させていただいた修正案の内容がかなり反映されておりますので、その点は感謝いたします。

先ほど、熊谷メンバーが指摘されていた資料3、趣旨の※のところですが、

私が修文案を提出して、それにかかり沿って直していただいたので、この文章は私にある程度責任があると思っております。熊谷メンバーがおっしゃったとおり、報道関係、マーケットの反応等でかなりインパクトがあるというのがこれまでの状況だと思います。いよいよ東証がPBR1倍割れに対して放っておかない姿勢を見せたということです。マーケットは、自社株買いだ、との反応を見せていますが、これはやはり短絡的だと思います。それをやったところで一旦は良くなるけれども、PBRが1倍を割れる状況になっているのはなぜなのかというと、バランスシートが有効活用されていない状況で、そのまま事業をやっているからです。自社株買いだけでも成長しないので、資本効率性は若干見込みとして上がるかもしれませんが、結局はPBR1倍割れを解消することができないということになると思います。ですから、そういったバランスシートの調整をまず行うということは当然ありますが、もっと抜本的な部分について見直さないといけないということだと思います。したがって自社株買いや増配「のみ」の対応ではいけないということだと思います。やってほしいことは一過性ではなく抜本的な改革です。

趣旨の3つ目のところで、ベストプラクティスということも提案されましたが、PBR1倍割れの問題は企業によって様々な理由があります。当然、株主資本コスト割れのROEの状況であるという単純な理由もあります。また、ROEは株主資本コストより高いけれどもボラティリティが非常に高く先行きが期待できない場合、あるいは、今はROEが株主資本コストを超えた状態であっても、それが将来にわたって成長に結びつくのか、再投資がうまくできるのかの見込みがないということで企業価値が向上しない場合といったように様々な理由があります。それらをどのように解決するかの方法も様々です。そうすると、ワンサイズフィッツオールのベストプラクティス、開示の方法・手段、テクニックに頼るということは本質ではないと思います。

2ページ目の開始時期について、ここに書いてあることは重要なことだと思いますが、太字になっているところが、「できるかぎり速やかな対応」だけになっています。「前提として十分な現状分析や検討を行っていただくことが肝要」という部分もあわせて太字にさせていただいたほうがよいと思います。それがあつたうえで、一方で、だらだらと時間をかけてはダメですよということで、「できる限り速やかな」というところがありますので、両者のバランスの問題だと思います。

3ページのところは書き方を修正していただきましたが、少し目立たないかもしれないので修正の趣旨を付け加えたいと思います。株主資本コストのところのカッコの中を、「投資者の期待リターン」としていただいています。2018年のコーポレートガバナンス・コードの改訂以降、資本コストが非常に注

目されましたが、その時に企業の方がCAPMを学びなおしたということがあります。ただ、CAPMは教科書的な資本コスト算出手法ですが、投資家が投資判断の現場で使っているかという使っていません。CAPMで適正価格が出てくるくらいならこんなに楽なことはありません。経営者も少なくとも計算方法はわかっています。例えば、減損テストを実施するときに将来キャッシュフローを資本コストで現在価値に割引く方法でやらなければいけないことは分かっていますが、実感がないということだと思います。実感がないからなかなか対話もできないし動的な変化への対応というか、資本コストが上がっているといったような感覚がないのだと思います。そうすると対話はうまくできません。ですので、もう少し感覚的に理解できるようにする必要がありますし、投資家がどんな期待リターン・要求リターンを持っているのか、それはどうしてなのか、といったことをもっと話していかないといけないと思います。その意味であえて、「投資家の期待リターン」という表現にさせていただいているのだと思います。

【安藤メンバー】

私はフォローアップ会議のメンバーであることをしばし横において、今回の文章案を企業経営に携わる者のひとりとして客観的に読みました。結論を申し上げますと、極めて簡潔で分かりやすい内容になっており、原案に賛同いたします。特に企業経営者が誤解をする余地がない、さらには趣旨を捻じ曲げて我田引水の解釈をする余地がないと感じました。

そのうえで、熊谷メンバー、三瓶メンバーから指摘のあった株主還元に関連する記述についてコメントします。私は原案のままにすべきであると考えます。なぜなら、2014年8月に「伊藤レポート」が公表された直後の企業行動を振り返ると、啓発した趣旨にそぐわない過度な株主還元が横行したからです。あくまでもフォローアップ会議としての意図は持続的な企業価値の向上を促すことにあり、企業経営者を短絡的に株主還元強化のみへ向けさせるのは絶対に避けるべきです。まさに今回のPBR1倍割れ問題を解決するためには、私が第3回会合のプレゼンにおいて解説したとおり、自律（autonomy）をより発揮できるように企業経営者の意識そのものを変革することが目的です。従って、一挙手一投足を型にはめるのではなく、この要請を発出してから企業経営者の行動が速やかに変わるのかを見極めるのが先決です。あまりに企業に対して過度かつ広範囲なことを要求しすぎると、結局は総花的になって実効性が担保できなくなる可能性が極めて高いです。その意味において、企業の経営力が向上し、それが株主・投資家から評価され長期に株式を保有してもらうという

好循環をつくるのが理想です。そして、東証においては通知を発出するだけでなく、セミナーや説明会なども含めて具体的なサポートやフォローアップを行っていただくよう期待します。

【小池メンバー】

市場区分改革の前提が、まさに資本市場の底上げ・見直しであることからしますと、その条件として企業の情報開示と投資家のエンゲージメントの両輪がうまくまわることが必要だと考えています。その意味で原案の趣旨に関して総論賛成です。

その中でいくつか細かい点になってしまいますが、3ページにある「現状分析に用いる指標」としてWACC、資本コスト、ROIC、ROEなどが投資家として得られるとエンゲージメントしやすいというのがありますが、これらは単年度で見るのではなく、3年、5年といった中期的な時系列で我々も判断しないとイケないと思いますし、色々な事情で数値が悪くなる、良くなる、ということもありますので、そういった開示の仕方についてのご指導にご配慮いただければと思います。

4ページで「投資者にわかりやすい形で示すことが期待されます」とあり、これはおっしゃるとおりですが、投資家にわかりやすい形のみならず投資家の期待に沿った内容というものを考慮していただけるようなご指導をいただけると大変助かります。経過措置の議論でもありましたが、経過措置に対して何年でクリアしますということを明確に開示されている企業がありますが、それが6～7年というのは我々投資家の期待には沿っていません。そのあたりは投資家が何を求めているかというツボを分かってもらわないといけませんので、そのためにエンゲージメントが必要なのですが、そもそもそこがあまりにもズレていると対話のきっかけにならないということが実務的にはあると思います。開示というのは、エンゲージメントを進めていくうえで非常に良いきっかけになると思っていますので、我々としてもこういった機会を積極的に活用したいと思います。他方で、実務的なキャパシティを含めて効率的に進める必要がありますので、このあたりは工夫していただけると大変助かります。

6ページ目には企業にアップデートを求めることについて記載されていますが、先ほどコメントでもありましたとおり、フォローアップ会議なのか、また別の組織なのか、東証でも状況をアップデートして、目的に向かったPDCAサイクルをしっかりと回していただき、その進捗を開示することが必要ではないかと考えます。先ほど、日本証券サミットで山道社長がコミットされたとのことでしたが、フォローアップ会議でも英文の資料を出していただいております。海外の投資家に伝えようというその姿勢は非常に理解・賛同しますが、

こういった取組みをどれだけ投資家に伝えていくか、結果として株式市場にお金が入ってくるというファクトを生み出さないといけませんので、投資家に対する取組みのエンゲージメントを強くしていただくと私たちも参加しやすくなると思います。

【松本メンバー】

自社株買いや増配について、私は熊谷メンバーのおっしゃった意見に賛成です。実際に上場会社を見てみると、現金とそれに近い有価証券だけで時価総額が説明できてしまう会社もそれなりにあったり、あるいはそれに近いような会社もかなりあったりというのが現状です。確かに自社株買いや増配のみが企業の成長につながるわけではないものの、あまりにも現金を貯め込んでいて、それに対するリターンがないという会社も多いのが事実です。表現として、自社株買いや増配のみだけではないということ、あまりに言いすぎるといえるものかどうかと思います。やらなければいけないことはやらなければいけないと思うので、そう考えると、本日提示されている資料のような書き方や、あるいは熊谷メンバーがおっしゃったような書き方が妥当なのではないかと思います。

【神田メンバー】

資料としてはこれで問題ないと思いますが、制度的な観点から2点申し上げたいと思います。

1点目は、今般の通知の制度上の位置づけについてです。現時点では要請という位置づけでいいと思いますが、いずれは企業行動規範の1つとして規定化するのが良いのではないかと思います。2点目は、資料2のプレスリリースの2ページ目にある「資本コストや株価を意識した経営の実現に向けた対応」の主なポイントに関して、1段落目はこれでいいと思いますが、2段落目の「実施にあたっては、経営層が主体となり」の箇所について、ガバナンスの観点から取締役会の役割を踏まえれば、会社法の言葉を用いて、「取締役会が定める経営の基本方針に基づき」と触れた方がより良いのではないのでしょうか。たとえば、「経営層が主体となり」の前に入れてはどうかと思います。

【安藤メンバー】

松本メンバーの投資家としての立場を十分に理解したうえで、再度申し上げます。

キャッシュリッチ企業が優先すべきは、成長のための投資です。また、いくら株主還元を強化しても本源的な企業価値創造に結びつきませんので、経営者に間違ったメッセージを与えるのは非常に問題です。

そして、むしろそれは投資家が対話やエンゲージメントを通じてやるべきことです。不十分な戦略や方針しか開示されていないのであれば、当該企業はインベストメントチェーンの中で淘汰されていくはずですし、方法論や手段が間違っているということであれば、まさに投資家によるエンゲージメントの出番です。繰り返しになりますが、今回の施策は、企業のマインドを自律的な価値創造に向かわせることにあるので、株主還元だけで対応すればいいとなってしまふと今回の施策は全く意味のないものになります。

【翁メンバー】

事前に申し上げたコメントを反映していただきありがとうございます。追加的に2点申し上げたいと思います。

まず1点目ですが、資料3の1ページ目の「趣旨」の2段落目に「成長の実現」とありますが、「持続的」という言葉を追記したほうが良いと思います。知財や人的資本などへの投資については短期的に効果が出るものではありませんが、極めて重要なものであり、特にそれは持続的な成長という観点から重要です。昨今ではGXなどの分野でイノベーションが必要とされる中、知財や人的資本などに関する取組は、結果的に企業のサステナビリティにつながる動きでもあると思っています。その意味が伝わるように、「持続的」という言葉があるといいのではないかと思います。

2点目は、神田先生のご指摘にもつながりますが、2ページ目において、「現状分析」の主体は取締役会と書いてありますが、「計画策定・開示」の主体についても明確に書いたほうが良いと思います。資料2のプレスリリースでは取締役会と書かれているとおり、記載されているような事項を取締役会で考えていくことが重要であり、主体を明確化して自分事として考えてもらうことが大事かと思います。

それから、1ページ目の「趣旨」の最後の段落において、「開示をベースとした」とありますが、その部分も太字にするといいのではないのでしょうか。

【黒沼メンバー】

私は、事前にご説明を受けた際に、文言を含めて適切と申し上げましたが、今日に至るまでに一部修正された部分がありますので、その部分について考えを述べたいと思います。

1ページの「趣旨」にある「自社株買いや増配が有効な手段と考えられる場合もありますが、自社株買いや増配のみの対応や一過性の対応を期待するものではありません」という部分について、マーケットが短絡的に自社株買いや増配に期待して株価が上がっているという状況がありますが、今回の対応の趣旨

はそこにある訳ではないため、注意の意味合いで資料にあるような記載をすることはむしろ望ましいことだと思います。最終的に自社株買いなどを行うかどうかは、企業がそれぞれの状況を踏まえて決定することですので、我々の資料の文言が少し変わったところで大きな影響があるとも思いませんが、原案の書きぶりで自社株買いや増配についてマイナスのイメージを持たせるとまでは感じておりません。

【三瓶メンバー】

1 ページの「趣旨」について、もう少し丁寧にお話ししたいと思います。

自社株買いや増配について非常に否定的に読めるのであれば、表現をよく考える必要がありますが、私はそのような記載になっているとは思いません。

まず、安藤メンバーがおっしゃった、キャッシュリッチの会社はまず成長投資をすべきというご意見については、マーケットの目線からするとそうでもないのではないかと考えています。市場においては、時価総額の大きな立派な会社であっても、政策保有株式がたとえば純資産の30%も占めており、バランスシートの資産の部において一番大きな資産項目が投資有価証券になっているような会社があります。製造業であっても、有形固定資産よりも政策保有株式のほうが大きいという会社もたくさんあります。そういった会社は、設備投資をしているもののそのために必要な資金は十分あり、政策保有株式をもち続けている状況にあり、非常に効率が悪い形になっており、ROEはたとえば2~3%になっています。こうした会社は、まずバランスシートを改革しないといけないのであって、政策保有株式を売却し、キャッシュにすることが考えられますが、そのキャッシュが成長投資に使い切れないうであれば、株主還元、自社株買いをするのが良いと思います。そういうことをまず行い、バランスシートの効率を上げたうえで、どこに投資すべきなのかが見定められたときに、しっかりと投資をすれば良いと思います。それが見定められず、ずっと検討中ということで、現金や投資有価証券を保有しているという状況は看過されるべきではありません。

たとえば、EPSが4、1株当たりのbook value（簿価純資産）が100で、ROEが4%である会社の株価が40であれば、PBRは0.4となります。EPSが4、株価が40というのは、時価に対しては10%のearnings yield（益回り）であり、これが市場の要求しているリターンとなります。すなわち、投資家としては、稼ぐ力・earning powerが4しかない会社に10%のリターンを要求するのであれば、株価を40まで下げなければ買えないということです。論点は、その会社が、100あったbook valueの半分を吐き出して50になったときには、ROEは8%となりますが、それでいいのかということ

です。バランスシートの調整をしたけれども、本質的に筋肉質になったか、成長につながったかと言われると、そうはなっていないので、そこから本格的に変わっていなければいけません。決して自社株買いなどを否定する訳ではなく、やるべきだと思う会社はまずやってもらえればよいとは思いますが、ただそれだけではないということです。無理やりROEを8%にしたとしても、すべき改革に取り組まない会社の将来はなく、市場は8%がずっと続くとは考えないので、PBRが1倍を超えることはないと思います。

【松本メンバー】

念のため誤解を避けるために申し上げますと、私も株主還元だけをすればいいということを行うつもりはありません。表現が難しいのですが、成長投資ができないのであれば還元をすべきということです。いま三瓶メンバーがおっしゃった内容が重要であり、それをそのまま書ければいいのですが、長くなってしまっているので、結果として今の文面のままで概ね問題ないのではないかと思います。

【菊池部長】

様々ご意見いただきまして、ありがとうございます。

それでは、議論を後半に進めさせていただきます。資料4及び資料5に基づき、ご説明させていただきます。

【門田調査役】

それでは資料についてご説明いたします。

まず、資料4が、株主との対話の実施状況に関する開示です。こちらも最初に背景と趣旨を記載しております。一番下の趣旨でございますが、今回の要請は、株主との対話の実効性向上に向けた対応の一環として開示をお願いするものであり、建設的な対話を実現するための体制整備や取組みについても、あわせて進めていただくことが期待されるとしております。

2ページが具体的な要請内容ですが、プライムの全上場会社を対象に、株主との対話の状況について、継続的な開示をお願いしたいと考えております。点線で囲んだところに、コーポレートガバナンス・コードで示されている内容などを踏まえて、開示することが考えられる内容をまとめております。必ずしも全てについて開示が求められるわけではございませんが、例えば、対話に誰が対応しているのか、どのような属性の相手と対話をしているのか、また、どのような内容について議論がなされ、その結果として、どのような気づきやフィードバックが得られたかなどを記載していただく想定でございます。なお、直

近の事業年度において、株主との対話の実績がないような場合も想定されますが、その場合には、株主との対話を促進するための体制整備・取組みの状況について開示していただくことが考えられるところでございます。

3ページにお進みいただき、まず、開示の形式ですが、こちらにも画一的なフォーマットは定めず、アニュアルレポートやウェブサイトなどで開示をしていただいたうえで、開示を行っている旨や閲覧方法については、コーポレート・ガバナンス報告書に記載していただく想定でございます。また、開始時期についても同様で、できる限り速やかな対応をお願いしてまいります。この後は参考として関連するコーポレートガバナンス・コードの原則の内容です。

続きまして、資料5が「エクスプレイン」のポイントや事例についてです。まず1ページが趣旨ですが、2点目で、コンプライ・オア・エクスプレインが形骸化している事例が見られるとしたうえで、3点目で、こちらの資料については、上場会社に自主的な点検を促すための材料として、「エクスプレイン」を行う場合のポイントや、参考となる事例をお示しするものとしております。

次の2ページが、まず「エクスプレイン」を行うにあたってのポイントですが、大きく3点記載しております。具体的には、1点目が、「エクスプレイン」を行う原則の中で、実施していない内容について明確に示すということ、特に、一つの原則の中で、実施している内容としていない内容がある場合には、それらについて、明確に示すべきということです。2点目が、現時点で実施しない理由、実施しないことが自社にとって適切である理由について、自社の個別事情などを踏まえて示すべきということです。また、代替手段を行っている場合には、その内容や理由について記載していただくことが望まれます。また、3点目は、今後、コードの内容を実施していく方針の場合には、実施に向けた具体的な検討状況を説明するべきということです。

以上が「エクスプレイン」のポイントとして考えられる事項ですが、今回、東証では、これらのポイントが踏まえられた「エクスプレイン」が行われているかという観点から、実際の上場会社の「エクスプレイン」の状況について調査を実施いたしました。その調査の中で見られた「不十分と考えられるエクスプレインの類型」について、先ほどのポイントの裏返しでございますが、次の4ページでまとめております。具体的には3点あり、まず①は、実施していない内容の記載が不明確で、なぜ「エクスプレイン」しているのか、どこを「エクスプレイン」しているのかわかりづらいというものです。②は、実施しない理由や具体的な状況を記載せずに、単に検討中としているものです。③は、コードの文言をつなぎ合わせたような抽象的な説明に終始しており、個別事情に関する言及がないというものです。

この後のスライドでは、「エクスプレイン」の事例として、先ほど申し上げた不十分な類型の事例と、反対に、しっかりとそのポイントについて抑えられている良い事例について、それぞれご紹介しております。まず5ページは、実施していない内容に関する言及がなく、対応状況が不明確な事例で、次の6ページは、反対に、実施している内容としていない内容を明確に示している事例です。6ページのとおり、1つの原則の中で、実施している内容としていない内容がある場合には、それらを明確に示していただくことで、投資者にも対応状況がよく伝わるものと考えられます。

また、7ページが、実施しない理由を記載せずに、単に検討中としている事例ですが、これでは十分な「エクスプレイン」というのは難しく、次の8ページのように、実施しない理由や具体的な検討状況について、個社事情も踏まえて具体的に記載していただくことが望ましいと考えられます。

また、9ページは、以前の会議でもご指摘ありました、今後検討するとしてそのまま、具体的な進捗は書かずに、全く同じ内容の説明を3年連続で続けている事例でございます。次の10ページでは、このような事例がどの程度あるのか、集計した結果をお示ししておりますが、エクスプレイン全体のうち、約1割程度が、このような状況になっていたというところです。次の11ページは良い事例ですが、こちらの事例のように、今後検討するとした場合には、その後の更新において、具体的な検討状況や進捗について、アップデートしていくことが望まれます。

また、12ページが、3つ目の類型の抽象的な説明に終始している事例ですが、具体的な状況に関する言及がなく、投資者の納得感が低いようなエクスプレインになっております。次の13ページが良い事例ですが、自社の状況や代替手段について具体的に言及がなされており、投資者にとっても状況が分かりやすいエクスプレインとなっていると考えられます。以上が「エクスプレイン」のポイントと事例ということで、上場会社の皆様に、まずは自主点検をしていただくための材料として、ご案内してまいりたいと考えております。なお、こちらの上場会社の皆様にのご案内をして終わりということではなく、コードの「コンプライ・オア・エクスプレイン」が建設的な対話に資するツールとなるよう、東証でも継続的なフォローアップを行ってまいりたいと考えております。

ご説明は以上です。

【熊谷メンバー】

まず資料4「株主との対話の実施状況等に関する開示について」に関しては、これまでのフォローアップ会議の意見が丁寧に盛り込まれておりますの

で、全体として賛同いたします。少し細かい部分にはなりますけれども、2ページの株主の概要について、属性に関するイメージ等がございましたら、教えていただければと思います。例えば属性というと、投資スタイル、純資産の大きさ、保有株式などがあるように思われますが、いかがでしょうか。

この開示について、上場企業の話を知っていると、開示内容について悩んでいるように見受けられますので、コーポレート・ガバナンス報告書での開示が進んできた段階で、フォローアップ会議でレビューしたり、企業担当者から意見をヒアリングしたりしてもよいのではないかと思います。特に、投資家との対話をあまり行えていなかったり、体制が整備できていなかったりする企業に対するサポートが必要だと思います。1, 800社あるプライム市場の上場企業の中で、対話の機会を得られている企業は決して多くはないと思いますので、対話の機会を得ていく方法を伝えることが役に立つのではないのでしょうか。例えば、IRや開示資料を改善させることで投資家の興味を引くことができ、対話につながる可能性があると思います。企業と投資家の双方から対話の機会を得るためのベストプラクティスなどを共有していくことも考えられます。

次に、資料5の建設的な対話に資する「エクスプレイン」のポイントについても賛同いたします。企業に改めてコンプライ・オア・エクスプレインの状況を精査してもらうことは有意義だと思います。東証でも、その状況をテキスト分析などを通じて継続的にレビューし、改善を促していく必要があるものと考えられます。また、東証によるコーポレート・ガバナンス報告書のレビューに加えて、投資家やアナリストの評価や目線を上場企業に伝えていくべきではないのでしょうか。企業からコーポレート・ガバナンス報告書が出そろった段階という少し先の話になりますが、例えば、コーポレート・ガバナンス報告書の好事例集を作る際に、アナリストや投資家の評価を入れることを考えてもよいのではないかと思います。グロース市場で求められる開示資料の「事業計画及び成長可能性に関する事項」の開示例では、アナリストや投資家の目線や評価が書かれています。コーポレート・ガバナンス報告書がどのように使用されて、投資判断の参考にされているのかを示すことは、上場企業にとっても大いに参考になるのではないかと考えます。

【門田調査役】

ご質問いただいた資料4の2ページで、「株主の概要（属性など）」としている点ですが、まず前提として、株主の個人名や個人名を開示していただくことが求められるものではありません。そのうえで、「属性など」の中には、広い内容が含まれると考えており、具体的には、例えば、国内／海外投資家の別で

すとか、機関投資家の中でもその分類を記載いただくことが想定される場所です。先ほどご指摘をいただいたような純資産規模や投資スタイルといった点も、必ず記載しないとイケないというものではないかと思いますが、有用と考えられる場合もありますので、記載していただくことは十分に考えられる内容と想定しております。

【松本メンバー】

まず資料4について、冒頭にガバナンスコードの原則5-1が書かれていて、「合理的な範囲で、経営陣幹部や～」と書かれていますが、ここがしっかりとできていないケースが多いというのが問題です。実際に、「社外取締役だから投資家とは話ができません」とか、「監査役なので投資家と話すことはできません」ということをおっしゃる方が多いのも現状で、そこを直していかなければならない、ガバナンスコード原則5-1に沿うようにしていかなければいけないという趣旨だと思います。

そう考えると、1ページの一番下に書かれている「趣旨」の箇所に「単に開示を行うというだけではなく」と、先ほどの自社株買いや株主還元の話と同じような表現が出てくるわけですが、先ほどの例とは少し意味が違って、こちらの場合は、単に開示をするのでは全く駄目ということだと思います。開示をすれば済むというようになってはいけないと思うので、この「趣旨」の部分の書き方も、これはあくまでも対話を推進すとか、後半に書いてある、建設的な対話を実現するための体制整備・取組みについて検討を実施することが趣旨であって、開示はあくまでもそれを促すための施策ということなので、ここは、主と従が逆になってしまっているように思います。資料を全部直すのは大変なので、2ページ以降はこのままでもいいのですが、資料のタイトルが「株主との対話の実施状況等に関する開示について」となっているので、開示する話なのかと感じられてしまいます。本来であれば、「株主との対話の推進」といった表現に表紙を変えたうえで、今の「趣旨」部分の主従を逆にして、「対話が重要である」、「コーポレートガバナンス・コード原則5-1に沿った運用を適切にしてください」ということがしっかりと伝わるようにするべきではないかと私は思います。

資料5の方のエクスプレインについてです。私も23年間、上場企業の代表者を務めておりますが、このエクスプレインの部分というのは、必ずしも経営者にとって注意が向く場所ではありません。資本の使い方や対話についてはすごく気にしますが、ガバナンス報告書上のコンプライ・オア・エクスプレインのエクスプレイン部分についての記述等は、これはもしかしたら私だけの問題かもしれませんが、やるべきことがいっぱいあるので、そこまで注意が向く部

分ではないと思われます。案外、担当役員・担当部署によってこの部分は準備されることが多くて、経営者はそのまま通してしまうこともあるのではないかと思います。最初に説明があった東証社長名での上場会社代表者あて通知ですが、これも代表者が丁寧に読むということではなくて、担当部署が読んで処理するものです。ただし、これは今回いろいろ取り組んでいる改革の中で非常に重要な部分でもあるので、どうやって代表者の注意を引くかというのは重要だと思います。なかなか表現するのは難しいのですが、記者会見の中でしっかりと一言など、代表者はこのエクस्पラインの部分にもしっかりと注意を向けてくださいということは、何かしらの形で注意喚起する、注意を引いた方がいいのではないかと経験から思います。

【三瓶メンバー】

資料4の方について、3点ほどあります。全体的には、非常によくまとまっていると思います。

2ページですが、「概要」の箇所で、先ほども少し話題になりました、「株主の概要（属性など）」という部分です。先ほど事務局からご説明いただいた内容などを、「属性などとはこういうことです」と注記で書くとよいのではないかと思います。というのは、その中で、先ほどご説明があったとおり、国内外投資家であったり、投資スタイル、またはパッシブ／アクティブというのは重要です。それに加え、投資家として一つのまとまりになっていますが、実は、誰が来たのか、誰と話したのかによって、随分違うと思います。ファンドマネージャーなのか、アナリストなのか、ESG担当者なのか、議決権行使の担当者なのかによって、全然変わってきます。例えば、集計したときに、議決権行使担当者とはばかり話していて、これが「対話」ですと言われると、それは少し違うとなると思います。必ず書かないといけないわけではないですが、このようなことも属性としては書いたほうが良いのではないかと思います。これを書くことによって、企業側は、今誰と対話しているのかということ把握しようということになると思います。今は、割と相手が誰かを気にしない・追究しないで、「今日は話が噛み合った」「今日は話が全然噛み合わなかった」という形になっているケースが見られます。ですから、誰と話をしているのかという把握を促す意味でも、例えばということで、属性としてこういうことを把握していますか、ということで注記したらよいと思います。その中では、グロース/バリュー/配当重視などの投資スタイルも大事な属性の一つです。

もう一つは、※印の1つ目です。ここは、「開示することが考えられる事項を取りまとめたものですが」となっていますが、「これに限らない」という意味だと思います。ですから、もう少しはっきりと「開示することが考えられる

事項を例示したものだ」と書くとか、「必ずしもすべての項目に・・・」という箇所の前に「上記の項目に限る必要はなくて、開示を工夫することは有益です」というようなことを示して、これ以上にもっと違う角度で工夫してもらうこともより良い。先ほどベストプラクティスという話もありましたけれども、そのような工夫があれば、ますますベストプラクティスも発展していくと思います。そういう内容もあったうえで、「必ずしもすべての・・・」とつながるほうがよいと思いました。

5 ページで、記載されているのはコードなので直すところはありませんが、あえて太字で強調していただいている箇所があるので、1 か所強調していただきたい箇所があります。それは、5-1②の(ii)「対話を補助する」という部分の「補助」です。あくまで「補助」と書いてあるのに、「うちはIR担当者しか対応しません」とか「うちは総務(=SR)が議決権行使についてしか対応しません」といった会社があります。IR担当者などは「補助」なのであって、上に書いてある「経営陣幹部や社外取締役を含む取締役が」という部分が大事なので、(ii)はあくまでも「補助だ」ということをもう一度リマインドする意味で、「補助」を強調して太字にさせていただけたらと思います。

資料5のエクスプレインの方では、2ページ目についてです。エクスプレインの定義・趣旨というものが、コーポレートガバナンス・コードができてから明確に書かれていないと思います。もう一度前文も含めて読み返してみたのですが、エクスプレインとは何かということは、明確には書かれていなかったと思いました。どこかで定義をするほうがいいのかと思いますが、ここでは、とりあえず、「建設的な対話に資する『エクスプレイン』を行うために」という表題のところに、「原則主義に基づき、その目的達成を推奨されている方法・手段と異なる方法で目指す場合、エクスプレインするのであり」というようなことを記載するのがよいのではないのでしょうか。「原則主義として、ゴールはあくまでも全社に向かって行ってほしいとっていて、コードにはその方法が書いてあって、その方法は原則でしかなくて、違う方法でも同じゴールに向かって行ってもらえるのであれば、それはそれでよい」という意味です。ゴールに向かって行きたくないのだということコードに対応しないと言うことは、本来のエクスプレインではありません。その点を明らかにしたうえで自社の個別事情を説明してもらうことにする必要があります。「我々は全く違う方向を向いています」となると、これは、原則主義の中のエクスプレインではないと思います。このような点を、もう少し分かるように誘導していただけたらよいと思います。

【小池メンバー】

この議論を見返しますと、まさにコードのレビュー・総括という印象を受けておりました、ここからの取組みがとても重要であるということに改めて感じています。資料については、細部は皆さまご指摘のとおりであり、総論は賛同いたします。そのうえで、いくつかコメントさせていただきます。

まず、機関投資家として対話が求められることになりましたが、そこでは、実効性のある対話が求められています。ここにおいても、実効性のある対話につながる取組み・企業の情報開示という点に留意していただく必要があると思います。以前もコメントさせていただいたと思いますが、対話と開示ができていない会社とできていない会社の二極化が非常に進んでいます。できていない会社を念頭に考えるべきなのか、そうでない会社を対象にするのかという点が一つの大きなポイントです。例えば、開示と対話が両方できている企業、開示はできているが対話できていない企業、開示も対話もできていない企業、おそらくざっくりとこの3つの分類ができると思います。やはり、できていない企業の底上げも一つ必要になります。ここの企業群に対しては、おそらく、開示と対話ができている企業群とは全く異なるメッセージを発信して、ガイダンスを提供していかねばならないと考えています。実は、数としては、できていない企業の方が少し多いのではないかと個人的には持っております。このような企業群に、効率的に実効性のあるガイダンスをどのように出していくのかは、おそらく、この取組みを進めていくうえで非常に重要な鍵となるのではないかと感じています。

その意味では、東証においても、こうした場の提供について、何か工夫を考えていただくと大変我々としてもありがたいと思います。例えば、私が会長をさせていただいているアナリスト協会では、東証と一緒に企業のIRの場の設営をさせていただいて、コロナ前ですと1,000社以上、コロナ期間ですと約500社程度の方々方がIRの場としてご利用いただいています。おそらく、500社、1,000社といっても、我々アナリスト協会として想定している数字よりは、はるかに下回っています。ただし、今回の取組みで多くの企業がこういった場に興味をもって参加していただくと、キャパシティ上の問題などが出てくると思いますので、東証としても、こういった企業群にIRの場ですとか、エンゲージメントの場まで行くのかは別にして、投資家との対話のきっかけとなるガイダンスやイメージづくりができる場を提供していただくと、投資家サイドも非常に助かり、そこに参加をしていくきっかけになるのではないかと考えています。

また、印象なのですが、表記の方法はいろいろあると思いますが、企業の思い、投資家の思いも区々ですので、必ずしも全部一致するものでもないと思っ

ています。だからこそ、先ほどのPDCAを回していく話として、東証でもレビューをしていく、何か誤解のある企業があれば warning を出して注意喚起をして、これは意図と違うのだというメッセージを出しながら、企業や市場とコミュニケーションをしていただけると、我々も助かると考えています。

【神田メンバー】

対話の方ですが、前に申し上げたことでもあるのですが、会社側だけを名宛人にするのではなく、機関投資家側にもということで、この資料2のプレスリリースの一番下に一節を設けていただくのは大変良いと思います。

その上で、資料4については、私が実態を知らないため間が抜けた感想になると思いますが、2点申し上げたいと思います。

1点目は、小池メンバーがおっしゃった内容とも若干関係するかもしれませんが、プライム市場は1,800社あります。1,800社に向けて資料4の内容を伝えることが何を意味するのかということ、おそらく半分くらいの会社は対話自体がなされておらず、空振りになるリスクがあると思っております、少し言い方に気を付けたほうがよいと思います。とにかく段階的に進めていくといいますか、まずは体制を作ってくださいとかそのような方法です。下位企業という失礼な表現でうまい表現がないのですが、1,800社全社がやりましょうというのは、理想はそのとおりでプライム市場のコンセプトにも合致していると思うのですが、現実的ではないというのが感想です。ただし、資料はそのままでよいと思います。

2点目も、私は実態を知らない部分なのですが、対話やエンゲージメントは、もともとは企業側が initiate するものなのか、投資家が initiate するものなのかという点があります。これは、コーポレートガバナンス・コードやスチュワードシップ・コードを制定するときにも議論があった点だと理解していません。企業側の方から投資家へのアプローチは、伝統的にはIRを中心に行われるわけですが、投資家の側から企業にアプローチするほうが、コードとの関係では、言い方が正しいかは分かりませんが、より重要です。ですから、投資家から申し出があれば適切に対応してくださいという点が中心だと思います。両方重要だとは思いますが、そのメリハリが資料からは分かりにくいという感じがしました。

また、エクस्पラインの方については、1点だけ感想です。「今後検討」というエクस्पラインを3年間そのままというのは、しかもそれが10%存在するというのは、どういうことなのかと少し首をひねります。コードの原則のコンプライ・オア・エクस्पラインは、企業行動規範の遵守すべき事項として定められていますので、コンプライもエクस्पラインもしないと上場規則違反に

なります。少なくとも制度的にはそうなっているわけです。コードの導入当初は、少しは緩く適用していたということかとは思いますが、「今後検討」を3年間続けるとするのは遵守すべき事項を遵守しているとはいえないということを、取引所は言っているのではないのでしょうか。実効性確保措置を発動するかはともかくとして、少し強く言ってもいいのではないかというのが感想です。

【安藤メンバー】

まず、後半のテーマの一つ目の株主との対話については、情報開示もIRも企業側の対応がまちまちで差がある現状を考えると、株主との対話の実施状況を開示して果たして意味があるのかということになるかもしれません。まずは、企業経営者に対話やその先のエンゲージメントを自社の強みと課題を認識するための手段として認識させることが重要です。そうでないと、このような株主との対話に関する開示に関する施策を打っても効果が得られない可能性があるように感じます。従って、まずはやってみよう、その結果を評価しましょうということの良いと考えます。

さらに、神田メンバーが指摘されたとおり、スチュワードシップ・コードの趣旨に則った投資家側の取組みはどうするのかという観点も必要です。この論点はフォローアップ会議で扱うテーマではありませんが、企業価値向上のための車の両輪ですので、ぜひ別の機会に議論していただくようお願いします。

二つ目のエクस्पラインについて意見を述べます。2015年6月にコーポレートガバナンス・コードが導入されて以降、3年ごとに既に2回の改訂が行われました。企業によっては、「コンプライ優先主義」と呼べるような実態があり、依然として根拠を見つけてコンプライしたいという姿勢があるのは事実です。そういう意味で、エクस्पラインにスポットライトを当てる、つまり、コンプライすることが良いことなのでなく、自社の現状を認識して課題があるのであればそれをエクस्पラインすれば良いというような発想の転換を促すことは必要です。もっとも、今までコンプライしていた項目をすぐにエクस्पラインに変えるのは難しいかもしれません。

しかしながら、ここで述べた2つの施策ともに、コーポレートガバナンス・コードの趣旨に沿って企業経営の質を高める手段であり、繰り返しになりますが、まずはトライしてみようというスタンスで臨むのが良いと考えます。

【翁メンバー】

まず、資料4の方は、松本メンバーがおっしゃたように、「株主との対話の推進と開示について」というように、「推進」ということを明確に書いたほうがよいのではないかと思います。目的は開示だけを求めるものではないということだと思っています。

それから、2ページです。属性については、私も社外取締役に就いていますが、先ほどからご意見出ていますように、何を書けばいいのだろうという疑問が必ず出てくると思います。海外／国内ですとが、パッシブ／アクティブですとか、属性の具体例を書くことが必要だと思います。

また、三瓶メンバーのご意見と同様で、全ての項目について開示が求められるわけではないと書いてあるのは大事なことです。要は、このような解説をして何を求めているのかということを実証からしっかりと発信されることが大事だと思っています。特に、対話ができていない会社について、しっかり対話を求めるものであるし、それによって企業価値を向上させるきっかけにするものなのだとすることを、分かりやすくして発信していただきたいと思っています。

他のメンバーもおっしゃいましたけれども、機関投資家についても、このような考え方が同様に求められるということは、プレスリリースには書いていただきましたが、しっかり発信していただきたいと思っています。

コンプライ・オア・エクスプレインのエクスプレインのポイントについても、まさに私も同じ考えです。企業の中にはやはり安易なコンプライになりがちで先が少なくないです。それよりは、エクスプレインでしっかり説明されていけばそれでよいと思っています。企業が1,000社、2,000社あって、全く同じ考えでいる必要はなく、むしろエクスプレインでしっかり説明できていることが大事だという点をしっかり発信していただくとよいと思います。エクスプレインがまずいという方向に作用しないように、あくまでも、コンプライ・オア・エクスプレインが原則であり、エクスプレインの場合は明確な説明が求められるということがしっかり発信されるとよいと思います。

【三瓶メンバー】

先ほどの神田先生のコメントについて、データの補足をさせていただきます。プライム市場の上場会社が1,800社と対話をするのは大変だというお話がありましたが、まさに昨日GPIFからスチュワードシップ活動報告が開示されています。その中で、2022年の1月から12月の間に、GPIFが委託した運用機関の対話先企業は、合計で946社でした。かなり頑張って対応したと思いますが、それでも946社、時価総額ベースでは94%カバーしておりますので、運用者の立場からの目的はある程度達成されているのだと思

います。1, 800社全社と対話ができるのかというのと、現実からは乖離しているのではないかと思います。

企業と投資家どちらからアプローチするかについては、アプローチはどちらからしてもいいと思いますが、まずはコーポレートガバナンス・コードの原則5-1にあるように、投資家からアプローチしたときに、門前払いでなく、きちんと対応するということからだと思います。

私の経験では、企業からアプローチがある時には、例えば、統合報告書の出来栄えについてフォードバックを求められることが多かった印象です。ただ、こうしたアプローチにすべて対応していると業務が回りませんし、対話の目的は、統合報告書の出来栄えではなく、取組み自体です。正直に申し上げると、出来栄えのフィードバックのみを求めているような対話はお断りすることもありました。

そういったものが変にエンカレッジされてしまって、運用会社も受けざるを得ないという形で求めに依っていると、無目的な対話が量産され、手が回らなくなっていくということになります。先ほどのどちらからアプローチ、何が優先順位かという観点から、この点を明確にしておければと思い、発言しました。

【黒沼メンバー】

資料4については、これまでの議論のとおり、株主との対話を促進することが主な目的であり、開示というのはその結果に過ぎないと思います。ただ、株主との対話を促進しているかどうかについて方針を開示させてもそれだけでは意味がありませんので、対話の実績がある企業については、その実施状況の開示を求めるということには十分な理由があり、対話の実績がない場合には、対話の促進のための取組状況を開示してもらうというやり方で適切だと思います。

また、開示することが考えられる事項は、すべての項目について開示が求められるものではないというのはその通りだと思いますが、主な対応者や株主の概要、主なテーマ、フィードバックの実施状況など、いずれも書けないものではないと思いますので、開示を要求してもよいのではないかと思います。ただ、開示を求めなくても、対話を実施している企業は自律的に開示してくれると思いますので、原案の注意書きのままでよいと思います。

エクスプレインのポイントや事例については、よくまとまっていると思いますし、今後記載が充実することを期待しております。検討中と記載している企業は、おそらく、企業としては将来コンプライしたいけれど、体制が整ってい

ないために、検討中と記載している会社が多いのではないかと思います。

私は、エクस्पラインもきちんと説明すればそれで良いと考えておりますので、その内容を充実させて、単なる「検討中」という記載をなくしていくということが必要なことだと思います。全ての企業がコードの原則に遵守するということは求められていないと思います。

【小池メンバー】

メンバーの皆様からのご意見ございましたが、企業側だけでなく投資家側も相当な努力をしていかないといけないとあらためて痛感しております。運用会社でも規模によってエンゲージメントに対する格差はあると感じております。また、三瓶メンバーのご指摘のとおり、キャパシティの問題も私自身感じておりますが、1,800社全社からいきなり対話をしてほしいと電話がかかってくることはないと思いますので、神田先生がおっしゃるとおり、段階的にこういった取組みを進めていくためのワークロードを示す、または、会社が考えていただくとよいと思っています。

また、フォローアップ会議での議論が意味の無いものとならないよう、投資家側も逆にこういったものを回す努力をしていく必要があると痛感しております。ただ、然は然り乍ら、やはり効率的に実効性のある対話ができないかという意味では、先ほど申し上げたような「場」の提供をお願いできないかと考えております。

企業側も投資家側もそうした取組みを真剣に進めることで、そこに乗ってこない企業、パフォーマンスが上がらない企業については退出してもらうことで、新陳代謝を促すということも本来の目的だと思います。

【菊池部長】

ありがとうございました。

最後に、グロース市場についての今後の進め方について、資料6に基づき、ご説明いたします。

【門田調査役】

資料6が、グロース市場に関する論点につきまして、前回いただいたご意見をカテゴリーごとにまとめたものでございます。

3ページに今後の進め方に関するご意見と、それを踏まえた対応についてまとめております。下のところをご覧いただければと思いますが、前回の会合では、グロース市場の機能発揮といった観点から、上場の間口の在り方、上場後の成長の促進、情報開示やプロマーケットの活用などに関して、論点を挙げて

いただいたところでございます。

今後の進め方としては、前回ご意見いただいたとおり、グロース市場の上場会社に対して、上場後の課題などに関するアンケート調査を実施するとともに、前回挙げられた論点に関連して、機関投資家、ベンチャーキャピタル、スタートアップなどへのヒアリングも行いながら、議論を深めていきたいと考えております。また、上場会社へのアンケートについては、4月以降に開始したうえで、結果はフォローアップ会議でもご報告させていただく想定でございます。簡単でございますが、ご説明は以上です。

【菊池部長】

ただいまご説明した内容につきまして、ご質問などございますでしょうか。

【翁メンバー】

フォローアップ会議の場でなくても結構ですので、国内の投資家だけでなく、海外の投資家にもヒアリングをしていただいたうえで、海外の投資家の見方を共有していただきたいと思います。

また、進め方として、できることから改革できればよいと思っております。最後の報告書が出るまで待つということではなく、そういったスタンスで進めていただければと思います。

【三瓶メンバー】

今後の対応方針に関して、記載いただいたような取組みを進めていただくことは有難いと思います。

その中でグロース市場上場会社へのアンケートに関してですが、今後、そのアンケート結果を踏まえて我々が議論を進めていくということかと思いますが、その内容について、上場会社への送付前にフォローアップ会議の場で議論させていただく余地はあるのかどうか、確認させていただければと思います。

【池田課長】

ご指摘のとおり、アンケートの内容は今後の議論の前提ということにもなりますので、実りある議論を進めていくためにも、次回の会合において、アンケートの内容についてご確認・ご議論いただいた後に、アンケートを実施する形で進めさせていただきたいと考えております。

【松本メンバー】

グロース市場以外の話になりますが、先ほどから機関投資家側の関与が重要

であるのご指摘が出ております。私も全くそのとおりだと思いますが、我が国の枠組みでは、機関投資家向けにはスチュワードシップ・コードなどが策定されているところです。本日は金融庁様も参加されていますが、東証における対応だけでなく、関係者ともしっかりと連携のうえ、取組みを推し進めていただければと思います。

【菊池部長】

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。最後に、今後の予定等についてご説明させていただきます。

【池田課長】

本日も活発なご議論をいただきまして、誠にありがとうございました。

まず、本日ご議論いただきました資料2～5に関しましては、いつもどおり、会議終了後（11時30分）に、会議資料としてウェブサイトで公表させていただく想定でございます。

また、プレスリリースや上場会社の皆様への通知に関しましても、ご指摘を速やかに反映したうえで、可能であれば、本日中に、上場会社の皆様へ通知という形でご連絡差し上げたいと考えております。確定版は、またメールでご案内差し上げます。

次回の会合の議事につきましては、また個別にご説明させていただきますのでよろしく願いいたします。

【菊池部長】

それでは、以上もちまして本日は散会と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願いいたします。

以上