

市場区分の見直しに関するフォローアップ会議（第4回） 議事録

日 時： 2022年11月25日（金）10時00分～11時30分

場 所： 東京証券取引所 9階911・912・913会議室

出席者： メンバーリスト参照（翁メンバー欠席）

【菊池部長】

それでは、予定の時刻となりましたので、第4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、翁メンバーがご欠席、熊谷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】

本日は、まず、小池メンバーと野村アセットマネジメント 執行役員の村尾様より、資料2に基づきまして、「海外機関投資家に映る日本株式市場」についてプレゼンテーションをいただきます。プレゼンテーションの後には、ご質問・ご意見を頂戴するお時間を設けさせていただきます。ここまでで30分間程度を想定しております。

その後、残りのお時間を使いまして、経過措置に関する議論を深めたく存じます。まず、資料3に基づきまして、東証から本日ご議論いただきたい事項や関連データをご説明した後、資料4に基づきまして、大和総研 政策調査部 主任研究員の神尾様より、プレゼンテーションをいただきます。その後、ご意見を頂戴したく存じます。

なお、資料5の意見募集の結果及び資料6の経済産業省様の意見書につきましては、お手元に資料をお配りしておりますが、事前説明でご説明しておりますので、本日の説明は省略させていただきます。

以上でございます。

【菊池部長】

それでは、さっそく小池メンバーと村尾様からプレゼンテーションをいただきたいと思います。どうぞよろしくお願いいたします。

【小池メンバー】

大変貴重な機会をいただきありがとうございます。

資料に沿いまして、「Project BRIDGE 海外機関投資家に映る日本株式市場」というテーマでご報告いたします。株式のC I Oをやっている村尾執行役員が同席しています。

近年グローバルな投資家の日本株に対する興味が薄れてきているという声を耳にすることが多くなってきましたが、一方で、企業業績や競争力、コーポレートガバナンス・コードの進展を含むガバナンスの強化などを見ていると、海外先進国の株価と比べて日本の株価が割安ではないかと判断をしています。

弊社では、全資産の15%弱を海外の顧客が占めますが、4月以降渡航が可能となったことから、海外の顧客を訪問しながら、日本株に関する意見交換を行いました。その結果をまとめたのが本日の資料です。

「Project BRIDGE」というのは、企業と投資家の橋渡しをすること、また企業の実態、企業価値と市場の株価のギャップを埋めていこう意味を込めて始めたものです。まずは4月から5、6月にかけて、第1回目として海外投資家をまわり、日本の株式市場が割安・魅力的であるということと、受託しているアセットに関してはエンゲージメントを強化して企業価値を高めていくという2点を訴えてきました。

はじめに、私たちが考える日本市場の魅力について、ポイントを村尾からご説明いたします。

【野村アセットマネジメント 村尾執行役員】

私たちが日本の株式市場をどのように見ている、それをどのように海外の投資家に伝えてきたかという点についてご紹介します。

3ページをご覧ください。市場が割安であることを訴えるために、益利回りの世界株式市場との比較を1970年代から示しています。チャートは、日本

の株式の益利回りが世界の益利回りより高い、つまり安いことを示しており、50年来の安値にあるのではないかと考えられます。

続いて4ページですが、割安であるということを言うと、必ず投資家から、市場のROEが低いからバリュエーションが安くて然るべきとの反論があります。このこと自体に異論を唱えるわけではありませんが、それが日本株市場に対して投資の機会がないことを意味するのではないということをお伝えしたいと思います。

左の図は、米国のS&P500指数と東証のプライム市場銘柄を比較したものです。それぞれの母集団の中で、ROEが15%以上の銘柄がどの程度あるかを示しています。S&P500指数の場合は約58%（275銘柄）である一方、東証プライム市場の場合は21%（378銘柄）となっており、構成比だと日本の比率が低いものの、絶対数では決して遜色ない状況にあります。378銘柄という数は、いわゆるアクティブ運用でポートフォリオを構築する際に銘柄を選んでいくに十分な大きな母集団であると言えます。さらに、より重要なのは、ROE15%以上の母集団同士を比較した場合に、S&P500だと62%がPER20倍以上である一方、日本株の場合はPERが20倍以上はわずか30%程度しかなく、15倍以下の銘柄が半分以上を占め、同じように高収益・高成長の銘柄を選んでくるうえで、より割安な銘柄が日本で選択できるということを示しています。

実際にそのような母集団に投資していたらどうなっていたかというのを5ページで示しています。ROE15%以上の日本株は、S&P500指数と比較しても決して遜色しないリターンが見られており、しかも、バリュエーションのレベルが低いことがわかります。

また、決してROEが高い企業だけに焦点を絞ったのではなくて、ROEが低い企業に対しても機関投資家がエンゲージメントすることで、収益性を向上していく取組が起こっているということを次の6ページでお示ししています。私たちがエンゲージメント活動をする際には、事業戦略、財務戦略、環境・社会・ガバナンスへの取組といったテーマを継続的に対話し、変化を促す取組をしています。

7ページ以降ではスチュワードシップ・コード導入以降の日本の株式市場で起きた変化をご紹介しておりまして、7ページには、独立社外取締役の割合、あるいは指名報酬委員会の設置によるガバナンス改革、多様性という観点での

女性役員の割合の変化を載せております。

また、投資家の影響力という観点では、8ページに株主総会における株主提案議案数が2022年には292件と、過去最高を記録しています。また、会社が提案した議案への反対比率が20%を超えた企業の数も、12%に上っています。2020年及び2021年は、コロナ禍のため、一部議案に対する議決権の行使に暫定的な措置をとった投資会社もあったことから比率が低下しましたが、2022年には再び増加傾向に転じています。つまり、投資家の声はますます大きくなってきているということが言えます。

9ページでは、結果として配当や自社株買いといった資本政策の変化が継続して起こっているということ、また、10ページでは、投資家の構成比率において、金融機関や事業法人の比率が低下し、外国人あるいは投資信託の比率が上がっている、物言う株主の比率が増えているということをお示ししています。

よく議論になるのが、日本の経済が成長しない中でなぜ日本に投資しなければならないのかということです。そこで11ページでは、日本のGDPと企業収益の推移を示すことで、企業収益はGDPとまったく違う動きをするということを示しています。

今回、投資家の注目が高かった話題のひとつが為替です。投資家訪問をした時期は急速に円安が進んだ時期であり、12ページにありますように、実質実効為替レートや経常収支をご説明しながら私たちの為替に対する見方をご紹介させていただいています。投資家は円資産が下落し続けることに対する懸念が非常に強いというのを実感しました。

その意味では日銀の金融政策やインフレの動向に関する関心は非常に高く、13ページでインフレに対する我々の見方やシナリオ分析をご紹介する中で、日銀の金融政策に対する見方もご紹介しました。

最後になりますが、14ページには、岸田政権の新しい資本主義における政策の紹介として、中長期の競争力向上に向けた施策が盛り込まれているという話をしています。

以上が、我々が投資家に説明した内容になります。

こういったことを海外投資家にお伝えしようと思った契機となったのが、日本の株式市場の構造です。16ページにありますとおり、株式市場の金額シェアにおいて外国法人の比率が継続的に上昇している、また投資部門別の売買シェアでも海外投資家が過半数を占めていることから、海外投資家に日本市場を正しく理解してもらう必要があるということが、海外の投資家を訪問した背景にあります。

17ページには、日本のROEの水準を各国と比較した際の格差と海外の投資家の売買の動向を示していますが、日本のROEが上がる時に海外の投資家は買うといったように連動していることがわかります。

【小池メンバー】

続きまして、投資家訪問での意見交換の内容をご紹介します。

19ページは、欧州、中東、アジア、北米の約150の機関投資家と面談をしてきましたということで、その総括が20ページでございます。

日本株に対しては、ネガティブに感じている投資家が46%、ポジティブ26%、中立28%となりました。関心が高かった分野は、エンゲージメントです。我々が説明において、割安な日本市場と野村アセットマネジメントとしてのエンゲージメントに力点を置いたために、エンゲージメントへの関心が高かったものと推察されますが、非常に多くの関心を集めました。あとは、物価と金融政策が意見交換における主な話題となりました。

次のページ以降は、個別のコメントが書いてありますので、詳細はぜひご覧いただきたいと思いますが、21ページですと、日本株が50年来の安値圏である中で、1や7のように賛同する意見もありましたが、22ページでは、12のように、長期で伸びる見通しが持てないという投資家がいるのも事実でありました。少し意外だったのが、コロナ禍だったということもあるかと思いますが、そもそも市場に関する情報が足りないという声を14、15、16、18などでいただいたことです。このあたりは改善すべきポイントと考えています。また、23ページにまいりまして、村尾が発言しましたように、日本のGDPが成長しない中でも企業の収益力・業績に注目すべきと我々としては説明しているものの、マクロに対する懸念を持っている投資家も散見されました。24ページは、1、3、4、5、6、7、8などのように、経済というよりマ

クロ的な観点での日本の構造改革を期待するとの声も出ておりました。25ページについて、円安に関しては、為替の見通しに関心が高く、日銀の金融政策の見通し、海外投資を膨らませている日本の個人を含めた投資家動向を気にしていることが確認できました。また、26ページのとおり、日銀の金融政策の背景となっている物価の動向・見通しについても相当質問がありました。27ページは、ROEの高い銘柄をより低いバリュエーションで買えることについて、アクティブの投資家からは賛同を得られたものの、パッシブの投資家からは、指数そのものの見直しや魅力を高めることの発信をしてほしいとの声も多く聞かれました。28ページ以降はエンゲージメントに関してです。31ページは、岸田政権の政策について、4月から6月にかけては具体的な内容が少し欠けていたということもあり、あまり質疑応答はありませんでしたが、渡航規制の緩和やコロナ対策に関する質問は多く出ておりました。

来年のはじめに、今春に行いました投資家回りのフォローアップとして、同じ投資家に対して、日本の政策動向も含めアップデートをしていく予定ですので、そこで拾える声があればまた共有させていただければと思います。

32ページは、海外投資家との対話から得られる示唆として、海外の投資家は、そうはいつでも日本経済全体の成長を期待していると感じたところです。また、情報開示について改善の余地があることを確認できました。本会議でも議論になっている英文開示を含めて、情報が伝わっておらず、理解を求めていく活動が必要と感じています。エンゲージメントについては、エンゲージメントを通じた企業改革が企業価値の向上につながったという事例がまだ多くないため、一生懸命訴えているものの、実感いただけていないのではないかと思います。また、パッシブ投資家にとって魅力ある市場・インデックスについては、すでにあるものをどう見せていくのか、あるいは新たに作るのかといった点について議論が必要と感じています。

最後になりますが、弊社では、ウェブサイト「Project BRIDGE」という特設サイトを作って、投資家の皆様に見ていただけるようにしています。特に今回、情報発信がないとの指摘がありましたので、CEOのエンゲージメントをしっかりとやりながら、英文で我々のサイトから海外の投資家に情報発信していけるよう取り組み始めていることをご紹介させていただきました。

駆け足になりましたが、以上です。

【菊池部長】

ありがとうございました。

それでは、質疑応答に移りたいと思います。本日はオンラインでご参加されている方がいらっしゃいますので、ご発言の際には、最初にお名前を言っていたいたうえで、ご発言いただければと思います。また、オンラインでご参加の熊谷メンバーにおかれまして、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、お願いいたします。

【松本メンバー】

松本です。日本市場にはROEが15%以上と高い銘柄存在している一方で、PERはアメリカの企業と比べて低いというご紹介がありましたが、理由は何だと考えられますか。

【野村アセットマネジメント 村尾執行役員】

5ページに、1993年から、日米でROEが15%以上の銘柄のPERの推移を載せておりますが、日米の格差が顕著に拡大したのは2009年以降、すなわち金融危機以降となっております。

2009年以降の非常に緩和的な金融政策が、結果的に、アメリカ市場への一極集中をもたらし、アメリカで無形資産中心に高い収益性を上げている企業に対する資金集中が起こり、バリュエーションが著しく高くなったことでギャップが生じたということにして、一つには金融事象によるものと考えられます。

それを示すものとして、本日の資料には載せておりませんが、MSCIのACWIインデックスにおいて、日本株の構成比は5%と非常に低い水準となっておりますが、過去10年間の各国の比率の推移をみますと、日本が比率を落とした唯一の国というわけではなく、実はアメリカ以外のすべての国が比率を落としております。つまり、アメリカにすべての資金が集中してしまっているという状況です。

これは投資家の資金属性がそういった銘柄を過度に志向しており、他の投資機会について見落としている部分が多数あるのではないかと、という視点で述べさせていただきます。

また、もう1つは、ROEは成長率のひとつの指標ではありますが、成長率というのは当然売上の伸びといった、事業そのものの成長率でも説明される部分があります。

お話をした海外の投資家から言われたこととして、ROEが再投資といった形で高い成長率を維持できるのはわかるが、それ以上に、需要によって売上が伸びる会社が日本には少ないというものがあります。利益成長が達成できる企業が日本には少ないということで、ディスカウントが起こっていると考えられます。

また最後に、こちらも海外の投資家から指摘をいただいたこととして、循環性がございます。日本企業は結局シクリカルであって、傾向として成長できる企業は少ないというものです。景気循環に沿って、ジグザグを経験しながら伸びていく会社は多数存在していますが、その循環を乗り越えて成長していく企業数が少ないのではという指摘を受けています。

これらの認識で、バリュエーションギャップがあるのではと理解しておりますが、それでもそれなりのディスカウントが効いているのであれば投資機会としてみなす余地があるのではというような話を、海外の投資家に対してさせていただいているところです。

【三瓶メンバー】

三瓶です。よろしく申し上げます。

今の点について、私も似たような分析をして、日本取締役協会の協会誌に今年寄稿したのですが、分析して見えたのは、日本はROEが高いのにバリュエーションが低い会社が海外に比べて多いことです。その理由として、そうした企業の株主になっているファンドは配当成長ファンドや高配当ファンドといったものであり、すなわち、業績、トップライングロースが期待されていないということです。

それなりに稼ぎ、還元の余地はあるということで、株主還元だけを期待されている状況でして、割安というよりは、株主資本を回収する市場になってしまっているといったところが認識すべき重要な課題だと考えております。

【菊池部長】

ありがとうございました。

それでは、続きまして、手元の資料3に基づきまして、本日もご議論いただきたい事項についてご説明させていただきます。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】

それではお手元の資料3についてご説明します。

まず2ページの図に沿って、ご議論いただきたい事項をご説明します。

1点目は、経過措置の終了時期について、原則として、いつにすべきかという点です。

2点目は、終了時期を決めた場合に、それより後までの計画をすでに開示している会社の扱いをどうするか、具体的には、計画期間にかかわらず一律で終了すべきか、若しくは、各社の計画を尊重し、例外的に、計画期間の期限まで猶予する必要があるか、また、仮に期限まで認める場合でも、一定時点で基準を引き上げることも考えられるかといった論点です。

3点目は、計画期間の更新に関して、仮に計画の期限まで猶予する場合に、終了時期を超える計画の開示をいつまで認めるかという点です。

4点目は、同じく計画期間の更新に関して、終了時期を定めたときに、経過措置の終了前までの計画を、とりあえず終了時期まで延ばしておこうといった動きについて、何らかの制限を設ける必要があるかという点です。

5点目は、市場区分ごとの取扱いの差異を設ける必要があるかどうかでして、スタンダード市場への市場変更が可能なプライム市場と、上場廃止となる可能性が高いスタンダード市場など、市場区分ごとの違いを踏まえ、異なる扱いとする必要があるかという点です。

6点目は、市場区分の変更についてで、経過措置の終了に伴い、特にプライム市場からスタンダード市場への市場変更を検討する会社が出てくることが見込まれますが、こういった市場区分の変更に関して、審査手続きの簡素化など、制度的な対応が必要かどうかという点です。

以上が本日もご議論いただきたい論点で、この後は参考資料をお付けしております。

東証からの説明は以上です。

【菊池部長】

続きまして、ゲストからプレゼンテーションをいただきたいと思います。冒

頭にもご紹介しましたが、大和総研から、神尾 篤史様にご参加いただいております。それでは、神尾様、どうぞよろしく願いいたします。

【大和総研 政策調査部 神尾主任研究員】

大和総研政策調査部の神尾と申します。本日はお話をする機会を頂き、大変ありがとうございます。

私はリサーチャーとして東証再編に関する制度や上場会社の状況に関するレポートを執筆しており、それに基づいて上場会社、投資家、マスコミなどへのレクチャーを行っております。特に、上場会社に対しては、市場再編前後から制度内容を含めて多くのレクチャーを行っており、個別企業からのお話も多数うかがっております。

本日は経過措置制度の論点と経過措置適用会社の状況について、10分程度お話をさせていただきます。資料内には、先ほどの東証の説明と重なる部分がありますので、省略してお話をさせていただきます。

1ページですが、経過措置の論点ということで、ここでは経過措置という視点で見ると、それぞれの市場には3つの上場会社のタイプがあるということを示しております。図表の左に市場再編後の上場会社数と経過措置適用会社数が書かれていますが、ご覧いただきたいのは、真ん中の2022年10月時点の部分です。

プライム市場の部分をご覧いただきたいのですが、紫、緑、灰色の3つで上場会社が色分けされていますが、1つ目が紫色の「経過措置対象会社」となりまして、再編前に上場していた会社が該当します。2つ目はその内数になるのですが、実際に経過措置が適用されている「経過措置適用会社」、そして、3つ目が市場再編後、2022年4月4日以降に新規上場した「経過措置対象外会社」になります。これは経過措置が適用されない会社になります。

2ページですが、これらを踏まえての経過措置の終了方法について、個人的には以下の4つが考えられるのではないかと思います。この4つは5、6ページでも図解にして、それぞれ詳しくご説明するものになります。

一つ目は、特定の時期に全面的に経過措置を終了させるというものです。例えば、2025年3月、2027年3月というところで、一時点で経過措置を終了させるというものになります。

次いで段階的に終了するという方法で3つの要素が考えられるかと思います。

まず一つ目として、それぞれ上場会社が設定した計画期間まで経過措置を認

めるといふこと、企業は3年や5年など様々な期間を設定しておりますので、そこまでは経過措置として認めるといふものです。二つ目は、特定の時期に上場会社の計画期間の更新の終了や、上場維持基準に適合しない会社の新規での経過措置適用を終了するといふものです。この新規での経過措置適用の終了は、昨年の市場移行の段階では上場維持基準に適合していたけれども、それ以降に上場維持基準に適合できなかつたケースになります。最後三つ目は、経過措置に適用される緩和された上場維持基準を引き上げていこうといふものです。

3ページの上場維持基準に抵触した場合の日程例については、東証からも説明があつたので割愛させていただきます。

4ページも、東証の資料にも一部入つておりましたが、経過措置が終了して上場維持基準に適合できない場合の市場移行についてです。

一つだけお話しすると、スタンダード市場の上場会社は、条件的にグロース市場に新規上場することは難しいのですが、上場会社自身もそれを徐々に認識し始めており、現在、具体的な対応を模索し始めているような段階になっていっていると感じます。

ちなみに先ほどお話しした、経過措置に適用される緩和された上場維持基準は、図表の市場区分の右側に書かれているものです。上場維持基準と比べるとかなり低い水準に設定されておまして、これを徐々に引き上げていこうといふ論点があるといふことになります。

続いて、5ページですが、先ほど申し上げた4つの経過措置終了方法・要素について、考察したスライドとなります。右下の図にありますように、それぞれの選択肢を①～④に分けて、横軸を新陳代謝、縦軸を市場への影響として整理するとこのようなイメージになると考えられます。このスライドでは①と②について説明しております。

①は特定の時期に経過措置を全面的に終了する場合です。その場合、各市場の上場会社が全て上場維持基準以上となり、均質化されます。新陳代謝の促進も期待されます。一方で、特定の時期に多くの上場会社の上場廃止や市場間移行が行われるので、市場への影響は大きいかと思ひます。

②から④までについては、組合せによつて、新陳代謝や市場への影響は変わるものかと思ひます。

②は上場会社が設定した計画期間まで経過措置を認めるものです。これは上場会社の取組が尊重され、市場への影響も小さいですが、新陳代謝の促進が最

も遅れるケースになります。また、計画期間の更新をいつまで認めるかなど、考慮しなくてはいけないことも多いです。

6 ページですが、③は特定の時期に計画期間の更新や新たな経過措置の適用を終了させるケースですが、特定の時期から経過措置の適用がないということになりますので、市場の新陳代謝が促進され、市場への影響もある程度大きいというイメージです。このケースでは、最初にお話した「経過措置対象会社」と「経過措置対象外会社」の扱いがイコールフットイングになります。一方で、考慮すべきこととして、実際の時期をどうするかなどが挙げられます。

④は緩和された上場維持基準を引き上げるケースですが、数度に分けての引上げを考えると、③よりは新陳代謝が緩やかに進み、市場への影響も緩やかなものとイメージしております。ただ、引上げの時期や水準について考えなければいけないこと、「経過措置対象会社」と「経過措置対象外会社」がイコールフットイングになる時期が遅くなるということは考慮すべき点かと思えます。

7 ページは東証から説明がありましたので割愛させていただきまして、8 ページですが、こちらは適合に向けた計画を開示した企業のうち、現時点で進捗状況を開示した会社の状況になります。左上の図が計画書からの状況の変化を示しており、順に「改善」、「悪化」、「改善+悪化」、「変化なし」、「新規計画書開示」となります。「改善」の中には上場維持基準に適合したと開示した企業も含まれます。矢印の青い吹き出しが該当します。また、「改善+悪化」は複数の上場維持基準に適合していない会社で、基準によって改善しているもの、悪化しているものがミックスされているケースになります。

全体でみると、「改善」が多いですが、「悪化」と「新規計画書開示」も一定程度存在することがわかります。

これを4～9月期決算会社とそれ以外の決算会社で分けたものが下の二つの図表になります。

左下の図は4～9月期決算会社ですが、4月期決算会社から東証による上場維持基準の判定がスタートしており、いわば義務的に進捗状況や計画書を公表した会社になります。これを見ると、「改善」している会社もありますが、「悪化」と「新規計画書開示」が多いのがわかります。

右下の図はそれ以外の決算月会社ですが、こちらはまだ東証の判定が行われていないけれども、進捗状況を任意で開示した企業になります。任意ですので、改善状況をアピールする会社が多いと推測されます。

9 ページは、株価から見た経過措置適用会社の状況です。具体的には、市場

移行段階で計画書を開示した企業の株価になります。期間は計画書の開示がスタートした昨年9月1日から今年の10月末までとなります。各市場についてご覧いただくと、50%超の株価パフォーマンスを残す企業がある一方で、大きなマイナスの企業もあり、幅があります。

ここからは、お手元にある2つの上場会社の計画書を実際に見たいと思います。

まず一つ目の会社は、先ほどの私の資料の9ページの図表ですと、株価のパフォーマンスはプラス50%超の部類に入ります。

昨年開示された「計画書」を見ていただくと、資本生産性の低さという課題認識をしっかりと行い、その対策を掲げています。

そして、株主還元の充実を謳っています。連結配当性向を従来よりも大きく引き上げ、配当を大幅に増額しました。こうした点が、投資家の目を惹いて株価の上昇につながっているのではと考えられます。また、キャッシュフローアロケーションを示しているのもポイントかと思います。

そして、もう一つの書類である「進捗状況」の開示書類を見ると、しっかりと取組の進み具合が書かれています。

一方で、もう一つの会社の株価パフォーマンスはマイナス20%超になっています。

資料はボリュームがあり、分析が行われているのですが、市場が求めている成長に向けた戦略や株主還元が不十分ということなのか、株価は上昇の糸口をつかめていないように見えます。

【菊池部長】

ありがとうございました。

それでは、残りの時間を使いまして、お手元の資料3に基づきまして、本日も議論いただきたい事項について、メンバーの皆様方からご意見を頂戴したいと思います。神尾様へのご質問などもございましたら、あわせてお願いします。

どなたからでも結構でございますので、ご意見・ご質問がある方は、よろしくお願いたします。

【熊谷メンバー】

資料3の東証説明資料に掲載されている6つの論点について、私見を述べた

いと思います。

まず、①の経過措置終了期限についてですが、弊社の神尾からの説明の中でも「新陳代謝」という言葉がございましたが、私は今回のフォローアップ会議の最大のテーマのひとつは市場の新陳代謝の促進だと考えております。

健全な新陳代謝を機能させる制度をいかに作るかということが我々に課せられた大きなミッションだと捉えています。その意味で経過措置をいつまでも残すことは新陳代謝の促進を阻むことになるという点は言うまでもないことです。

そもそも、経過措置は制度の激変緩和措置として設けられたものであり、あくまで例外的な措置だと思います。例外措置が長くなればなるほど、市場再編の効果は薄れてしまいます。

また、2022年4月の市場再編後に上場した会社は経過措置が設けられていないことを踏まえると、経過措置を終了させ、全ての上場会社の取扱いをイコールフットイングにすることも重要だと考えます。

他方で、社内を改革し成果を上げるためには一定の時間が必要なことも理解できます。実際に、計画書を開示して上場維持基準に適合するべく、各種のコーポレートアクションを実行して、着実に成果を積み上げている会社も見受けられます。そういった企業の前向きな取組を後押ししていくことも考慮しなくてはなりません。

以上のことを総合的に勘案しますと、市場再編から3年という2025年3月を終了期限にしてはいかがかと考えます。2025年3月以降は上場維持基準に不適合になったとしても経過措置の適用はなく、既存の経過措置適用会社の計画期間の延長・更新も終了させることにしてはいかがでしょうか。

上場会社から見れば、経過措置終了後に概ね1年間の改善期間があるため、実質的には2026年3月まで改善に向けた取組を行うことができます。

ただ、この改善期間は、上場維持基準の適合が難しくなった場合、他の市場区分への移行を検討する期間や、上場廃止に向けたアクションなどを考える期間になり得ます。そういった状況にあることを市場に強く認識させるために、東証から改善期間入りの開示を検討すべきだと考えます。

次に②の終了期限を超える計画を既に開示している会社の扱いですが、20

25年3月以降に計画期間の終了を予定する会社の中には、上場維持基準適合に向けて成果を上げている企業もございますので、それらの企業を評価するような規定を導入してもよいと考えます。

例えば、流通株式時価総額であれば、100億円の目途を2027年3月とし、2026年3月には80億円というように、基準を徐々に引き上げるような制度です。ただし、これは経過措置という例外規定の中の例外になるため、シンプルな規定にしなければならないと考えます。

次に③の終了期限を超える計画期間を新たに開示した会社の扱いですが、市場再編からある程度の時間が経過し、また本会議の議事録も公表されているため、市場再編の狙いや制度に対する上場会社の認識も深めることができているとみられます。

終了期限を超える計画期間を新たに設定・開示した会社は2025年3月という経過措置の終了に合わせ、それ以降は改善期間入りとさせるべきと考えます。

次に④の終了期限より前までに計画期間を延長することに関するコメントですが、終了期限より前までの計画期間の延長には制限を設ける必要はないと思います。

市場は上場会社の開示を見ており、その行動は市場の評価に委ねればよいのではないのでしょうか。安易に計画期間を延長させることは、株価にネガティブに働く可能性があると考えています。

そして、⑤の市場区分ごとの異なる扱いですが、新陳代謝の促進という観点から、終了期限は全市場で共通のものにすべきです。

一方で、終了期限を超える計画期間を既に開示している会社には、取組の成果を評価する規定の導入を考えるべきだと申し上げましたが、その評価方法で扱いを変えることが一案となります。

例えば、経過措置が適用されているスタンダード市場の上場会社は他市場区分への移行が難しいことを踏まえると、仮にプライム市場での評価期限を2027年3月とすれば、それよりも遅く期限を設定したり、基準を引き上げるスピードを緩やかにすることなどが考えられます。

また、⑥の経過措置の終了に伴い、市場区分の変更に対する制度的な対応が必要かについてですが、経過措置の終了に伴い、プライム市場からスタンダード市場への変更など、一定程度の企業が市場区分を変更することが想定されま

す。

市場区分の変更は、原則として、新規上場申請の手続きが必要ですが、多くの企業が新規上場申請を行うことになると、証券会社ではIPO審査に加えて既存会社の市場区分変更への対応も求められます。本会議の第三回の市場関係者へのヒアリングでもあったように、IPO件数にもよりますが、市場区分変更への対応が実務上難しくなる可能性も否めません。

その可能性を踏まえた場合、時限的にはあるものの、最も多いと想定されるプライム市場からスタンダード市場への移行の手続を簡素化することが望ましいと考えます。

最後に、その他の点について申し上げますと、上場廃止後も一定の取引が成立するよう、廃止銘柄を集めた「受け皿市場」の創設の議論があったと承知しています。

仮に、新しい市場を作るとなると、時間が膨大に必要であり、関係各社で各種のシステム投資が必要になる点などを踏まえれば、東証から出された監理・整理銘柄制度の延長が現実的な対処方法になると考えます。

【三瓶メンバー】

三瓶です。まず結論から申し上げて、理由はのちほど補足いたします。

①については、経過措置の終了時期は3年後、2025年3月末にすべきと考えます。

②の猶予措置については、経過措置の終了時期の公表時点で3年を超える計画を開示している企業については、最長で5年、2027年3月末まで猶予し、ただし、企業名、未達内容、計画期限を東証及び当該企業から公表することが必要と考えます。

③の計画の更新については、経過措置の終了時期の公表時点以降の延長は原則として認めるべきでないと考えます。

④の終了時期までの計画期間の延長は認める一方で、企業名、未達内容、計画期限を東証及び当該企業から公表することが必要と考えます。

⑤は市場区分で異なる取り扱いにはしない、⑥の市場区分の変更において制度的な手当は必要ないと考えます。

①を3年にする理由としては、中計など経営計画の達成に必要とされる一般的なリードタイムは世間では3年というコンセンサスがありますし、実際に6割の企業は3年以内の期間で適合に向けた計画を開示しております。

また、意見募集での投資家の意見としても、3年程度をあげる声が多く、資料3の4ページで、こちらは非常に面白い分析だと思いますが、市場が許容する期間としても3年だということが示されております。

②で猶予期間を最長5年と申し上げたのは、94%の経過措置適用企業をカバーすることができることを考慮したものです。先ほどのように、計画期間が長いほど市場評価が下がるということは、それ以上長くしても時価総額の向上は困難になり、そもそも有効な施策ではないと考えます。

また、猶予期間を設ける理由としては、最初に期限を定めなかったのは、東証の失敗であり、いきなり後から期限を定めることには大変な責任があると考えます。企業は市場選択の際に、きちんと検討をしたはずであり、それを後から反故にすることは不信感を生む懸念があります。

ただし、同時に、経過措置を安易に利用、延長する企業の姿勢にも問題があるため、先ほど申し上げたように企業名、未達内容、計画期限を公表し、いわゆるネーム・アンド・シェイムというような方法で、早めの達成を促していくことが必要と考えます。

また重要なのは、そうした情報を公表することで、一次情報のベンダーを通じて、情報データベースに格納され、機関投資家がスクリーニングをしながら、どの企業が②の猶予の対象となっているかや、経過措置の終了時期までの計画であっても、どういった状況になっているかということが分かるということです。

一般投資家向けにも、情報データベースを活用した情報発信サービスを通じて伝わることによって、投資している企業の状況が分かり、投資家にとっての予見可能性が高まると考えられます。

また、そもそも市場区分の設計思想として、3つの市場区分は、コンセプトの異なる、上下関係がない設計であることをはっきりと打ち出してきました。

ですから、プライム市場からスタンダード市場ですとか、スタンダード市場からグロース市場へといった上下関係があるような移行は、コンセプトに反します。この段階で早くもそういった設計思想がブレるということは、今後の判断においても、一貫性がなくなることとなり非常に危険です。

また、審査キャパシティについては、順番に審査していくしかないのではと思います。審査に必要なリードタイムや、経過措置の終了時期に近づくと、

審査キャパシティがひっ迫する可能性があることは、早く周知しておいて、早期に検討する必要があることを上場会社に伝えるべきだと思います。

【永見メンバー】

永見です。私も結論から述べさせていただきます。

①については、2025年3月末で一律で終了させることが適当と考えます。

②、③については、終了時期を超える猶予は認めるべきでない、④については2025年3月末までであれば延長の可能性はあってもよいと考えます。

⑤については、市場区分にかかわらず同じ取扱いをすべき、⑥については審査を簡素化すべきというスタンスになります。

フォローアップ会議の一連の議論を振り返ってみますと、初回の議論で国内外の投資家の方から様々なフィードバックがございましたが、市場区分の変更自体が複雑で、メッセージなどが伝わっていないという議論が多くあったかと思えます。

経過措置そのものは、発行体に寄り添った制度として有難い面もありますが、今回一番念頭において議論すべき対象は投資家だと思いますので、取引所と投資家がクリアに動ける形になることが重要かと思えます。

そうした観点から市場再編から3年で一律で終了し、可能な限りシンプルかつクリアなルールと運用にすることが最も重要だと考えおきまして、それ以降の猶予は認めるべきでないと考えます。

また、三瓶メンバーのお話のとおり、3年で60%の企業がカバーできるということもありますし、現にファクトとして、市場区分開始後最初の半年で10%の企業は基準に適合しておりますので、単純にこれを6倍したとしても、やはり、60%程度はカバーできるかということになります。

一点悩ましいと思っている点として、東証にもご質問したいのですが、資料3の6ページに「改善期間1年」という記載があり、経過措置中も、ある意味改善期間だと思うのですが、「経過措置期間」と「改善期間」の違いを教えてくださいませんか。

例えば、改善期間中も、基準に適合すれば、上場を維持できるのでしょうか。

【菊池部長】

改善期間は、経過措置を適用されているかどうかに関わらず与えられる期間となります。例えば2022年4月4日に以降に新規上場した会社については、経過措置の対象外のため、新制度が適用されますが、事業年度末に基準に抵触した場合は1年の改善期間が与えられます。

現在、経過措置を適用されている会社については、現在も、事実上は改善期間入りしているというのは、ご指摘のとおりです。

【永見メンバー】

そうしますとやはり悩ましい点として、改善期間も含めて経過期間は3年で終了ということも考え方としてはあるかと思えます。1年の改善期間があることを前提に、経過措置の終了時期として2025年3月末、2024年3月末どちらかいいのかと考えた中で、2024年3月というのは若干ラディカルかと思い、冒頭では2025年3月末と申し上げた次第です。

【神田メンバー】

①については、常識的に考えて、短くて2年、どれだけ長くても5年かと考えております。

先ほどからの皆様のご発言にありますとおり、2025年3月までとすれば、新市場区分に移行した今年の4月から数えて3年となり、穏当なところかと思えます。

②については、一度ルールを宣言して認めたものを、その後に新ルールを作ってそれを遡及適用して経過措置の終了に伴い認めないとすることはできませんので、認めざるを得ないと思えます。

③については、現時点で経過措置を適用していない会社や終了時期を超える計画を開示していない会社ですので、作成する新しいルール次第ということで、色々な作り方があるかとは思いますが、原則として認めないというルールも、あるいは経過措置終了までは認めるというルールも考えられると思えます。

ただ、適用時期については、先ほど三瓶メンバーもおっしゃったように、経過措置終了のルールというものをいつ公表していつ効力を発生させるのか、仮に来年の4月1日に施行するとしますと、効力発生日の前日までは認めざるを得ないとも思えます。

④についても、すでに計画を開示していて延長する権利が現在のルールのものであるとすると、新しいルールの効力発生日の前日までは、認めざるを得ないと考えられます。すなわち、仮に4月1日を効力発生日とすると、3月31日までは、④のような延長を認めざるをえない感じがします。ただ、これは現在のルールが何と書いているのかをよく確認する必要があり、技術的な話のような気がしますので、決めれば良い話かもしれません。

⑤については、私も必要ないとは考えますが、先ほどからのお話を伺っていて思ったのは、上場維持基準には複数の項目があり、基準に抵触しているという会社の中でも、1つだけ抵触している会社と2つ以上抵触している会社があります。場合によっては、1つだけ抵触しているケースは異なる取扱いを認めるということも考えられるのかもしれない。

あるいは、たとえば流通株式時価総額を計算するにあたって、その算定の仕方を工夫するなどして、少し柔軟な対応を行ってもよいかもしれません。

いずれにせよ、市場区分ごとというわけではありませんが、基準ごとに詳細にというか細かく検討してみるということも考えられるように感じました。原則として不要とは思いますが、少し実態にあわせてできることがあるかもしれないと思います。

⑥についても、原則として制度上の対応は不要だと思います。

ただ、三瓶メンバーが仰ったこととも重複しますが、東証側の体制が課題となりうると思います。早めに周知することで対応できればそれで問題ないと思いますが、できないようであれば多少簡素化することも避けられないかと思います。

最後にもう1点だけ、資料3の6ページにある、上場廃止までの流れ及び受け皿に関してですが、ご記載いただいた内容に賛成いたします。期間としてもこれくらいの長さでいいのではないかと思いますし、今の監理銘柄・整理銘柄の仕組みを活用することが現実的であると思います。

【安藤メンバー】

各メンバーのご意見を伺って、基本的な方向性はほぼ共通しているのではないかという印象を受けました。

企業の立場に立つと、自助努力だけでは改善が難しい上場維持基準もあるの

で悩ましいのですが、上場企業として経営の矜持を示すことも重要な責務ですので、結論から申し上げますと、私も①は2025年3月末をもって一律に終了するという考えです。

一方で、神田メンバーから法律的な意見もありましたので、①を2025年3年末に終了することを前提として、会議事務局において、法的な観点を含めてプロコン（Pros/Cons）をまとめていただき、そのうえで具体的に詰めていくのが良いと思います。

因みに、神田先生の②についてのご指摘については私も悩んだ点であり、事前に経過措置を何年まで認めかを明らかにしないまま各社が適合計画を提出した経緯があるので自主的に設定した終了時期を「権利」として認めるか、はたまた「当面の間」の定義を事後的に定めることは問題ないのか、という論点は重要です。

それからもうひとつ、計画期間の終了時期を決める際に考慮すべき事項として、東証による上場審査などのキャパシティが問題です。その意味からプライムからスタンダードへと市場区分を変更する場合の手続を検討する必要があります。

三瓶メンバーが指摘されたとおり、あくまでも市場区分は機能で分類しているだけで市場としての序列はないという理念ですのでロジック上は難しいかもしれませんが、市場区分変更の際に、東証があらためて正規の上場審査をやり直す事務負担について気にしています。

繰り返しになりますが、立法的側面や、東証および証券会社の実務の問題を含めて、理念だけではなくプラクティカルな検討項目を洗い出していただくようお願いいたします。

【黒沼メンバー】

理屈ではなかなか決められないところがあり、皆さんの発言はそれぞれもつともだと感じましたが、自分なりに感触を述べたいと思います。

①の経過措置の終了時期について、初回の会合では5年でいいのではないかと申し上げましたが、経過措置をできるだけ早い時期に一律で終わらせることが市場としてのコンセプトを明らかにする観点から重要であることも勘案して、皆様が仰っているように、3年、あるいは3年プラス1年の改善期間が良いのではないかと考えております。

②については、悩むところですが、私は法的にこうしなければいけないということはないと思っています。ただ、例外的に認めつつも、その例外も5年までとするのがいいのではないかと考えております。

③について、終了時期の公表までにその時期を超える計画を開示すれば②と同じ取扱いにするとということだとすると、終了時期の公表の直前に駆け込みで開示する会社もあるだろうと思います。

上場会社は、終了時期をいつにするかという議論をこの会議で行っていることがわかっているはずですから、できる限り一律で経過措置を終了させるという①の趣旨を貫徹するためには、③を認めない方がいいと思います。

④について、終了時期よりも短い期間の計画を立てていた会社については、その短い期間に達成できなければ上場廃止にするとということだとすると、①の考え方とは異なるものです。①の趣旨を重視するのであれば、2025年3月又はその1年後に一律で切るのがいいのだろうと思います。

⑤については、区分ごとに異なる取扱いは不要だと考えております。

⑥については、現状で判断材料を持ち合わせておりませんが、東証における見込みも勘案して決めていく問題であると考えております。

【松本メンバー】

私は、経過措置の終了時期は、2024年3月でいいと思っています。

また、資料3の6ページにある上場廃止までの流れは、記載のとおりでいいと考えます。上場維持基準に抵触しても1年間の改善期間があるので、経過措置を2024年3月末までとしても、実質3年間が与えられているということであり、それで良いと思います。

また、②以降にあるような様々な猶予・延長については、基本的には認めない方が良くと思います。

なぜならば、東証が起点となるルール変更は通常もあるものであって、長い計画を出させてしまったためにそれを全て認めないといけないということではないと思っています。そもそもこの議論自体が新しいルールを作るものであって、過去に縛られる必要はないと考えています。

基本的な考え方として、個社が個社の努力で上場維持できるようにしようという前提で議論がなされているように感じておりますが、我が国においては、生産要素が各社に分散的に保有されていて、効率が落ちて生産性が低くなっているという問題がある中で、個社によって上場維持基準に適合するのではなく、生産要素の交換や合併により生産性を上げて適合するということを東証のルールによって促すことができれば、上場企業全般あるいは社会全体の生産性の向上につながります。

その観点からすれば、個社の力で適合するよう配慮をするのではなく、それでは間に合わないということで合従連衡や生産要素の交換へのプレッシャーがかかるようなルール作りをすることが良いのではないかと私は思っています。

【小池メンバー】

私は基本的には2025年3年までが良いと考えており、皆様のお考えと概ね同じかと思っております。

ポイントは規律と信頼性であり、規律を持った市場で新陳代謝を促すことが重要となります。当初、期限を定めず経過措置を設けたので、そのことに配慮せず期限をいきなり切ってしまうと、上場ルールに対する信頼性が、上場会社からだけではなく海外投資家を含む各投資家からも失われてしまいますので、その点は留意すべきであるように思います。

また、経過措置は、本会議で議論すべき課題の一つではありますが、プライム市場・スタンダード市場・グロース市場において企業価値をそれぞれどう向上させていくか、日本の株式市場をどう育てていくかがより大きなテーマであり、規律ある市場ルールを発信していくことが、東証の取引所としてのガバナンスにもつながると感じております。

その意味では、終了時期を超える猶予は必要ないともともと思っていたのですが、本日のご説明も踏まえ、実際の各企業の進捗状況や努力など前向きな部分を見ると、そのようなことを発信している会社はなんらか配慮すべきであり、逆に発信していない会社は、仮に市場に残ったとしても株式市場に上場することへの責任感を持っていないと捉えられますので、差をつけても良いのではないかと今日の資料を見て思いました。

【菊池部長】

ありがとうございました。皆様のご意見をひとつお伺いしましたが、まだ

お時間に余裕がございますので、他にご意見があれば承りたいと思います。

【松本メンバー】

コーポレートガバナンス改革は、基本的に投資家・株主の視点を、資本市場の設計や企業の経営に取り入れようという動きであると理解しております。今回、資料5として意見募集の結果をまとめていただいておりますが、恒常的に東証として、投資家・株主の意見を受け入れる窓口を作ってはどうかと思っております。

たとえば証券取引等監視委員会（SESC）では、問題があれば情報提供できる窓口があり、それが色々なきっかけとなっております。東証においても、恒常的にいつでも機関投資家あるいは個人投資家からこの会社がおかしい、このルールがおかしいという意見を聞けるような窓口を作ってはどうかと思っております。

【永見メンバー】

2点コメントをさせていただきます。

まず、この間も時間が過ぎるので、可能な限り速やかにロードマップを明確にし、年内は難しいかと思いますが年初速やかに公表すべきと考えます。このことは経過措置をさらに延ばさないために非常に重要なことであると思っております。

また、経過措置の議論は重要である一方、そのほかにもこれまでの議論では、ROEやPBRの低い会社に向き合うかという論点もあったところで、その観点では、途中の回でもプレゼンをお聞きしましたが、インデックスのあり方についてまた議論を行い、アクションをロードマップとしてまとめるべきではないかと考えております。

【菊池部長】

ご承知おきの上でご発言いただいたところかとは思いますが、インデックスについては、正式にはJPX総研で検討をしているところでございます。もちろん、今後、ご意見があれば何らかの形で承りたいと考えております。

【三瓶メンバー】

先ほど言い忘れましたが、基準を段階的に引き上げるのはわかりにくいように思います。最終的に一般投資家や海外投資家が、データベースを使って簡単にスクリーニングできて、今どういう状況にあるのかがわかるということが重要であり、情報が間違いなく伝わるようにしないと、混乱が起こるのではない

かと思えます。

投資判断を行う人たちに、最終的に情報がどのように伝わるのか、それをどう発信するのかという情報伝達経路を考えつつ、シンプルな仕組みにすることが必要かと思えます。

【菊池部長】

ありがとうございました。最後に、次回の予定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。

次回以降は、これまでご議論をいただきてきました、PBRやROEの改善をどう促していくかといった論点も含めて、論点の整理に向けて議論を進めてまいりたいと思っております。以上でございます。

【菊池部長】

それでは、以上をもちまして本日は散会とさせていただきます。

本日はまことにありがとうございました。次回もよろしくお願いいたします。

以 上