

市場区分の見直しに関するフォローアップ会議（第15回） 議事録

日 時： 2024年3月22日（金）13時30分～15時20分
場 所： 東京証券取引所 15階第二会議室
出席者： メンバーリスト参照（翁メンバー、神田メンバー、熊谷メンバー欠席）

【菊池部長】

それでは、予定の時刻となりましたので、第15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たします。

はじめに、本日の出席状況でございますが、翁メンバー、神田メンバー、熊谷メンバーがご欠席となっており、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、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。

【池田統括課長】

本日もよろしくお願いたします。

本日は大きく3つ議題がございますが、まず1つ目が、「資本コストや株価を意識した経営の実現に向けた対応」についてです。直近の企業の対応状況などのアップデートや今後のフォローアップの方針についてご説明します。

2つ目は、資料2でございますが、企業行動規範の見直しについてです。今後、数回に分けて議論していくテーマかと考えてございますが、本日は初回になりますので、規範の制度的な枠組みや最近の企業の状況等のファクトをお示ししたうえで、幅広くご議論いただければと思っております。

3つ目は、資料3でございますが、グロース市場の上場基準についてです。実際の上場会社の状況などのファクトを踏まえて、今後、議論を進めていくうえでの基本的な考え方をご議論いただければと思います。

本日の議題は、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、議題が3つございますので、それぞれのテーマごとに、ご説明とご意見を頂戴できればと思います。

それでは、まず、「資本コストや株価を意識した経営の実現に向けた対応」

に関する開示状況について、資料1に基づきご説明いたします。

【池田統括課長】

「資本コストや株価を意識した経営の実現」に向けた対応につきましては、本年度は、上場企業の方に検討・開示をはじめていただき、国内・海外の投資家の皆様にも高い関心をお寄せいただいたという点で、初動としては良かったと思っております。

一方で、企業の取組みは当然ながら時間をかけて進められていくものでありますので、来年度、あるいはその後も含めて、丹念にフォローアップを行い、継続的に打ち手を検討して、動きを継続していく必要性が極めて高いと思っております。

今後とも対応状況を適宜公開して企業・投資家の皆様に示していきたいと思っておりますが、大きなヤマといたしましては、3月決算の企業の皆様の対応が、決算発表、株主総会、その後のガバナンス報告書の更新という形で取りまともります8月のタイミングかと考えてございます。

1年経過した全体感が見えてくると思いますので、それを踏まえて、企業の開示率の向上、あるいは、中身のブラッシュアップそれぞれにどのように力をかけて進めていくのか、あるいは、プライム・スタンダードの開示率の差をどのようにとらえ、どのように進めていくのかなど、検討できればと考えております。

そのうえで、資料1において足元の現状だけ簡単にご報告いたしますが、2枚目にありますように、プライムの開示率につきましては、1月から一覧表を公表し始めて以降、毎月5%程度伸びておりまして、足元では、検討中を含めて全体で6割、開示済で5割弱となっております。一方、スタンダードは全体で2割程度となっております。

3枚目ですが、以前にもご議論いただきましたPBR1倍以上の企業の対応の遅れに関しましては、昨年からの働きかけを強めておりますが、足元では右側にありますとおり対応していただく企業が増えてございます。

今後の取組みに関しましては、4枚目にあります現状の取組みを継続しつつ、黄色囲いにありますとおり、今後、3月決算企業が新たに開示・あるいは更新していただく際に、開示や一覧表への掲載ルールなどを正確にご理解いただけていない企業もいらっしゃると思いますので、なるべく簡単にわかりやすくこれらをリマインドして周知していきたいと考えてございます。

足元、あるいは当面はこのような進めていきたいと考えてございますが、もし現段階で何かお気づきの点がございましたらいただければと存じます。

【菊池部長】

それでは、メンバーの皆様方から、もしご意見やご質問があれば頂戴したいと思いますが、いかがでしょうか。

【三瓶メンバー】

東証のメッセージを受けて企業側が対応しているという状況は良いと思いますが、東証は「開示の状況」について集中的にフォローアップしているかと思えます。池田さんが仰っていたとおり、メッセージに対しての初動を見るという観点では「開示の状況」を見るのは良いと思いますが、本質的なところは資本収益性・成長性が上がっているのか、市場がそれを評価しているのか、ということだと思いますので、今後のフォローアップではそういった点を見ていく必要があるのではないかと思います。例えば資本収益性の分布がどのように動いているのかを見て、それが市場から正當に評価されていそうか見ていく必要があると思えます。仮に、足元ではROEが上昇しても市場で評価されていなかったら、まだ持続可能だと評価されていない、といった点をフォローアップ、モニタリングする必要があると思えます。

そういった集計・分析データを用いると、投資家が企業と対話する際、企業の立ち位置を指摘できるなど、対話の材料になると思えます。

スタンダード市場については、この会議が始まった当初に、コンセプトが不明確だという話をしています。というのも、ほかの市場と相対的に並べたらコンセプトの違いが分かるけれども、単体ではスタンダード市場の説明を分かりやすくできないことに課題があると思えます。なので、立ち戻って、スタンダード市場が何なのか議論しないといけないと思えます。

それと並行して、先ほどお話したモニタリングのポイントである、資本収益性・成長性・市場の評価の観点でプライム市場とスタンダード市場を見ていくと、スタンダード市場がどう見えているのかわかると思えます。グローバル目線とは違うスタンスでスタンダード市場に上場しているとしても、上場しているからにはこの3つのポイントは重要で、プライム市場と比較してはるかに劣後しているということであれば、問題あるということだと思います。そのため、そういった課題を把握するという意味でも、3つの点がフォローアップの際のポイントで、スタンダード市場にも適用できると思えます。

こちらの資料の最後に書いていただいた上場会社への再周知は重要なことだと思っておりますし、再周知をしていただきたいですし、この一覧表を見る投資家に対しても再周知になると思えます。こういった切り口で一覧表を作成しているのかが分かると対話の内容も明確化すると思えます。

【黒沼メンバー】

私もスタンダード市場の開示状況がプライム市場と比較して著しく低い点は気になります。それを含めてスタンダード市場の課題を検討する必要があると思いましたが、まず、東証としてはなぜこんなに開示率が開いていると考えているのでしょうか。

【池田統括課長】

いくつか要因はあると思いますが、プライム市場上場会社と比較すると投資家との接点が相対的に少ないかと思しますので、意識の差は当然あるかと思えます。また、社内のリソースもプライム市場上場会社と比較すると十分でないと思しますので、そういった要因が組み合わさってスタンダード市場の開示率が低くなっていると思えます。

【黒沼メンバー】

仰った理由の1点目は、スタンダード市場上場会社は、投資家との対話は必要ない、また、対話の機会が少ないから開示しなくてよいと考えているということでしょうか。

【池田統括課長】

必要ないということではなく、現状として投資家との対話の機会が少ないので、相対的に開示しないといけないという意識が低いということかと思いません。

【黒沼メンバー】

分かりました。課題の一つであることは間違いないと思えます。

【小池メンバー】

企業の開示が進んでいて市場の評価を得ているということは、この取組みはつかみとしては良いと思えます。我々の現場の感触としては、企業側から企業価値向上に向けた説明をさせてほしいというアプローチ、もしくは証券会社を含めた方々からこういった会社が頑張っている、という声は確実に増えていきます。集計はまだできていないですが、体感としては2~3割は増えていると思えます。こういった状況の進展は良いと思えますし、アナリストを含めてエンゲージメントの担当者との対話をしていても、対話の内容として企業価値向上の取組みが増えているという実感もあります。お互い理解を深めつつ、企業側も少しずつ対話の機会を重ねることでリテラシーは上がっていくと思えますし、

それを期待している声があります。一方で、全部の会社対話要求してくると対応するリソースが足りない、という実態を以前お話ししました。この話が現実的になってきていて、ミーティングのリクエストが多く、今のスタッフでは現に受け切れていないです。ただ、受けないわけにはいかないので、受けています。そうすると、一回当たりのミーティングの時間が短くなっております。もっとも私が懸念しているのは、既存の1社1社のエンゲージメントのクオリティがそういったことで上がらない可能性があることとして、何かしら考えないといけないと思っています。エンゲージメントは数も大事ですが、クオリティというのを我々は重視していますので、バランスをどうとっていくのが難しいです。また、要請を踏まえて対話を行おうとしているにもかかわらず、投資家が対話を受けてくれないという不満が増えるのは、この取組みにおいて1番あってはいけないことですので、このあたりのコントロールをどのように考えるのかというのは、非常に大きな課題だと実務を通じて感じているところです。

今申し上げたのは我々が感じていることですので、先ほどの資料にありましたが、マーケット全体としては機関投資家がどう感じているのか、そのあたりは東証からフィードバックをもらえるようにアンケートを取ったり、対話していただいて市場全体の調整をしていただければよいと思います。

プライム市場とスタンダード市場の開示状況の違いは、お二人の委員もご指摘されていましたが、やはりここは課題だと思います。実際に開示状況の違いで、例えば企業価値・株価への影響がどう表れているのか、そういった分析をして企業側にインセンティブを持ってもらうことが必要なのだと思います。

【安藤メンバー】

まず、開示社数の進捗についてコメントします。本年（2024年）2月末時点でプライム市場において（検討中を除いた）開示済企業が48%に達していることをポジティブに評価しています。また、3月決算企業の開示開始や検討中企業のアップデートを想定すると3月末時点では確実に50%を超えます。そして、比率が50%を超えると企業による取組みの本気度が増すので、さらに急速に3分の2へ向けて開示済企業の比率が向上するはずで

一方、スタンダード市場の開示済企業が14%というのは、確かにプライム市場と比較すると見劣りするかもしれませんが、但し、プライム市場が公表した開示例が蓄積されつつあり、スタンダード市場企業の経営者が参考にできる取組事例が確実に増えてきています。この点は極めて重要であり、やはりスタンダード市場の企業は財務余力が乏しかったり、コーポレート部門のスタッフが

十分でなかったりしますが、資本コストや株価を意識した経営の実現に向けた対応をテーマにしたコンサルタントの提案活動も活発化していますので、これらも活用すれば比率は着実に上がっていく可能性が高いです。

そして、事務局から「開示社数の増加を目指すのか、開示の質の向上を目指すのか」との問いかけがありましたが、もちろん両方を目指すことが理想です。プライム市場・スタンダード市場での開示率100%を目指し、企業が投資家との対話・エンゲージメントによって自律的に経営力を高めていくというプロセスが本来の姿です。

その意味で、私は、金融庁が同時並行で進めている、スチュワードシップ・コードの見直しに期待しています。やはり機関投資家、証券会社のセルサイドアナリスト、議決権行使助言会社などが市場改革にどのような役割を果たすべきなのかを存分に議論していただくようお願いします。

【松本メンバー】

概ね良い方向だと思いますが、何で去年色々な会社が反応したのかを考えると、ある意味、期待を裏切って東証がうるさいことを言ってきたからだと思います。東証はこれまでは発行体に対してうるさくなかったのに、うるさいことを言ってきたのが良い刺激になったのだと思います。再周知などは良い取組みだと思いますが、ただ、マンネリ化してうるさくなくなると反応しなくなってしまいうリスクがあると思います。そのように考えると、2月に公表した取組み事例は、投資者から支持が得られた取組みの事例を出していて、文句が出た事例は出していないと思います。うるさいことが刺激になって企業が動いたと考ええると、匿名化してでも悪い例を出してうるささを継続することが重要だと思います。

【三瓶メンバー】

先ほどすでに申し上げましたが、改めて申し上げますと、開示はゴールではありません。今は「開示の状況」を追っていますけれども、開示が進めばそれでよいという考えにならないでほしいと思います。開示をしなくても収益性が上がっていけば投資家は自ら企業の状況をチェックしに行き、開示が十分でないほど対話を行おうとしますので、それでも良いと思います。ただ、開示があった方がフェア・ディスクロージャーの観点でもよいと思いますが、開示はあくまで手段であって、目的化しないようにしていただきたいと思います。

また、小池メンバーが仰った、投資家が対話をしてくれないと言っている企業への懸念に関しては、企業経営者向けの講演の際、アクティブ運用の投資家

目線で考えれば、興味がある会社しか見ない、つまり対話の機会がないのは投資家から興味を持たれていないからだ、と伝えています。対話の機会が欲しいなら成果を出すとか、または変化の大きさをアピールするしかないと思います。結果が変わっていないなら、開示をしても投資家は限られた時間を優先的に割かないと思います。

【菊池部長】

ありがとうございました。

続きまして、企業行動規範の見直しについて、資料2に基づき、ご説明させていただきます。

【山脇調査役】

資料2についてご説明させていただきます。

2ページ、3ページは目次でございまして、はじめに4ページ以降が企業行動規範の全体像についてです。

4ページは企業行動規範に関するこれまでの経緯をお示したものです。企業行動規範は、証券市場の構成員であり、多くの一般株主を抱える上場会社に対して、責任ある行動を求めるものとして2007年に制定されました。

背景としては、2006年の会社法施行後に企業行動の自由度が高まる中で、流通市場の機能発揮や株主の権利を阻害するような企業行動が発生していたことがございまして、従来の適時開示の履行義務に加えて、こうした企業行動を規制するための事項を中心に段階的に規定してまいりました。

2015年にはコーポレートガバナンス・コードを策定し、企業行動規範においてその尊重やコンプライ・オア・エクスプレインを規定しています

5ページは、ご参考までに制定当時の議論を抜粋したものですので、説明は割愛させていただきます。

6ページ、7ページは現行の規定をお示したものです。

企業行動規範は、上場会社として守るべき事項を定める「遵守すべき事項」と推奨する事項を定める「望まれる事項」があり、それぞれについて、資料にお示ししているような規定を設けています。

8ページが企業行動規範に対するエンフォースメントについてです。遵守すべき事項に違反した場合には、公表措置などの措置の対象となる一方、望まれる

事項については措置の対象外としております。

また、ガバナンス・コードのコンプライ・オア・エクスプレインのように、実施しない場合に必ず説明が求められるような作りにはなっておりませんが、米印で記載がございますように、一部の規定については、コーポレートガバナンス報告書等で会社の考え方や取組状況の開示を求めています。

9ページは、ご参考までに措置の内容をお示ししております。各措置の内容の説明は割愛させていただきますが、措置についても、企業行動規範の制定後に多様化を図ってきた経緯がございます。

10ページ目に移りまして、こちらは企業行動規範とコーポレートガバナンス・コードの比較です。

両者の間で一部内容の重複する項目も存在しておりますが、これまでは両者の違いを踏まえ、双方の内容を維持してきた経緯がございます。

違いの1つ目としては、対象として、企業行動規範は基本的に全市場が対象ですが、コードについては、例えばグロース市場は基本原則のみの適用となっております。

また、違いの2つ目が建付けでして、企業行動規範は遵守する、あるいは、努める義務があるのに対して、コードについては、エクスプレインした場合は、努める義務もないということになっております。

11ページ、12ページは、ご参考までに、企業行動規範とコーポレートガバナンス・コードで重複が見られる主な項目を抜粋しております。例えば、独立社外取締役の選任、あるいは、議決権行使の環境整備などの項目が重複しております。

続いて、上場会社の責務に関する最近の議論についてです。

14ページに移りまして、コーポレートガバナンス・コードの策定も踏まえ、昨今、会社の持続的な成長と中長期的な企業価値向上が広く上場会社の責務として認識されてきております。

当会議でも、ご議論いただいた内容を踏まえ、昨年「資本コストや株価を意識した経営」など企業価値向上に係る要請を実施しております。

15ページは、要請後の状況ということで、資料1でご紹介した開示の状況を再掲したものでございますので、ご説明は割愛させていただきます。

16ページは株主・投資家との対話や、その前提となるIR活動の実施状況に関して、三井住友信託銀行の調査結果を載せております。

プライム市場については、多くの企業が株主・投資家との対話や決算説明会等

のIR活動を実施しておりますが、グロース市場、スタンダード市場については、IR活動の実施状況等に差がある状況となっております。

17ページは、これまで当会議でご議論いただいた内容をお示ししたものです。不特定多数の投資家を抱える上場会社として、企業価値向上に係る取締役会の責務や資本コストへの意識等を企業行動規範に書き込んでいくことが必要といったご意見や、この機に全体的な点検を行うべというご意見、具体的な論点として、昨今のMBOや買収等に関する問題もあげていただいております。

続いて、18ページ目以降は、現在の企業行動規範の規定に関連して、最近の状況のご紹介となります。

はじめにM&A等の状況についてです。

19ページは、MBOや支配株主による完全子会社化等による上場廃止の状況をお示ししたものです

昨今の資本コスト等に関する意識の高まりなども踏まえ、件数・規模ともに高水準で推移しておりますが、投資家からは、構造的な利益相反や情報の非対称性が存在する中で、公正性担保措置としての特別委員会の機能発揮や、価格の算定方法や開示の内容について、疑義が寄せられるような事例も出てきている状況です。

20ページ以降は、2019年に経産省が策定した「公正なM&Aの在り方に関する指針」を踏まえた実務の状況について企業の開示をもとに集計したものです。

指針自体はベストプラクティスとの位置づけですが、社外役員を含む特別委員会の設置や、取締役会がその判断に従うといった対応は一般的な実務として定着してきております。

23ページは、ご参考までに、MBOや支配株主による完全子会社化に関する現行の企業行動規範の規定の内容をお示ししております。

1点目は、開示についてで、遵守すべき事項において、MBO等に関して上場会社が意見表明を行う場合には、開示を必要かつ十分に行うことを求めています。

また、2点目に、手続き面では、算定機関から算定書を取得し、提出することを求めているほか、支配株主による完全子会社化の場合には、独立社外取締役など利害関係を有しない者による意見の入手も義務付けております。

24ページからは、企業行動規範で求めている必要かつ十分な開示について、適時開示ガイドブックで提示している主な内容をお示ししたものです。

公正性担保のための措置としての特別委員会に関する情報や、投資家が算定結果の妥当性を判断するのに必要な算定の重要な前提条件について、一定の開示を求めています。

25ページは企業買収と買収への対応方針の導入の状況をお示ししております。

足元でも、対象会社の同意を得ずに行われる買収が一定程度発生しておりますが、機関投資家の反対率の高まり等を踏まえ、買収への対応方針の導入事例は減少傾向にあります。

26ページは、関連して、経産省が昨年8月に策定した「企業買収における行動指針」の内容をお示ししたのですが、ご説明は割愛させていただきます。

27ページは、現行の企業行動規範における枠組みをお示ししたものです。買収への対応方針の導入の局面において、開示の十分性や、買収への対抗措置の発動条件等の透明性、流通市場への影響や株主の権利の尊重等を遵守すべき事項として求めています。

また、株主の権利の内容やその行使が不当に制限されている場合として、表下段の矢じりで挙げている場合については、上場廃止とする基準も設けております。

続いて、28ページ以降が、独立社外取締役の選任等の状況についてです。

29ページに移りまして、東証では、2009年より、一般株主保護のため、一般株主と利益相反が生じる恐れのない独立役員の確保を義務付けた独立役員制度を企業行動規範に設けてまいりました。

その後、コーポレートガバナンス・コードが策定され、ご存知のとおり、独立社外取締役の選任が進展し、現在はプライム市場の95%で独立社外取締役を3分の1以上選任されている状況です。

30ページは選任状況を市場区分別にお示ししたものでして、スタンダード市場でも2名以上の選任が8割となっているほか、コードにおいて当該原則の対象となっていないグロース市場においても、98%の会社が独立社外取締役を選任しております。

31ページは、ご参考までに、現行の独立性基準に関する規定をご紹介します。

独立役員制度では、独立役員に「一般株主と利益相反が生ずるおそれがない者」であることを実質要件として求めており、その中で最低限確保されるべき形式要件として、独立性基準を設定しています。

また、コーポレートガバナンス・コードでは、各社の取締役会において、実質的な独立性判断基準を策定・開示することを設けており、取引所の基準に加えて、独自に取引先等との関係に関して定量的な基準を設けている企業や、社外取締役等の相互就任関係や在任期間などの要素を盛り込んでいる企業も一部出てきております。

32ページは、こちらをご参考までに、社外取締役の機能発揮の観点から、期待される役割に関する認識のギャップということで、三井住友信託銀行の調査結果を引用したものです。

投資家からは、株主・投資家との対話への関与や指名・決定プロセス、サクセッションプランへの関与などが期待されている一方、上場会社とは認識のギャップがある状況です。

33ページは関係者と進めている、独立社外取締役の啓発活動などをご紹介しますがご説明は割愛させていただきます。

続いて、34ページ以降が、第三者割当増資等についてです。

35ページに移りまして、東証では、大規模な希薄化などを伴う第三者割当が経営者の意思のみで行われるような事例が多発したことを受けて、2009年より、株主の利益を侵害するような大幅な第三者割当に関する上場廃止基準を設けるとともに、企業行動規範の遵守すべき事項として、株主の納得性を増すために必要な手続として、経営者からの独立した者による意見の入手または株主総会の決議による株主の意思確認を求めています。

36ページは最近の第三者割当増資の状況をお示したものです。上場廃止審査の対象となる希薄化率300%超の事例は全体の1%未満であり、いずれも公的資金の注入や株主の意思確認総会などを経たうえで、救済的な対応として行われるケースがメインとなっておりまして、株主の利益の侵害と認定されるような事例は出てきておりません。

また、企業行動規範上の手続きの対象となる、希薄化率25%または支配株主の異動を伴う事例も全体の12%となっております。

そうした中で、37ページは、第三者割当に関する最近の事例となります。具体的には第三者割当等を繰り返すことにより、発行済株式数が著しく増加した

結果、市場から評価が低迷し、非常に低水準であるような場合でも、流通株式時価総額に関する上場維持基準に抵触しないといった事例が発生しております。

現在の市場区分においては、米国のようなペニーストック基準は設けていないことから、低株価による退出、あるいは、株式併合を促すことで適切な価格（時価総額）形成を確保するような仕組みがないということもございます。

最後に39ページで、本日も議論いただきたい事項についてご説明いたします。

いくつか項目をわけて記載しておりますが、本日は企業行動規範に関してご議論いただく初回ということで、どの箇所でも、あるいはこちらの項目に限らず、忌憚ないご意見を頂戴できればと思います。

1点目の「企業行動規範の目的について」ですが、これまでは、流通市場の機能維持・株主の権利保護の観点から、上場会社に責任ある行動を求める事項を規定してきておりますが、持続的な成長と中長期的な企業価値向上の観点からも、必要な事項を規定していくことが考えられるかどうかについてご意見をいただければと考えております。

また、その場合について、コーポレートガバナンス・コードとのすみ分けをどう考えるかもご意見いただければと存じます。

続いて、2点目の「実効性の確保について」ですが、特に「望まれる事項」については、措置の対象とならない中で、上場会社の自律的な取組みをどのように促していくかが論点と考えております。

例えば、「望まれる事項」の内容をきちんと再整理したうえで、企業の考え方や取組みの状況等の開示を体系的に求めていくことが考えられるかですとか、あわせて、コーポレート・ガバナンス報告書の内容についても、全体を再整理していくことも考えられるかですとか、実効性を確保していくための方策についてご意見いただければと存じます。

最後に、3点目の「個別の規定について」ですが、こちらは、現行の規定に関して、近年の企業行動の状況やコーポレートガバナンス・コードとの重複等を踏まえ、見直しが必要な事項があるかどうか、もしくは、1点目の目的との関係で、仮に持続的な成長と中長期的な企業価値向上の観点からも必要な規定を設けていくとする場合に、どのような事項について具体的に規定することが考えられるかについても、ご意見をいただければと存じます。

資料2のご説明は以上です。

【菊池部長】

それでは、ご意見を頂戴したいと思います。よろしくお願いいたします。

【安藤メンバー】

ご説明ありがとうございました。資料には非常に示唆に富んだ内容が盛り込まれており、大変参考になりました。

まず、企業行動規範の見直しについては、ぜひお願いいたします。ただし、そもそも企業行動規範とコーポレートガバナンス・コードは全くの別物なので、そのことを認識したうえで企業行動規範の見直しを行うべきです。

なぜなら企業行動規範はルールベース、コーポレートガバナンス・コードはプリンシプルベースですので、その違いはきわめて大きいからです。そういった観点では、企業行動規範のメインは遵守すべき事項になるはずであり、望まれる事項は参考としての位置づけであると考えられます。したがって、コーポレートガバナンス・コードに記載されている原則や補充原則を企業行動規範の望まれる事項に闇雲に追加することは避けていただきたいと考えます。

ただし、当該規範そのものの改訂が久しぶりですので、遵守すべき事項を中心として、マテリアルなものとして何を入れ込んでいくかを検討し、望まれる事項については、追加すべきかどうかという観点で検討していくのが良いと考えます。

なぜなら、企業行動規範の望まれる事項に入っていないから望まれていないわけでは決してないと思うからですが、コーポレートガバナンス・コードの項目が増えた結果として、逆にそういう捉え方をされる局面もあると懸念しています。

【永見メンバー】

一点目は、過去の経緯を理解していない中で大変恐縮ですが、企業行動規範を体系整備されたのが15年前ということで、6～7ページに載っている現行の規定については、ゼロベースで見直しても良いのではないかと考えています。

どんどん望まれる事項に盛り込むべきとは私も思いませんが、例えば、7ページの望まれる事項をみていて、取締役である独立役員の確保（1名以上）に関しては、15年前と今とでは違う状況かと思えますし、女性役員の選任も遅々として進まない部分はあるかと思えますが、より強制性をもたせるという話もあっても良いのではないかと個人としては思います。

具体的に2例ほど申し上げましたが、遵守すべき事項と望まれる事項につい

て、抜本的に見直す良い機会だと思います。

二点目は、今の話とも少し連動しますが、資料1のような議論をしているという前提においては、少なくとも資料1のような開示の要請については、望まれる事項に入れてもいいのではないかと思います。

三点目は、個別の論点に関してで、東証から色々な要請やアクションがある中で、MBOをした方が良いと考える会社は今後増えると思っています。現に、2023年も大きな会社のMBOが増えています。MBOの論点は、主には価格の妥当性、条件の妥当性というところに尽きると思いますが、プロセスは既に規定されたものがあって、投資家からは実態としてどうなのというところについて投資家の方からよく反応があると思っています。

このプロセスと実態をどう合わせていくのが難しい論点だと思っておりまして、例えば、バリュエーションについては、少なくとも2社から算定書を取るなど、そういったことでバリュエーションに関するガバナンスを高めていくということが、改善点としてはあるかと思っています。

特に、投資ファンドとも一般的な話をしていて、MBOが今後増えるという見通しを持っている投資ファンドも多いですし、検討する上場会社も増えてくるという認識をしているので、そのあたりは先手を打って、投資家・発行体双方がより滑らかにコミュニケーションできるような形にできればよいのではと思います。

【三瓶メンバー】

大きな点としては、コーポレートガバナンス・コードとスチュワードシップ・コードの導入で、原則主義が日本に持ち込まれましたが、この原則主義がまだ全然浸透していないように思っています。

日本は、細則主義、特に数値基準には非常に慣れていて、ちゃんと対応されているのですが、細則主義の手前のところで、そもそもの姿勢や精神として大事なところについてきちんと示していくべきだと思います。

先ほど安藤メンバーからは、ルールベースとプリシンプルベースは区別すべきというお話がございましたが、私はむしろ、プリシンプルベースがあって、その中で、ものによっては明確なルールベースがあるのだということを明確化すべきだと思います。

そのうえで、全般に非常に大事なこととして、適時開示があります。適時開示は上場規程の第2節で企業情報の適時開示等というのが細則になっています。

昨年、金融審議会ディスクロージャーワーキング・グループでも議論しましたし、四半期報告書の廃止の際にも議論しましたが、適時開示は未だ期待どお

りにできていません。ただ、将来的には、適時開示に比重を置いて、法定開示を減らしていこうかという議論も出ていまして、そういう方向性に向かうのであれば、適時開示の姿勢というのは、もっと理解されなければいけません。

適時開示は、かなり細目に、事象に応じて開示の基準が設けられておりますが、適時開示がなぜ大事なのか、どういう姿勢で、明記のないものについてもどのように臨むべきかといったことが書かれると良いと思います。

もう一つの観点は、エンフォースメントについてです。エンフォースメントで一番厳しいのが上場廃止ということになっています。ただ、MBOの場合は、自分から上場を廃止しようとしており、また、一般株主からすると最後の取引でそこで逃げられるとどうしようもないというものなので、通常のエンフォースメントでは十分に対応できないと思います。

そうすると、最低価格規制のような規制の導入も考えられます。東証が規制するのは難しい面もあると思いますが、原則として設けることを検討する必要があると思います。

ただ、その際に、今回色々な分析をしていただいている中、追加であったらよいと思うのが、私がこれまで見たところでは、取引日ベースで250日遡ってみると、そのどこかで非常にネガティブな情報が開示され、そこから上昇傾向だった株価のトレンドが横ばいや下落に変わってしまっていて、そうした中で、MBOが発表されるといったケースが結構あります。投資家からすると、とてもずるいやり方だと見えるわけです。250日遡って途中でネガティブ情報が出ていたか、結果としていくらの株価水準でMBOされているかなど、そういった株価の状況も分析を出していただくと、どういう価格規制を設けるべきかといったことが見えてくるのではと思います。

それ以外のところでは、コーポレートガバナンス・コードにも原則がありますが、CEOのサクセッションについて、コンプライしている一方で、実態としては、サクセッションプランが作成されていなどといった事例が実際にあります。

サクセッションプランがあるということは、次のCEOや社長の候補者については、少なくとも準備期間を設けて、事業部門長やオペレーションの長ではなく、経営の長としての勉強をする期間を設けたうえでトップになっていただくといったことを、遵守すべき事項などに明確に書いた方が良いと思います。日本取締役協会でもサクセッションが上手くいっている会社の表彰をしていますが、できている会社とそうでない会社の差が非常に大きいです。指名委員会が見て、社外取締役もOKしたという程度のサクセッションではだめだということが明確になってきていますので、検討のポイントだと思います。

もう一つは、グループ経営における支配株主責任、信任義務についてです。また、MBOについても先ほど申し上げたとおりです。

また、買収に関して、資料にも入っていますが、昨年経産省が公表した買収指針は2005年当時の買収防衛指針から今回ガラッと変わりました。ですので、ここの部分は使う言葉も含めて、見直す必要があるかと思います。

最後にご参考ですが、最低価格原則は48の国・地域のうち39の国・地域で導入されています。これは、昨年9月に発表されたOECDのコーポレートガバナンスファクトブックに掲載されています。強弱はあると思いますが、参考にして、こういう価格が最低限望まれるというのを、企業行動規範のどこかに書いておくことが、少なくとも考えられると思います。

【小池メンバー】

永見メンバーと重複しますが、6ページや7ページを見ていると、15年前とは様変わりしていますので、項目の洗い出しを含め、例えば、資本コストや企業価値の考え方を明記するなど、今の時代にマッチしたものに変わっていくことが必要だと思います。また、機関投資家の議決権行使ガイドラインと比べてハードルが低くなっており、少し違和感があるところなので、合わせる必要もないとは思いますが、留意していただければと思います。

【黒沼メンバー】

企業行動規範は、かつて資本市場で濫用的な行動をとる企業があったことから、一部の行為については禁止する趣旨で「遵守すべき事項」を規定してきた経緯があります。現在でも「遵守すべき事項」にはそういった内容が含まれていますが、これらについては、現在はみんな守っているからルールはいらないと考えるべきではなく、法律上はできるものの、これをやっては投資家保護上問題があるというものについては、きちんと残しておくべきだと思います。

また、「遵守すべき事項」の中にM&AやMBOに関するルールは入っていますが、それとは別に様々な指針が出ています。経産省の指針は裁判所に向けられたものだと思っておりますので、それと別に取引所として望ましいM&AやMBOの規範を投資者保護の観点からアップデートして盛り込むということであれば、指針と重複しても問題はないと思います。

CGコードとの関係という観点では、CGコードはステークホルダー含めた企業価値向上のためのベストプラクティスという位置づけで、企業行動規範は投資者保護のために取引所が望ましいと考える施策を示したものであるため、厳密には理念は違います。しかしそうは言っても、企業行動規範の中に企業組織に関するものが含まれていて、重複もありますので、重複のうちCGコードに委

ねていいものは委ねて、「望まれる事項」からは削除してもいいのではないかと思います。もっとも、「遵守すべき事項」の独立役員の確保（1名以上）や、「望まれる事項」の取締役である独立役員の確保（1名以上）については、東証では独立性基準を定めている一方、CGコードでは、実際には東証のルールを参考にして決めている企業も多いものの、独立性の基準は各社で判断するものとなっているので、企業行動規範から削除する場合であっても東証の独立性の考え方は堅持する必要があると思います。

【松本メンバー】

黒沼メンバーがおっしゃったように、企業行動規範の「遵守すべき事項」は重要なものであると思います。第三者割当増資など、法律ではできるけれども濫用が起きたときに、それを止める唯一の方法でかつ、実際に効力をもってきたものであるので、「遵守すべき事項」は、我が国の上場企業を管理するルールの中でも重要なものだと認識しています。また、「遵守すべき事項」はエンフォースメントの力があるので、屋上屋を架すものなど全体の見直しは必要だと思いますが、「遵守すべき事項」の強さや分かりやすさといった力、これだけは守らなければならないという上場企業・社会における認識が濁らないように気を付けてやるべきだと思います。

個別の論点について申し上げますと、資本コストの要請については、企業行動規範に馴染まないのではないかという感想を持ちました。「望まれる事項」であれば良いという整理の仕方もあるかもしれませんが、「遵守すべき事項」は間違ったことを止めるという類のものであるので、資本コストの話と混ぜると本来の「遵守すべき事項」の強さが弱まってしまい馴染まないと思います。

また、社外取締役の役割の話は、米国のレブロン基準のような本来のフィデューシャリー・デューティーを日本の取締役にも求めていくことは、最終的には考えていくべきと思いますが、その反面とても重い内容で個人の責任の問題があるので、企業行動規範でそこまで踏み込むのはやりすぎだと思います。

そうすると一番重要なのはMBOや親子上場の件だと思います。最近件数も増えてきていますし、経産省の公正なM&Aの在り方に関する指針に明らかに反していると思われる事例であっても、エンフォースメントが効かずに実施されてしまう事例が散見される由々しき事態です。かつての大幅な希薄化を伴う第三者割当増資と同じくらい大きな問題かもしれません。機動的に動けてかつエンフォースメントが伴うものは企業行動規範の「遵守すべき事項」なので、ここに公正なM&Aの在り方に関する指針と同じような内容を盛り込むべきだと思います。

【菊池部長】

ありがとうございました。

続きまして、グロース市場の上場基準について、資料3に基づき、ご説明させていただきます。

【議員調査役】

資料3について、ご説明いたします。

まず、おめくりいただいた1ページには、前回1月の会議でもお示しました、グロース市場の機能発揮に向けた対応策を並べております。

本日は5番の上場基準について、実際の上場会社の状況などのファクトを踏まえ、引き上げを行うとした場合の目的や留意点など、今後の検討を進めるにあたっての基本的な考え方をご議論いただければと思います。

2ページでは、本題に入る前に、これまでの議論とそれを踏まえた今後の主な検討対象について記載しております。

下のグレーのボックス部分にありますとおり、新規上場基準については、政府の「スタートアップ育成5か年計画」に掲げられた取組みなど、非上場で大きく成長できる環境整備の進捗状況等を見ながら検討を進めることとし、まずは上場維持基準を優先して、議論を進めてはどうかと考えております。

3ページ以降が、実際の上場会社の状況などのファクトです。

まず、これまでにグロース市場やマザーズに上場した会社が現在どうなっているかという点ですが、市場区分変更や上場廃止を行った会社も多く、現在もグロース市場に上場しているのは6割程度となっています。

次に、その6割の会社がどのような状況にあるかという点ですが、4ページでは時価総額の分布を載せています。

中央値としては60億円で、全体の31%（177社）は、現行基準の水準である40億円で未達となっております。

現行基準は上場10年経過後から適用されますので、現時点で実際に抵触しているのは、一番左下の赤い実線囲みの会社に限られますが、その上に赤い点線囲みで「今後抵触する可能性」としてありますように、今後、このまま上場から10年を経過すると基準に抵触するような会社も一定数存在することが分かります。

そして5ページが、新規上場時からの時価総額の成長率です。

中央値は1.03倍、そしてその裏返しではありますが、新規上場時の時価総額を下回っている会社が全体の49%になっているという状況です。

6ページは、4ページ・5ページのデータをクロスで集計したものです。

ボリュームゾーンは緑の網掛けが濃い部分ですが、①のように現在の時価総額が小さくても上場時から見れば大きく成長している会社や、②のように上場時から成長していなくても一定の時価総額を有する会社も一部存在していることが分かります。

そして7ページは経過措置適用会社の状況で、グロース市場全体では52社、うち時価総額基準に抵触しているのは25社となっています。

一昨年の市場区分の見直し時点からは4社減・11社増となっており、この「増」の会社の中には、この2年の間に上場後10年を経過することで新たに抵触した会社もありますので、先ほど「今後抵触する可能性」と申し上げたような会社が、現に基準に抵触し始めているという実態も見られます。

なお、8ページにありますように、現行の時価総額基準は、市場区分の見直し時に4倍に引き上げております。

また、9ページでは、ご参考として、基準を国際比較しております。NASDAQでは、3つある基準のいずれかを満たせば上場維持できることとなっており、そのうちの1つ、基準②が時価総額に関するもので、約53億円以上となっておりますが、この基準②は満たさず、基準①又は③を満たすことで上場維持している会社が47%存在しております。

また、10ページにありますように、グロース市場の基準を満たせなかった会社の選択肢として、スタンダード市場への市場区分変更を挙げるご意見がありますが、3つの市場はそれぞれ独立したコンセプトであり、市場区分変更にあたっては、審査を受けていただく必要がございます。

スタンダードの形式要件としては、直近1年間の利益1億円以上という利益基準があるほか、流通時価総額基準は10億円以上とグロース市場より一段高いため、グロース市場で時価総額40億円未満の会社の4分の3は、現状、何らかの基準を満たせていないという状況でございます。

また、11ページ・12ページでは、ご参考までに新規上場基準の比較を行っております。

13ページ以降が、今回ご議論いただきたい事項ですが、まず、引き上げを行うとした場合に、その目的をどう考えるかという点でございます。

1つには、上場後の高い成長の実現を動機付けるために引き上げるべきとい

う意見があるところですが、矢じり部分にありますように、基準に抵触する懸念がない会社に対してはその効果が限定的となり、仮に基準を引き上げたとしても、スタートアップが上場後に大きく成長していくための動機付けとはなりにくいのではないかと、とのご意見も考えられるところです。

一方で、上場後にあまり成長できておらず、基準に抵触しそうな会社にとっては、他社との合従連衡なども含めて、今後どのように成長していくべきかを改めて考え直していただく効果があり、市場としては、そうした産業の新陳代謝の動きを促していくべきとご意見もございます。

この考え方は、昨年1月に取りまとめた「論点整理」にもつながるものと考えられます。

そして、最後の15ページですが、ファクトを踏まえ、引き上げる場合にはどのような点に留意すべきか、ご議論いただければと思います。

「ファクト」の部分はこれまでのデータのまとめでございますので割愛しまして、「留意点」の部分ですが、まず、仮に多くの会社が上場廃止となる場合、株主への影響が考えられ、ひいてはグロース市場への資金供給が萎縮するなどの影響も想定すべきではないかとしております。

また、2年前に改正した基準が再度変わると、現在の経過措置適用会社はもちろん、多くの上場会社の取組みにも影響を与えかねないことから、時間軸を意識すべきではないかとしております。

最後に、そうした中、上場維持基準の引き上げ以外の手段も組み合わせることで、上場会社の取組みを促していくことも考えられないかとしております。

たとえば、「事業計画及び成長可能性に関する事項」の開示においては、現在も成長ストーリーを記載いただいておりますが、時価総額が一定未満の場合には、その内容が市場評価を十分に得られていないということを認識したうえで再考いただくという観点から、原因分析やそれを踏まえた対応策について記載いただく案をお示ししております。

ご説明は以上でございます。

【菊池部長】

それでは、ご意見を頂戴したいと思います。よろしく願いいたします。

【三瓶メンバー】

ご説明ありがとうございます。「ファクトを踏まえて検討を行う」という点は、少し気になりました。これまでも議論してきたとおり、グロース市場が期

待どおりワークしていないという中で、現実の延長線上で少し変化させたとしても、本質的には変わらないと思います。そもそもグロース市場には何を期待するのか、グロース市場はどうあってほしいのかという「理想」を考えないといけません。ファクトベースで議論すると、最低ラインを少し引き上げるということになりかねないと思いますが、それはネガティブ思考であって、この市場を良くしていこうという動きや、魅力をアピールしていくような動きにはつながらない気がします。

グロース市場の上場会社に期待することとしては、たとえば、果敢にチャレンジしてもらおうということが挙げられます。チャレンジして失敗したなら再チャレンジのために増資などをすればいいと思いますが、逆にチャレンジを何も行わず、上場がゴールでその後何もしないという会社は、市場から出ていってもらうべきです。コンセプトをはっきりさせることが市場区分の見直しの目的の一つだったと思いますが、グロース市場に何を期待するのかという「理想」を明確にしていくべきではないでしょうか。その議論の後にはじめて、現状がどこにあって、理想とはどれだけ離れていて、理想にどのように向かっていくのかを考えるべきであり、最低ラインを少し引き上げることに議論が集中してしまうと、あるべきグロース市場の姿は描けないのではないかと思います。

【永見メンバー】

三瓶メンバーの仰るとおりかと思いました。グロース市場は、将来、日本を代表する企業をインキュベーション、孵化させる市場であり、その上場会社には果敢なリスクテイクを期待すべきだと考えます。その意味では、上場維持基準は低く設定してはいけないのではないかと思います。資料の4ページなどによれば、時価総額基準をたとえば100億円などにすると7割くらいの会社が抵触することになり、インパクトがあるということは当然に理解しますが、そうした会社に奮起を期待し、また状況次第では他社との合流を促すことで、成長産業の中でもイノベーションを起こす核となる企業を作っていくためには、一定の高い基準を設けてもいいのではないかと私は思っています。すなわち、成長企業における合従連衡を促すことで、核となる企業を作り、結果として日本を代表する企業を育てていくということが、上場維持基準の引上げの一番の目的なのではないかと思っています。

【小池メンバー】

現在株式市場は好調で、海外の投資家から注目されていますが、スモール・ミッドキャップへの投資やファンドの設立を行おうとしても、キャパシティが小さいので、日本の成長市場への投資が行われないう現状があります。資

料に「グロース市場への資金供給が萎縮するなどの影響も考えられないか」と記載されておりますが、実際にはすでに委縮していると考えています。その意味では、根本的な市場の改革、コンセプトを見直した方が良いのではないかと思います。

いくつかの論点がありまして、市場としての課題、それに企業側の課題があります。まず、そもそもIPOの制度を見直す、つまり上場審査基準だけでなく、目的を含めて見直すことでグロース市場のコンセプトやブランドを作り変えることが重要だと思います。やはり、現状では、マザーズ・JASDAQの延長で、3つの市場の中で下位に属している、というイメージがぬぐい切れていないように思えます。グロース市場からプライム市場を目指すのではなく、プライム市場に移行すると成長というイメージがなくなるのでグロース市場に留まりながら成長を実現していく、というような市場になれば、自ずと世界中からお金が集まって日本の産業の役に立つのではないかと考えています。

もう1つ、機関投資家と上場企業だけで議論していても、ほとんど意味なく、やはりIPOにまつわるステークホルダー、例えば証券会社の考え方なども含めて見つめ直す必要があります。断片的にテコ入れしていてもそう簡単には変化しないと思います。

上場基準の引き上げは必要なアクションの一つかもしれませんが、その前に上場会社に改善を要求するという、例えば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するお願いのように、グロース市場にも成長のための方針や考え、フレームワークを考えてもらい、自主的な改善を求めた結果、もし何も変わらないのであれば基準の見直しを行うといった、段階的な取り組みとすべきではないかと考えています。

【安藤メンバー】

現状のグロース市場に様々な課題があるのは事実であり、その解決のためには多面的なアプローチが必要です。先ほど、小池メンバーが指摘されたことに関して言えば、直接プライム市場に上場する企業でもグロース的な銘柄があります。必ずしも市場区分の特性が認識されておらず、プライム市場の方が注目度も高く、資金調達もしやすいというイメージが先行していることが影響しているように思います。スタートアップ経営者のこのような考え方を変えるのはなかなか難しく、今や何をすれば市場区分のコンセプトどおりの上場が促進されるのかが論点です。

また、異なる切り口として、IPOの社数の推移を見ると、2015年以降、多少の増減はあるものの、おおむね年間90社程度になっています。そして、2020年から22年のコロナ禍においても同様の実績であり、IPOの

ニーズが高いことが示されています。直近では、日本企業への注目度が高まっていること、デフレを脱却しつつあること、日銀がマイナス金利解除を決めたことなど大きな潮目の変化がありますので、その様子を見ることも重要です。

市場の状況や環境がどのように変化するのかを、少なくとも1年程度をかけてウオッチする必要があるのではないのでしょうか。冒頭に申し上げたように、グロース市場の課題は複合的ですが、必ずしも上場維持基準との因果関係のない事項がほとんどのように感じます。また、いきなり上場維持基準の引き上げを行うと、既に上場している企業、これから上場しようとしている企業にとっては重要な影響が出ます。東証として市場との対話を行うことでコンセンサスを作りながら、必要であれば見直しをするというスタンスでお願いしたいと考えます。もちろん見直しをするべきではないと言っているわけではなく、環境変化を踏まえたうえで、関係者を含めてぜひ建設的な議論をお願いします。

尚、資料を拝見して、米国NASDAQは、あらためて成熟している市場であると感じました。グロース市場も1つの基準だけではなく、複数の基準を設けるなどの工夫があっても良いかもしれません。

【黒沼メンバー】

ファクトを踏まえて検討すると、資料を見る限りは現状維持に傾いてしまうというのは三瓶メンバーの指摘のとおりだと思いますし、グロース市場の上場企業に成長を促すためには何をすべきかを考えるべきという指摘もそのとおりだと思います。ただ、現状を見ると、グロース市場の上場基準は、流通株式時価総額5億円以上、流通株式比率25%以上となっていますので、時価総額に直すと最低で5~20億円程度の会社が上場していることになります。それに対して上場維持基準は10年後に40億円という基準が設定されていますので、一定程度の成長を促す動機づけにはなっているのではないかと思います。そういう意味では、現在の基準でもグロース市場の上場企業に対して成長のインセンティブを与える仕組みが整えられているので、市場区分の見直しで制度を変更したばかりということも勘案すると、現在の市場維持基準を変更する必要はないと思います。

【松本メンバー】

グロース市場はあまりにも規模が小さい会社が多すぎるという課題があるので、この際、M&Aを促進することを目的としたような市場改革を行うのが良いのではないかと思います。それはやりすぎじゃないかという意見があるかもしれませんが、PBR・資本コストの件も取引所がやるのはやりすぎだという意見もある中でやってきたので、別に良いのではないかと思います。大企業が

らベンチャー企業まで同じように抱えている問題として、人材や資本などの生産要素、プロダクト・サービスがばらばらで、必要なクリティカルマスが作れないという問題があります。新しいビジネスを作ろう、IPOをしようという若い経営者たちを生みだしていることについては、グロース市場は市場として機能していると思いますが、上場後が続かないという中で、M&Aを促すことで、次の段階に進めるようにしていくことが考えられます。それを促す設計として、上場維持基準の引き上げではなく、M&Aをした場合には何らかの下駄を履かせるような仕組みがあっても良いと思います。

なお、NASDAQについて、Capital MarketはSPACなども上場していることから、資料にあるとおり複数の基準が設けられているのではないかと推察され、仮にそうだとすると一概に日本のグロース市場と比較するのは難しいのではないかと思います。NASDAQのほかの市場はどのようになっているのでしょうか。

【議員調査役】

NASDAQのGlobal Select MarketやGlobal Marketも同様に複数の基準が複線的に設けられており、その水準がCapital Marketより高いという状況にございます。

【永見メンバー】

上場維持基準とは異なる論点になりますが、グロース市場の会社がかなり苦しんでいるのが株式のショートが溜まっている状況で、空売りされる状況が続いていることです。貸株型空売りは、流動性を高める観点では良いということには理解しておりますが、それにより時価総額が上がりにくくなっているという状況もあります。これをどう捉えればよいのか私もまだ整理できていませんし、東証として何かアクションを打つべきかどうかも分かりませんが、状況だけ共有できればと思い発言しました。テスラの株価はGPIFが外国株の貸株を止めてから一気に上がり始めたという話もあり、ショートは流動性の観点から良い面もあるものの、グロース株については行き過ぎているという懸念を持っています。

【三瓶メンバー】

先ほどグロース市場ではよりチャレンジしてほしいと申し上げましたが、イメージとして、例えば、何かでナンバーワンまたは「初」であるということがあると、通常の規定上求められている維持基準を緩和してもらえというようなご褒美があるとよいと思います。初めてのビジネスモデルとか、初めてチャ

レンジするといった場合は、当然失敗のリスクもありますが、そういう時に一定の基準を充たせなくても免除するといった使い方でチャレンジを促せると、市場の特徴も出てきますし、そういうことに対して関心の高い経営者が入ってくると思います。そうすると、先ほど、プライム市場の方が資金調達しやすいというイメージの話がありましたが、そういった単純な理由ではなく、グロース市場らしい基準だから挑戦してみようとなるのではないかと思います。そういったことを考えてみてはどうかと思います。

【菊池部長】

ありがとうございました。

ひとつおと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、よろしく願いいたします。

【経済産業省 亀山産業資金課長】

経済産業省ではスタートアップ政策も担当しておりますが、「スタートアップ5か年計画」として未上場段階からの支援策を進めてきており、施策の充実が進んできた中で、最近よく聞かれるのが、「上場した後に成長が止まってしまふ」ということです。特にグロース市場については、何人かのメンバーからもご指摘があったとおり、成長するというコンセプトで、チャレンジすることが重要だと思いますので、そういった観点で根本的に見直していただきたいと思います。制度を変えたばかりという説明もありましたが、制度を変える際には、すぐに適用できるわけではなく、周知の期間が必要になるので、周知期間を考えると速やかに見直しの議論を進めていかないと時間軸として間に合わないように思います。

また、見直しの観点として、繰り返しにはなりますが、上場後に企業が成長していく中で、M&Aは重要だと思いますし、グロース市場の課題の一つである機関投資家をどう参入促進していくのかという点も、成長を支える担い手として重要だと思います。機関投資家が投資できるサイズに育てていくという観点で上場維持基準が適切かを考えることが必要だと思います。

このほか、現在の上場維持基準は「上場10年後に40億円」ですが、10年後というタイミングだけでよいのかというのもぜひ見直しを考えていただきたいと思います。成長の動機づけという観点が重要ですので、10年後だけでよいのか、3年後や5年後などマイルストーンを刻みながら成長を促すべきかなど見直すべき点はあるように思い、そういった点も含めて議論いただきたい

と思います。

【菊池部長】

ありがとうございました。まだお時間も少しありますので、全体に関してでも、何かご発言の希望がありましたらお願いします。

【松本メンバー】

本日の3つの議題のどこに入るのかわからなかったのですが、スタンダード市場をどうしていくかということについて、「スタンダード市場はパッとしない」でも良いのではないかというのが私の考えです。

プライム市場では高い水準の要求を色々していき、プライム市場の企業はそれに応え、どんどんと企業価値を上げていく。アメリカ型に近いと思いますが、おしなべて成長していくのではなく、良い企業が更に良くなっていく状況を目指すということです。

そうすると、それを見たスタンダード市場の企業は、「このままではいけない、プライム市場に行かなければいけない」と考えたり、投資家からそのような企業に対して、「プライム市場に行くべきだ」といった圧力が掛かるようになります。

今までの経緯を考えると、ちゃんと応えてくれる企業はどんどん良くして行って、そこをみんなが追いかけていくようにするモデルの方が、全部まとめて良くしようとするよりも、向いているのではないかという感想を抱いています。

【三瓶メンバー】

先ほど、企業行動規範のところ、MBOの最低価格を具体的に規制する方法もあるという話をしましたが、もう一つの方法として、海外では、重要なネガティブ情報を発表してから何日以内、たとえば90日や180日以内には、MBOをしてはいけないという規制があったかと思います。

まさに「遵守すべき事項」にふさわしい内容であり、先ほど申し上げた過去のプライスデータも見ながら、どのように設定するのが良いか、かなり具体的に検討できるかと思います。

【小池メンバー】

先ほど、経済産業省から、「機関投資家が成長を支える」というコメントがありました。我々もそのような意識は高く持っておりまして、ただ、「意識は持っているけれどなかなか入れない」という機関投資家のジレンマがあるこ

とはまず共有させていただきます。

一つ、突破口になるのではと思っているのはクロスオーバーです。

公募投信に15%まで未上場のベンチャー株式を組み入れることができるようになったため、それを運用することで、未上場の段階からエンゲージメントをしっかりと、上場後も保有し、エンゲージメントを続けることができるようになります。

これは一つの変化の兆しであり、我々がここに突破口を作りたいと思っています。

ただ、やはり上場する市場が洗練されていないと、なかなかその後の成長というのは無いと思いますので、市場自体がもっと改善していくことが必要だと感じています。

【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、本日の会合もちまして、安藤メンバーのご退任されることになりました。安藤メンバーからご挨拶をいただければと思います。

【安藤メンバー】

私事で恐縮ですが、メンバーとして参加するのは本日が最後になりますので、この場をお借りして、メンバーの方々、そして会議事務局の皆様へ感謝を申し上げます。

私は、4月から金融庁が新たに設立します、金融経済教育推進機構の初代理事長に就任し、政府が掲げる「新しい資本主義」「資産運用立国」「資産所得倍増」などのテーマの実現に向けて、教育面から支えていきたいと考えております。そして、フォローアップ会議にご参加の皆様には、引き続きご指導ご支援をいただきたいと思います。

簡単ではありますが、2022年7月から1年8か月にわたりお世話になり、本当にありがとうございました。

【菊池部長】

これまで15回にもわたり、会議での活発なご議論にご協力いただき、改めて感謝申し上げます。4月から金融経済教育推進機構の理事長になられるということで、益々のご活躍を期待しておりますので、今後どうぞよろしく願いいたします。

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。