

市場区分の見直しに関するフォローアップ会議（第3回） 議事録

日 時： 2022年10月5日（水）14時00分～15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3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。

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、ご説明します。

【池田課長】

本日は、まず、安藤メンバーより、資料2に基づきまして、「サステナビリティ経営の本質」についてプレゼンテーションをいただきます。続いて、ゲストでお越しいただいております、みずほ証券 グローバル投資銀行部門 ディレクターの小池様より、資料3に基づきまして、「発行会社視点に立った場合の市場区分についての所見」についてプレゼンテーションをいただきます。それぞれのプレゼンテーションの後には、皆様よりご質問、ご意見を頂戴するお時間を設けさせていただきます。その後、資料4に基づきまして、本日のプレゼンテーションの内容も踏まえたうえでの意見交換を頂戴したく存じます。

本日の議題については、以上です。

【菊池部長】

それでは、さっそく安藤メンバー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。

【安藤メンバー】

メンバーの安藤です。それでは、サステナビリティ経営の本質について、私の考えをご説明させていただきます。

資料1ページの略歴のとおり、私は、一企業の取締役には過ぎませんが、オムロンでは、監査役、IR・広報担当の執行役員常務を経て、今は取締役を務め

ています。特に、その間、アベノミクスにおけるインベストメントチェーンの改革をつぶさに見てまいりました。その経験をもとに、オムロンの経営に様々なサステナビリティ・ファクターを実装してきたものとしてご説明をさせていただきます。

2ページが目次です。本日は、二部構成でお話いたします。前半は、よく使われる「サステナビリティ経営」という言葉について、3つの観点から概念的な説明をいたします。具体的には、(1)「サステナビリティ経営」の本質の理解、(2)経営力の向上に必要なパラダイムシフト、(3)経営情報開示の意義・効果、です。そのうえで、後半は、具体的な内容をイメージしていただくために、オムロンにおける取組についてご紹介いたします。

4ページです。みなさまご存じのとおり、代表的な財務指標であるROEは、「売上高純利益率×総資産回転率×財務レバレッジ」に因数分解できます。こうすると、ROEを高めるために何をすればいいのかが明確になります。また、仮にROEを高めたとしても、それが企業の本源的な価値に寄与したのか否かも確認できるわけです。これを参考に、本質を理解するため、私なりに「サステナビリティ経営」の概念を因数分解してみました。結論を申し上げますと、「パーパス経営×資本コスト経営×ESG経営」になると考えています。そして、オムロンにおける看板施策にネーミングを置き換えてみますと、「企業理念実践経営×ROIC経営×ESGインテグレーション」となります。この3つの施策の意味は、スライドの下に記載したとおり、事業を通じて企業理念を実践し、資本コストを意識して持続的に稼ぐ力を発揮し続け、同時に、ESGファクターを自律的かつ統合的に強化することに他なりません。

5ページです。次に、経営力の向上に必要なパラダイムシフトについて述べます。従来型の経営改革は、フォアキャストिंगが中心で、往々にしてショートターミズムに陥りがちでした。コーポレートガバナンス・コードが導入されて7年強が経過した今、企業は経営そのものをデザインしなおす必要に迫られています。従来型と比較すると、バックキャストिंगであり、ロングターミズムが求められています。これは、とりもなおさず、PL経営からの脱却、そしてBS経営およびキャッシュフロー経営への移行、すなわち、経営そのもののパラダイムシフトを意味します。従って、企業理念や経営のスタンスを重視しつつ、強みと課題が混在する企業文化や企業風土を適宜、適切に変えなければ、このパラダイムシフトを実現することはできません。

6 ページです。私が他の企業経営者と意見交換をしていて、経営情報開示の意義や効果を認識していないのではないかと感じることがあります。その際、私は、意義・効果を5つ挙げて、説明しています。

- ①資本コストを低減する
- ②株価のボラティリティを抑える
- ③ネガティブな事象が発生した際に早い株価の戻りを期待できる
- ④インサイダー取引の発生を抑止する
- ⑤経営力を高度化するための気づきを得られる

したがって、経営情報を開示することを、コストとしてではなく「投資」として認識して、自発的かつ本気で取り組むことが重要です。また、経営情報の開示は、企業がコーポレート・ガバナンス責任を果たすための、まさに1丁目1番地であり、必要条件と言えます。そのうえで、投資家との対話・エンゲージメントを通じてさらに企業価値を向上できてはじめて、十分条件となります。

7 ページです。この会合でも指摘されています開示情報の英文化は、私も必要であると認識しています。ただし、企業は様々な法定および任意の開示資料を作成しており、現状では、それぞれに同じ企業が作成した媒体であるとは思えないくらいの差があることも事実です。これは、開示資料ごとに作成する部署が異なっているからであり、今一度、企業経営者はすべての開示資料において統合的なメッセージが発信されているかどうかを点検することが肝要です。

8 ページです。私は経営情報の開示を担当した際に、まず、自社の経営の特徴を認識することから始めました。3つのレイヤー、具体的には、①経営の基本スタンスは何か、②本源的な企業価値を支える基盤は何か、そして9ページにお示した、③長期的な企業価値創造のためのドライバーは何か、という視点です。この作業によって、自社の特徴や強みを抽出すると同時に、課題をあぶりだすことが可能になります。個別項目のご説明は割愛しますが、特に(2)②にある「自律を主とした、自律と他律の絶妙なバランス」という考え方は、コーポレート・ガバナンスを強化する上で最も重要なファクターであると認識しています。

それでは、後半のテーマであるオムロンにおける取組について、10ページ以降でご説明いたします。

11ページは当社の企業理念です。2022年6月の株主総会において、「企業理念の実践」を定款に加えました。

12ページが「経営のスタンス」です。この内容は、2015年の企業理念の改定時に、新たに策定したものです。ひとことで言いますと、企業理念を実践するために、長期ビジョンや日々の業務との関連性を明示したものです。そして、私は、企業が果たすべき、コーポレート・ガバナンス責任そのものであると認識しています。

13ページは、「企業理念実践経営」のフレームワークをお示ししています。オムロンの「企業理念実践経営」は、単に企業理念を大切にしている経営ではありません。すなわち、「企業理念」に基づく「経営のスタンス」を宣言し、「長期ビジョン」を掲げ、「オムロングループマネジメントポリシー」にのっとった運営を行う、その全体を「企業理念実践経営」と呼んでいます。

なお、現在の長期ビジョンおよび中期経営計画の概要については、Appendixに付けておりますので、ぜひお時間のある時にご参照いただければと思います。

14ページをご覧ください。オムロンの「企業理念実践経営」の最大の特徴は、トップダウンとボトムアップの融合から生まれるグローバル社員起点の企業価値創造にあります。スライドにありますような多くの取組を様々な階層別で行っています。

15ページです。その中で特徴的なものが、オムロン・グローバル・アワード、通称TOGAと呼ぶイベントです。社員がチームを作って、社会的な課題の解決に取り組み、その活動をグローバルに共有し、共鳴することによって、「企業理念実践経営」を定着させていくための極めて大きな効果を発揮しています。

16ページでは、その年間の活動プロセスをお示しました。これらはグローバルエリアごとに工夫を凝らして進められており、各エリアで勝ち残ったチームが京都で開催されるグローバル大会に参加して、その成果を発表する取組みです。

17ページです。「ROIC経営」について簡潔にご説明します。

18ページの概念図にありますように、「ROIC経営」は、単にROICを事業価値評価のKPIにするだけではありません。それだけでは企業価値向上には絶対に結びつきません。冒頭にご説明したとおり、PL経営から脱却し、BS経営およびキャッシュフロー経営にマインドセットを切り替えなければ、単なるウォッシングとなってしまいます。やはり、「企業理念実践経営」と同様、スライドのような様々な要素が必要条件になります。

19ページです。オムロンの「ROIC経営」の特徴は、ROIC逆ツリー展開により、グローバル社員に浸透させ、経営陣は真摯な事業ポートフォリオマネジメントを行うことにあります。

20ページが「逆ツリー」です。ROICを分解し、社員でも理解しやすいKPIに落とし込むためのツールです。こうすることによって、社員一人ひとりの目標成果管理にも活用することができ、グループ全体の企業価値向上に結び付けられるわけです。導入当初は、ROICアンバサダーと呼ぶ本社の財務経理のエキスパートが現場に赴き、啓発活動を行い、同時に事業の現場の好事例を吸い上げ、全社横展開をいたしました。今や、このような活動により「ROIC経営」は社員に浸透したと認識しています。ちなみに、資本コストも公表しており、現在は5.5%としています。

21ページが、経営陣が取り組む事業ポートフォリオマネジメントの概念図です。このようなフレームワークで資本コストを下回るリターンの製品やサービスを抽出し、市場価値評価も加味して、採算性向上、あるいは事業収束を決定します。ちなみに、2017年当時に90強あった製品・サービスは、足元では、60強に絞られており、グループ全体として極めて筋肉質な事業・商品ポートフォリオとなっております。

22ページをご覧ください。ROIC経営の進化について触れます。2013年の導入当初は、ROICの数値を追うことを主目的としていましたが、2015年からは、ROIC経営2.0と称して、数値の背景にある、質を意識したマネジメントに進化させました。つまり、分子は、あくまでもお客様・ステークホルダーへの価値提供を増大させるという考え方です。と同時に、分母は、必要な経営資源への投資を増やし、滞留している経営資源は徹底的に減らす努力をします。そして、現在はROIC逆ツリーを企業価値逆ツリーへと進化させて、成長力の源泉である「ハイサイクル・マネジメント」のコンセプトを明示し、さらには、基盤となるサステナビリティを追加する予定です。おそ

らく11月くらいには公表できると考えて現在鋭意作業しております。

23ページです。その結果として、2011年以降、どのように事業を再編してきたかを具体的にお示ししています。左側が買収・新たな出資案件、右側が譲渡・収束した案件の一覧です。現在のCEOの下で、これだけの事業の再編をしてまいりました。中でも2019年に日本電産様に譲渡した車載コンポーネント事業の株式譲渡は、売上高が1,300億円あり、資本コストを上回る事業でしたが、これを1,000億で売却しました。一方、今年2022年にヘルステック系のJMDC社との資本業務提携を行いました。上場企業であり、出資金額は1,180億円でした。これらは、特にオムロンの過去10年の歴史の中でもエポックメイキングなイベントになっています。

24ページで、ROICがどのように変化したかをお示ししました。ややもすると、ROICを上げ続けることが目的であると思っていらっしゃる向きがあるかもしれませんが、あくまでもROICは資本生産性・資本効率を測る指標ですので、オムロンでは、現状の事業ポートフォリオを前提として、概ね10%~12%の範囲が適正水準だと判断して事業環境の変化に応じたマネジメントをしています。

25ページをご覧ください。一方、ROICの重要な構成要素である売上総利益率は、右肩上がりに上昇しています。ご存じのとおり、売上総利益率は、商品・サービスの縦通しの利益率です。地道な努力をした結果、2011年度の36.8%の売上総利益率は、2021年度の実績では45.5%まで大幅に上昇していました。

それでは、オムロンの取り組みに関する最後のパート、「ESGインテグレーション」についてご説明します。

26ページです。ここで、あえて「ESGの取組」としていないのは、E・S・Gのそれぞれのファクターを事業と関連づけて強化していくという意味で「インテグレーション」と呼んでいます。

27ページは、そのESGインテグレーションの位置付けです。すなわち、企業理念の改定、サステナビリティ方針の策定を同時並行的に行い、2017年度から中期経営計画との連動性も強化し、取組を実行しました。

28ページです。ESGインテグレーションを推進するために、CEOをはじめとした業務執行部門だけでなく、経営、すなわち取締役会が最終的な責任を負うことを2017年の取締役会で決議いたしました。その際、中長期業績連動株式報酬のKPIにもサステナビリティの重要項目、マテリアリティを採用しました。

29ページが、ESGインテグレーションのフレームワークです。これも「企業理念実残経営」、「ROIC経営」と同じく、こういった統合的な思考により推進しています。つまり、三本の柱、具体的には長期経営ビジョンとして事業を通じて解決する社会的課題を考える、ステークホルダーから対応を期待される課題も考える、それらの情報を積極的に開示して、ステークホルダーとの対話およびエンゲージメントを行ってきました。

30ページに、縷々ご説明しましたオムロンのESGインテグレーションの特徴を簡潔に文章にまとめましたのでご参照ください。

なお、31ページに、ガバナンス、環境、社会に関するここ数年の主要施策を列挙しました。ガバナンスについては、企業理念の実践を定款に追加し、経営陣に対する中長期業績連動株式報酬を導入しました。環境については、TCFD提言に賛同し、オムロンカーボンゼロを設定しております。同時に、Scope1・2およびScope3のカテゴリー11の目標も開示をいたしました。そして、社会については、企業理念の改定、退職金・年金改革として現役世代の確定拠出年金への一本化を行っております。また、グローバル経営層への業績連動株式報酬を導入し、国内社員へは一律で自社株式も配布いたしました。制度面では応募制はもちろん、副業の解禁・副業の受入れもしております。そして、中期経営計画においては、非財務目標のうちいくつかをグローバル社員により決定いたしました。

32ページが、コーポレート・ガバナンス進化の歴史です。1987年以降、自発的に様々な改革を実行してまいりました。この年表を経営陣は常に意識して、次にやるべきことは何なのか、ステークホルダーから、あるいはインベストメントチェーンから何を期待されているのか、ということを考え、先取りしていきたいと考えております。

33ページに、経営陣に対する報酬制度の概要をお示ししました。ここでは詳しくご説明はいたしません、4)の中長期業績連動報酬の中身を見ていた

だくと、財務目標評価、企業価値評価、サステナビリティ評価それぞれのウエイト、それから評価指標を設定し、特にサステナビリティ評価においては、温室効果ガス排出量削減の内部目標、エンゲージメントサーベイにおけるスコアの内部目標、Dow Jones Sustainability Indexの第三者評価の3項目をマトリックスにして評価する形にしています。評価が客観的にできますので、恣意性が入り込む余地がない設計としています。

34ページが、先ほど触れた2022年度から2024年度の長期ビジョンの1st Stageと呼ばれる、最初の中期経営計画における非財務目標の項目です。このうち、⑧、⑨、⑩はグローバル社員による投票で決定しました。

それから、35～37ページには、オムロンの経営に対する社外からの評価などをまとめました。

駆け足になりましたが、私の説明は以上です。ご清聴ありがとうございました。

【菊池部長】

ありがとうございました。それでは、只今ご説明いただいた内容につきまして、ご質問やご意見がございましたら、お願いいたします。

【熊谷メンバー】

3点質問させていただきます。

1点目は、御社の取組は非常に上手くいっており、高評価も浸透しているところですが、そもそもこれほどのことがなぜできたのか、本質的な理由を教えてくださいたいと思います。「トヨタ方式」といって、なぜなのかと5回掘り下げて、本質的な原因（ルートコース）を特定するという考え方がありますが、たとえば理由のTOP3があれば教えてくださいたいです。あわせて、きっかけやブレイクスルーが何だったのか、どういったプロセスを経てできたものなのかといった点などについても教えてくださいたいと思います。

2点目は、取組に「再現性」があるか否かということです。自律と他律の絶妙なバランスというお話がありましたが、パフォーマンスが芳しくない企業に対してはある程度他律がなければならないと思います。こうした企業に、本日

ご説明頂いた取組などを実現してもらうための施策について、もしアイデアなどがあれば教えてください。

3点目は、御社の「サステナビリティ経営」に、あえて課題や問題点、改善すべき点などがあるとすれば教えていただきたいです。たとえば過去の失敗例や、現在苦戦している点などを踏まえて、今後の改善点を教えていただければと思います。

【安藤メンバー】

1点目について、理由の1番目は、オムロンは創業以来、企業理念を大切にすることが社員に定着していたものの、それが必ずしもリターンに結びつかないということに対して、2011年当時でも社員が左程疑問を持っていない状態でした。つまり、企業理念を大切にして事業運営をしていれば、自然に株主を含めたステークホルダーから評価されるという間違っただけの思い込みを変えたことがポイントです。

2番目は、経営チームの役割分担です。2013年3月まではCEO以外のC“X”Oが存在せず、CEOが全権を担って業務執行をしておりました。その後、CFO、CTOを新設し、現在はCEO、CTO、CFOが役割分担をし、三位一体の事業運営を行い、かつ2名の業務非執行の社内取締役がサポートする体制となりました。このように、社内取締役が自らを律しながら、社外取締役、監査役に様々な観点から示唆に富む提案をいただき、経営を進化させている点があります。

3番目は、経営情報の開示を自発的に行ったことです。私は2011年から2017年までの6年間にわたりIRおよび情報開示の担当役員を務めました。中長期の企業価値創造に係る情報を徹底的に開示する一方、月次売上高や受注状況といった短期の情報は、自社にとっては意味がなく、投資家にとってもノイズになるので一切やめました。つまり、そのような考え方を徹底したことが自社の経営をロングターミズムに変えるきっかけとなったわけです。

これら3つが、上手くいっている要因ではないかと思えます。

2点目については、再現性を維持するためにガバナンス改革をしてきたといっても過言ではありませんので、私は再現性があると信じています。ただし、それが経営陣だけの共通認識であれば危ういかもかもしれませんが、グローバル社

員起点の価値創造が企業文化として浸透し定着つつあるので、経営システムの改革を飽きずに続けていくことにより、再現性を維持できると感じております。

3点目の今後の経営課題は2つ、具体的には「イノベーションの加速」と「ダイバーシティの促進」であると認識しています。現在ではCEO、CTO、CFOがそれぞれ役割分担をしながら、CTOのもとで機動的に組織や文化を変えつつ、ハイスピードで技術開発を進めていますので、2030年までには十分なイノベーションを起こせると期待しています。一方で、ダイバーシティの促進については今後とも地道な努力が必要です。私が申し上げているダイバーシティは、外形的なジェンダーやナショナルリティだけでなく、違う考え方を許容する文化を創造することを意味しています。2010年くらいまで、オムロンは人財的には純血主義でやってきましたが、今は積極的なキャリア採用で相当規模の人財を迎え入れていますし、社員が自分のやりたい仕事を宣言してチャレンジできる応募制や副業といった取組も加速的に進めています。こうした取組みが、ダイバーシティの強化に結びつくと確信しています。目下まさに人的資本経営の重要性が叫ばれていますが、私としては、日本企業が続けてきた終身雇用を前提とした人事制度を抜本的に変えないと実現できないのではないかと危惧しています。その意味で、2019年度から現役世代を退職一時金と確定拠出年金に一本化したことは大成功だったと評価しています。

【熊谷メンバー】

2点目について、わが国には経営陣の能力や社員の意識が低く、改革の必要性も感じていないような企業も存在するかと思います。そういった企業に御社のような先進的な取組を実施していただくためにはどのようにすればよいのでしょうか。オムロンでこうした取組ができた理由としては、やはり創業家である立石家の求心力が大きかったのではないかと思います。聡明なトップが、トップダウンで指示を出して、現場が細かいところを詰めていくような流れであったのではないかと推察いたします。他の多くの企業が御社のような先進的な取組を実施することがまさに日本経済再生の大きな礎になると思いますが、どうすればそうしたことが可能になるのか、ご提言はありますでしょうか。

【安藤メンバー】

誤解を恐れずに申し上げますと、創業家の影響力は、今やほとんどありません。ただし、創業の理念は脈々と生きているので、経営システムを進化させる際は常に企業理念との関係で説明することができたので大変やり易かったこと

も事実です。つまり、創業家自身にも企業理念を求心力とし、同時にグローバルな成長の原動力にしたいという強い信念があったので、社員はその想いを十分に理解しています。

【翁メンバー】

ROIC経営の推進の原動力となったのは、CEO、CFO、CTOの3人なのでしょうか。また、ポートフォリオマネジメントに関して、社外取締役はどのような役割を果たされていたのでしょうか。

主に念頭にある「他律」の主体は株主、社外取締役、ステークホルダーなど様々考えられますが、何なののでしょうか。

事業ポートフォリオの見直しを連続的にやっていることと従業員のエンゲージメントとをどのように両立されているのでしょうか。

【安藤メンバー】

1点目については、ROIC経営については経営陣が導入を主導したのですが、社員に理解してもらえなければ、絵にかいた餅になってしまうため、ROIC逆ツリーの展開図が非常に大きな効果を発揮したと考えます。つまり、ROICは経営陣にとっては重要な指標であるものの、社員にとってはかなり縁遠いものなので、それを自分事と考えてもらうために編み出した手法です。また、一方的に経営陣からROICが重要であるというメッセージを送っても、それだけでは社員は動きませんので、ROICアンバサダーを設置し、足繁く現場に行って理解を求める機会を積み重ねたことで、今の形が出来上がりました。

2点目については、事業ポートフォリオマネジメントに限らず、経営全般の高度化について、社外取締役、社外監査役に多大な貢献をしていただいています。ただし、他律は、社外役員だけでなく、むしろステークホルダー全てであると理解しています。従来型のアクティブな投資家との対話・エンゲージメントに加えて、近年は株主のパッシブ比率が高くなってきているため、いかにESG評価機関に対して経営の特徴・強みを理解していただくかという意味で、さらに経営情報の開示を徹底しています。なぜならESG評価機関は一部を除いて、開示していないことはやっていないと見做して評価するので、全てのステークホルダーがオムロンに何を期待しているのかについて常にアンテナを高く張っていないと、自己中心的な経営に陥ってしまうからです。

3点目については、従来日本企業の特に国内社員に対する対応は、雇用を守

ることが中心でしたが、オムロンは社員にモチベーション高く仕事をし
てもらうことを優先しています。なぜならリターンの低い事業に従事させられ
ている社員のモチベーションは必ず低下します。過去から赤字は悪いという認
識はありましたが、黒字であっても資本コストを下回るリターンした得られ
ない事業をやり続けること、そして、その事業に社員に従事させることは、経
営陣の不作為の罪です。冒頭のご説明でパラダイムシフトという表現を使いま
したが、かつては企業理念を大切にするのだから社員の雇用を守るという考え
方がオムロンにもありましたが、グローバル社員起点の企業価値創造を目指す
今はもうありません。

【翁メンバー】

従業員の皆様はそれを理解されているということですね。

【安藤メンバー】

ROIC経営にしても、企業理念実践経営、ESGインテグレーションにし
ても、それらの取組をグローバルな社員が評価していない限り成立しません。
また、キーワードとして、トップダウンとボトムアップとの融合ということ
を申し上げましたが、すべての重要な施策がトップダウンでは発信されてい
ても、それが社員の具体的な取組を促すような形になっているか、社員が腑に落
ちて重要性を認識しているかは成否をはかるうえで重要なポイントであると思
えます。

【三瓶メンバー】

先ほど、社員はもともと企業理念を大切にされていて、それを大切に事業
の運営をしていけば株主を含むステークホルダーに評価されると思っていたと
いうお話がありましたが、日本においては未だにそういった企業が多いように
思います。リターンに繋がらないと資本市場には評価されないということに気
付くことで状況が変わったということですが、6ページに挙げていただいでい
る情報開示の意義・効果の5つのポイントに気付いている上場企業は少ないの
ではないかと思います。どのようにすれば多くの企業の理解が進むのか、ご示
唆をいただければと思います。

【安藤メンバー】

6ページのように簡潔に文章にまとめるということが非常に重要です。たと
えば、サステナビリティ経営の概念を因数分解してみると、そういう意味だっ
たのかという気づきになるので、このようなまとめ方を常に社内の会議等で示

せば理解はすぐに深まります。つまり、説明されていないだけで、腑に落ちて理解すると変わります。2011年にIRの担当役員になってすぐに、若い社員と話す機会があったのですが、「企業理念を大切にしているのだから、利益は出なくてもよいですよ」とストレートに聞かれました。その時に、私が何を説明したかという、「企業理念を大切にすることは、良い商品・サービスを世の中に出さなければいけません。そうすると、商品開発、あるいは設備投資をしてモノを作らなければならないので資金が必要です。また、頑張っている社員に給与・賞与などで報いるためにも資金が必要です。そして、上場企業の経営を支える株主に増配などの株主還元を行うためにも資金が必要です。つまり、企業理念経営を実践するためには、先立つ資金が必要であり、それを持続的に稼ぐことが絶対条件になります」というストーリーでした。それを聞いた若い社員は、「とてもよく理解できました」と言ってくれました。従って、特に、私は企業理念を改定した2015年から、従来使っていた「企業理念経営」ではなく、「企業理念実践経営」にネーミングを変えるよう経営陣に進言し、ようやく2022年6月に「企業理念の実践」を定款に追加しました。このように、社員が腑に落ちて理解し始めたら、そのコンセプトを広く社外のステークホルダーにも理解していただけるようにして、社外からのフィードバックを通じてさらに社員のモチベーションにつながるという好循環を生み出していかなければならないと考えています。

【三瓶メンバー】

社員との問答の例は非常にわかりやすかったです。ただ、赤字、黒字の理解はできても、資本コストとなると途端にハードルが上がってしまい、理解が進まない理由としてあるように思います。

【安藤メンバー】

そのために、6ページ①の「資本コスト」の後ろにカッコ書きで「≒投資家の最低期待収益率」と但し書きを付けました。すなわち、社員のレイヤーでは必要以上に難しく考えなくてもよいという割り切りをしたわけです。もちろん、財務・経理のエキスパートには理解してもらいますが、グローバルな社員全員に要求するのは意味がないので、「上場企業である以上、株主が期待する収益率以上は稼ぐ」ということが資本コストを意識した事業運営であるという説明で十分なのです。

【小池メンバー】

ROICアンバサダーという言葉に代表されるように、社員に浸透する仕組

みをここまで徹底的に訴えていくということに、経営層の意識の高さを感じました。オムロンレベルとまではいかなくとも、上場企業である限りは、“キャピタルマーケット・リテラシー”の向上に努めていただく責務があることを、上場企業の経営者にはあらためて知っていただく必要があると痛感しました。その意味で、オムロンのようなベストプラクティスの共有の場であったり、あまり意識の高くない経営者にそういった場を提供することは重要と感じています。

一方で、投資家とのエンゲージメントという話がありましたが、自身の反省も兼ねて、企業価値の向上を実現するためには、機関投資家のエンゲージメントスキルを向上させないといけないと感じています。我々もしっかり取り組んできたつもりではありますが、外形基準を満たすためではなく、企業価値を向上させるために何ができるかを投資家として突き詰めていく必要があると感じました。機関投資家としてのエンゲージメント・クオリティを上げていくというアプローチも、上場企業の企業価値向上を促す重要な要素であるという気づきを与えていただきました。

【安藤メンバー】

2015年にコーポレートガバナンス・コードが策定され、当時と比べて経営陣のリテラシーはかなり改善していると感じています。ただし、依然として、投資家を含めたステークホルダーとの対話と通じて自らの経営力を高度化するための気づきを得るという意識は低いかもしれません。また、投資家との対話・エンゲージメントに効果があると言われるますが、実際は、経営者側が投資家の指摘を的確に理解するリテラシーをもって、かつ自らの課題を明確に意識していなければ、投資家と面談をしても単なる質疑応答に終始してしまい、対話・エンゲージメントになりえません。

私は、対話とエンゲージメントの概念を区別しており、自らの強み・課題を理解している経営者が投資家に説明して、投資家からコメントをもらうのが対話のフェーズであり、その先にコミットメントを伴うエンゲージメントがあって、投資家から提案を受けた内容を経営システムに実装する努力を行うといったプロセスがうまくまわれば、その投資家は長期に株式を保有してくれるはず です。

【小池メンバー】

我々自身も企業を深く理解して、お互いエンゲージメントを通じて切磋琢磨するプロセスが大事だと感じています。

【菊池部長】

ありがとうございました。

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。冒頭にもご紹介いたしました、みずほ証券から、グローバル投資銀行部門 ディレクターの小池 圭吾様にお越しいただいております。小池様は市場区分の見直しに際しまして、実際に企業から様々なご相談なども受けられているお立場でもございますので、本日はプレゼンテーションをお願いしております。

それでは、小池様、どうぞよろしくお願いいたします。

【みずほ証券 小池グローバル投資銀行部門ディレクター】

小池でございます。資料3のレジюмеを用いて説明します。

冒頭に少し自己紹介させていただきますと、現在の肩書はグローバル投資銀行部門付ディレクターとなっておりますが、これまで通算25年程度に亘りキャピタルマーケット関連部署に属しており、そのうち20年弱は、主にエクイティ・キャピタル・マーケットにおける発行会社の対応に従事してまいりました。一担当者の立場からマネジメント職の立場まで一通り経験した後、昨年4月以降はフロントビジネスの第一線からは少し距離を置き、より大局的な観点から、市場・制度関連の動向をフォローしております。直近では、政府の検討テーマにも挙がっている未上場株式取引活性化、SPAC、IPOにおけるプライシングの問題などについて、日本証券業協会での議論等へ関与しております。

今般、発行会社の視点に着目して、市場区分の在り方について説明してほしいとの依頼をいただきました。大変貴重な機会をいただけたと感謝しております。僭越ながら申し上げさせていただきますと、この市場区分に関する議論が始まった頃から注目していましたが、これまでのところ発行会社の目線に立った議論が十分になされていないのではないかと印象を持っておりました。また、本邦証券取引市場のグローバルレベルでの競争力維持・向上の観点から、プライム市場に上場する企業はどうあるべきかという議論が頻繁になされてきたものの、そこで議論された方向感を、現在上場する多くの上場会社に同等に適用させていくことが果たして現実的なのかという点については若干の違和感を覚えていました。

直近の4月4日の市場区分の見直しは、従来の市場に上場していた会社がどこに振り分けられるかという「移行」の部分がクローズアップされてきましたが、今後、市場区分のあり方についてフォローアップを行い、望ましい方向感を目指すための議論を進めていく上では、新規上場の際の「入口」の議論も重要だと思います。上場を目指す会社は、どんな動機で上場を目指すのか、そして、上場して終わりということではなく、上場を果たした後も、上場会社としてずっと継続していくために、どのようなことに注力すべきか、しっかりと腹落ちした上で、取り組んでいただく、ということが大切ではないかと思いません。今日は、そのような問題意識に基づいてお話をさせていただきます。

レジュメをご覧ください。

まず、上場区分に関する企業との会話の例を3つほど挙げております。

1つめは典型的なスタートアップ企業との間でどの市場を選ぶかというときによくある質問例です。これから事業を大きくするために先行投資が発生して、マーケティングやプロモーションにコストがかかるので利益は出ないが、そのような状況であっても、時間を買うために、とにかく早く上場するにはどの市場がよいかといった話がよく問われます。また、海外を含めてどこの市場であれば、自分たちが高く評価されるのかといった点も、市場選択の際のポイントとなるケースも多く、こうした観点から、旧マザーズやグロース市場が選ばれてきたというのが実態だと感じております。本日の日経新聞にも2022年度上期のIPOマーケット状況について記事が掲載されていましたが、2022年度上期の上場会社37社のうち30社はグロース市場でした。この事実は、グロース市場が、現実には上場しやすい市場であるという理由で選択されてきた証左と言えるかもしれないと思います。

2つめは、1つ目の例とはある意味で対照的な話で、既に十分な知名度がある会社が、いわば「第二の創業、人心一新」といった目的で、上場というイベントを活用しようという動機から上場を目指すケースです。右肩上がり成長していくタイミングではなく、成熟期に到達している企業であっても、上場に踏み切るというケースも存在するという事です。

3つめは、新規上場ではなく、既上場会社の新市場への移行に関連する会話の例です。ちょうど1年ほど前の「移行前夜」の頃、プライム市場とスタンダード市場とのボーダー線上の会社からは、心配の声が多かったと記憶しています。具体的には、適合計画を守れなかった場合にどんなペナルティがあるの

か、改善策を実現できなかつた場合に自発的にスタンダード市場に移ることができるのか、その場合に一から上場審査を受けるのかなどを気にされており、ネガティブなことが起こってしまうのではないかという漠然とした不安を持たれているようでした。

このフォローアップ会議の第1回、第2回の議事録を拝見したところ、適合計画書を提出し上場市場を選択した会社の取扱いは今後も議論されていくと理解しておりますが、現実問題として発行会社からはこんな声があったということで、どうか参考にしていただけると幸いです。

レジュメには、上場の意義とは何かという点について教科書的ではありますが改めて列挙させていただきました。財務面では、資金調達手段の多様化や財務体質の強化といったメリットがありますし、財務面以外では、会社の知名度や信用力の向上や、東証の審査を通じた社内の管理体制の充実があります。また、安藤様のお話にもございましたが、従業員のモチベーションの向上、優秀な人材確保といった点も、上場の意義として挙げるすることができます。

加えて、IPOの意義については、上場の意義とは敢えて区別して記載しました。上場の意義として述べた①～⑤の点は上場した後にも継続する話ですが、IPOの意義として記載した⑥は上場する時のみに該当する話でして、創業者利益の実現や、株主のエグジット機会の提供といった観点でございます。客観的にみると時期尚早かもしれないというタイミングであっても、どうしてもこのタイミングで出たいと会社がおっしゃる場合、その背景として、このような理由があることも、IPOをサポートしている過程では、よく目にすることがありました。

先ほど企業との会話例を3つ紹介させていただきましたが、いま申し上げた上場の意義を、これらの3つの企業に当てはめると、レジュメに記載のとおりであり、財務面以外の意義もそれなりに大きいのだろうと思っております。資金調達面でのニーズはそれほど存在しないという会社であっても、会社としてのいわば箔付けを狙いに上場するということです。逆に、市場区分の見直しが上場会社になぜネガティブな印象を持たれたのかという点については、営業面や採用面への影響があるのではないかと不安があったものと推察します。

移行時点においては激変緩和を考えないといけないため、経過措置をどう設定するのかという議論を行うことが避けられなかつたかと思っておりますが、今後は

あるべき姿にいかにして導いていくかということが重要となります。その意味では、3市場がどのような市場なのかというコンセプトを定義することがとても大切だと思いますので、僭越ながら私見を述べさせていただきます。

プライム市場は、本日の前半の議論も含め、従前より数多くの議論がなされてきているので、あえては詳しくは述べませんが、取引所のルールメイキングなどを通じながら、投資家にとっての利便性に優れた、グローバルに比較しても遜色ないより魅力ある市場を目指していけばよいと思っております。

一方で、グロース市場とスタンダード市場のあり方については、今後更に議論を深める必要があるのではないかと感じております。

先ず、グロース市場については、個人的には、企業の成長性を最優先とするよりもむしろ、企業に上場チャンスを与える意味での「エントリー市場」と割り切ってはどうかと考えております。そのように捉える場合には、「高い成長性を実現する為の事業計画を有すること」を上場の要件とすることについては、今後議論を深めるべきだと思っております。また、時価総額基準について、上場10年経過後の時価総額が40億円以上という基準が新たに設けられたところですが、上場を目指す入口の段階で、10年先の時価総額を経営としてコミットするのは困難ではないかと思うところです。加えて、現基準においては、主幹事証券会社が事業計画を合理的と判断することが求められていますが、証券会社の立場として、会社の事業計画が妥当かどうかは、なかなか判断できないところです。このように、入口段階で上場基準をクリアするかどうかについては、関係者それぞれが、確信を持ちきれない「綱渡り状態」になってしまうのではないかという懸念を持っているところです。以上のとおり、私の意見は、どちらかというところ、現状の基準を実態に合わせて見直すべきではないかというものです。本日の日経新聞の記事にも、グロース市場はより上場廃止基準を厳しくすべきというご意見が載っていたように、グロース市場のあり方については、色々な意見があり得るものと考えております。

次に、スタンダード市場については、殊更に、市場のコンセプトを定めるのではなく、極端なことを言えば、プライム市場とグロース市場の明確なコンセプトを満たす企業群以外の「普通の上場会社」の集まり、いわば「補集合」と捉える考えでも良いのではないのでしょうか。それでも、これら企業群は上場会社として十分なレベルにあるとの捉え方が社会的にも確りと定着して欲しいと願います。例えるならば、プライム市場がメジャーリーグとするならば、NP

B（日本プロ野球）というイメージであって、スタンダード市場であっても、決して、企業経営上不利なことは起こらないということであれば、背伸びをしてプライム市場に居残り続けようとのインセンティブが薄らぐのではないのでしょうか。また、無理な背伸びをさせないという意味では、スタンダード市場について、株価や売買高など外部環境に左右され、企業の自助努力による解決が困難なものを基準にすることの是非については改めて考えてみるべきかもしれません。すごく極端な話をしてしまえば、売買高がほとんどなかったとしても、気配値だけを出すような、形式上場的な考え方もあるかもしれないと思っております。

経過措置については、本会議の過去2回の会合でも指摘されていましたが、「弱者切り捨て」にならないよう、上場廃止基準に抵触された企業の受け皿の検討が重要というのには同感でございます。その意味では、プライム市場の受け皿として、スタンダード市場の相対的な魅力をアップさせることは不可欠であると考えております。上場の意義を十分に感じていただくこと、決して恥ずかしいことではないと認識いただくことが大切であり、そのためには何をすべきか検討されるべきと考えます。また、東証の3市場以外に、地方の取引所の市場やプロマーケットなどとも連係させていくことで、業態・規模・成長ステージ等の異なる様々な会社それぞれが考える多様な上場ニーズを達成できるようにすることも、大事であると思っております。

最後になりますが、現実的には、上場を目指される会社においては、上場することがゴールになってしまっているという実態が少なからず存在するように感じております。上場後も、上場準備に費やしたのと変わらぬ熱量を持って引き続き企業価値向上に向けて取り組んでいただくためには、上場していることによるポジティブな効果を会社側に意識していただく必要があると思います。この点、他者からやらされるのではなく、どのように自発的にモチベーションを上げて対応していくのかという点が重要であるように思います。その意味では、ある市場から次の市場にステップアップすることによりこのような良いことがあるという魅力を打ち出すことが有効ではないかと考えます。プライム市場の「プラチナ」化は、この観点からも重要です。

それから、レジュメには「伴走者」について述べさせていただきました。上場するまでは、東証の審査があるため、証券会社の公開引受部など、外から企業を客観的に評価して提言を差し上げるような立場の人がおります。しかし、自省の念も込めてではあります。一旦上場してしまうと証券会社としても次

第に距離が遠のき、上場後の継続的な企業価値向上に向けたサポートまではなかなか対応できていないというのが実態ではないかと感じております。上場後の企業価値向上については、企業自らが率先して対応すべきことがもちろん重要ですが、企業外からサポートする「供走者」の存在も重要だと考えます。その役割の担い手は、従前同様、銀行・証券会社等の金融機関が主かもしれませんが、それ以外の異業種の方からの参入も市場の更なる発展に向けては有効かもしれません。

本会議で扱われるテーマは幅広く、関係者の置かれた状況も多種多様なので、アジェンダセティングが大切だと思います。議論をまとめていくのはなかなか難しいことだとは思いますが、会議での議論されたことが今後の市場の更なる発展に繋がることを期待し、引き続き関心を持って議論をフォローしていきたいと考えております。

以上で、私のプレゼンは終了させていただきます。ご静聴ありがとうございました。

【菊池部長】

ありがとうございました。それでは、只今ご説明いただいた内容につきまして、ご質問やご意見がございましたら、お願いいたします。

【熊谷メンバー】

二つご質問があるのですが、1点目は、フォローアップ会議ではメンバーによって経過措置に関する見解が分かれている状況でして、新市場区分への移行から3年後の2025年を期限とするという意見や、5年後の2027年を期限とするという意見などがあります。また、「2段階方式」ということで2025年に中間目標を置くといった、色々な考え方が示されております。小池様ご自身のお考えとして、経過措置について、こうすべきだという案などがあれば教えていただけますでしょうか。また、その案について市場関係者がどのような受け止め方をするかという点についても、お伺いできればと思います。

2点目は非常に細かい話になるかもしれませんが、私が側聞するには、仮に経過措置が終了した際にプライム市場からスタンダード市場への市場変更が続出するようなことがあるとすれば、証券会社の審査のキャパシティが回らなくなるのではないかという議論がございます。御社の感覚として、キャパシティが十分にあるかどうかを教えてくださいませんか。

【みずほ証券 小池グローバル投資銀行部門ディレクター】

1点目につきましては、何年後を経過措置の期限とするかはともかくとして、経過措置の期限について早期に定め、方針を示していくこと自体は必要だと考えます。ただし、いつを期限とすべきかというところに関しましては、先ほども申し上げたとおり、受け皿がどういう形で準備されるかというところと非常に密接な関係があると考えております。残念ながら、現時点では、スタンダード市場は、「格落ちの市場」という印象が存在すると推察され、(プライムの)企業側は経過措置の終了について、抵抗なく受け入れるという状況ではないのではないかと思います。

2点目については、証券会社において上場審査を担当する部署は、新規上場と、旧市場区分であれば市場第二部から市場第一部といったステップアップ型の市場変更の両方を担当しておりますが、これまでは、新規上場の方にほぼ全てのリソースを投入していたはずで、その意味では、例えば、昨年度のような年間120件程度の新規上場が今後も継続するとすれば、新規上場会社への対応でキャパシティがいっぱいとなり、リソース面から市場変更に投ずる余裕がないという状況に陥ることが生ずるかもしれませんが、新規上場件数自体がある程度落ち着いている状況であれば、プライム市場からスタンダード市場といった市場変更という新しいタイプの上場審査への対応に対してリソースを割けないということはないだろうと考えます。

【菊池部長】

ありがとうございました。それでは、こちらで本日のメンバー、ゲストプレゼンテーションは終了いたします。

それでは、残りの時間を使いまして、お手元の資料4に基づきまして、本日も議論いただきたい事項について意見交換させていただければと思います。

本日の安藤メンバーのプレゼンテーションでは、サステナビリティ経営を因数分解して、従業員へ分かりやすく示していくことが大事というお話や、あるいは、情報開示の重要性についても同じく因数分解することが大事というお話をいただきました。また、みずほ証券の小池様からは、現場の目線に立って上場会社の方々がどういうことを考えているのかをご紹介いただいたり、あるいは、自発的なモチベーションの発揮を通じて企業価値向上を実現していくことが大事ではないかとのお話をいただいております。

それらも踏まえまして、資料4にありますとおり、上場企業の中長期的な企業価値向上に向けた取組を促していくための具体的なアプローチについて、ご議論をいただければと考えております。特に、今回は、上場維持基準への適合に向けた取組が進められている企業以外の企業に関して、より取組を促進していくための方策をご議論いただければと考えております。なお、資料の中ほどから下には、前回までにいただいたご意見をご参考までに掲載しておりますので、ご参照いただければと思います。

それでは、どなたからでも結構でございますので、ご意見がある方は、よろしく願いいたします。

【熊谷メンバー】

今までの会議でも出ている議論をなぞることになるかもしれませんが、私が重要な論点だと思うところをざっと申し上げます。

まず1点目は、市場区分の見直しを通じて企業価値を向上させることが大きな目標ですから、やはり然るべき数値目標やKPIなどを設定して、効果測定を定量・定性の両面から定期的を実施して、モニタリングすることが必要だと考えられます。

2点目は、「新陳代謝」がキーワードで、言葉は悪いですが、いわゆる「ゾンビ企業」などと称されるものについては、退出の基準を厳格化していくことが必要だと思います。また、プライム市場からスタンダード市場への市場変更の手續の簡素化を検討していくべきだと考えます。他方で、それをやると、各市場が独立した市場だという元々のコンセプトとの整合性をとらなければいけません。そこはしっかりと理論武装する必要があるわけですが、ただ、いずれにしてもプライム市場からスタンダード市場への変更手續きを簡素化することは重要だと考えます。

3点目は、以前から出ていますが、魅力あるインデックスを開発するということで、例えばPBR1倍割れは原則として認めないといったことなどが考えられます。また、何社に絞るかは非常に難しいと思うのですが、たとえば100社まで少なくないけれど、200社くらいの良い企業を選ぶのは一つの考え方としてあり得るでしょう。

4点目は、コーポレート・ガバナンスです。岸田総理も、先日のニューヨーク証券取引所におけるスピーチで「コーポレート・ガバナンス改革」の重要性に言及されました。もちろん、これは取引所だけで出来ることではありませんが、これまで、国全体の議論として、どちらかという形式論に傾いてきたわけですが、今後はファクトに基づいた検証が不可欠であり、実質的な意味でのコーポレート・ガバナンス改革を行うべきです。

5点目は、開示についてです。外国人に対する英文開示の充実は極めて重要です。加えて、統合報告書や中期経営計画書など情報開示の内容・方法・場所が会社によって統一されていないのが実情です。例えば、有価証券報告書のように、他社比較がしやすいような内容にする、もしくは安藤メンバーが言うように部門ごとの縦割りではなく、会社として統一したメッセージを出すことなどが肝要です。

6点目として、それ以外にも取引所ができることは色々あると思っており、例えば、社外取締役を含む経営者と投資家、そして背後にいるアセットオーナーとの対話の場を東証がもっとエンゲージして積極的に作っていくことや、オムロンのような好事例を横展開するなど、現時点で経営が芳しくない企業に対して啓蒙活動を強化することなどもできるのではないのでしょうか。

7点目は経過措置の取扱いです。メンバー間でも議論がまとまっておらず、見解の違いがありますが、なるべく早く何らかの形で合意を得たほうが良いと考えます。早ければ早いほどよいという意見や、5年程度という意見もあります。私は、個人的には「中庸」のスタンスで、5年経過する2027年まで放置するのではなく、例えば、現状、経過措置を適用できる企業も、2025年以降は新規での経過措置を不適用にさせることや、計画書の更新もできなくさせる、といったことなどが考えられます。これは、ある種の「2段階のロードマップ」と言えるかも知れません。何れにしても、経過措置をどうするかという点について、メンバー間でなるべく早く合意して、しっかりとした施策を講じるべきだと思います。

【松本メンバー】

中長期的な企業価値向上は重要ですが、果たして取引所にそれができるかという私は甚だ疑問があり、我々としては、取引所として何をすべきか、スペシフィックなアジェンダをしっかりと議論して決めていくべきだと思います。

上場企業は一種の規格商品です。世の中にはいくらでも企業はあり、上場する必要もなく、上場していなくても素晴らしいエクセレントカンパニーはたくさんあるなかで、上場会社は望んで上場し、一般株主からの投資を受けやすくするための規格商品になることを選んでいるわけです。取引所としては、そういった規格商品を棚に並べることをやっているのだから、極めてクリアな規格が重要となります。したがって、どのように企業価値を向上させるかということではなく、どういった規格であれば上場企業なのか、どういった規格に合わなくなったら上場企業にはなれないのかという点を客観的にクリアにすることしかできないはずですし、それ以外のことをやろうとしても権限はなく、あまりエンフォースメントも効かないと思います。そう考えると、経過措置も短ければ短い方が良く、少なくとも1日でも早く、いつ経過措置が終わるかをクリアにすべきだと思います。

また、そもそも市場区分のラベル貼りをしたからと言って、日本企業全体が良くなるかというと、そういう風には思えません。前回の東証のインデックスの話でも、フィデリティ投信の話でも、入れ替えが有るか無いかが一番大きく、S&P500とTOPIXの差を見ても、入れ替えの有無が一番大きく有意な差をもたらしていると思われまふ。TOPIXとJPX日経400を見てもほとんどパフォーマンスは変わらないし、やはり新陳代謝させなければいけません。そこをしっかりと進めるべきだと思います。

これまで色々なものを発行会社寄りに柔軟に対応してきたことで今のようなマーケットになっており、もっと毅然としたルールを作らなければならないと思います。企業価値の向上でも、成績の悪い生徒の成績をどう上げるかというのは、成績が悪かったら退学にするのがわかりやすく、そうするとおしりに火がついて成績を上げることを考えるのであって、成績が悪くても退学にもならない、クラス替えにもならない、しばらくはずっといられるとなると、そういう学校の中でどう成績を良くするか議論しても結果は出ません。したがって、とにかく客観的な入れ替えのルールのようなものをクリアにしていくことが、結果的に効果があると強く思います。

【三瓶メンバー】

市場区分見直しというのはある種の改革であり、改革の議論をする際に、既得権の話に耳を傾けていたら改革はできません。既得権という言い方を変えて弱者切り捨てという言い方がされますが、それは違うだろうと思います。たとえば一般国民の中で、失業した人というのは、これはきちんとセーフティーネ

ットを設けてケアしなければいけません。上場企業というのは不特定多数の人からお金を調達するという責任あることをやっているのにも関わらず、上手くいっていないと弱者というのは間違いだと思います。先ほども上場する理由についてたくさん列挙いただきましたが、トランザクションのような「上場する」ということではなく、「上場している」という状態に対する責任感がまるでありません。したがって、「上場している」ことに対する責任が何なのかを、取引所で明確にした方が良いでしょうと思います。

先ほどの安藤メンバーからのご説明で、意識改革をするうえで、きちんと言葉にして書くということをやっていたのですが、そういうことにつながると思います。「上場している」という責任は何なのかということを確認にする、一般的かつ感覚的な上場理由ではなく、本当に上場し続ける理由・責任をきちんと明記するということです。

また、最近では上場企業も資金調達のニーズが無くなっているという言い方がされますが、それはとんでもない間違いです。株主に帰属する利益があっても、それをいくらかは配当に回していますが、相当部分を内部留保にして、それを使っていないことがあります。株主に帰属する利益を内部留保している時点で調達しているわけであり、使い途がないのに調達（内部留保）するのはおかしいということで、日本の企業はどんどん自社株買いしろと言われているわけですが、そういうところへの気づきもない。このように、調達している認識もありません。どういうことが起こっているのか、その行動はどのような意味があるのかということを確認にし、全上場会社に対して徹底する、または研修を必ず受けてもらうなどしていかないと、誤解を意見の相違と混同している状況がいつまでも変わらないと思います。認識を正しくしてもらわないと、先に進めないと思います。

【神田メンバー】

市場区分が中長期的な企業価値向上に結び付くかは難しいと思いますが、感想を申し上げます。例えば進学校で、A、B、Cとクラス分けしている学校とクラス分けしていない学校があるとすると、A、B、Cに分けている学校は必ずクラス替えをするはずで、将棋の世界でもA級、B級、C級というクラス分けがあり、クラス分けをしているということは、毎年何人かはAからBに行くなどの移動が起きます。サッカーも同じだと思います。もし移動が全くなかったら、そのような競争は起きません。

全上場会社に企業価値を上げてくださいというのは難しい話で、それは取引所がやるべきことではなく、色々な企業がいてよいと思います。企業価値を上

げられる会社もあれば、上げられない会社があってもよいのです。ただし、市場区分として区分した以上は入れ替えをしないとはいけません。そこに焦点を当てるのは市場区分を提供している取引所であり、そこは取り組むべきだと思います。ただ、その結果、たとえばクラス分けした方がパフォーマンスが上がるのか、そうではなくて固定化する方が上がるのか、この答えはわかりませんが、少なくともクラス分けをすると判断したのであればクラス替えをするべきであり、東証には筋を通してほしいと思います。具体策は、この会議で議論すればよいと思います。

【小池メンバー】

先ほどのIPOの議論で、上場することがゴールになっているというコメントがありました。やや規律がある市場ではないという印象が持たれるところであり、神田メンバーや松本メンバーがおっしゃったとおり、新陳代謝を促す仕組み作りを行っていくべきだと思います。いくつかのアプローチがあると思いますが、先ほどの安藤メンバーの話を踏まえて、コーポレートガバナンス・コードを通じて、上場会社のキャピタルマーケット・リテラシーを向上してもらう取組を推し進めることが考えられます。

一方で、株主もエンゲージメント・クオリティを上げていかないといけません。上場主幹事を務める投資銀行が、企業価値の向上に向けた指導を行う事も必要です。上場会社だけに求めていくのではなくて、上場企業のステークホルダーや関係する金融の人たちにも果たすべき責務があり、そういった点について確認していくことが考えられます。取引所ができることは限定的だと思いますが、取引の場を提供しているわけですから、そういったリテラシー向上のプログラム提供であったり、ベストプラクティスの共有などを積極的に行うかどうかを感じています。

【永見メンバー】

2点あります。前回までに申し上げたことと、今回の皆様のご意見とも重複しますが、1点目は、長期的な企業価値向上に向けての「北風と太陽」の話です。数字的な話、ガバナンス的な話も当然大事ですが、経営者が企業価値向上を我が事として捉える環境を整えるという意味で、「太陽」的なアプローチがあると思います。例えば欧米企業における株式報酬は日本とは規模が全く異なり、経営者は我が事として企業価値向上に取り組んでいます。そのようなことに関して、ガイダンスの形式がよいかはわかりませんが、株式報酬を入れることがむしろ当たり前だと示していくことが大事だと思います。安藤メンバーの

スライドでもありましたが、株式報酬の設計趣旨と具体内容がしっかりと開示され、投資家とエンゲージメントすることも重要です。例えば、日本の大企業では、OBにはそんな制度はなかったのに、次の代になったらそんなのがあっていいのかという指摘は出て来うるかもしれませんが、そういったことをしっかり乗り越え、株主と中長期的にアラインされていくためのツールとして、「太陽」としての株式報酬の導入の徹底というのがあって然るべきだと思います。

2点目ですが、（発行会社の意見を含め）全体の意見を聞いて物事を進めようとするとうまくいかないということもあるため、東証がリーダーシップを発揮することが一番大事であり、具体的かつ時間軸をもって、物事を進めていただければと思います。前回までの発言の繰り返しになりますが、北極星は、取引所が継続的に改革をし、そのことを通じて日本の金融市場が一層活性化し、結果的に日本の産業・社会における新陳代謝とイノベーションが起きていくことだと思います。その起点となるべく、取引所がリーダーシップを発揮して、具体的に時限性をもって取り組んでいただくことが必要だと思います。

【黒沼メンバー】

まず、市場区分を設けた以上、入れ替えをしなければならないというご指摘や、上場基準をクリアにすることを第一に対応するのはというご指摘はその通りだと思います。

また、上場している状態の会社の責務について明確にするのは重要なことだと思いますが、これは既に企業行動規範やコーポレートガバナンス・コードである程度やられていることであり、それに何か上乘せしてやる必要があるかどうかという問題だと思います。

それから、入れ替えを通じて企業価値を向上させていくには、上場廃止基準を徐々に引き上げていくことが考えられますが、現実的には難しい面があると思います。熊谷メンバーからご意見がありましたように、数値目標を設けてそれをモニタリングしていく、要するにクラス替えはしないけども成績は発表するという形であれば、上場基準はそのままに、PBRやROEを基準にした成績を発表することによって企業価値向上を促していくことは可能だと思います。それがどれくらい効果があるのか、あるいはやるべきなのかは今後議論していただければと思います。

【翁メンバー】

基準を決めた以上、ルール通りに入れ替えをしていくことが大原則だと思いますので、そういった方針をしっかりと示していくことが重要だと思っています。

また、安藤さんのお話にもありましたが、自律と他律が大事だと思っています。市場区分を選択している以上、経営者は責任があるわけですし、責任をしっかりと果たしていただくということに尽きるのですが、取引所がどこまでやるかという話はあるものの、ベストプラクティスの共有やPBRの一覧の公表などを通じて、経営者の意識を変えてもらう、自律を促していくといった観点で、できることはあるのではないかと思います。また、他律に関しては、エンゲージメントについて、アセットオーナーにもより一層取り組んでいただく必要があると思います。

【安藤メンバー】

1つだけ確認したいのですが、「入れ替え」という言葉が頻繁に使われています。これは現状の3つの市場区分における入れ替えのことなのでしょう。また、この会議ではインデックスは議論の対象ではないと理解していますが、インデックスに関連する事項なのか、この点を整理したうえで議論を進めた方がよいと感じました。

【松本メンバー】

私は、上場廃止まで含めた入れ替えをやらないと意味がないと考えています。

【菊池部長】

ありがとうございました。

それではお時間も参りましたので、これをもちまして、本日の会合は終了させていただきます。

最後に、意見募集に関するご報告と、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】

本日は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、前回ご説明しました意見募集についてですが、9月30日より、東証ウェブサイトにて受付を開始しておりますのでご報告いたします。募集期間は10月末までの約1か月を予定しております。

次に、次回会合におきましては、今回に引き続きヒアリングを行い、ご意見やお考えをお伺いしてまいります。経過措置の関係についても、ペースをあげて議論を深めてまいりたいと考えております。また、意見募集の結果についても、ご報告させていただく予定です。詳細につきましては、別途、またご連絡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、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。次回もどうぞよろしくお願いいたします。

以 上