

2022 年 8 月 19 日 全 5 頁

東証改革の継続に向けたフォローアップ会議の開始

経過措置の方向性について議論

政策調査部 主任研究員 神尾 篤史

[要約]

- 東京証券取引所に「市場区分の見直しに関するフォローアップ会議」が設置され、7 月 29 日に第一回会議が開催された。この会議では、有識者によって上場会社の企業価値向上への取組みや経過措置の取扱い、ベンチャー企業への資金供給などに関する追加的な対応について、議論が行われる。
- 第一回会議では、市場のあり方、再編後の市場の制度設計に対する評価・フォローアップ方法などについて、幅広く議論が行われた。制度変更につながるような決定はなされていない。会議は 3 年程度の期間が想定されているものの、今後半年程度を目途に一旦議論をまとめるようである。
- 注目される【経過措置のあり方】は、経過措置期間を早期に示すべきなどの声があった。具体的な期間は 3 年や 5 年程度という意見や、2025 年に中間目標を置き、その後に終了させるという二段階方式についての意見が出た。

フォローアップ会議の開始

東京証券取引所（東証）に「市場区分の見直しに関するフォローアップ会議」（以下、フォローアップ会議）が設置され、7 月 29 日に第一回会議が開催された。フォローアップ会議の目的は以下の通りである。

- 新市場区分への移行は、あくまでも上場会社における企業価値向上の実現に向けた「スタートライン」であり、移行後も継続的にフォローアップが必要
- 市場区分見直しの実効性向上に向けて、施策の進捗状況や投資家の評価などをフォローアップし、上場会社の企業価値向上への取組や経過措置の取扱い、ベンチャー企業への資金供給などに関する追加的な対応について東証に助言すること

フォローアップ会議のメンバーは、エコノミスト、投資家、上場会社、学識経験者その他の市場関係者である。会議は 3 年程度の期間が想定されているものの、とりあえずは今後半年程度を目途に一旦議論をまとめるようである。

注目は経過措置のあり方

東証が公表した議事録によると、第一回の会議は次のように進められた。まず、事務局から上場会社の ROE・PBR、上場維持基準の適合に向けた取組み、英文開示を含めたコーポレート・ガバナンス、IPO 市場の状況などについて説明があった。その後、東証が示した議題に沿って、市場のあり方、再編後の市場の制度設計に対する評価・フォローアップ方法などについて、幅広く議論が行われた。第一回の会議は議論のみで、特段の決定事項はない。

以下では会議の議事録に基づいて、注目される【経過措置のあり方】に加え、【PBR 1 倍割れ企業への対応】【英文開示】【スタンダード市場のあり方】について、メンバーの主な発言内容をまとめる。

【経過措置のあり方】については、経過措置の存置される期間が「当分の間」とされており、終了時期が明確になっていない。上場会社や投資家にとって予見可能性が極めて低い状況にあり、今回の会議の中心議題になると思われる。

経過措置の内容を改めて確認すると、市場第一部・第二部、JASDAQ、マザーズに市場再編前から上場していた会社にのみ適用されている制度である。市場再編に伴って上場維持基準（市場再編前の上場廃止基準に相当）がこれまでよりも厳しくなったため、激変緩和措置として設定された。上場維持基準に適合しない会社が、本来の基準よりも緩和された基準で上場を継続できる経過措置の適用を受けるには、「上場維持基準の適合に向けた計画」（以下、計画書）を開示し、その計画に取り組む必要がある。計画書には、上場維持基準の達成に必要な計画期間や施策などの記述が求められている。

メンバーからは経過措置の存置される期間を早めに示すことや明確化するといった意見があった。「とにかく早く終わらせるべきで、或いはとにかく速やかに経過措置終了日を決めて明らかにすべき」という強いニュアンスの発言も見られた。経過措置の具体的な期間は、東証が集計した分布状況（図表 1）に基づいて、「5 年あたりが妥当なのではないか」という声や、「一律 3 年とする」という声もあった。

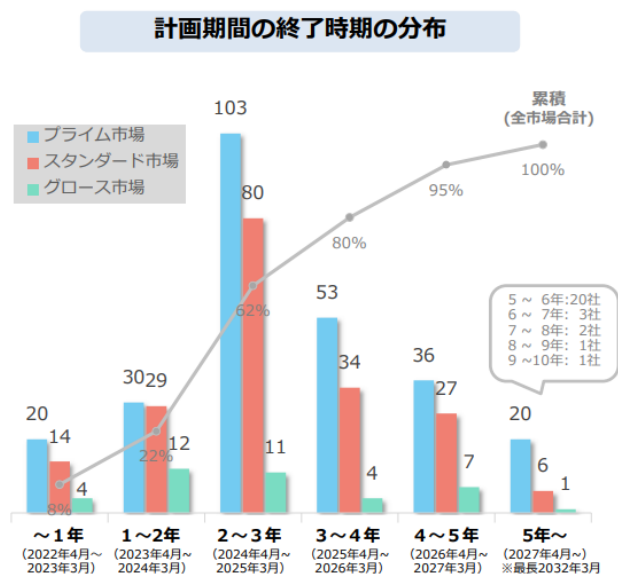
その他、プライム市場では、上場会社の計画期間の更新による期限の長期化を防ぐため、計画期間は「早めに更新は認めないと明確に示すべき」という発言もあった。なお、現在の東証の制度では、前提としていた事情の変化などにより、開示済みの計画の内容を変更・更新することが可能である。その際には、速やかに変更・更新後の計画書の開示が求められる。

仮に、計画書の更新を認めないなど、上場会社にとって影響の大きい制度に改めると、ハレーションが生じる可能性がある。その点を考慮して、「一度中間目標をおく、例えば 2025 年に中間目標をおく」という二段階方式の検討案を示したメンバーもいた。ただ、このメンバーは中間目標の具体的な意味に言及しておらず、どのような内容が想定されているのかは明確でない。

現在の経過措置では、2022 年時点で上場維持基準に適合していたものの、株価低迷などにより 2023 年に上場維持基準に抵触しても計画書を開示すれば、上場する市場での上場維持が認められる。この制度を変更し、例えば、2025 年以降に新たに上場維持基準に適合しなくなった上

場会社は経過措置の適用を認めないことが一つの案（中間目標）として考えられるかもしれない。そもそも、新市場が開始された 2022 年 4 月 4 日以降に上場した会社は経過措置の適用が認められていない。まずは、この点で上場会社間でのイコールフットイングを図ることが検討されるのではないかと。また、2025 年以降に基準に適合しなくなった上場会社への対応に加えて、2024 年以前に経過措置が適用された企業への経過措置の終了も検討していく必要がある。

図表 1 上場維持基準の適合に向けた計画期間の分布状況



注：計画期間は新市場区分移行日から期間。複数の基準に適合していない場合、最長の計画期間を採用

（出所）東京証券取引所「市場区分の見直しに関するフォローアップ会議 第一回事務局説明資料」市場区分の見直しに関するフォローアップ会議第一回 資料 3-1（2022 年 7 月 29 日開催）

【PBR 1 倍割れ企業への対応】は、東証が示した市場区分別の PBR の分布（図表 2）で、プライム市場では 50%、スタンダード市場では 64% が PBR 1 倍を割り込んでいることが示されており、このデータに基づいて議論された。多くのメンバーが課題であると認識しており、対応策として PBR 1 倍割れ企業に「サステナビリティ経営の本質を理解してもらったうえで、自ら何を優先して改革に取り組むかについてロードマップを作って公表して」もらい、投資家との対話を行うという PDCA サイクルを回していくという意見が出された。

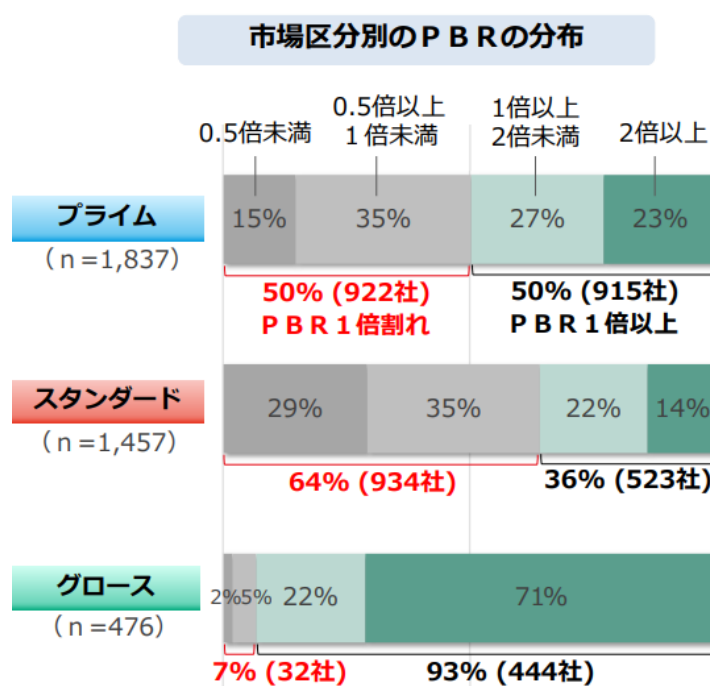
この案は経済産業省 産業構造審議会の「経済産業政策新機軸部会 中間整理」（令和 4 年 6 月 13 日）（以下、中間整理）での問題意識と同じである。中間整理では、日本経済が「失われた 30 年」と言われる状況を脱却するために、「グローバル競争で勝ちきる企業」群の創出などが必要と指摘されている。ここでは、TOPIX500 に選ばれるような代表的な企業の PBR 1 倍以上の割合を現在の約 6 割から 2030 年に約 8 割へ引き上げることが目標として挙げられている。

具体的な取組みとしては、グリーンイノベーションや経済安全保障などの分野の事業で企業が国の補助を受ける場合の要件として、技術力などに加えて、バランスシート経営改革、マネジメント・ガバナンス改革、人的資本経営などを進め、投資家と対話することで企業価値の向上につなげることが必要とされている。合わせて、PBR が 1 倍以下の企業は 1 倍を超えるために一定

期間（例えば5年間）の具体的かつ合理的な計画を公表することを中間整理は求めている。なお、これらの要件について、現時点で具体的な方法論は明示されていない。

経済産業省は中間整理についての意見募集を6月30日まで行ったため、その結果に基づいて今後も議論が続く可能性があるだろう。東証の議論も始まったばかりであり、これらの共通の問題意識に立った議論が盛んになっていくことも想定されよう。

図表2 市場区分別のPBRの分布状況



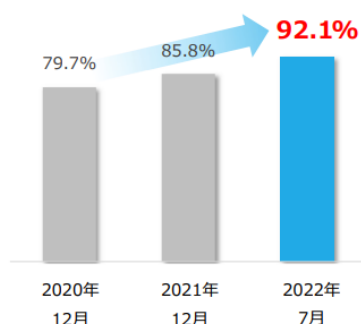
(出所) 東京証券取引所「市場区分の見直しに関するフォローアップ会議 第一回事務局説明資料」市場区分の見直しに関するフォローアップ会議第一回 資料3-1 (2022年7月29日開催)

【英文開示】は東証の資料によると、プライム市場ではいずれかの開示資料を英文化するという取組みは進んでいるものの、有価証券報告書など資料によっては進んでいない(図表3)。海外投資家からはさらなる英文開示情報の充実や開示タイミングの早期化を求める声があるという。フォローアップ会議のメンバーからは、市場区分に関係なく、英文開示が重要であるという趣旨のコメントがあった。

こういった視点とは異なる意見として、「上場維持基準の数値基準について、英文開示やガバナンスの水準が一定程度に達している企業については、適用を緩めることが考えられるかどうかを議論する必要もあるのではないか」という指摘があった。また、時価総額が小さい企業は海外投資家の投資対象となりづらいため、英文開示に取り組む必要性がないと考えるのか、それとも小規模であっても英文開示をすれば投資対象となり得るのかという関係性も整理して、施策を考えていくべきという趣旨の意見も見られた。

図表3 プライム市場の英文開示実施率と資料別の状況

英文開示実施率（プライム市場）



資料別の英文開示の状況

(2022年7月時点)

		英文開示実施	書類別の実施状況					
			決算短信	株主総会招集通知(通知本文)	IR説明会資料	適時開示(決算短信以外)	CG報告書	有価証券報告書
プライム (n=1,837)		92.1%	77.1%	76.1%	61.1%	38.7%	24.5%	13.3%
時価総額別	1,000億円以上 (n=679)	98.4%	89.6%	89.9%	86.2%	66.9%	49.1%	26.5%
	250億円以上1,000億円未満 (n=695)	90.6%	72.7%	75.0%	52.2%	26.3%	13.1%	7.2%
	250億円未満 (n=463)	84.9%	65.4%	57.5%	37.6%	15.8%	5.4%	3.2%

出所：東京証券取引所「英文開示実施状況調査」のデータより作成

注：英文開示実施率は、対象書類（決算短信、適時開示資料（決算情報を除くその他の適時開示資料）、株主総会招集通知、コーポレート・ガバナンス報告書、有価証券報告書、IR説明会資料、及びその他の英文開示資料）のいずれかの資料について英文開示を行っていると回答した会社

（出所）東京証券取引所「市場区分の見直しに関するフォローアップ会議 第一回事務局説明資料」市場区分の見直しに関するフォローアップ会議第一回 資料3-1（2022年7月29日開催）

【スタンダード市場のあり方】は、その位置付けが「曖昧な感が否めない」、「中途半端な印象」という声があった。スタンダード市場は「時価総額の向上を求めなくて良いのではないか」といった意見や、「ROE や PBR を見たときに、現在はプライム市場に劣っていますが、プライム市場とは違う経営の仕方はするものの、きちんと結果を出していくとするのであれば、それはそれでありかもしれない」という見解があった。必要な施策として、時価総額を向上させられないことはやむをえない一方で、「流通株式時価総額の基準については、持ち合いの解消や役員保有株の売出しにより達成を推進すべき」と述べられた。また、PBR や ROE が低いことを念頭において、PBR は投資家が評価するものであり、「評価されるためには英文開示が重要」との声もあった。

その他、今後の市場改革においてロードマップを示すこと、投資家や上場会社からのヒアリングの必要性などについて意見が出た。

第一回のフォローアップ会議では、メンバーがあらゆる論点についてオープンに意見交換が行われたものとみられる。初回の議論の内容をたたき台として、二回目以降は議題を絞って議論が行われるものと思われる。