

2023年8月23日 全5頁

東証フォローアップ会議の今後の注目点

改革のモメンタムの継続に向けた動き

政策調査部 主任研究員 神尾 篤史

[要約]

- 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」が設置されてから1年余りが経過した。この間、東証から「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」（「資本コスト等を意識した対応」）をはじめとした様々な施策がスピード感をもって打ち出された。
- 投資家の期待に応えて、改革のモメンタムを継続させ、さらに加速させることが、東証にとって今後重要になる。フォローアップ会議で議論が予定されているもののうち、注目されるのは、「資本コスト等を意識した対応」のフォローアップである。その他、英文開示の義務化の内容決定、グロース市場の上場維持基準の検討などがある。

改革のモメンタムの継続に向けて

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」（フォローアップ会議）が設置されてから1年余りが経過した。この間、東証から「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」（「資本コスト等を意識した対応」）¹をはじめとした様々な施策がスピード感をもって打ち出された。上場会社の企業価値向上に向けた改革が日本の株式市場で始まったという印象を国内外の投資家に与えることになったと思われる。投資家の期待に応えて改革のモメンタムを継続させ、さらに加速させることが、東証にとって今後重要になる。以下では、フォローアップ会議で議論予定の項目を整理し、今後の注目点について述べる。

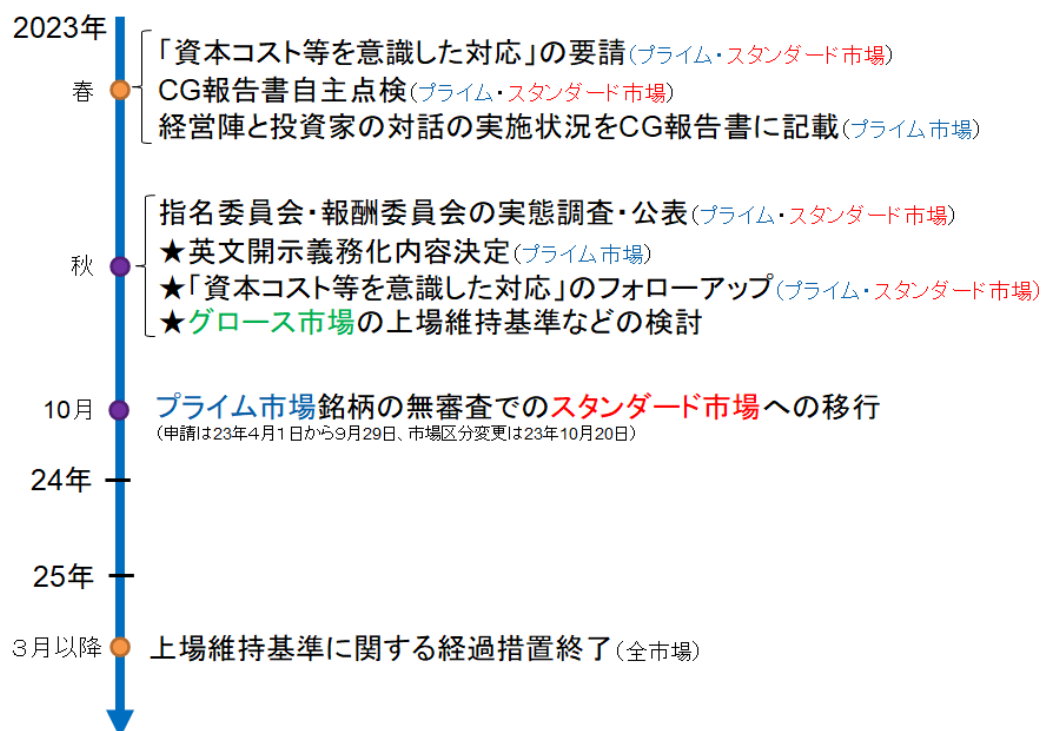
今後のタイムライン

図表1では、フォローアップ会議で議論される項目を挙げた。2023年秋から始まる議論や作業項目は多い。場合によっては、これらの項目は2024年または2025年まで議論がずれ込むことが予想される。プライム市場、スタンダード市場、グロース市場のそれぞれで議論される項目

¹ 「資本コスト等を意識した対応」の詳細は、神尾篤史・鈴木裕「[資本コストや株価を意識した経営は根付くのか](#)」（『大和総研調査季報』2023年夏季号（Vol. 51）、4-17頁）を参照。

があり、上場会社は注目しておく必要がある。

図表 1 東証による主な施策のタイムライン



(注) 文頭に★を付した予定は本稿での注目点。

(出所) 各種資料より大和総研作成

注目点

(「資本コスト等を意識した対応」のフォローアップ)

図表中の★を付したものが今後の注目点だ。まずは、2023年3月末にプライム市場とスタンダード市場の上場会社に要請された「資本コスト等を意識した対応」のフォローアップへの取組みが挙げられる。この要請は、経営層が主体となって、資本コストや資本収益性を十分に意識した上で、経営資源の適切な配分の実現を求めるものである。フォローアップの意図は、東証が公表した施策について計画・実行・チェック・行動というPDCAサイクルを回し、施策をブラッシュアップさせることにあり、フォローアップ会議で以前から提案されていたものである。

上場会社は「資本コスト等を意識した対応」について取組みや状況を開示している場合、コーポレート・ガバナンス報告書(CG報告書)への記載が求められている。7月28日に行われた日本取引所グループ(JPX)の山道CEOの記者会見では、上場会社の500社程度がCG報告書で開示を行っているという発言があった(JPX「CEO記者会見要旨」)。プライム市場とスタンダード市場の上場会社は合計3,300社程度あるため、全体の約15%が東証の要請に応じて開示を行ったことになる。

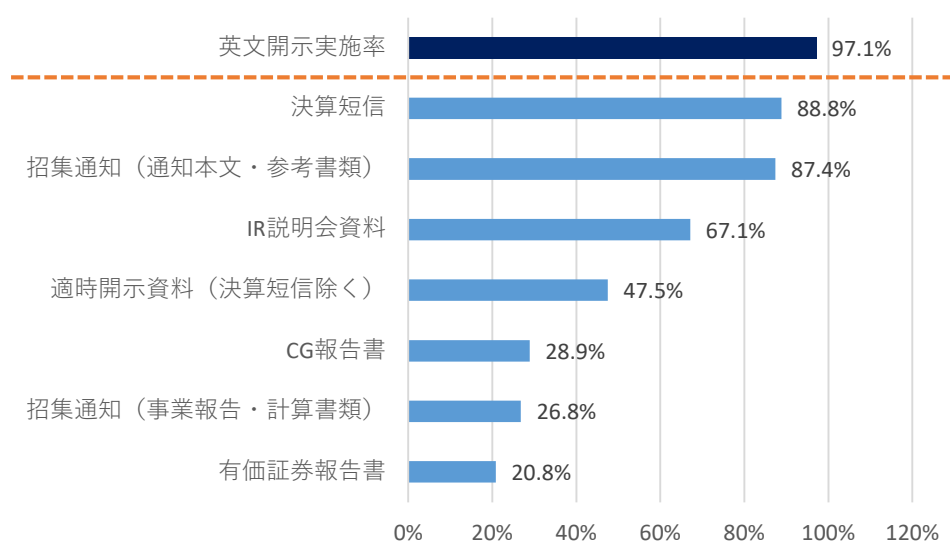
この状況を踏まえると、フォローアップ会議では上場会社の本要請に対する意識を高める施策を検討することが考えられそうだ。本要請は強制ではないため応えない会社も当然あるだろうが、検討中の会社などの意識を高めることの意味は大きい。例えば、本要請への対応に関する開示を集計したデータに加えて、個社の開示状況を一覧表にして公表することなどは、他の上場会社の状況を「見える化」することになり、開示の促進につながるのではないかと。

さらに、本要請の趣旨などをおかみ砕いて伝えるということも考えられよう。筆者はプライム市場とスタンダード市場の上場会社と要請内容についてディスカッションする機会を多く得ているが、その経験に基づく、リソース不足で手が回らない・他社の出方を様子見する会社がある一方で、要請に取り組む意義に疑問を抱く会社も一定程度ある印象だ。こうした疑問を抱く会社には投資家をはじめとするステークホルダーの期待に応えるために、資本収益性などに十分に意識した経営資源の配分を行い、企業価値の向上を実現していく重要性について丁寧にガイダンスすることが考えられる。また、株式市場で不特定多数の投資家から資金を調達して事業をする責務を改めて考え直す機会も必要だろう。

(英文開示義務化内容決定)

プライム市場の上場会社向けに英文での開示が義務化される書類が今秋に決定される見込みである。プライム市場の上場会社の英文開示実施率は2022年12月末時点で97.1%に及ぶ(図表2)。ただし、英文開示実施率は資料によってかなり幅があり、最も実施率の高い決算短信(88.8%)と実施率の低い有価証券報告書(20.8%)では68%もの違いがある。

図表2 資料別の英文開示実施率 (2022年12月末時点)



(注) 調査対象は、決算短信、その他の適時開示資料、株主総会招集通知(通知本文)、株主総会招集通知(事業報告)、CG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) 東証「英文開示実施状況調査集計レポート(2022年12月末時点)」(2023年1月17日)より大和総研作成

第6回フォローアップ会議では、メンバーから英文開示資料について、決算短信、IR説明会資料、適時開示資料、統合版アニュアルレポートなどの意見が出たものの、現時点ではまとまっていない（東証「市場区分の見直しに関するフォローアップ会議（第6回）議事録」）。上場会社の負担を考えれば、これらの書類のうち1つが英文開示の対象になると思われる。調査を通じて、海外投資家の使用頻度の高い書類を選定することが肝要である。経過措置の終了に合わせて、英文開示の義務化が念頭に置かれているため、3月決算会社であれば、2025年3月から英文開示の義務化が現時点では検討されている。なお、経過措置とは、市場再編時に上場維持基準（再編前は上場廃止基準）が引き上げられたことで、制度の激変緩和措置として緩和された基準での上場が一定期間認められたものである。その終了は決算期によって異なるが、3月決算の場合2025年3月である。

（グロース市場の上場維持基準などの検討）

グロース市場に対する施策については第8回フォローアップ会議で議論が行われたが、論点に対して幅広く意見が出された段階にあり、結論が出ているものはない。論点としては、例えば、非上場会社の資金調達環境の改善を踏まえた新規上場基準の引き上げの有無、機関投資家の参入に向けた方策、上場後の資金調達・成長投資、上場維持基準の引き上げの有無などである（東証「参考資料 グロース市場の状況とフォローアップ会議における議論」（2023年5月8日））。

これらの論点については、フォローアップ会議での議論だけではなく、グロース市場の上場会社の経営トップを対象とした意見募集も5月から7月下旬まで行われた。いわば、東証がグロース市場上場会社の経営トップの悩みを把握し、施策の策定に活かすことが目的である。意見募集事項の内容は図表3の通りである。この結果は今後のフォローアップ会議で報告され、議論が行われると思われる。

図表3 意見募集事項

1. 貴社の高い成長の実現に向けて、グロース市場への上場を活用できていると考えますか。上場前に考えていた上場の目的や、上場後に実際に感じている効果などとあわせて、ご回答ください。
2. 貴社の高い成長の実現に向けて、上場時／上場後における課題（成長の実現に向けた課題）と考えている事項や、その課題に対して取引所に期待する対応がある場合には、その詳細をご回答ください。
3. その他、高い成長の実現に向けて、課題と考えている事項があれば、ご回答ください。

	観点（例）
上場時	<ul style="list-style-type: none"> ・上場のタイミング（非上場時における資金調達環境との関係、海外新興市場との比較など） ・上場に向けたプロセス（市場関係者のサポート、スピード・煩雑さなど） ・上場時の資金調達（調達金額、配分（機関投資家への割当て）など）
上場後	<ul style="list-style-type: none"> ・高い成長の実現に向けた資金調達（成長投資に向けた資金需要、希薄化への懸念など） ・ガバナンス・内部管理体制（体制構築にあたっての支障など） ・情報開示・IR（事業計画や成長可能性等の開示、IRの機会、機関投資家との対話など）

（出所）東証「グロース市場上場会社の経営者向け意見募集の実施について」（2023年5月8日）より大和総研作成

注目される論点は、上場 10 年経過後 時価総額 40 億円以上という上場維持基準の引き上げの有無である。6 月 16 日に閣議決定された「新しい資本主義のグランドデザイン及び実行計画 2023 改訂版」では、グロース市場の制度整備について検討を行うと同時に、上場廃止要件を厳格化するとしている（48 頁）。この基準に抵触する経過措置対象会社は 7 月 31 日時点で 26 社ある（東証「計画期限一覧」）。

フォローアップ会議のメンバーからは「成長を促す観点から、上場維持基準（上場 10 年経過後 時価総額 40 億円以上）を引き上げてはどうか」、一方で「まずは経過措置終了の影響分析が重要であり、現時点での拙速な上場維持基準の引上げは現実的ではない」という意見があり（東証「参考資料 グロース市場の状況とフォローアップ会議における議論」（2023 年 5 月 8 日））、まとまってはいない。少なくとも経過措置終了前に基準を引き上げることは、上場会社による上場制度に関する予見可能性を著しく損なうため、避けた方がよいのではないかと。

次回のフォローアップ会議の予定は公表されていない。フォローアップ会議前日に東証の web ページに公表されることが今までは多かった。東証からの情報発信を待つ必要があるだろう。