

2022年10月19日

株式会社東京証券取引所 上場部 御中

株式会社ストラテジックキャピタル

代表取締役 丸本強



### 市場区分の見直しに関するフォローアップに係る意見

弊社は、金融商品取引法に基づき登録している投資運用業者です。

本年9月30日付けで貴取引所が公表された「市場区分の見直しに関するフォローアップに係る意見募集要領」に関し、弊社の意見をお伝えいたします。なお、意見提出フォームにおいては、本意見書を各市場別に分割、要約したものを提出しております。意見提出フォームと本意見書に相違があった場合、本意見書に記載の内容が優先します。

意見：

- ① 上場審査の内容として、プライム市場及びスタンダード市場においては「企業の継続性及び収益性」、グロース市場においては「事業計画の合理性」等が実質審査基準に含まれているが、これに「株主資本利益率（以下「ROE」と言う。）が継続的に資本コストを超えると認められること」を（グロース市場においては上場から10年経過後の要件として）追加する。
- ② 上場企業が証券取引所に提出しているコーポレートガバナンスに関する報告書（以下「CG報告書」と言う。）において、コーポレートガバナンス・コード（以下「CGC」と言う。）の原則のうち個別企業が「コンプライ」としている事項の実態を、証券取引所が調査・確認する。
- ③ プライム市場からスタンダード市場への指定替え基準に「株価指標」の項目を追加し、「株価純資産倍率（以下「PBR」と言う。）が3年継続して1倍を下回っている場合」を規定する。また、スタンダード市場とグロース市場の上場廃止基準においては、「PBRが5年継続して1倍を下回っている場合」を規定する（グロース市場においては上場から3年経過後の要件として規定する）。

理由：

弊社の意見は、証券取引所にその株式が上場されている企業に対して、実質的な企業価値の向上のため、経営者に資本効率と株価を意識していただくための規律を導入することを企図したものです。

2014年に通称「伊藤レポート」が発表されて以降、CGCの策定や、市場区分の再編に代表される資本市場改革によって、外形上は上場企業のコーポレートガバナンスは改善されてきたように見受けられます。これは、プライム市場上場企業における独立社外取締役の増加や、指名委員会・報酬委員会を設置する会社が増加していることから明らかであり、本来であればこのようなコーポレートガバナンスの改善を通じて、これら上場企業の企業価値は向上するはずでした。特に、2018年の改訂により、CGCに資本コストの概念が導入されたことは画期的でありました。

しかし、本年9月30日の東京証券取引所作成資料によれば、未だプライム市場上場企業のうち50%、スタンダード市場上場企業のうち64%は、PBRが1倍を下回っています。さらに、それぞれの市場で47%と63%の企業がROE8%未満と低迷を続けています。すなわち、上場企業によるコーポレートガバナンスの改善や情報開示の拡充といった取組みは、企業価値の向上という本来の目的を達成できていないのです。

弊社が上場企業の経営者と対話していても、コーポレートガバナンス改善の取組みが表面的なものであった企業が少なくないのです。例えば、CGC原則1-4（補充原則を含む）をコンプライしておきながら、漫然と政策保有株式を保有し続けていたり、指名委員会が取締役会の追認機関と化していたりなど、実態の伴っていないCGC原則のコンプライ事例は枚挙にいとまがありません。

本意見募集においては、「今後、どのような事項について、重点的に企業の取組等を促していくことが期待されるか」と問われています。そこで、まず、上記意見①により、上場企業の経営者に資本コストの概念を理解したうえで、これを超えるROE達成を目標としていただくこととします。

次に上記意見②により、見せかけのコーポレートガバナンス改善ではなく、実質を伴った行動であることを確認していただくこととします。具体的には、各企業が証券取引所に提出したCG報告書において「コンプライ」とされている事項について、見せかけの対応となっていないか、その実態を取引所が当該企業に確認し、必要に応じて、実質を伴う行動を促し、又はCG報告書を訂正するよう指導していただくということです。

そして、実際に資本コストを超えるROEを達成できなければPBRは1倍を下回って推移してしまいます。そこで、意見③により、これらの企業に資本コスト以上のROEを実現するよう促すとともに、それが達成できない場合には公開市場から退出していただくことにより、国内外の多様な投資家から高い支持が得られる魅力的な市場となることを期待します。

以上