

2024年4月17日 全6頁

企業価値向上に向けた東証の追加策に関する動き

8月以降に追加策が検討される可能性

政策調査部 主任研究員 神尾 篤史

[要約]

- 東京証券取引所で「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）の第15回が行われた。（1）「資本コストや株価を意識した経営の実現に向けた対応」（「資本コストや株価を意識した経営」）に関する開示状況、（2）企業行動規範の見直し、（3）グロース市場の上場基準に係る検討について議論が行われた。
- （1）「資本コストや株価を意識した経営」については、上場会社の開示率だけでなく、資本収益性・成長性ととも、市場がそれを評価しているのかをフォローアップしていくべきというメンバーの意見があった。3月決算会社のコーポレート・ガバナンス報告書がおおむね出そろった8月の状況を踏まえて、課題があれば追加策の検討がなされていく模様である。
- （2）企業行動規範については、規範の内容のブラッシュアップに対してメンバーから幅広く意見が出されており、（3）グロース市場の上場基準では上場維持基準の見直しのみならず、グロース市場のコンセプトにまで議論が及んでおり、メンバーの意見は収斂していない。今後いっそうの議論が必要そうである。

第15回フォローアップ会議

東京証券取引所（東証）で3月22日に「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）の第15回が開催された。今回は、（1）「資本コストや株価を意識した経営の実現に向けた対応」（「資本コストや株価を意識した経営」）に関する開示状況、（2）企業行動規範の見直し、（3）グロース市場の上場基準に係る検討について議論が行われた。本稿では、会議の[議事録](#)に基づいてメンバー間の議論を簡潔にまとめる。

（1）「資本コストや株価を意識した経営」に関する開示状況

「資本コストや株価を意識した経営」に関する 2024年2月末時点の開示状況はプライム市場

の開示率は59%、そのうち開示済みが48%、検討中が11%、スタンダード市場の開示率は22%、そのうち開示済みが14%、検討中が8%である（図表1）。2023年12月末と比較すると、プライム市場では1か月で5%pt、スタンダード市場では1%pt程度ずつ上昇した形である。

図表1 プライム市場とスタンダード市場の開示率

	プライム市場 開示割合		スタンダード市場 開示割合	
24年2月末時点	合計	59%	合計	22%
	開示済み	48%	開示済み	14%
	検討中	11%	検討中	8%
24年1月末時点	合計	54%	合計	20%
	開示済み	44%	開示済み	12%
	検討中	10%	検討中	8%
23年12月末時点	合計	49%	合計	19%
	開示済み	40%	開示済み	12%
	検討中	9%	検討中	7%

（出所）東京証券取引所「『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（2024年2月末時点）」（2024年3月22日）より大和総研作成

プライム市場の上場会社をPBR（株価純資産倍率）別、時価総額別で確認すると、PBRが低く、時価総額が大きい企業の開示割合が高い（図表2）。2023年12月末時点との変化ではPBRが1倍以上の企業や、時価総額が相対的に小さい企業においても、開示に進展が見られる。

図表2 プライム市場のPBR別、時価総額別開示率（2024年2月末時点）

	PBR 1倍未満	PBR 1倍以上
時価総額 1,000億円以上	87% (+ 9pt) 開示済み：72% (+ 7pt) 検討中：15% (+ 2pt)	57% (+ 11pt) 開示済み：50% (+ 9pt) 検討中：7% (+ 2pt)
時価総額 250～1,000億円	65% (+ 7pt) 開示済み：47% (+ 4pt) 検討中：18% (+ 3pt)	42% (+ 10pt) 開示済み：33% (+ 10pt) 検討中：9% (+ 0pt)
時価総額 250億円未満	49% (+ 12pt) 開示済み：36% (+ 8pt) 検討中：13% (+ 4pt)	34% (+ 12pt) 開示済み：27% (+ 11pt) 検討中：7% (+ 1pt)

（注）カッコ内の数値は、2023年12月末時点からの変化。

（出所）東京証券取引所「『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（2024年2月末時点）」（2024年3月22日）より大和総研作成

こうした結果に基づいて、メンバーからは東証による今後の上場会社のフォローアップ方法などについて発言があった。現状の開示率を中心とした方法から、「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」ということも確認していくべきとの意見があった。これは、プライム市場上場会社とスタンダード市場上場会社の資本収益性などに変化があったかを確認し、さらにPBRやPER（株価収益率）などを用いて市場が資本収益性などの変化を評価しているのかを見極めることであると思われる。足元の資本収益性が改善していたとしても、その改善が一過性のもので継続性が確認できなければ市場では評価されないという考え方である。

「資本コストや株価を意識した経営」の要請を受けた上場会社の取組み状況について、機関投資家のメンバーから「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ます。…（中略）…体感としては2～3割は増えている」という話があった。一方で、上場会社の対応にあたり、「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」という機関投資家側のリソースが不足していることも示された。これに関連する形で、別のメンバーから「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」として、機関投資家のリソース不足の現状を踏まえて、対話を要望する上場会社は経営戦略、業績、資本政策などで会社の変化や成果を示す必要があるとの意見があった。

（2）企業行動規範の見直し

企業行動規範は、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一般的な行動規範として制定されたものである。2007年の制定時の議論では、「会社法その他の法令等における自由化や規制緩和、世界的なレベルでの競争の激化、そして証券市場の役割と重要性の一層の増大という近年の環境変化」（東京証券取引所「上場制度整備懇談会中間報告」（平成19年3月27日）6頁）が背景にあったとされる。

企業行動規範は、上場会社として最低限守るべき事項を明示する「遵守すべき事項」と、上場会社に対する要請事項を明示し努力義務を課す「望まれる事項」で構成されている（図表3）。前者の「遵守すべき事項」は資本市場で濫用的な行動をとる企業の行為を禁止する趣旨でできたものであり、違反した場合は実効性確保措置の対象となるが、後者の「望まれる事項」は実効性確保措置の対象外である。なお、実効性確保措置には、改善報告書の徴求、特別注意銘柄への指定、公表措置、上場契約違約金の徴求がある。

図表3 「遵守すべき事項」と「望まれる事項」

遵守すべき事項	望まれる事項
第三者割当に係る遵守事項	望ましい投資単位の水準への移行及び維持
流通市場に混乱をもたらすおそれ又は株主の利益の侵害をもたらすおそれのある株式分割等の禁止	コーポレートガバナンス・コードの尊重
MSCB等の発行に係る遵守事項	取締役である独立役員の確保
書面による議決権行使等の義務	独立役員が機能するための環境整備
上場外国会社における議決権行使を容易にするための環境整備に係る義務	独立役員等に関する情報の提供
独立役員の確保義務	女性役員の選任
コーポレートガバナンス・コードを実施するか、実施しない場合の理由の説明	議決権行使を容易にするための環境整備
取締役会、監査役会、監査等委員会又は指名委員会等、会計監査人の設置義務	無議決権株式の株主への交付書類
社外取締役の確保義務	内部者取引等の未然防止に向けた体制整備
会計監査人の監査証明等を行う公認会計士等への選任義務	J-IRISSへの情報登録
業務の適正を確保するために必要な体制整備の決定義務	反社会的勢力排除に向けた体制整備等
買収への対応方針の導入に係る遵守事項	会計基準等の変更等への的確な対応に向けた体制の整備
MBO等の開示に係る遵守事項	決算内容に関する補足説明資料の公平な提供
支配株主との重要な取引等に係る遵守事項	
内部者取引の禁止	
反社会的勢力の排除	
流通市場の機能又は株主の権利の毀損行為の禁止	

(出所) 東京証券取引所「企業行動規範」web ページより大和総研作成

メンバーからは、規範の中身をブラッシュアップすべきという意見が大半を占めた。具体的には、独立役員の確保、女性役員の選任、「資本コストや株価を意識した経営」の要請、MBO (Management Buyout) に関わる価格、適時開示の姿勢、CEO のサクセッション (後継者育成)、グループ経営における支配株主責任、買収への対応方針などが挙げられた。企業行動規範は数回に分けて話し合われる見込みであり、今後は項目ごとに議論が行われると思われる。

(3) グロース市場の上場基準に係る検討

グロース市場に関する検討は上場維持基準の見直しを中心に以前から行われており、今回は東証が作成した資料を踏まえて議論が行われた。図表4はグロース市場上場会社の上場後経過年数別の時価総額分布である。時価総額の中央値は60億円であり、「上場後10年経過後時価総額40億円以上」という上場維持基準に抵触する会社は27社(グロース市場上場会社565社)あり、現状のままの時価総額では抵触する会社が150社ある。

図表4 グロス市場上場会社の上場後経過年数別の時価総額分布

	時価総額 40億円未満	40～ 60億円	60～ 80億円	80～ 100億円	100～ 250億円	250億円 以上	中央値： 60億円
全体 (n=565)	31% (177社)	19% (106社)	11% (64社)	6% (36社)	22% (122社)	11% (60社)	
	時価総額が現行基準の水準未満						
3年未満 (n=226)	27% (62社)	17%	13%	9%	21%	12%	68億円
【参考】 上場後 経過年数							
3～5年 (n=151)	30% (45社)	17%	11%	7%	21%	14%	63億円
6～9年 (n=102)	42% (43社)		22%	10%	2%	18%	46億円
	今後抵触する可能性						
10年以上 (n=86)	31% (27社)	23%	8%	3%	29%	5%	54億円
	現行基準に抵触						

注：2023年末時点におけるグロス市場上場会社が対象 注：時価総額は、2023年10月～12月の終値平均ベース

(出所) 東京証券取引所「グロス市場の上場基準に係る検討」(2024年3月22日)

図表5はグロス市場上場会社の上場後経過年数別の時価総額の成長率である。新規上場時からの時価総額成長率の中央値は1.03倍で、全体の49%は現在の時価総額が新規上場時の時価総額を下回る。

図表5 グロス市場上場会社の上場後経過年数別の時価総額の成長率

	上場時から 1/4未満	1/4～ 1/2	1/2～ 1倍	1倍～ 2倍	2倍～ 3倍	3倍以上	中央値： 1.03倍
全体 (n=565)	4% (20社)	13% (75社)	32% (180社)	28% (160社)	10% (58社)	13% (72社)	
	時価総額が新規上場時未満 (49%)						
3年未満 (n=226)	2%	15%	37%	30%	11%	6%	0.94倍
【参考】 上場後 経過年数							
3～5年 (n=151)	3%	13%	30%	26%	9%	17%	1.06倍
6～9年 (n=102)	4%	17%	25%	27%	13%	14%	1.13倍
10年以上 (n=86)	8%	6%	29%	28%	8%	21%	1.10倍

注：2023年末時点におけるグロス市場上場会社が対象
注：時価総額成長率は、現在の時価総額(2023年10月～12月の終値平均ベース)を新規上場時の時価総額(公開価格ベース、ただし公開価格がない場合は上場月末終値ベース)で割ることで計算

(出所) 東京証券取引所「グロス市場の上場基準に係る検討」(2024年3月22日)

こうしたデータを基にメンバーからは、①グロス市場の在るべき理想的な姿やコンセプトを改めて考えるべき、②上場維持基準の引き上げは不要又は要検討などの意見が出された。

①グロス市場の在るべき理想的な姿やコンセプトについては、グロス市場が期待通りの働きをしていないことを理由として「そもそもグロス市場には何を期待するのか、グロス

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」、同様の意見では「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」という指摘があった。別のメンバーは、図表4を参照しつつ多くの会社が抵触する可能性のある上場維持基準の引き上げに触れながら、「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、上場維持基準の引き上げの一番の目的なのではないか」と述べた。

②上場維持基準の引き上げは不要という意見については、グロース市場の上場維持基準である流通株式時価総額5億円以上、流通株式比率25%以上から計算される時価総額は5～20億円であることを踏まえると、「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された。別のメンバーからは、デフレ脱却、日本銀行のマイナス金利政策の解除など経済環境が大きく変化する中で、「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」という状況を静観する必要性が示された。併せて、上場維持基準の引き上げは今後上場を検討する会社に影響があるとして、「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」とされた。

おわりに

(2) 企業行動規範の見直しはメンバーから意見が幅広く出されており、(3) グロース市場の上場基準に係る検討は上場維持基準の見直しのみならず、コンセプトにまで議論が及んでおり、意見の集約は見られていない。今後いっそうの議論が必要そうである。

(1) 「資本コストや株価を意識した経営」については、今後もしっかりとフォローアップしていくことが明示された。東証は、3月決算会社のコーポレート・ガバナンス報告書がおおむね出そろそろ8月を「大きなヤマ」としている。その時点の状況を踏まえて、課題があるとすれば追加策などの検討がなされていく模様である。東証による上場会社の企業価値向上に向けた施策は今後も続いていくと期待される。