

2023年1月24日 全7頁

# 東証がPBR 1倍割れの状況に切り込む

## 「市場区分の見直しに関するフォローアップ会議」第6回

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）で「市場区分の見直しに関するフォローアップ会議」の第6回が開催され、東証からこれまでの議論の論点整理（案）とそれに対する対応（案）が示された。
- 対応（案）では、経過措置の終了時期は示されなかった。経過措置の具体案は次回会議（日程未公表）で示され、その後、東証が制度要綱を決定・公表する予定である。
- 他方、対応（案）では、PBR 1倍割れが継続しているなど、明らかに改善が必要な会社に対して、改善に向けた方針や具体的な取り組みなどの開示が強く要請されている。
- その他、コーポレート・ガバナンス報告書におけるコンプライ・オア・エクスプレインの状況の自主点検、指名委員会・報酬委員会の活動状況の調査、プライム市場での英文開示の義務化に向けた取り組み、上場会社と投資家の対話の実効性の向上に向けた取り組みが示された。次回会議で今回の議論を踏まえた修正版の論点整理（案）と対応（案）が示される予定である。

### 第6回フォローアップ会議

東京証券取引所（東証）で1月10日に「市場区分の見直しに関するフォローアップ会議」（以下、会議）の第6回が開催された。メンバーはエコノミスト、投資家、上場会社、学識経験者で、これまで市場関係者からのヒアリングやメンバー間での議論が行われてきた。

第6回はこれまでの議論の取りまとめに向けて、東証から「[市場区分の見直しに関するフォローアップ会議の論点整理（案）](#)」（論点整理（案））、「[論点整理を踏まえた今後の東証の対応（案）](#)」（対応（案））が公表され、それに基づいてメンバー間で議論が行われた。これら2つの資料の内容は、①経過措置の取扱い等、②資本効率や株価への意識改革、③コーポレート・ガバナンスの質の向上、④英文開示の更なる拡充、⑤投資家との対話の実効性向上である。本稿では、会議の[議事録](#)に基づいて、メンバーの意見を整理する。

## ① 経過措置の取扱い等

対応（案）では、経過措置の終了時期など具体的な内容は示されなかった（図表1）。具体案は次回会議（日程未公表）で示され、その後に制度要綱が決定・公表される予定である。

図表1 経過措置の取扱い等の対応（案）

	具体的な対応	実施時期
a	フォローアップ会議の取りまとめ内容を踏まえて、速やかに経過措置の取扱い方針を決定し、制度要綱を公表 ※ 経過措置適用会社（会社名、適合していない基準、計画期間等）の投資者への周知方法についてもあわせて検討	速やかに実施
b	上場維持基準に適合せず、上場廃止が決定した銘柄の換金機会の確保手段を決定し、制度要綱を公表 ※ 現行制度では上場廃止の決定から1か月間としている整理銘柄指定期間を延長する方向で検討	速やかに実施

（出所）東京証券取引所「論点整理を踏まえた今後の東証の対応（案）」（2023年1月10日）より大和総研作成

論点となっている経過措置は、市場再編前に市場第一部・第二部、JASDAQ、マザーズに上場していた会社（経過措置対象会社）にのみ適用されている。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もので、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措置である。適用を受けるには、「上場維持基準の適合に向けた計画」（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を記述することが求められている。経過措置が存置される期間は「当分の間」とされており、終了時期は明確になっていない。

第4回の会議で経過措置の取扱いについて集中的に議論が行われたところ、経過措置の終了時期について2022年4月から3年後の2025年3月という意見を持つメンバーが多数を占めた。また、今後、経過措置の適用を受けるために新たに計画書を開示する場合、終了時期を超える計画の開示をいつまで認めるかについては、終了時期の公表後は認めるべきではないとした意見が多かった。

さらに今回の会議では、次回のフォローアップ会議での具体案の公表と改正規則の決定までの間に、具体案を認識した経過措置対象会社が計画期間の延長を駆け込みで行おうとした場合の対応についてメンバーから東証に対して確認が行われた。経過措置の具体案が示されていない中で、駆け込みがどの程度生じるかを想定することは難しいものの、例えば、経過措置の終了時期が2025年3月とされた場合、具体案の公表と改正規則の決定までの間に計画期間を新たに2025年4月以降に設定しようというケースは出てくるかもしれない。

駆け込みでの計画期間の延長について、東証は「改正規則の施行前に変更してくるものについては、受けざるを得ないのではないかと考えています」という姿勢を示した。ただ、期間変更の趣旨を確認した上で「投資家をはじめとする対外的な説明として十分に成り立っているかを確

認することになるかと思います」と、合理的な理由が求められることを示唆し、安易な期間変更に釘を刺すことも忘れなかった。

なお、第4回の会議では経過措置の終了時期を超える計画を既に開示している会社の取扱いについて、経過措置を一律に終了すべきで例外的な期間の延長を認めるべきではないという意見と、何らかの形で例外的な期間の延長を認めるべきという意見があった。この点も経過措置の終了時期が設定される際の大きな論点であるため、次の会議が注目される。

## ② 資本効率や株価への意識改革

会議では、上場会社の経営者が資本効率や株価を意識していないケースが多いことを踏まえて、経営者の意識改革を促す観点からの議論が行われた。図表2にそれに関する東証の対応(案)を示したが、中でも注目されるのはaの継続的にPBRが1倍を割れている場合など、明らかに改善が必要な会社への対応である。自社の資本コストや資本収益性を的確に把握し、その状況や株価・時価総額への評価を経営陣や取締役会において議論の上、改善に向けた方針や具体的な取り組みなどを開示することが強く要請されている。プライム市場の50%、スタンダード市場64%、グロース市場の7%がPBR1倍割れとなっており(2022年7月1日時点、[「参考資料集\(フォローアップ会議における議論と現状\)」\(2022年9月30日\)](#)参照)、そうした状況への対応(案)である。また、開示を強く要請されるのは明らかに改善が必要な会社であり、PBRが1倍を割れていない会社であっても、すべての上場会社は必要に応じて改善に向けた方針や具体的な取り組みなどを開示することが要請される。何を開示すべきであるかの内容は東証が作成し、今後の会議で確認することが想定されている。

図表2 資本効率や株価への意識改革の対応(案)

	具体的な対応	実施時期
a	経営陣や取締役会において、自社の資本コストや資本収益性を的確に把握し、その状況や株価・時価総額への評価を議論のうえ、必要に応じて改善に向けた方針や具体的な取組などを開示することを要請 ・特に継続的にPBRが1倍を割れている場合など、明らかに改善が必要な会社に対しては、開示を強く要請 ※コーポレートガバナンス・コード原則5-2の趣旨を踏まえたシンプルベースの対応として、上場会社に通知(注) (注) 成長性が重視されるグロース市場については別途検討	2023年春
b	企業行動規範等について、資本収益性への意識や株主の権利の尊重など、上場会社の責務を明確化するとともに、実効性確保などの観点から全体的に点検を行い、必要な見直しを実施	2023年度中
c	その他、経営者(上場会社)の意識づけに資するため、株式報酬制度に関する理解の促進や推奨、資本市場やコーポレート・ガバナンスに関するeラーニングなどの研修コンテンツの点検・アップデート、事例の取りまとめ・公表など	順次実施

(出所) 東京証券取引所「論点整理を踏まえた今後の東証の対応(案)」(2023年1月10日)より大和総研作成

この要請は、2021年に策定されたコーポレートガバナンス・コード（CGコード）原則5-2の趣旨を踏まえたプリンシプルベース<sup>1</sup>の対応として求められる。なお、グロース市場上場会社はCGコードの基本原則のみが適用されており<sup>2</sup>、原則5-2は適用対象外などの理由から、図表2のaに示された要請の対象ではなく別途検討するとされている。

#### 【原則5-2. 経営戦略や経営計画の策定・公表】

経営戦略や経営計画の策定・公表に当たっては、自社の資本コストを的確に把握した上で、収益計画や資本政策の基本的な方針を示すとともに、収益力・資本効率等に関する目標を提示し、その実現のために、事業ポートフォリオの見直しや、設備投資・研究開発投資・人的資本への投資等を含む経営資源の配分等に関し具体的に何を実行するのかについて、株主に分かりやすい言葉・論理で明確に説明を行うべきである。

メンバーからaの対応（案）について大きな異論はなく、「改善に向けた方針や具体的な取組などの開示、コミットメントを求めていくことに加え、進捗状況の開示も重要だ」という点を強調してはどうかという意見がみられた。また、グロース市場上場会社に関して、「資本効率より先に将来の成長の姿を見せるべき」という意見があり、利益が赤字でROEがマイナスであっても、PBRが1倍超の会社が見られるという米国の例を引き合いに、そのような方向性を示すべきという考え方が示された。aの対応（案）の実施予定時期は2023年春とされたが、メンバーから特段の意見はなかった。

### ③ コーポレート・ガバナンスの質の向上

CGコードの策定以来、上場会社のガバナンスは形式的にはCGコードに沿って進展しており、今後は質の向上が必要という問題意識に基づいて対応（案）が示された（図表3）。

図表3 コーポレート・ガバナンスの質の向上の対応（案）

	具体的な対応	実施時期
a	コンプライ・オア・エクスプレインの趣旨を改めて周知するとともに、エクスプレインとして不適切な事例等を明示 ※ コンプライ・オア・エクスプレインが適切に行われているかどうか自主点検を促すとともに、改善の必要性が高い上場会社については個別に働きかけ	2023年秋
b	指名委員会・報酬委員会の活動状況等に関する実態調査、その状況や事例の取りまとめ・公表	2023年秋

（出所）東京証券取引所「論点整理を踏まえた今後の東証の対応（案）」（2023年1月10日）より大和総研作成

<sup>1</sup> プリンシプルベース（原則主義）は各上場会社が行うべき行動について詳細に規定するルールベース（細則主義）ではなく、各々の置かれた状況に応じて、実効的なコーポレート・ガバナンスを実現することができるよう、抽象的な表現・内容により、幅広い解釈の余地を与えるという考え方である。

<sup>2</sup> CGコードは基本原則、原則、補充原則の3つで構成されており、プライム市場とスタンダード市場の上場会社はこれら3つ全てが適用され、グロース市場の上場会社は基本原則のみ適用される。

図表3のaでは、CGコードにおけるコンプライ・オア・エクスプレイン（実施するかそれとも実施しない（実施していない）理由を説明する）が形骸化している企業もみられる状況を踏まえ、自社での点検を促し、改善の必要性が高い上場会社に対して東証が働きかけを行うものである。さらに、エクスプレインが不十分な事例等の明示も検討されている。例えば、上場会社の開示するコーポレート・ガバナンス報告書（CG報告書）で「検討中」というエクスプレインのまま、数年間も放置されている場合が該当する模様である。

aについてメンバーからは「企業が東証からの働きかけに対してリアクティブ（受動的）に対応しただけにならないように、企業価値の向上などに向けて真剣に向き合わせるように、企業の意識を変えるような仕掛けも考えていかななくてはならない」という意見があった。実施時期は対応（案）にある2023年秋ではなく、3月決算企業がCG報告書を開示する時期から適用すべきという意見があった。もっとも、CG報告書は更新が随時可能であるため、従来のCG報告書の開示タイミングである株主総会後に間に合う会社は対応し、それ以外の会社はその後更新する方法もあるとの見解も示された。

図表3のbでは、指名委員会・報酬委員会を設置する上場会社が増える中、それらの役割や機能が明確ではないケースが多くみられることから、引き続き開示を促しつつ、活動状況等の実態把握や状況・事例を取りまとめて公表することが示されている。

bについてメンバーからは「指名委員会・報酬委員会の活動状況等を調査することに加えて、持続的な成長や中長期的な企業価値向上に貢献しているかどうかを検証していく必要があります」という意見があった。また、aとbの共通の意見として、「しっかりとしたエクスプレインをしないのであれば、あるいは指名委員会や報酬委員会が期待されているとおりに機能していないのであれば、たとえばプライム市場から外すなど、実効性を持たせるためのもう一段踏み込んだ仕組み」を考えるべきという非常に強い見解も示された。実施時期の2023年秋については特段意見が出なかった。

#### ④ 英文開示の更なる拡充

図表4には英文開示に関する対応（案）を示した。aのプライム市場向けでは、①で述べた上場維持基準に関する経過措置の終了に合わせて、必要な情報の英文開示を義務化することが想定されている。

図表4 英文開示の更なる拡充の対応（案）

	具体的な対応	実施時期
a	プライム市場において、個別の働きかけや情報周知活動等の取組を継続的に実施しつつ、義務化する内容について決定・公表	2023年度中
b	スタンダード市場やグロース市場において、英文開示に関する事例の取りまとめ・公表	2023年秋

（出所）東京証券取引所「論点整理を踏まえた今後の東証の対応（案）」（2023年1月10日）より大和総研作成

東証の資料によれば、プライム市場上場企業の 92.1%が何らかの書類で英文開示を実施しているが、書類別の実施状況は決算短信が 77.1%である一方で、有価証券報告書は 13.3%にとどまる（2022 年 7 月 1 日時点、[「参考資料集（フォローアップ会議における議論と現状）」](#)（2022 年 9 月 30 日）参照）。こうした状況を踏まえて、英文開示の働きかけや情報周知活動等の取り組みを継続的に実施しつつ、義務化する内容について 2023 年度中に決定・公表することが対応（案）で示された。

このプライム市場における英文開示の義務化に関しては、対象とすべき書類について、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、メンバーの間で意見が分かれているため、対象書類を決定することを目的とした投資家の利用状況に関する更なる調査の必要性が述べられた。このほか、法定開示書類の中から、上場会社の負担や投資家の利用状況を踏まえて判断する必要があるとの意見もあった。英文資料の開示のタイミングについては、日本語資料と「できる限り近接したタイミング」で促すことが求められる旨の意見も聞かれた。

一方、図表 4 の b でスタンダード市場とグロース市場の英文開示に関する対応（案）が記されている。その両市場では任意での英文開示が想定されており、それを促進していくために、2023 年秋に事例の取りまとめ・公表が行われることが示された。

スタンダード市場とグロース市場では英文開示が任意であるものの、会議では、資金調達需要がある企業ほど英文開示を行うべきという意見があった。自社の市場が国内である場合、英文開示は不要という話を聞くことがあるが、「投資家からすれば、その事業がドメスティックであったとしても、成長が見込まれるのであれば、海外の投資家は当然興味を持つ」ため、英文開示の必要性を伝えていく必要性も述べられた。

対応（案）では、上述の通り、プライム市場において英文開示を義務化する内容の決定が 2023 年度中、スタンダード市場とグロース市場での英文開示の事例の取りまとめが 2023 年秋とされている。両者の時期が異なることに対しては、「全市場に対して同じタイミングで言いつつ、良い事例が出てきたらスタンダード市場やグロース市場に限らず、プライム市場も含めて取りまとめ・公表を行ってもよいのではないか」という意見があった。

## ⑤ 投資者との対話の実効性向上

上場会社は投資家を含めたステークホルダーとの対話を通じて、企業の持続的な成長と中長期的な企業価値向上に向けた取り組みを進めることが重要である。だが、実際にはそれに消極的な姿勢を見せる上場会社もあるとされる。この点を踏まえた、投資家との対話の実効性向上に向けた対応（案）が図表 5 である。

図表5 投資者との対話の実効性向上の対応（案）

	具体的な対応	実施時期
a	プライム市場において、経営陣と投資家の対話の実施状況やその内容等のコーポレート・ガバナンス報告書への記載を要請	2023年春
b	社外取締役に対して期待される役割の理解促進のための啓発活動（社外取締役の役割等に言及した冊子の社外取締役への送付など）を実施	順次実施
c	企業年金などのアセットオーナーにおいて、企業との対話への意識・関心を高めていくための取組について、関係者と連携しながら対応を検討	順次実施

（出所）東京証券取引所「論点整理を踏まえた今後の東証の対応（案）」（2023年1月10日）より大和総研作成

特に注目されるのはaとbである。aは、プライム市場のコンセプトが「グローバルな投資家との建設的な対話を中心に据えた企業向けの市場」であることから、建設的な対話を促すために投資家との対話の実施状況やその内容等のCG報告書への記載を要請するものである。bはそうした対話の中で、経営を監督する立場として社外取締役の役割が重要であることから、その役割に対する啓発活動の実施が挙げられている。実施時期はaが2023年春、bが順次実施とされた。

メンバーからはaについて対話の実施状況やその内容等の「情報を開示させるだけではなく、企業価値の向上等につなげていかなければ」ならないとし、好事例を横展開していく案が示された。aの実施時期については特段の意見は出なかった。一方で、bの実施時期については、社外取締役は経営を監督する立場であり、また経営者と少数株主の利益相反を監督する役割があることを早急に周知すべきことから、順次実施ではなく、「たとえば2023年春などには行うべき」との意見が示された。

## 今後のスケジュール

東証からは、次回会議で論点整理（案）と対応（案）の修正版の確認と、経過措置の具体案の確認を行うとされた。なお、論点整理の後に、これまで議論されていないグロース市場（成長投資と同時に時価総額の向上させること、新陳代謝の促進、開示の充実など）について議論を行う予定とされた。