

2024年4月11日 全7頁

2024年度知っておくべき東証関連施策

株式市場で注目されそうな4つのポイント

政策調査部 主任研究員 神尾 篤史

[要約]

- 東京証券取引所に関連する施策で注目されるのは、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）、②親子関係と持分法適用関係にある上場会社への開示要請、③2025年1月末に完了するTOPIX見直し後のルール決定、④上場維持基準の経過措置の終了、である。
- ①資本コストや株価を意識した経営に関しては、アクティビストによる活動だけでなく、伝統的な機関投資家の議決権行使基準でも援用され、基準は厳格化されている。上場会社への企業価値向上に向けたプレッシャーは一層高まりそうである。
- ②親子関係と持分法適用関係にある上場会社への開示は、会社によっては親子関係や持分法適用関係の解消に向けた動きを加速させる可能性があるだろう。③2025年1月末に完了するTOPIX見直し後のルールは2024年中に決定される見込みであり、TOPIX構成銘柄数の上限設定などが議論のポイントになる予定である。④上場維持基準の経過措置は、2025年3月以降終了するため、経過措置適用会社では上場維持基準の適合に向けた積極的なコーポレート・アクションが行われるだろう。

株式市場で注目されそうな東証関連施策

2024年度の株式市場で注目されそうな東京証券取引所（東証）に関連する施策を以下の4つに絞って紹介する。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）、②親子関係と持分法適用関係にある上場会社への開示要請、③2025年1月末に完了するTOPIX見直し後のルール決定、④上場維持基準の経過措置の終了、である。

① 資本コストや株価を意識した経営

2023年3月の東証による「資本コストや株価を意識した経営」の要請以降、上場会社の経営戦略、資本政策、投資家向け広報などの対応が大きく変化したが、2024年度もその傾向は続きそうである。東証は、2024年1月から要請に対応した会社のリストを毎月公表している。最新

の2024年2月末時点のデータでは、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（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））。2023年末と比較すると、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。

任意の要請であるため、開示率が必ずしも100%になるとは限らないが、検討中と非開示の会社はプライム市場では52%、スタンダード市場では86%（全体から開示済みを控除した数値）にのぼる。3月末決算会社では4月末から5月中旬にかけて通期決算を公表予定であるが、それと同時に本要請への対応を公表する会社は一定程度ありそうである。また、東証は要請に対して年1回以上の進捗状況の開示を求めており、2023年に公表した会社では進捗状況の開示も行われるだろう。

モノ言う投資家であるアクティビストや伝統的な機関投資家の動きも上場会社の対応を加速させそうである。アクティビストは2023年に引き続き、上場会社への株主提案でも本要請を援用している。さらに、伝統的な機関投資家の議決権行使基準でも本要請を念頭に置いたものが現れ始めている（以下の枠内参照）。代表取締役の選任議案に反対する基準として、PBR（株価純資産倍率）が1倍を下回るものの、「資本コストや株価を意識した経営」への対応がなかったり、ROE（自己資本利益率）が8%を下回りかつPBR1倍を下回ったりすることが示されている。ただ、議決権行使基準の実施時期を少し先にしたり、対象会社を限定したりしている。その他、会社に対して株主資本コストの開示を求める株主提案については、上場会社の対応が不十分な場合には原則賛成する基準も示されている。

三菱UFJアセットマネジメント「議決権行使の方針」（2024年4月1日適用）

【代表取締役の再任：反対】

過去3期連続で自己資本利益率（ROE）が一定水準（5%）を下回る場合

なお、2027年4月1日総会より以下の基準を適用。（当初TOPIX500組入れ企業を対象とするが、対象は拡大する方針）

- ・過去3期連続で自己資本利益率（ROE）が8%を下回りかつPBRが1倍を下回る場合

時価総額や業界影響力の大きい企業に対しては、エンゲージメント等の結果、資本コストを意識した経営方針が確認できない場合は、2027年4月以前でも反対行使することもある。

ニッセイアセットマネジメント「『国内株式議決権行使の方針と判断基準』の改訂について」（2024年2月27日）

【代表取締役の選任：反対】

PBR（株価純資産倍率）が1倍未満で、東京証券取引所の「資本コストや株価を意識した経営の実現」への対応がない場合の代表取締役の選任（2025年6月から適用：2025年3月末以降の決算期末において確認）

【株主提案の判断：賛成】

⑧また、「経営上の重要な契約」の開示を求める提案や自己株式の消却、株主資本コストの開示を求める提案については、企業の対応が不十分と判断される場合、原則、賛成します。

② 親子関係と持分法適用関係にある上場会社への開示要請

2023年12月末に東証から公表された「少数株主保護及びグループ経営に関する情報開示の充実」（2023年12月26日）は、親子関係や持分法適用関係¹にある上場会社に対して、投資判断上重要であるにもかかわらず、少数株主保護²やグループ経営に関する情報が十分に開示されているとはいえない会社が多いという投資家からの指摘を受けた要請である。

あくまで要請であるため、新たに特定事項について開示を義務付けるものではなく、各上場会社で状況が異なるため、後述する開示のポイントの全てを網羅的に求められるわけではない。また、経営上支障が生じるなど開示が困難な場合まで開示が期待されるわけではない。とはいえ、各上場会社において親子関係、持分法適用関係にある会社は投資家に把握されていることから、上場会社は開示要請がある可能性を踏まえて検討する必要があると見られる。親子関係や持分法適用関係にある上場会社では、開示に向けた作業を進める中で改めて少数株主保護やグループ経営の在り方を考えるきっかけになりそうである。すなわち、会社によっては親子関係や持分法適用関係の解消に向けた動きが加速する可能性もあろう。

以下では、保有側である親会社と上場関連会社を有する上場会社、被保有側である子会社（親会社が非上場の場合を含む）とその他の関係会社（非上場を含む）を有する上場会社で具体的な開示のポイントを整理した。

保有側である親会社と上場関連会社を有する上場会社に対しては、グループ経営に関する考え方及び方針、上場子会社・上場関連会社を有する意義、上場子会社・上場関連会社のガバナンス体制の実効性確保に関する方策の開示が求められている（図表1）。ただし、グループ経営をしていなかったり、影響力が小さかったりする上場関連会社を有する上場会社では、その旨の記載が求められる。

¹ 持分法適用関係の会社として、保有側には関連会社、被保有側にはその他の関係会社がある。

² 例えば、親子関係にある会社では親会社が子会社の経営を支配している。そのため、親会社の利益が優先され、親会社以外の子会社の株主である少数株主の利益が損なわれる、「利益相反」の問題が発生する可能性がある。少数株主利益を保護し、構造的な利益相反リスクを監督するために、実効性のあるガバナンス体制が整備され機能していくことが必要である。

図表1 親会社、上場関連会社を有する上場会社における開示のポイント

| 親会社 | 上場関連会社を有する上場会社 | |
|--|---|--|
| <p>グループ経営に関する考え方及び方針</p> <ul style="list-style-type: none"> ・事業ポートフォリオ戦略に関する基本的な考え方 －上場子会社の保有についての考え方・方針 －事業ポートフォリオの検討・見直しについての考え方・方針や実際の実施状況、など ・グループ管理体制における上場子会社の取扱いに関する基本的な考え方・方針 －上場子会社における意思決定プロセスへの関与の有無や内容、など | <p>グループ経営に関する考え方を踏まえた上場関連会社を有する意義</p> | |
| <p>上場子会社を有する意義</p> <ul style="list-style-type: none"> ・子会社として保有することの合理性とその子会社を上場しておくことの合理性 －上場子会社として保有するに至った経緯、など | <p><グループ経営の対象></p> <p>グループ経営に関する考え方及び方針</p> <ul style="list-style-type: none"> ・事業ポートフォリオ戦略に関する基本的な考え方 ・グループ管理体制における上場関連会社の取扱いに関する基本的な考え方・方針 <p>上場関連会社を有する意義</p> <ul style="list-style-type: none"> ・上場関連会社として保有することの合理性 | <p><グループ経営の対象でない></p> <ul style="list-style-type: none"> ・グループ管理体制がないこと ・資本関係の目的 |
| <p>上場子会社のガバナンス体制の実効性確保に関する方策</p> <ul style="list-style-type: none"> ・上場子会社の役員の選解任に関する議決権行使の考え方・方針 ・上場子会社における役員の指名プロセスへの関与についての考え方・方針 | <p>上場関連会社のガバナンス体制の実効性確保に関する方策</p> | |
| | <p><対応が講じられている></p> <ul style="list-style-type: none"> ・上場関連会社の役員の選解任に関する議決権行使の考え方・方針 ・上場関連会社における役員の指名プロセスへの関与についての考え方・方針 | <p><対応が不要></p> <ul style="list-style-type: none"> ・議決権保有を通じた影響力の程度 ・上場関連会社における意思決定プロセスへの関与の有無や内容 ・人的関係や取引関係の有無や内容 ・上記に関連した契約の有無や内容 |

図表2 子会社、その他の関係会社を有する上場会社における開示のポイント

| 子会社（親会社が非上場の場合を含む） | その他の関係会社（非上場を含む）を有する上場会社 | |
|--|--|--|
| <p>親会社におけるグループ経営に関する考え方及び方針</p> <ul style="list-style-type: none"> ・親会社の事業ポートフォリオ戦略における自社の位置付け ・親会社のグループ内における事業領域の棲み分けについて、現在の状況や今後の見通し ・親会社との間で資金管理を行っている場合は、その意義 | <p>その他の関係会社におけるグループ経営に関する考え方及び方針</p> | |
| <p>少数株主保護の観点から必要な親会社からの独立性確保に関する考え方・施策等</p> <ul style="list-style-type: none"> ・意思決定プロセスへの親会社の関与の有無や内容 ・親会社からの独立性確保のために設置する特別委員会の概要 ・独立役員の親会社からの独立性確保のための指名委員会の活用方法や役割 ・独立役員の選解任における親会社の議決権行使の考え方・方針 | <p><グループ経営の対象></p> <ul style="list-style-type: none"> ・その他の関係会社の事業ポートフォリオ戦略における自社の位置付け ・その他の関係会社のグループ内における事業領域の棲み分けについて、現在の状況や今後の見通し ・その他の関係会社との間で資金管理を行っている場合は、その意義 | <p><グループ経営の対象でない></p> <ul style="list-style-type: none"> ・グループ管理体制がないこと ・その他の関係会社の属性 ・資本関係の目的 |
| | <p><対応が講じられている></p> <ul style="list-style-type: none"> ・意思決定プロセスへのその他の関係会社の関与の有無や内容 ・その他の関係会社からの独立性確保のために設置する特別委員会の概要 ・独立役員のその他の関係会社からの独立性確保のための指名委員会の活用方法や役割 ・独立役員の選解任におけるその他の関係会社の議決権行使の考え方・方針 | <p><対応が不要></p> <ul style="list-style-type: none"> ・議決権保有を通じた影響力の程度 ・自社の意思決定プロセスへのその他の関係会社の関与の有無や内容 ・人的関係や取引関係の有無や内容 ・上記に関連した契約の有無や内容 |

（出所）図表1、2ともに東京証券取引所「少数株主保護及びグループ経営に関する情報開示の充実」（2023年12月26日）より大和総研作成

被保有側である子会社とその他の関係会社を有する上場会社には、親会社・その他の関係会社におけるグループ経営に関する考え方及び方針、少数株主保護の観点から必要な親会社・その他の関係会社から独立性確保に関する考え方・施策等を開示することが求められる（図表2）。

ただし、グループ経営の対象でなかったり、影響が小さかったりするその他の関係会社を有する上場会社はその旨の記載が求められる。

東証は開示を求める目途を明示してはならず、定時株主総会後の定期更新などのコーポレート・ガバナンス報告書（CG 報告書）の提出のタイミングで、随時の対応を求めている。3月末決算会社では株主総会終了後の6月下旬から7月上旬にCG報告書が更新されることが多い。

③2025年1月末に完了するTOPIX見直し後のルール決定

2023年10月に、流通株式時価総額100億円以上などの条件に満たないTOPIX構成銘柄439銘柄が公表され、2025年1月末にTOPIXから除外される。TOPIX構成銘柄は2024年2月時点で2,151銘柄あるため、除外後は約1,700銘柄になる見込みである（東京証券取引所「TOPIXにおける段階的ウェイト低減銘柄一覧（再評価後の取扱い）」（2023年10月6日公表）、「構成銘柄別ウェイト一覧（2月末現在）」）。これらの銘柄はTOPIXに連動したパフォーマンスを追求するETFや投資信託から売却されることになる。

実は、2025年1月末までを第1フェーズとした場合、TOPIX構成銘柄の入れ替えを企図した第2フェーズも検討されている。東証の指数コンサルテーションの「TOPIX（東証株価指数）等の見直しについて」で公表された「【参考2】TOPIX見直し概要」（2020年12月25日）では、スタンダード市場・グロース市場への新規上場銘柄のTOPIX構成銘柄への追加、選定対象数に上限を設けることなどのみが言及されており、これらの決定時期は触れられていなかった。しかし、JPX総研インデックスビジネス部長であった三浦氏の論文では、第2フェーズの条件決定時期について「2025年1月末にかけて実施中の見直し以降のTOPIXルールについては、こうした意見も参考にしつつ、指数コンサルテーションを通じた意見募集を経て、2024年中に決定する計画である。」（11頁）と明言している（三浦崇宏（2024）「TOPIX等の見直しの現状と今後の予定について」『証券アナリストジャーナル』2024年2月号（第62巻第2号）5～14頁）。

市場関係者からはTOPIX選定条件を変更すべきという意見と現状維持すべきという意見などが出ている。前者の変更を求める意見でドラスティックなものには、①TOPIX構成銘柄数の上限を決める、②成長性、資本収益性を重視した上で流動性を構成銘柄選定で考慮する、③構成銘柄数を400、500に絞る、④新たな指数の導入ではなく、TOPIXそのものを変革する、がある（金融庁「スチュワードシップ・コード及びコーポレートガバナンス・コードのフォローアップ会議（第28回）」議事録（令和5年4月19日））。TOPIXの構成銘柄になるために上場会社に競わせることで、上場会社に企業価値向上に取り組むインセンティブを導入することが目的であるという。また、「TOPIX構成銘柄の残留条件として残っている流通株式時価総額100億円～250億円銘柄も、将来的には構成銘柄から除外してほしい。」という意見もある（東京証券取引所「『TOPIX（東証株価指数）等の見直しについて』に寄せられた御意見の御紹介」（2021年4月30日））。

一方で、後者の現状維持の意見では、JPX総研「指数アドバイザリー・パネル第三回」（2023年6月27日）において、投資目的で利用されるTOPIXの役割を踏まえることが重要であり、例

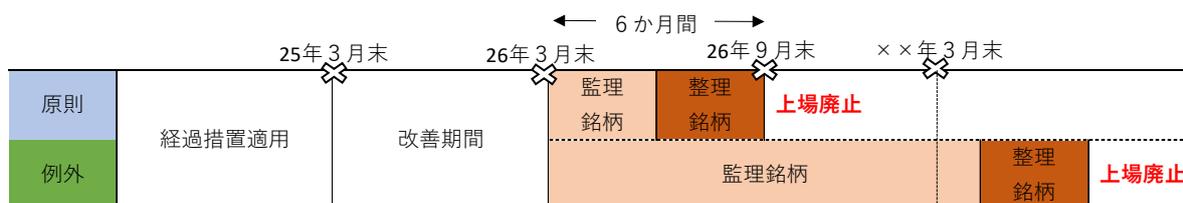
例えば、構成銘柄を 200 銘柄にすれば、競争が働いて望むような結果に本当になるのか冷静に考える必要があるという趣旨の発言があった。また、TOPIX を投資対象として適した指数としていく検討においては、市場全体の底上げも重要とされた。上場会社全体の底上げには良い銘柄で構成するという指数のルールではなく、上場制度のルールを一層洗練させることで対応すべきという趣旨の指摘もあった（同会議議事要旨）。少し異なった意見では「TOPIX については指標性や継続性を担保する一方、その他のニーズについてはサブインデックスでカバーしてほしい。（例えば ESG 投資などは、TOPIX にその要素を内包するのではなく、必要に応じてサブインデックスを設けるべき）」というものがある（東京証券取引所『TOPIX（東証株価指数）等の見直しについて』に寄せられた御意見の御紹介（2021 年 4 月 30 日））。市場関係者の意見はバラエティーに富んでおり、更なる議論が必要だろう。

④上場維持基準の経過措置の終了

上場維持基準の経過措置が 2025 年 3 月以降に終了する。経過措置は 2022 年 4 月の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ある。上場維持基準に適合していない会社はその適合に向けた取組みや適合に必要と想定される計画期間などを示した「上場維持基準への適合に向けた計画」（計画書）を開示することで本来の基準よりも緩和された基準で上場を継続できるものである。2022 年 4 月に実施された市場再編の前に市場第一部・第二部、JASDAQ、マザーズに上場していた会社にのみ適用されている制度で、市場再編後に上場した会社には適用されていない。決算時期で終了時期が異なり、3 月末決算会社は 2025 年 3 月末、2 月末決算会社は 2026 年 2 月末に終了する。

なお、経過措置終了後の取り扱いは会社ごとに異なり、「原則」と「例外」の 2 つのパターンがある（図表 3）。図表と同じように 3 月末決算会社で説明すると、「原則」は計画書での計画期間を 2026 年 3 月末、あるいはそれよりも手前を期限とする会社などが該当する。これらの会社は、2025 年 3 月の経過措置終了時点で上場維持基準に抵触している場合、原則として 1 年の改善期間に入る。改善期間の終了時に監理銘柄に指定され、最終的に上場廃止が決定されると整理銘柄への指定を経て上場廃止になる。監理銘柄の指定とは上場廃止のおそれがある場合に投資家に周知する制度であり、整理銘柄の指定は上場廃止が決定された場合に投資家に周知し換金機会を確保する制度である。監理銘柄・整理銘柄の指定期間は合計 6 か月である。

図表 3 経過措置終了後の取扱い（3 月末決算会社の日程例）



（出所）東京証券取引所「上場維持基準に関する経過措置の取扱い等の概要」（2023 年 1 月 30 日）より大和総研作成

「例外」は「原則」以外の会社であり、例えば 2027 年 3 月末や 2028 年 3 月末を計画期間の終了期限としている会社が該当する。こうした経過措置期間を超えて計画期間の設定が認められているのは経過措置の終了時期が規定された 2023 年 3 月 30 日までに計画書を開示した会社に限られる。この「例外」の場合も、経過措置終了後に 1 年間の改善期間が設定され、基準に適合しなければ改善期間終了後に監理銘柄に指定されるのは「原則」のケースと変わらない。「原則」との違いは、設定されている計画期間の終了期限における上場維持基準の適合状況を確認するまで監理銘柄の指定が継続される点である。最終的に上場維持基準に抵触したままであれば整理銘柄に指定され、上場廃止になる。

2024 年 2 月末時点で集計すると、プライム市場で 111 社（うち、「例外」適用 7 社）、スタンダード市場で 194 社（同 13 社）、グロース市場で 54 社（同 2 社）が経過措置対象会社である（東京証券取引所「計画期限一覧（2024 年 3 月 15 日公表）」）。これらの会社は上場維持基準に適合するために、株主還元、株式売出、M&A など様々なコーポレート・アクションを行うことが予想される。特にスタンダード市場とグロース市場の上場会社は他市場への新規上場が難しいケースがあると予想され³、積極的なコーポレート・アクションが行われるだろう。

³ 名古屋証券取引所では国内の他の金融商品取引所に上場している場合、新規上場申請における申請書類を一部簡素化するなどの対応を行っていた。2023 年 10 月 30 日からは上場審査における弾力的な取扱いの拡大を開始した。