

2024年6月13日 全7頁

東証フォローアップ会議で検討される 今後の“タマ”

東証が今後起こしていきたい変化やアクションが問われる

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」（フォローアップ会議）の第16回が行われた。（1）市場区分見直し後の状況と今後のフォローアップ、（2）企業行動規範の見直し、について議論が行われた。
- （1）では上場維持基準に関する経過措置と企業価値向上に向けた取組みが主に議論された。経過措置の終了が迫る中で、東証と経過措置適用会社でコミュニケーションを密に取る必要性が強調された。最近増えている非公開化に関して東証の評価が問われ、東証は市場と向き合う会社が増えていることは良いことであるという姿勢を示した。
- 企業価値向上については、東証が今後起こしていきたい変化やアクションを市場関係者に向けて取りまとめることが提案された。「資本コストや株価を意識した経営の実現に向けた対応」の上場会社の開示率が上昇する中で、開示していない会社に理由を問うことが求められた。スタンダード市場にはその在り方に対して多くの意見が出た。
- （2）では、MBO（Management Buyout）や支配株主による完全子会社化について議論が行われた。これらの案件は増加しており、構造的な利益相反の問題が存在する。詳細な検討は次回以降のフォローアップ会議で行われる予定である。

第16回フォローアップ会議

東京証券取引所（東証）で5月21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16回が開催された。今回は、（1）市場区分見直し後の状況と今後のフォローアップ、（2）企業行動規範の見直し、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）市場区分見直し後の状況と今後のフォローアップ

上場維持基準に関する経過措置、企業価値向上に向けた取組み、英文開示、グロース市場の機能発揮、の4つが（1）に含まれる。本稿では、上場維持基準に関する経過措置、企業価値

向上に向けた取組みについての議論を取り上げる。なお、注目されるグロス市場の上場維持基準については、今回は目立った議論はなかった。

(上場維持基準に関する経過措置)

上場維持基準に関する経過措置は2022年4月の市場移行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。3月末決算会社の場合、原則、2025年3月末に経過措置が終了する。東証が今回のフォローアップ会議で公表した資料1「市場区分見直し後の状況と今後のフォローアップについて」（以下、資料1）によれば、市場移行当初の経過措置適用会社（プライム市場、スタンダード市場、グロス市場の合計）は492社あった。そのうちの283社が経過措置適用から外れ、136社が新たに経過措置の適用になり、現在の経過措置適用会社は345社である。東証は経過措置適用会社に対する今後のフォローアップとして、以下の2点を資料1で挙げた。

- 基準未達企業（新たに基準未達となった企業を含む）において、改善期間の終了を意識して、基準適合に向けた取組みや、しかるべきコーポレートアクションの検討が早期に進められるよう、東証では、基準未達企業とのコミュニケーションをより密に行っていく
- あわせて、市場に混乱が生じないように、投資者への十分な周知を実施

メンバーからは、「3月決算企業では、経過措置適用期間と改善期間を合わせると残り2年弱あります。まだ2年弱あるので、様々な対応が行えると一部の企業では考えているように見受けられます。」とされ、対応に向けた選択肢が徐々に減少する可能性が指摘された。上述した経過措置適用会社と東証がコミュニケーションを密に取っていくというフォローアップ方針を支持する考え方である。

経過措置適用会社にとっては、上場維持基準への適合を目指すだけでなく、MBO（Management Buyout）などによる非公開化も選択肢となりうる。メンバーから「最近では非公開化が増えていますが、東証としては、上場廃止社数が増えることに対してはあくまでニュートラルということでよいでしょうか、この点を確認しておきたい」との質問があった。東証のスタンスを気にする投資家の存在が質問の理由とされているが、東証は「上場会社が市場と向き合った結果として、上場廃止が行われているのであれば、我々としてはニュートラルと言いますか、そのように市場と向き合う会社が増えているのは、むしろ良いことだと考えています。」との発言があった。

上場維持基準に適合できずに、上場廃止になる会社が出ることについて、メンバーからは「上場維持基準未達により上場廃止になる場合には、株式の流通は行われなくなるけれども価値自体が失われるわけではないという状態であり、価値を有する株式を手放したくないという株主も出てくるものと思われます。」として、上場廃止に向けたプロセスを懸念した声があった。こうした状況を踏まえ、「乱暴な言い方をするとスタンダード市場・グロス市場上場会

社の多くは、コンソリデーションを真剣に考えた方が良いのではないか」「東証のルール等で合併して上場維持基準を達成することをやりやすくするようなことは考えてもよいのではないか」という意見もあった。もともと、フォローアップ会議の問題意識として、日本経済における生産性の長期低迷が生じていることが課題とされ、その解決に向けて、経済における新陳代謝やイノベーションを推進していくことが重要とされていた。個別の上場会社においては、他社との生産要素の交換や合従連衡によって生産性を高めるといった方法も考えられるとされており、メンバーの発言はこれらの問題意識から出てきたと思われる。

（企業価値向上に向けた取組み）

2024年4月末時点の「資本コストや株価を意識した経営の実現に向けた対応」の開示状況は、検討中を含めてプライム市場で69%となり、昨年末時点の49%から20%pt上昇した（図表1）。プライム市場の開示状況をPBR（株価純資産倍率）と時価総額で確認すると、PBR1倍未満で時価総額が大きいほど、開示率が高い傾向が見られ、昨年末時点との比較ではいずれの区分においても10%pt超の上昇幅である（図表2）。もっとも、PBR1倍以上で時価総額が小さい会社の開示率は相対的に限定的である。スタンダード市場の開示率は徐々に上昇しているが、28%とプライム市場と比較すると著しく低い状況にある。次に、プライム市場の資本効率と市場評価を見たものが図表3である。フォローアップ会議が始まった2022年7月と現時点の2024年5月のプライム市場の状況を見た場合に、PBR1倍割れ会社の割合は7%pt縮小し、ROE（自己資本利益率）8%未満の会社の割合は2%ptのみの縮小にとどまった。

図表1 資本コストや株価を意識した経営の開示状況

	プライム市場 開示割合	スタンダード市場 開示割合
24年4月末時点	合計 69% 開示済み 57% 検討中 11%	合計 28% 開示済み 18% 検討中 10%
24年3月末時点	合計 65% 開示済み 54% 検討中 11%	合計 26% 開示済み 16% 検討中 10%
24年2月末時点	合計 59% 開示済み 48% 検討中 11%	合計 22% 開示済み 14% 検討中 8%
24年1月末時点	合計 54% 開示済み 44% 検討中 10%	合計 20% 開示済み 12% 検討中 8%
23年12月末時点	合計 49% 開示済み 40% 検討中 9%	合計 19% 開示済み 12% 検討中 7%

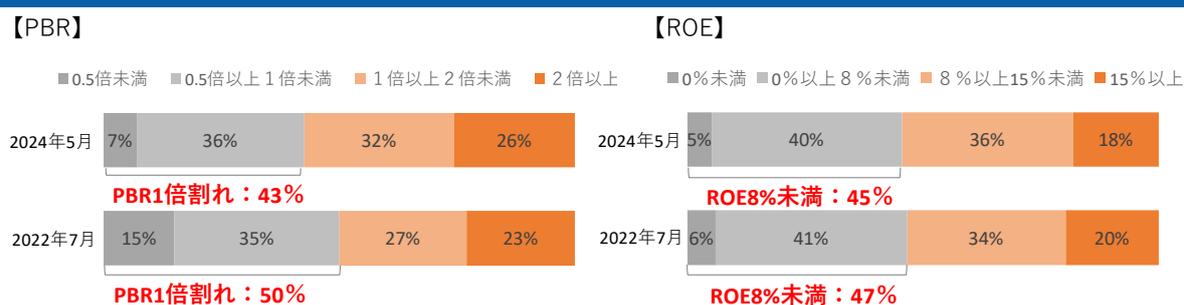
（出所）東京証券取引所「市場区分見直し後の状況と今後のフォローアップについて」（2024年5月21日）より大和総研作成

図表2 プライム市場の時価総額別、PBR別開示状況

	PBR1倍未満	PBR1倍以上
時価総額 1,000億円以上	92% (+14pt) 開示済み：81% (+16pt) 検討中：11% (-2pt)	70% (+24pt) 開示済み：62% (+21pt) 検討中：8% (+3pt)
時価総額 250～1,000億円	73% (+15pt) 開示済み：56% (+12pt) 検討中：17% (+3pt)	55% (+23pt) 開示済み：44% (+21pt) 検討中：11% (+2pt)
時価総額 250億円未満	56% (+19pt) 開示済み：40% (+12pt) 検討中：16% (+7pt)	44% (+22pt) 開示済み：38% (+21pt) 検討中：6% (+0pt)

（注）カッコ内の数値は、2023年12月時点からの変化（出所）東京証券取引所「市場区分見直し後の状況と今後のフォローアップについて」（2024年5月21日）より大和総研作成

図表3 プライム市場のPBRとROEの状況



(出所) 東京証券取引所「市場区分見直し後の状況と今後のフォローアップについて」(2024年5月21日)より大和総研作成

東証は今後のフォローアップとして、資料1で以下の点を挙げた。

- 3月期決算企業を中心とした多くの企業による取組みの開示・アップデートが出揃う夏以降に、改めて企業の対応状況や投資家からのフィードバックを取りまとめ、企業の実効的な取組みや投資者との建設的な対話を更に促すための方策を検討
 - ✓ プライム市場については、軸足を初動としての「開示状況」から実質面にシフト
 - ✓ スタンダード市場については、その際の状況を踏まえてアプローチを検討

メンバーからは、市場改革のモメンタムを維持するために、「東証からメッセージを打ち出していくことが重要と考えており、このフォローアップ会議が始まってからの振り返りや次の1、2年間で起こしていきたい変化、アクションなどを簡単にとりまとめて、国内外の投資家や関係者にマーケティングしていくことを提案します。」とあった。同じような観点で他のメンバーからは「PDCAサイクルを回すためにもKPIを示した方がよいと思います。施策の効果を検証し、課題に対して改善策を打ち出すにあたっては、評価する指標がなければ、PDCAサイクルをしっかりと回すことが難しいと思います。」といった意見、さらに「資本効率の向上や経営者の意識改革について、次にどのような形で訴えかけていくべきか、テーマ付けを議論していくべきだと思います。」といった指摘があった。外国人投資家などは東証の次の一手に注目しており、東証が投資家の期待を見定めて情報を発信することが期待される。

上述の図表3のような市場ごとの分析に加え、「改善計画を開示している企業はどのような改善策なのか、たとえば株主還元中心か抜本的な事業見直しもしようとしているのかなどによって、市場評価に差があるのかが見えると、より検証が進む」といった上場会社の開示内容に焦点を当てた分析を求めるメンバーからの意見があった。任意の要請であるものの、開示していない会社に対しては「これだけ日本の株式市場に注目が集まっている中で開示していない会社については、開示していない理由を開示していただきたく思います。」という厳しい指摘があった。一方で、「発行体からしますと、市場評価とのギャップを分析することは実はハードルが高いです。IRや対話を行っていても、ギャップの理由はなかなか理解しづらいところがあります。」とされ、上場会社が対処方法を考えられるように東証からの情報発信も期待された。

スタンダード市場の在り方に対しては多くの意見が寄せられた。プライム市場に比べて開示

率の低い状況に対して、「スタンダード市場は投資家との対話の機会が少ないこともあり、経営者の切実感に欠け、開示の取組みも進んでいないのではないかと思います。」という意見や、別のメンバーからは「任意の開示ですので強制はできないものの、開示に際してボトルネックになっていることがあると思われますので、その点を調査し、対応策に活かしてみたいかかかと存じます。」という施策の提案があった。また、「資本コストを超えるリターンを生むことは、グローバル目線でもなく、上場している以上は求められることであり、それを改めて徹底する必要があります。また、少数株主・一般株主の保護についてもスタンダードでは緩いような気がしていますし、投資判断に資する情報開示についてもかなりクオリティが低いのではないかと思います。」という指摘もあった。

(2) 企業行動規範の見直し

企業行動規範の見直しは前回のフォローアップ会議から本格的に検討が始まったものである。企業行動規範とは、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り、資本市場で濫用的な行動をとる上場会社の行為を禁止する趣旨でできたもので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」で構成される（図表4）。

図表4 「遵守すべき事項」と「望まれる事項」

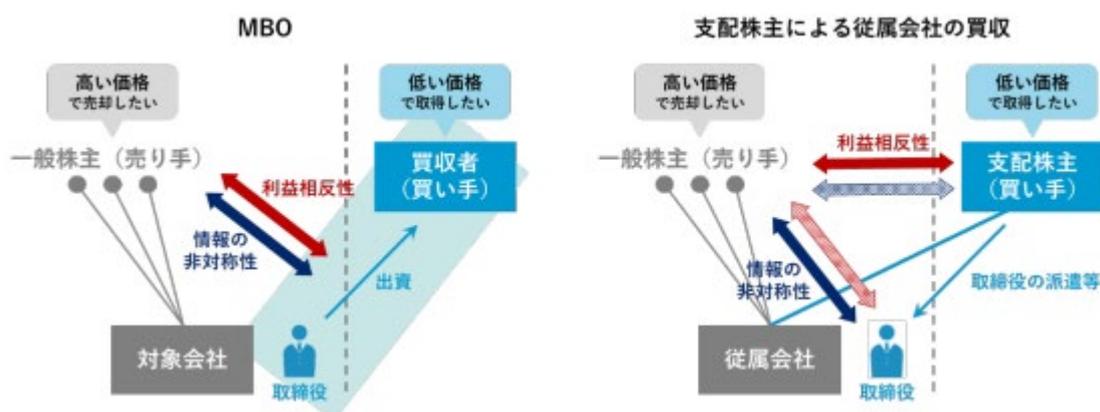
遵守すべき事項	望まれる事項
第三者割当に係る遵守事項	望ましい投資単位の水準への移行及び維持
流通市場に混乱をもたらすおそれ又は株主の利益の侵害をもたらすおそれのある株式分割等の禁止	コーポレートガバナンス・コードの尊重
MSCB等の発行に係る遵守事項	取締役である独立役員の確保
書面による議決権行使等の義務	独立役員が機能するための環境整備
上場外国会社における議決権行使を容易にするための環境整備に係る義務	独立役員等に関する情報の提供
独立役員の確保義務	女性役員の選任
コーポレートガバナンス・コードを実施するか、実施しない場合の理由の説明	議決権行使を容易にするための環境整備
取締役会、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

前回の会議では規範の中身をブラッシュアップすべきという意見がメンバーから多く出ていた。今回の会議では個別の項目に対する見直しまでは議論が至っておらず、次回以降に、経営者が一般株主から対象会社の株式を取得する MBO や親子上場の解消など支配株主による完全子会社化などに関して議論が行われる予定である。

詳細な検討は次回以降ではあるものの、メンバーからは MBO や支配株主による完全子会社化に対する懸念について指摘があった。メンバーが指摘した背景には、足元で MBO や支配株主による完全子会社化の案件が増加傾向にあり、これらの案件は構造的な利益相反の問題が存在するためである。図表 5 にあるように、MBO では対象会社の取締役が売り手である一般株主から低い価格で取得したいと考え、支配株主による完全子会社化では支配株主が売り手である一般株主から同様に低い価格で取得したいと考える一方で、いずれのケースにおいても一般株主は高い価格で売却したいと考える。MBO では取締役と一般株主、支配株主による完全子会社化では支配株主と一般株主の間で利益相反関係が生じる。さらに、一般的に、買い手である取締役と支配株主は売り手である一般株主よりも多くの情報を持つことから情報の非対称性が生じる。

図表 5 MBO と支配株主による従属会社の買収（支配株主による完全子会社化）



(出所) 経済産業省「公正な M&A の在り方に関する指針」(2019 年 6 月 28 日)

メンバーからは、買収プレミアムや少数株主にとって不利益でないことの意見¹などについて指摘があった。買収プレミアムについては、上場会社が MBO を通じて非公開化する時に、非公開化会社の現在の株主に対して直近の株価にプレミアムを上乗せして買い取り価格が提示されるが、その際の価格に対して「日本市場は PBR 評価が低い会社が非常に多い、要するに株価が低評価のままであるという中で、MBO で支払われるのがこの程度のプレミアムということであり、プレミアムだけ比べて海外と同程度であるからそれで良いというわけではない」という意見があった。ここで、「この程度のプレミアム」とは、資料 2 が示した MBO や支配株主による

¹ 東証が本フォローアップ会議で公表した資料 2「企業行動規範の見直し（前回会議の補足資料）」（以下、資料 2）によれば、意見の内容、「取引等の目的、交渉過程の手続き（算定機関選定の経緯、決定プロセスにおける社外取締役又は社外監査役の関与など）、対価の公正性、上場会社の企業価値向上などの観点から総合的に検討を行ったうえで、当該決定が少数株主にとって不利益なものでないことについて言及したもの」である。

完全子会社化時の買収プレミアムが平均4割程度であることを指していると思われる。

この他、少数株主にとって不利益でないことの見解の入手について、メンバーから言及があった。これは、支配株主による完全子会社化の時に入手が義務付けられているものである。上述したように、親会社と一般株主の間で利益相反が生じるリスクがあるようなケースにおいて、重要な決定を行う場合に利害関係を有しないものから、少数株主にとって不利益でないことに関する意見の入手を義務づけているが、MBOの時には義務付けがないことに対して、「実効性確保が難しいと思われるMBOに規制がないのは不釣り合いではないかと思います」との意見があった。

今後の予定

東証は「資本コストや株価を意識した経営の推進、企業行動規範、あるいはスタンダード市場など」を次回の議論として考えている模様である。資本コストや株価を意識した経営の推進は、8月ぐらいに3月末決算会社のデータが出揃うことから、データ分析の結果、新たな追加策が検討されると予想される。同時に、メンバーから指摘のあったスタンダード市場の在り方も検討することになるだろう。図表1で見たようにプライム市場と比べて開示率がかかなり低いため、まずは開示率を上昇させるための施策の検討が求められよう。ただし、資料1によれば、スタンダード市場の未開示会社は1,158社（対象会社数1,602社－開示会社数444社）ある。これらの会社を動機付けて、開示を促進させることは簡単ではないことが想像される。それぞれの会社の事情に寄り添いながらの対応が求められるかもしれない。

企業行動規範は次回から「遵守すべき事項」「望まれる事項」の項目別の議論が行われる予定である。メンバーから多くの発言があるのは「遵守すべき事項」の「MBO等の開示に係る遵守事項」「支配株主との重要な取引等に係る遵守事項」であり、議論の中心になりそうである。「公正なM&Aの在り方に関する指針」などのガイドライン公表後の具体的な案件を事例として、企業行動規範として規定するものを議論していくことになろう。

この他、グロース市場の上場維持基準の検討も今後の議論として注目される。上場維持基準が変わるとすれば、上場会社は相応の準備期間が必要になる。また、プライム市場、スタンダード市場、グロース市場と独立した市場ではあるものの、一つの市場で基準を変えると市場全体に影響を及ぼすこともある。例えば、グロース市場の上場維持基準を厳格化することで、グロース市場の上場会社がスタンダード市場へ新規上場することが該当する。基準変更に伴う影響も踏まえた検討をしていくべきであろう。