大和総研
Daiwa Institute of Research

2024 年 11 月 18 日　全 6 頁

投資家とのズレはどこにあるのか

「投資者の目線とギャップのあるポイントと事例（案）」の公表

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 10 月 31 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 18 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」に関するポイントと事例（案）、（２）企業行動規範の見直し、について議論が行われた。

■ （１）については「投資者の目線とギャップのあるポイントと事例（案）」が示され、「目指すバランスシートやキャピタルアロケーション方針が十分に検討されていない」「不採算事業の縮小・撤退の検討が十分に行われていない」など 10 項目が示された。本資料の確定版は 2024 年 11 月中旬を目途に公表される予定である。

■ （２）はこれまでも議論をされてきた MBO（マネジメント・バイアウト）・支配株主による完全子会社化に係る企業行動規範の見直しである。特別委員会の更なる機能発揮と株式価値算定の前提条件等の開示充実に焦点を置き、議論が行われた。なお、実務への影響が大きいため、フォローアップ会議での議論後に、東証が市場関係者と調整し、詳細な検討を行うことが示された。

第 18 回フォローアップ会議

東京証券取引所（東証）で 10 月 31 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 18 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」に関するポイントと事例（案）、（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内容を簡潔にまとめる。

（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」に関するポイントと事例（案）

2023 年３月に「資本コストや株価を意識した経営」に関する要請が東証から発出されて以降、多くの上場会社が関連する開示や取組みを行ってきた。こうした上場会社の開示や取組みの中で投資家が一定の評価をしているものをまとめた「投資者の視点を踏まえた『資本コストや株

このレポートは投資勧誘を意図して提供するものではありません。このレポートの掲載情報は信頼できると考えられる情報源から作成しておりますが、その正確性、完全性を保証するものではありません。また、記載された意見や予測等は作成時点のものであり今後予告なく変更されることがあります。㈱大和総研と大和証券㈱は、㈱大和証券グループ本社を親会社とする大和証券グループの会社です。内容に関する一切の権利は㈱大和総研にあります。無断での複製・転載・転送等はご遠慮ください。

価を意識した経営』のポイントと事例」（「ポイントと事例」）が 2024 年２月に東証から公表された。今回のフォローアップ会議ではこの「ポイントと事例」の改訂（案）に加え、「投資者の目線とギャップのあるポイントと事例（案）」（「ギャップのあるポイントと事例（案）」）について議論が行われた。

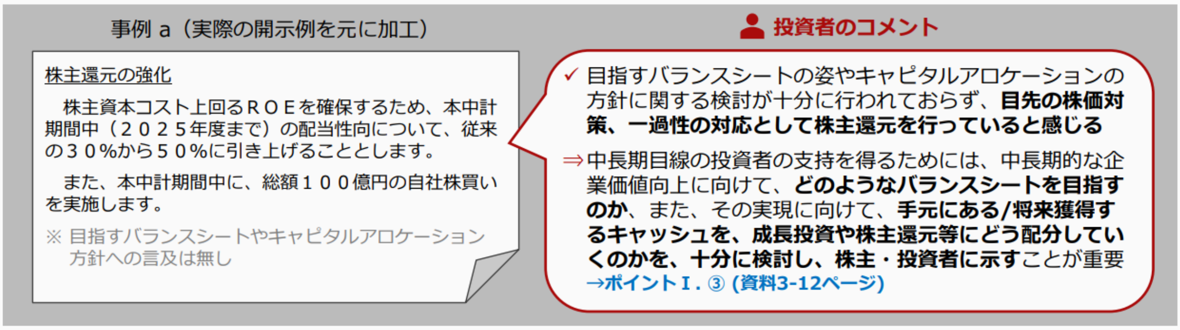
特に、メンバーから発言が多かったのは図表１に内容を示した「ギャップのあるポイントと事例（案）」である。それぞれの項目は、匿名であるものの実際の上場会社の開示に基づいて構成されたものである。

図表１　「ギャップのあるポイント事例（案）」の内容

現状分析と評価	① 現状分析が投資者の目線とズレている
	② 表面的な現状分析・評価にとどまる
	③ 目指すバランスシートやキャピタルアロケーション方針が十分に検討されていない
取組みの検討・開示	① 目標設定が投資者の目線とズレている
	② 不採算事業の縮小・撤退の検討が十分に行われていない
	③ 業績連動の役員報酬が、中長期的な企業価値向上に向けたインセンティブとなっていない
	④ 取組みを並べるだけの開示となっている
対話・アップデート	① 合理的な理由もなく、対話に応じない
	② 対話の実施状況の開示が具体性に欠ける
	③ 課題の分析や追加的な対応の検討を機動的に行わない

（出所）東京証券取引所「投資者の目線とギャップのあるポイントと事例（案）」（2024 年 11 月●日 初版）より大和総研作成

図表２　バランスシートやキャピタルアロケーション方針への指摘



（注）図表中のポイントⅠ．③（資料３－12 ページ）に該当する資料は本レポートにはない。
（出所）東京証券取引所「投資者の目線とギャップのあるポイントと事例（案）」（2024 年 11 月●日 初版）

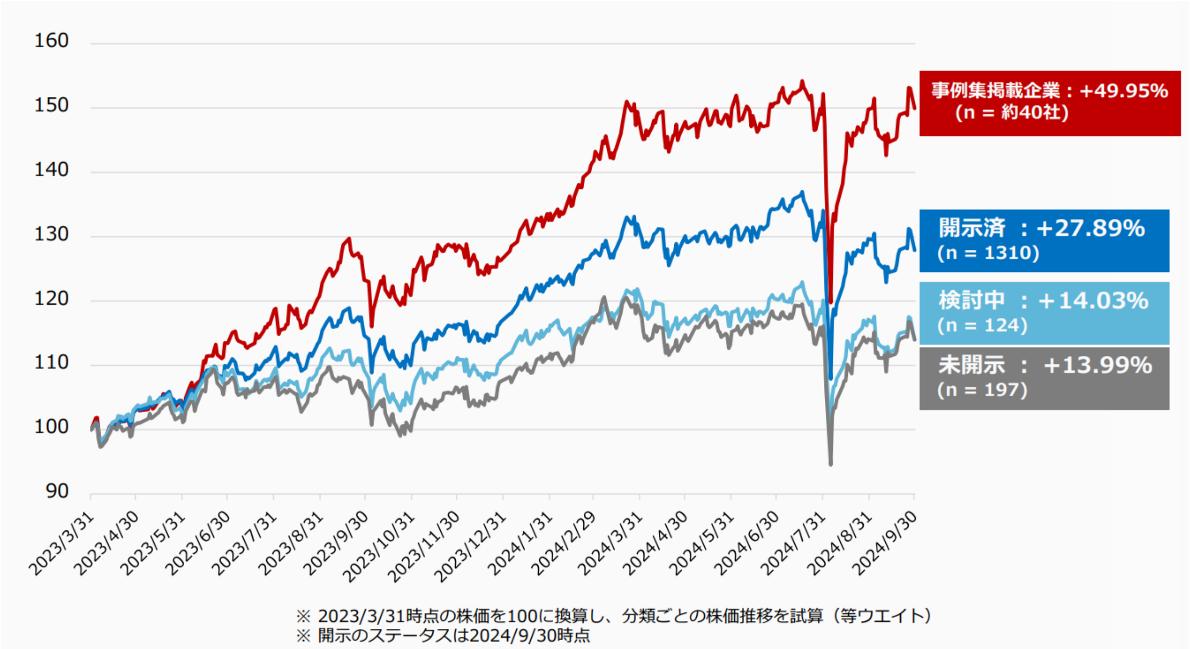
例えば、「現状分析と評価」の③目指すバランスシートやキャピタルアロケーション方針が十分に検討されていない、については一過性の対応として株主還元が行われており、バランスシー

トの在り方が議論されておらず、キャッシュの配分方針への言及がないことが指摘されている（図表２）。政策保有株式の縮減、遊休不動産の売却などを考えつつ、自社にとって適正な現金保有水準を検討し、成長投資、負債返済、株主還元への配分を投資家に示すことが求められる項目である。適正な現金保有水準を人件費、売上高、成長投資といった様々な項目との対比で考えるなど、各社で答えは異なるものであり、社内で十分な議論を行い、考えをまとめることが必要である。

「ギャップのあるポイントと事例（案）」の内容について、メンバーから一部修正を求める発言や資料の見せ方に関する指摘はあったが、内容は概ね了承された。議論があったのは「ギャップのあるポイントと事例（案）」に掲載された会社へ個別に連絡をすべきかどうかであった。「ギャップのある事例を見ても企業が気付かなかったり、現場で対応している者が気付いても直接対応していない経営層が気付いていないというケースもあり得るので、本来は企業に伝えた方が良いとは思いますが、相当丁寧なコミュニケーションが必要になってくる」という意見があった一方で、「結果的にマーケットから非常に低い評価を受けますので、その部分はマーケットに任せるので良いのではないか」という連絡する必要はないという意見があった。東証からは「個社ごとのアプローチでなくても、特に経営者の方にお集まりいただき、取引所の取組みをご紹介する機会も増やしていますので、そうした場も活用して、自社のこと・自分事としてうまく捉えていただけるよう工夫しながら、うまく企業に伝わるよう取り組んでいきたい」との発言があった。

なお、東証からは、「資本コストや株価を意識した経営」の要請後の株価の動向として、「ポイントと事例」の掲載会社、開示済みの会社、検討中の会社、未開示会社の４グループの株価の動向を示した「要請後の株価推移」が公表された。図表３はプライム市場の状況であるが、掲載会社が最もパフォーマンスが高いことが示された。

図表３　要請後の株価の推移（プライム市場）



（出所）東京証券取引所「参考：要請後の株価推移」（2024 年 10 月 31 日）

（２）企業行動規範の見直し

これまで企業行動規範の見直しでは、構造的な利益相反が生じる MBO（マネジメント・バイアウト）・支配株主による完全子会社化に係るものが主に議論されてきた [1]。大まかには、現在の企業行動規範を経済産業省が 2019 年に作成した「公正な M&A の在り方に関する指針」（「公正 M&A 指針」）に加え、米国と遜色ない水準まで規程のレベルを引き上げるべきかどうかが検討されていた。MBO や支配株主による完全子会社化のサポートを行うアドバイザー等からは「公正 M&A 指針」や近年の判例を踏まえて、公正な手続きは進展していると評価されているが、投資家からは依然として公正な手続き・価格が実現していないのではないかとの声があることが議論の背景にある。

各論では、当該 M&A の是非、取引条件の妥当性・手続きの公正性について検討・判断する特別委員会の更なる機能の発揮と、一般株主が当該 M&A の価格の公正性について判断できるように株式価値算定の前提条件等の開示の充実が議論された。

【特別委員会の更なる機能の発揮】

MBO や支配株主による完全子会社化においては、実務上、特別委員会の設置がほぼ必須になっている。今回、東証が論点を提示したのは支配株主との間に利害関係を有しない者による意見（「少数株主にとって不利益でないことに関する意見」）に関して意見入手の対象行為、意見の入手先、意見の内容についてである。なお、現在の企業行動規範では、支配株主による完全子会社化の場合、「少数株主にとって不利益でないことに関する意見」の入手の義務付けと概要の開示が求められている一方で、MBO は入手の対象外になっている。

意見入手の対象行為として東証は支配株主との重要な取引等に加えて、MBO も対象にすると提示した。これに対してメンバーからの反対はなく、「当然」であるという意見があった。また、MBO や支配株主に関する行為だけではなく、「『これらに準じる公開買付けの範囲』としてその他の関係会社は当然入るべき」として、20%以上保有するようなその他の関係会社にまで対象範囲の拡大を求める意見もあった。利益相反関係が生じるのは支配株主だけではなく、濃淡はあるもののその他の関係会社でも生じることが背景にある。

次に、意見の入手先では、上場規則上で特別委員会の設置・検討と、当該委員会からの意見の入手の義務付けを提示した。メンバーからは反対はなく、複数の賛成の声があった。

最後に、意見の内容であるが、①少数株主が享受すべき正当な利益が確保されているか（企業価値の増加分が持株数に応じて公正に分配されているか）どうかという観点から、「少数株主・一般株主にとって取引が公正であることに関する意見」の取得を義務付け、②その意見において検討すべき観点を明示し、検討内容や判断の根拠について、意見の中で十分な説明を行わな

[1] これまでの MBO・支配株主による完全子会社化に係る企業行動規範の議論は神尾篤史（2024）「東証フォローアップ会議で検討される今後の“タマ”」（大和総研レポート、2024 年６月 13 日）と「『改革は始まったばかり』、東証が示した方針」（大和総研レポート、2024 年９月４日）を参照。

ければならない旨を上場規則上も明示、という論点が示された。②では、「公正 M&A 指針」で示されているマジョリティ・オブ・マイノリティ（MoM）条件の設定や特別委員会独自のフィナンシャルアドバイザーの選任などの措置を講じない場合は理由やそれを補った別の方法を説明すべきどうか、検討内容や判断の根拠に関しては特別委員会の議事録や各論点に関する主要なやり取りを公表とすることが有用である旨を明示すべきかどうか、が検討事項として示された。

メンバーからは、MoM 条件の設定などの措置を講じない場合は、東証が提示した論点と同じく理由やそれを補うための別の方法を説明すべきとの複数の意見があった。また、「理由の説明だけでは足りず、必ず何らかの代替措置を求めるべきではないか」との見解もあった。議事録や各論点に関する主要なやり取りを公表することについては、議事録自体を公表すべきという意見もある一方で、特別委員会の形骸化・萎縮を懸念して全ての開示ではなく「一定程度の開示強化が必要」や、対象行為の反対派の株主からの訴訟提起のリスクを踏まえ、議事録の公表に「やや消極的」という発言もあった。

【株式価値算定の前提条件等の開示充実】

現在の企業行動規範では、第三者評価機関によって実施される対象会社の株式価値分析を示した株式価値算定書を東証に提出し、概要の開示が求められる。東証が提示した論点では投資家の意見を踏まえて、「公正 M&A 指針」で例示されている内容に加え、事業計画の前提となる考え方やフリーキャッシュフローの計算過程等における具体的は数値等の開示等も含めて開示の充実を求めるべきとされた。株式価値算定に関する情報（算定の重要な前提条件）における「会社適時開示ガイドブック」と「公正 M&A 指針」で求められている開示は図表 4 である。

図表 4　株式価値算定に関する情報の開示

	適時開示ガイドブック	（参考）公正なM&Aの在り方に関する指針
株式価値算定に関する情報（算定の重要な前提条件）	（DCF法の場合）	（DCF法の場合）
	➢ 算定の前提とした**財務予測の具体的な数値** － 財務予測に**大幅な増減益を見込んでいるときは当該増減益の要因**	➢ 算定の前提とした対象会社の**フリー・キャッシュフロー予測** － **予測期間の考え方**
	➢ 算定の前提とした**財務予測の出所**	➢ 算定の前提とした**財務予測の作成経緯**（特別委員会による事業計画の合理性の確認や第三者評価機関によるレビューの有無、当該 M&A 以前に公表されていた財務予測と大きく異なる財務予測を用いる場合にはその理由等）
	➢ 財務予測が取引の実施を前提とするものか否か	➢ 財務予測がM&Aの実施を前提とするものか否か
	➢ **割引率の具体的な数値**	➢ **割引率の種類や計算根拠**
	➢ **継続価値**の算定手法及び算定に用いた**パラメータの具体的な数値**	➢ 予測期間以降に想定する成長率等の**継続価値の考え方等**
	➢ その他特殊な前提条件がある場合には、その内容	

（注）DCF 法とはディスカウント・キャッシュフロー法の略称であり、企業価値を評価する際に、その企業のキャッシュフローの将来予想額を現在の価値に換算して算出する方法である。
（出所）東京証券取引所「企業行動規範の見直し（前回会議の補足資料）」（2024 年５月 21 日）

メンバーからは「『公正 M&A 指針』で示されている内容に基づき、市場で消化される情報を増やしていく」という意見や、計算過程等の具体的な数値などの開示ではなく、その背景にある

考えの方が重要という声があった。例えば、「事業計画の前提に限らず、算出手法の中で、DCF といっても何段階モデルなのか、ターミナルバリューまでの期間が何年なのか、事業サイクルを考慮しているのか、割引率の根拠は何か、買収による価値向上をどの程度反映しているのか」との具体的な言及があった。

上記のように議論のあった MBO・支配株主による完全子会社化に係る企業行動規範の見直しは、実務への影響が大きいため、東証が市場関係者と調整し、詳細な検討を行うことが示された。

終わりに

本稿（1）で取り上げた、「ポイントと事例」の改訂（案）、「ギャップのあるポイントと事例（案）」は 2024 年 11 月中旬を目途に、事例集と併せて確定版が公表される予定である。東証がアクティブファンドなどを中心として国内外の延べ 300 社超の投資家と面談して作成したものである。筆者も多くの開示を見ているが、部分的には多くの会社が該当する項目であると感じており、非常に有用な資料である。

ボリュームのある資料であるため、読み込むのに時間がかかる可能性はある。上場会社は自社の資料と見比べて、該当項目の有無を確認し、気になる部分だけを辞書のような形で使用してもよいだろう。困った時に使用できる拠り所になる資料とも言える。社内リソースの状況や経営戦略上の考え方など、会社によって状況は大きく異なるため、事例集に掲載される例を模倣することは容易ではないはずである。必ずしも全てを模倣する必要はなく、その例を使用しながら、自社の状況を見極めて、調整していくことが重要である。