

2025年3月4日 全8頁

グロース市場版「PBR改革」の要請

停滞脱却に向けたグロース市場改革

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2025年2月18日に「市場区分の見直しに関するフォローアップ会議」の第20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」に関する取組みについて、（2）MBO（Management Buyout）・支配株主による完全子会社化に関する企業行動規範の見直しについて、（3）グロース市場における今後の対応について、（4）経過措置適用会社の状況について、議論が行われた。
- （1）では、これまでの一連の施策の評価や効果を確認するために、上場会社向けのアンケートを2025年3月に実施することが公表された。投資家などへの情報提供体制の整備が企業行動規範の「遵守すべき事項」に規定されることも取り上げられた。
- （2）では、MBO・支配株主による完全子会社化に関する企業行動規範の対象範囲がその他関係会社による完全子会社化にまで拡大する。また、該当する取引が公正であることを示すために「一般株主にとって公正であることに関する意見」の入手が義務化される。
- （3）では、グロース市場の上場会社に「高い成長を志向する経営」の実施が提案された。これは、プライム市場などに要請されている「資本コストや株価を意識した経営」、巷では「PBR改革」と言われている取組みのグロース市場版ともいべきものである。これまで議論されてきた上場維持基準などの見直しに関する施策は次回の会議で東証から示される予定である。

第20回フォローアップ会議

東京証券取引所（東証）で2025年2月18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20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」に関する取組みについて、（2）MBO（Management Buyout）・支配株主による完全子会社化に関する企業行動規範の見直しについて、（3）グロース市場における今後の対応について、（4）経過措置適用会社の状況について、議論が行われた。本稿では、会議の[議事録](#)に基づいて、（1）～（3）の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」に関する取組みについて

2024年11月に東証から「投資者の目線とギャップのある事例」、「投資者の視点を踏まえたポイント」が公表されている。今回のフォローアップ会議ではこれらを含んだ一連の施策の評価や効果を確認するために、上場会社向けのアンケートを2025年3月に実施することが公表された。上場会社が「資本コストや株価を意識した経営」に関する取組みを進める中で、取組みや検討を進める上での課題、取引所からの提供・拡充を期待する取組みやサポートに関してチェックボックス形式とそれらに付随した自由記入欄で回答を求めるものになっている。

また、株主・投資家との関係構築のための情報提供を行う体制（IR体制）の整備をしなければならない旨を企業行動規範の「遵守すべき事項」に規定することも取り上げられた。「遵守すべき事項」に違反した場合には公表措置等の実効性確保手段の対象となることに留意する必要がある。ただし、IRに関する専任部署を置かなければならないといった画一的な体制を求めるものではないとされている。

上場会社の特徴の1つは株主が不特定多数である上に、その株主が日々入れ替わり、経営者が株主を選ぶことができないことである。不特定多数の株主から信任を得るため、経営者は日々変動する株価を意識して、中長期的な企業価値の向上を実現することが求められる。その実現や株式を売買できる環境を整備するために、法定開示に加え、任意の開示が積極的に行われてきたが、IR体制の整備はその1つの役割を担う意味合いがあると思われる。

(2) MBO・支配株主による完全子会社化に関する企業行動規範の見直しについて

今後、「資本コストや株価を意識した経営」の要請などに対応するため、上場維持コストの増加または高止まりが想定され、MBOや支配株主による完全子会社化の増加が見込まれている。これらの取引は対象会社の取締役/支配株主と一般株主の間で買収対価に関する構造的な利益相反関係が生じる。さらに、対象会社の取締役/支配株主は一般株主よりも正確で豊富な情報を保有することから情報の非対称性も存在する。東証から、一般株主の利益を適切に確保する観点で、現在の企業行動規範の対象行為と内容の見直しが提案された。

(規範の対象行為の見直し)

支配株主による完全子会社化が行われる場合、利害関係を有しない者から「少数株主にとって不利益ではないことに関する意見」の入手が義務付けられてきた。意見の入手の対象を支配株主による完全子会社化だけでなく、MBOやその他関係会社による完全子会社化も新たに対象とされた（図表1）。さらに、支配株主による完全子会社化やMBOにおいて、上場会社が意見表明などを行う場合には「必要かつ十分な情報開示」が義務付けられてきたが、この対象をその他の関係会社による完全子会社化にも拡大した。

図表 1 規範の対象行為の見直し

	支配株主による 完全子会社化	MBO	その他の関係会社* による完全子会社化
①少数株主にとって不利益でないことに関する意見 ● 利害関係を有しない者から、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付け	対象	新たに対象	
②必要かつ十分な適時開示 ● 適時開示を必要かつ十分に行うことを義務付け ※ 株式価値算定の概要を含む	対象		新たに対象

(※) 財務諸表等規則第8条第17項第4号に規定するその他の関係会社（20%以上の議決権を有している場合や、15%以上20%未満で重要な影響を与えられる場合）

(出所) 東京証券取引所「MBO・支配株主による完全子会社化に関する企業行動規範の見直し」（2025年2月18日）

（規範内容の見直し）

規範内容の見直しは、「少数株主にとって不利益ではないことに関する意見」の入手先・内容の見直しと、「必要かつ十分な情報開示」に関する開示の見直しである。

1つ目の「少数株主にとって不利益ではないことに関する意見」の入手先は利害関係を有しない者とされていたが、社内に設置された独立した組織である特別委員会からの意見入手が義務付けられた（図表2）。その意見の内容は、これまでの「少数株主にとって不利益ではないことに関する意見」ではなく、「一般株主にとって公正であることに関する意見」の入手が義務化された。「少数株主にとって不利益ではないことに関する意見」では、買収公表時の株価などよりも一定のプレミアムが付されたことで「不利益ではない」とすることになりかねず、必ずしも価格の公正性が図られないことが理由である。

図表 2 「少数株主にとって不利益でないことに関する意見」の在り方の見直し

	現行の規範	見直し案
意見の入手先	利害関係を有しない者 ※ 特別委員会のほか、利害関係のない社外取締役・監査役、有識者からの取得も可能（実務上は全事例で特別委員会から取得）	✓ 特別委員会からの意見の入手を義務付け ※ 検討主体を明確にする趣旨
意見の内容	少数株主にとって不利益でないことに関する意見 ※ 価格の公正性に懸念があるにも関わらず、一定のプレミアムが付された価格で売却機会が与えられることをもって、「不利益でない」と意見する事例も ※ 意見にあたり検討すべき観点については具体的な定めがなく、投資家からは実効的な議論が行われているか不透明との指摘も	✓ 取引が「一般株主にとって公正であることに関する意見」の入手を義務付け ※ 公正M&A指針を踏まえ、「企業価値の増加分が一般株主に公正に分配されるような取引になっているか」という目線での意見を求める趣旨 ✓ 意見にあたり検討すべき観点（4ページ）を明示し、各観点到る具体的な検討内容や最終的な判断の根拠について、意見の中で十分な説明・開示を行わなければならない旨を規定 ※ 実務上の影響を踏まえ、議事録自体の公表は求めない一方、検討・開示すべき観点を示すことによって、適切に説明責任を果たすよう求めていく想定

(出所) 東京証券取引所「MBO・支配株主による完全子会社化に関する企業行動規範の見直し」（2025年2月18日）

「一般株主にとって公正であることに関する意見」の内容では、単に「公正である」という意見のみを求めるのではなく、「当該M&Aの是非」、「取引条件の公正性」、「手続の公正性」という

検討すべき観点が示された。意見の中で各観点に係る具体的な検討内容や最終的な判断の根拠の十分な説明・開示を行わなければならない(図表3)。「取引条件の公正性」については、協議・交渉の回数や買収価格の見直しに関する開示が現在でもなされているが、取引条件が公正かどうかという観点から、より詳細な情報の開示が求められる。「手続の公正性」では、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」で例示された公正性担保措置の実施状況とそれらの措置を実施しない場合の理由などの開示が期待されている。なお、以前のフォローアップ会議では特別委員会の議事録公表の是非が議論されたが、議事録自体の公表は求められない一方で、「取引条件の公正性」などでの検討・開示によって適切に説明責任を果たすことが想定されている。

図表3 「一般株主にとって公正であることに関する意見」の検討すべき観点

当該M&Aの是非	● 対象会社の企業価値の向上に資するか否か
取引条件の公正性	<ul style="list-style-type: none"> ● 以下の全ての観点を踏まえて、取引条件(買収対価の水準、買収の方法、買収対価の種類等)が公正なものとなっているか <ul style="list-style-type: none"> ✓ 買収者との協議・交渉の過程 <ul style="list-style-type: none"> ※ 協議の経過(特別委員会の関与の内容を含む)、協議・交渉の方針、主要な論点があればその内容、当初の方針から変更が生じた場合にはその理由(破談リスクに関する検討内容等) ✓ 株式価値算定内容およびその前提とした財務予測・前提条件等の合理性 <ul style="list-style-type: none"> ※ 財務予測の前提が大幅に変更されている場合や、特殊な前提条件が置かれている場合などにはその合理性 ✓ 過去の市場株価・同種案件に対するプレミアム水準の合理性 <ul style="list-style-type: none"> ※ 直前にネガティブ情報を公表している場合にはそれを踏まえた合理性 ✓ その他(例えば、買収者による過去の株式取得価格 など)
手続の公正性	<ul style="list-style-type: none"> ● 当該M&Aの具体的状況を踏まえて、全体として取引条件の公正さを手続的に担保する観点から、十分な公正性担保措置が取られているか <ul style="list-style-type: none"> ✓ 公正M&A指針で例示する①～⑥の公正性担保措置の実施状況および一部の措置を実施しない場合には、その理由や、それについて公正性確保の観点からどう考えるか <ul style="list-style-type: none"> ※ 公正M&A指針の趣旨も踏まえ、東証としても、全ての措置の実施を求めるものではなく、事案に応じて適切に措置を組み合わせたとうえで、その状況を投資者に対しても説明するよう求めるもの ① 特別委員会の設置(設置の時期、構成、権限(交渉への関与、アドバイザーの選任)、委員の報酬) ② 外部専門家の専門的助言等(法務アドバイザー、第三者算定機関等) <ul style="list-style-type: none"> ※ 外部専門家の独立性に関する検討内容や判断の根拠 ③ マーケット・チェック(積極的なマーケット・チェック、間接的なマーケット・チェック) <ul style="list-style-type: none"> ※ 対抗提案を受けた場合(具体的なかつ実現可能性のある真摯な買収提案である場合)であって、MBO等に賛同する場合は、特別委員会における検討内容や当該判断の根拠 ④ マジョリティ・オブ・マイノリティ条件(株主意思の確認手続き) ⑤ 強圧性排除 ⑥ 情報開示(取引条件の公正性・手続の公正性を判断することが可能な程度の情報の開示)

(出所) 東京証券取引所「MBO・支配株主による完全子会社化に関する企業行動規範の見直し」(2025年2月18日)

2つ目の「必要かつ十分な情報開示」に関しては株式価値算定に重要な前提条件の開示拡充である。一般株主が十分な情報を得た上で取引の公正性を判断できるようにすることが目的である(図表4)。東証による市場関係者からのヒアリング¹でも示されていたように、投資家から多くの意見が寄せられていた。米国のように算定書自体の開示ではなく、財務予測や算定手法の前提となる考え方の開示拡充が中心である。

¹ 「市場関係者から寄せられた意見(ヒアリング結果)」(2024年8月19日)

図表4 株式価値算定の前提条件の開示拡充

		適時開示ガイドブック（下線が拡充箇所）
株式価値算定の概要	財務予測	<u>財務予測（売上高、営業利益、EBITDA及びフリー・キャッシュ・フロー（FCF）を含む）の具体的な数値（成長率を含む）</u> 財務予測の作成主体 <u>財務予測の期間の設定に関する考え方</u> <u>財務予測の前提となる考え方（事業環境等についてどのような前提をおいているか）</u> - 財務予測に利益・FCFの大幅な増減を見込んでいるときは、当該増減の要因 - 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 上記予測がM&A実施を前提とするものか否か
	割引率	割引率の具体的な数値（レンジ可）・種類 - 小規模リスク・プレミアムの考慮等の特殊な前提条件がある場合には、その内容と根拠
	継続価値	<u>継続価値の具体的な数値（レンジ可）</u> ・算定手法 継続価値の算定に用いたパラメータの具体的な数値（レンジ可）、 <u>パラメータの設定に関する考え方</u> - 最終事業年度の一時的な支出は考慮しないよう調整を行っている等の特殊な前提条件がある場合には、その内容
	非事業用資産	<u>個別資産（負債等不動産、政策保有株式、余剰資金など）の算定上の取扱い（事業資産と非事業用資産の切り分けについての考え方など）（算定において重要性を有する場合に限る）</u>
	その他	特殊な前提条件がある場合にはその内容
	算定機関との関係	算定機関について重要な利害関係がある場合は、その内容及び重要な利害関係がある算定機関に算定を依頼することとした理由 ※ ①算定機関が関連当事者に該当する場合、②公開買付者からの斡旋または紹介を受けた算定機関に依頼した場合、③算定機関が上場会社・公開買付者の双方から依頼を受ける場合、④算定機関またはその関係会社から当事会社が投融資を受けている場合など <u>第三者評価機関の報酬体系（M&Aの成立等を条件に支払われる成功報酬か、M&Aの成否にかかわらず支払われる固定報酬か等）</u>

（出所）東京証券取引所「MB0・支配株主による完全子会社化に関する企業行動規範の見直し」（2025年2月18日）

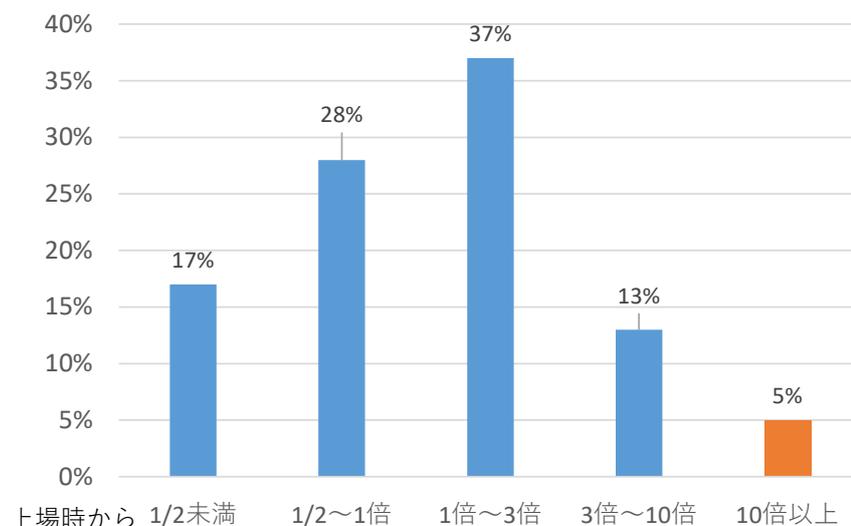
（メンバーの意見）

こうした東証の見直しに対して、ほとんどのメンバーが賛同した。ただし、「少数株主にとって不利益ではないことに関する意見」の入手先・内容の見直しについては、会社または取締役会が特別委員会の開示内容を説明する必要があるとした。図表3で示された検討観点を満たすかどうかを「誰が判断するのかという問題があると思います。東証が満たしているかを判断するのは大変」「特別委員会でこれこれを検討してくださいとだけ言い放しにすると、エンフォースマントが大変になるように思っています」ということが理由である。

その他、特別委員会の実効性の重要性を指摘する声が多かった。特に、特別委員会を構成する独立社外取締役の独立性の重要性を指摘する発言が多く聞かれ、「独立性基準の検討を含めた今後の対応が望まれます」とされた。独立性基準の検討はフォローアップ会議とは別の東証の会議体である「従属上場会社における少数株主保護の在り方等に関する研究会」で議論される予定である。

（3）グロース市場における今後の対応について

高い成長可能性を有する会社が上場する市場がグロース市場であるが、実際には図表5のように新規上場時から時価総額が10倍以上に成長した会社は5%に留まる。新規上場時の株価に満たない会社にいたっては45%と大きな割合を占める。こうした状況への対応として、東証は「高い成長を志向する経営」の推進、「機関投資家の目線確保のための対応」などを示した。

図表5 グロス市場上場会社の時価総額成長率の状況（全体に対する割合）


（注）2004年7月～2024年末までにマザーズ／グロス市場に上場した会社（上場廃止会社を除く）が対象。時価総額成長率は、現在の時価総額（2024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。各棒グラフの合計は100%になる。

（出所）東京証券取引所「グロス市場における今後の対応」（2025年2月18日）より大和総研作成

（「高い成長を志向する経営」の推進の働きかけ）

まず、グロス市場の役割として日本経済の成長を牽引する会社の輩出に向けて、「高い成長を志向する経営」に関する取組みが重要である。この取組みでは、上場会社に要請している「事業計画及び成長可能性に関する事項」において、上場時から現在までの成長状況を時価総額・株価、売上高・利益、PSR・PERなどで分析・評価し、今後の成長目標・施策の点検・検討を行い、その開示・実施を求めることが提案されている（図表6）。「資本コストや株価を意識した経営」で要請された現状分析、計画策定・開示、取組みの実行というサイクルを回すようなイメージである。

図表6 「高い成長を志向する経営」の推進の働きかけ

上場時からの成長状況の分析・評価／成長目標・施策の点検・検討

- 高い成長を目指していく観点から、現状のビジネスモデルがうまく機能してきたかについて、時価総額・株価、売上高・利益、PSR・PERなど、**個社の状況や投資者ニーズを踏まえた指標を用いて分析・評価**
- その際、**自社がターゲットとする市場規模や競争優位性などの前提にズレが生じていないかをあわせて点検**
- 上記を踏まえて、**今後の成長目標やその達成に向けた施策を具体的に策定**

投資者への開示・施策の実行

- 「事業計画及び成長可能性に関する事項」の次回更新時に開示（それを待たずに速やかに開示することも、点検・検討が終わったタイミングで開示することも可）
- フォーマット等は特に定めない（同書類はもともと様式等を定めておらず、開示項目例を提示）
- 今般のお願い事項に沿った対応を行っている場合には、その旨をあわせて開示

（出所）東京証券取引所「グロス市場における今後の対応」（2025年2月18日）

東証が行った中小型成長株に投資を行う機関投資家への「事業計画及び成長可能性に関する事項」のヒアリング²では、具体的な情報開示、情報開示の継続に対する信頼性、改善に向けた取組みの3つが不足しているとされており、それに対応することも期待される。要請に対する開示は「事業計画及び成長可能性に関する事項」の次回更新時とされている。もちろん、更新時にこだわらず、速やかに開示することや、点検・検討が終わったタイミングで開示することも可能とされている。

（機関投資家の目線確保のための対応）

「機関投資家の目線確保のための対応」については、次回の会議での検討が予定されている³。上場会社と機関投資家とのコミュニケーション促進策や機関投資家の投資対象となりうる規模の数値基準の検討が組上に載っている。前述の脚注2に掲載された機関投資家へのヒアリングでは、時価総額100億円以上が投資対象の最低限の規模とされており、それに到達するまでの期間は5年間という声があった。現状の上場維持基準「上場10年経過後時価総額40億円以上」と比較すると、規模とスピード感ともに機関投資家の目線とは大きなギャップがあるとされる。

（メンバーの意見）

メンバーからは、「市場の新陳代謝を効かせ、企業に対して健全な緊張感を醸成すること、そして、成長を目指す企業の情報を投資家にクリアに示していくことが1つの方法」として、成長と新陳代謝を軸とするグロース市場の改革への期待が述べられた。東証が示した「高い成長を志向する経営」の推進の働きかけについては賛同を示したメンバーが複数いた。「資本コストや株価を意識した経営」で行われてきたのと同様に、「対応企業の一覧化や好事例の紹介」をしてはどうかという意見があった。

「機関投資家の目線確保のための対応」については、機関投資家へのヒアリングを踏まえて時価総額の規模が大事であることが多くのメンバーから示された。その上で、「機関投資家が入るためには時価総額（原文ママ）100億以上の規模が必要という話が先ほどありましたが、本来はそれ以上必要だと思いますので、規模の問題は非常に大きいと思います」との意見があった。また、「機関投資家の目線としては、（中略）小規模で上場した企業に対してはそれだけ早い成長スピードを求めています」、「上場維持基準の傾斜をつけていくことが一番わかりやすく重要な施策になるのではないかと思います。その際に、上場5年経過後に1発テストとなると、人は怠けてしまうものなので、中間テストのように1年ごとに目標達成状況を確認し、達成していない場合には説明などを求めるという工夫が必要」とされた。

その他、非上場からグロース市場へ上場する中で、投資家のバトンタッチがスムーズに行われ

² 「グロース市場における今後の対応」（2025年2月18日）

³ 脚注2の資料では次回以降の会議での検討とされたが、議事録では東証の担当者から「『次回』の会議で素案をお示しすることを予定」との発言があった。

ているのかといった発言もあった。「グロース市場自体が機関投資家の投資対象となりにくい中で、ベンチャーキャピタルは上場後にエグジットします」というように、非上場時の投資家であるベンチャーキャピタルが売却した後に続く投資家が不在であることに懸念が示された。海外では「ベンチャーファンド(VF)と機関投資家の接点」が存在し、「IPO が決まっていない段階から、VF と機関投資家との意見交換会や説明会のような機会」があったとし、上場時に上場市場の投資家による投資がスムーズに行われたとされる。

最後に

注目されるグロース市場改革は、今回のフォローアップ会議で成長に対する施策が公表され、新陳代謝に対する施策は次回公表予定である。これまでのメンバーの意見では、新規上場基準に関する数値基準の変更には言及されることはほとんどない一方で、上場維持基準の見直しは一致した見解のように見える。時価総額 100 億円以上、それに到達するまでの期間は5年という目線が機関投資家へのヒアリングによって紹介された。

この目線が上場後に顕著な成長を果たした会社にとって、どのような位置付けにあるのだろうか。前回のフォローアップ会議で東証が示した「グロース市場（マザーズ）上場後、時価総額 10 倍以上&1,000 億円以上に成長した会社」⁴を見ると、20 社中 9 社が上場時の時価総額（公開価格ベース）100 億円を下回っていた。Bloomberg のデータに基づいて、この 9 社が時価総額 100 億円に到達し、その後 100 億円を下回らなくなった期間を確認すると、そのうち 2 社は 5 年超かかったが、残りの 7 社は 5 年かかっていない。機関投資家の言う 5 年というのは感覚的な数値かもしれないが、顕著な成長を果たす会社には時価総額 100 億円に到達するために相応の期間といえそうである。

他方で、LSEG のデータに基づいて、グロース指数構成銘柄の時価総額を集計すると全体の約 69%が時価総額 100 億円未満である（2025 年 2 月 28 日時点）。時価総額の数値基準として 100 億円という目線が出てくるとすれば、会社側にそれなりの準備期間と経過措置が必要である。上場会社は留意して議論を迫る必要がある。

⁴ 「グロース市場における今後の対応」（2024 年 12 月 10 日）