

市場区分の見直しに関するフォローアップ会議（第16回） 議事録

日 時： 2024年5月21日（火）13時00分～14時30分

場 所： 東京証券取引所 15階特別会議室

出席者： メンバーリスト参照

【渡邊部長】

それでは、予定の時刻となりましたので、第16回の「市場区分の見直しに関するフォローアップ会議」を開催させていただきます。

はじめに、本日より、三井物産 顧問の内田様にメンバーとしてご参加いただいております。内田様、どうぞよろしくお願いいたします。

また、東証側では、前任の菊池に代わりまして、わたくし渡邊が司会を務めさせていただきますので、よろしくお願いいたします。

本日の出席状況でございますが、熊谷メンバー、オブザーバーの経済産業省 亀山様がオンラインでのご出席となっております。

それでは、早速ですが、議事に入らせていただきたいと思います。まず、本日の議事について、ご説明いたします。

【池田統括課長】

本日もよろしくお願いいたします。

本日は大きく2つ議題がございます。まず1つ目が、資料1でございますが、「市場区分見直し後の状況と今後のフォローアップ」についてです。市場区分の見直しから2年経ちましたので、これまでご議論していただき進めてまいりました施策の進捗といたしまして、経過措置、資本コストや株価を意識した経営、英文開示、グロース市場の機能発揮の4点につきまして現状をレビューいただきまして、今後の進め方などについてご意見があればいただければと思います。

2つ目は、資料2でございますが、企業行動規範のうち、前回は指摘いただいたMBO等に関する追加の分析についてご報告させていただきまして、こちらもお気づきの点があればご意見を頂戴できればと考えております。企業行動規範の見直し自体につきましては、次回以降でご議論いただければと思いますので、それにあたってあらかじめお気づきの点がございましたら、そちらもいただければと存じます。

本日の議題等は、以上でございます。

【渡邊部長】

それでは、早速ですが、資料の説明に入らせていただきたいと思います。本日は、議題が2つございますので、それぞれのテーマごとに、ご説明とご意見を頂戴できればと思います。

それでは、まず、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、お手元の資料1に基づきご説明いたします。

【門田課長】

それでは資料1についてご説明いたします。

まず4ページの「はじめに」では、本日の趣旨をまとめております。

この後の本編は大きく4つのパートに分かれており、まず一つ目が上場維持基準に関する経過措置についてです。6ページがまとめですが、上場維持基準に関する経過措置は、昨年、移行後3年が経過する2025年3月に終了することを決定し、あわせて、プライム市場上場会社に対しては、スタンダード市場の再選択の機会を設けたところです。

移行後2年間の変化として、当初の経過措置適用会社のうち6割が基準適合等により経過措置の適用から外れた一方で、残りの4割は引き続き未達となっています。別途、2年間で新たに136社が基準未達となり、直近の経過措置適用会社は3市場合計で345社となっています。

また、今後の企業の動きとしては、基準適合に向けた取組みとともに、特にプライムやグロースの企業はスタンダードに移行する動きが進むとともに、その他にも、M&Aや、場合によっては他取引所への上場など、様々な検討が進むことが想定されます。

これらを踏まえて、今後のフォローアップ方針として、基準未達企業においては、改善期間の終了時期を十分に意識したうえで、早期に検討・対応を進めていただくことが重要となりますので、そこにできるだけ遅れが生じないよう、東証でも、早めのコミュニケーションを密に行ってまいります。あわせて、来年以降、実際に改善期間入りする企業が出てまいりますので、そのあたりの状況について投資者に十分に周知してまいりたいと考えております。

このあとは、データのご紹介で、お時間の関係で項目だけご紹介しますと、7ページが市場区分ごとの上場会社数の分布、8ページが経過措置適用会社の移行当初からの変化、9ページが経過措置適用会社直近345社の状況、10ページがそのうち流通株式時価総額に適合していない企業の状況、11ページが2年間で新たに基準未達となった136社の内訳、12ページが非公開化（上場廃止）の件数推移、13ページが経過措置終了に関するスケジュールの再掲です。

2つ目は企業価値向上に向けた取組みの状況で、15ページがまとめです。昨年3月に企業価値向上に向けた枠組みづくりとして、プライム市場・スタンダード市場の全上場会社を対象として「資本コストや株価を意識した経営」に関するお願いを実施したところですが、直近の今年4月末時点で、プライム市場で69%、スタンダード市場で28%まで開示が進み、投資家からは「初動」としての前向きな変化をポジティブに評価する声が寄せられています。

また、株価・時価総額は、インフレなど様々な要因も重なり、プライム市場・スタンダード市場を中心に上昇しており、PBR、PERの指標は一部改善の傾向が見られておりますが、ROEについては引き続き今後の改善が課題となるなど、企業における実質的な取組みの進展が期待されている状況です。

こうした状況を踏まえ、今後のフォローアップ方針としては、3月期企業の対応が出揃う夏以降に、改めて状況を取りまとめ、その後の施策について議論させていただき想定で、その際の観点として、矢じりに2点記載しております。

まず、プライム市場については、開示状況に一定程度の進展が見られてきたことから、より実質面の観点、すなわち、企業の取組みが実効的な取組みとなっているか、投資者との建設的な対話が推進されているか、といった観点にフォローアップの軸足をシフトしていく想定でございます。

一方で、スタンダード市場については、プライム市場と状況が異なりますので、今後、どのようなアプローチが適切なのか、改めてその際の状況を踏まえて検討してまいりたいと考えております。

この後は参考データでございまして、項目だけ申し上げますと、16ページから18ページが「資本コストや株価を意識した経営」に関する開示状況、19ページが時価総額の分布状況と2年間の変化、20ページが市場合計時価総額や株価指数の推移、21ページが売買代金・売買高の推移、22ページが海外投資家の売買動向、23ページがプライム市場と海外市場との社数や時価総額の比較、24ページから26ページがPBR・ROE・PERの分布状況の変化、27ページが最近の東証施策の再掲です。

3つ目のパートが英文開示で、29ページがまとめです。まず、プライム市場については、来年4月から、英文開示の拡充に向けた制度見直しを行うことを決定したところですが、この2年間でも開示は進んでおり、特に、中小規模の企業での開示が顕著に増加しております。一方で、開示タイミングについては引き続き課題があり、同時開示まで行っている企業は依然として限定的という状況です。

スタンダード市場・グロース市場においては、任意の開示を促進するという

観点から、参考となるコンテンツやセミナーの提供を行ってきたところであり、それぞれ3割程度まで開示が進んできております。

今後のフォローアップの方針としては、来年のプライム市場における英文開示義務化に向けて、他市場区分の企業も含めて、参考となるコンテンツの拡充など、サポートの取組みを継続してまいりたいと考えております。

この後は参考のデータでございまして、30ページがプライムの英文開示の状況、31ページがプライムの英文開示のタイミング、32ページがスタンダード・グロースの英文開示の状況、33ページが来年4月からのプライムにおける英文開示の拡充の内容、34ページと35ページが東証におけるサポート施策のご紹介です。

最後の4つ目が、グロース市場の機能発揮で、37ページがまとめです。これまでの状況として、IPO社数は移行前から大きな変化はなく、年間100社程度で、そのうち7割がグロースを選択しており、上場時の時価総額や資金調達の小規模なIPOが多い状況も大きな変化はございません。また、上場会社の時価総額の中央値は約60億円、全体の半数は新規上場時の時価総額を下回っている状況です。

このような状況を踏まえ、本年1月に、グロース市場の機能発揮に向けた対応方針を大きく6点取りまとめたところであり、今後、それらの施策を推進してまいりたいと考えております。

そのうち、「①上場理由等の開示の促進」と「③投資者への積極的な情報発信の促進」については、今月中に関係者に案内する予定で、別紙①としてドラフトを付けております。「④機関投資家への情報発信の支援」についても、あわせて各種セミナーなどを進めてまいります。

また、「②上場準備に関する正しい理解の促進」に関しても、東証で相談窓口を設置している旨や、上場審査に関するよくある誤解や質問に対応したFAQ集を今月中に関係者に案内する予定で、別紙②としてドラフトを付けております。こちらは適宜アップデートをしていく想定です。また、そこで周知した内容を中心に、引受証券会社や監査法人、ベンチャーキャピタル、あるいは場合によっては関係省庁を含めて、市場関係者と共有する場を設けることも予定しております。

さいごに「⑤上場基準の在り方」や「⑥プロ向け市場の活用」については、引き続き本会議で検討を進めてまいりたいと思います。

この後は参考データですが、38ページがIPO社数や新規上場時の時価総額・資金調達の状況、39ページが時価総額の分布状況、40ページが上場後の時価総額成長率の分布状況、41ページがこれまでに取りまとめた対応方

針、42ページが2022年から2023年にかけて東証で実施いたしました、IPOの円滑化に向けた運用や制度の見直しに関するご紹介です。

お時間の関係で説明を割愛させていただきますが、別紙①・別紙②として、今月中を目途に周知予定の資料のドラフトをお付けしております。

資料のご説明は以上でございます。本日はこれまでの状況に関する評価や、今後のフォローアップ方針などについて、ご意見をお伺いできればと存じます。

【渡邊部長】

それでは、メンバーの皆様方から、ご意見やご質問があれば頂戴したいと思いますが、いかがでしょうか。

【熊谷メンバー】

資料1の「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」、「グロース市場の機能発揮」についてコメントさせていただきます。

まず、経過措置の今後のフォローアップについてですが、事前の打ち合わせでの意見を反映していただき、まことにありがとうございます。

資料に記載していただいているように、基準適合に向けた取組みを早期に進められるようにすることが極めて重要です。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。しかしながら、改善期間に入るとコーポレートアクションの選択肢が減っていく可能性もあります。早めに対応していくことが肝要であるという意識を持ってもらわなければならないと思います。

次に、企業価値向上に向けた取組みのフォローアップについてです。以前にもこの場でお話をしましたが、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。もちろん、株式市場での取組みを特定の指標のみで測定すると、その指標を改善することのみが自己目的化し、誤った方向に向かう可能性もあるので、大局的な考え方などを示すことも考えられます。

次に、スタンダード市場についてコメントさせていただきます。本格的な検討は夏以降になると思いますが、スタンダード市場の開示率がプライム市場よ

りも大幅に低い状況にあることに懸念を抱いております。東証では3市場の中でスタンダード市場を中心的な市場と位置付けてきたものと認識しています。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ので、その点を調査し、対応策に活かしてみたいと思っております。

最後に、グロース市場の機能発揮に関しては作成していただいた別紙についてコメントいたします。以前のフォローアップ会議で意見が出た資料を作成していただき、まことにありがとうございます。

別紙①の情報開示の強化、IR活動の強化は非常に重要であると感じております。この2点を通じて経営者にグロース市場に上場する、もしくは上場した意義を改めて理解してもらい、上場時の計画の重要性を認識していただくことになると思います。また、投資家の目線を理解することにつながるものと期待しております。

一部では、グロース市場に上場した意義や投資家からの期待をあまり理解されていない経営者もいらっしゃるような感じることがあります。その意味においては、これらの資料やそこに込められたメッセージが経営者に届くように工夫していただきたいと思います。社内のIR担当者などに限られた取扱いとはならないようにご留意いただきたいと思います。

別紙②については証券会社のみならず、IPOの多くの関係者に関わるものです。その関係者一人ひとりに確かな認識を持ってもらうことが肝要です。関係者にしっかりと届くように配布していただければと思います。

なお、今後のフォローアップとは別の話になりますが、今年中にTOPIXの見直し案がJPX総研から公表される見通しだと聞いております。見直しの検討と決定を行う主体はJPX総研であると承知しておりますが、この会議でも見直し案をご紹介いただき、意見交換を行ってはいかがでしょうかと考えます。

【小池メンバー】

上場維持基準に関する経過措置について、当初の適用会社が492社あったところ、約6割が外れたことは前向きに評価できるのではないかと思います。一方、新たに未達になった会社が136社おり、今後も一定の割合で出てくると推察されますが、こうした循環が一定の新陳代謝や企業の意識改革につながると期待しています。今後は、進展がない会社に進捗を強く求めると同時に、ベストプラクティスを紹介するなどして、新陳代謝の活性化に努めていただきたいと思います。

一つご質問ですが、7ページを見るとスタンダードの社数が1,127社から1,609社に増えており、20ページを見ると市場全体の時価総額も22兆円から29兆円に増えています。この社数増加以外の市場価値の増加要因について、どのように分析されていますでしょうか。プライム市場からスタンダード市場への市場区分変更によって企業価値が上がっているのでしょうか。このあたりの分析をしっかりとっていくべきだと思います。なぜならば、今後、スタンダードの市場としての位置づけがプライムから降りてくる先というニュアンスがどんどん強くなり、プライムにいられなくなったからスタンダードに移行するという会社が多く出てくる中、スタンダードで企業価値が発揮されているのかを見極めたうえで、スタンダードの在り方を考えていくべきと考えています。

また、12ページについて、非公開化の企業が増加傾向にあるのは興味深く見えています。我々からすると、エンゲージメントをしてもなかなか開示してくれない、ROEが向上しないような会社が、このような選択肢を得られることは、市場の活性化・規律付けの観点から良いことだと思います。

企業価値向上に向けた取組みについては、初動としては良いと思っていますが、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。ここまで市場で話題になっていながら手を付けられていないのかをしっかりと説明していただきたいと思います。

なお、余談になりますが、当社のエンゲージメントの会話の項目を見ても、株価を意識した話題が多くなっています。我々機関投資家としても、企業の努力に対して議論を増やす、深掘りをする中でそれに応えていくことは、努力すべき点だと考えています。

一方で、PBR1倍割れは、日本独特の市場の様相であり、「PBR1倍」を超えているかどうかという点をどこまで深掘りすべきかは議論していくべきだと思います。ひたすらPBR1倍をテーマに日本市場の魅力を世界に訴えていくのは必ずしも得策ではなく、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。

【門田課長】

ご質問いただいた、スタンダード市場全体における時価総額の増加要因につ

いては、プライム市場から移った会社があることによる増加のほか、そうした会社がスタンダード市場で時価総額を増加させた例もあろうかと思えますし、もともとスタンダード市場に上場していた会社の増加分も一定程度あろうかと思えます。ただし、まだ詳細な分析が行えている訳ではありませんので、次回以降、スタンダード市場の在り方を検討するにあたっての参考として、分析を進めたいと思えます。

【三瓶メンバー】

資料に沿って、確認の質問やコメントをさせていただきます。

まず10ページについて、面白いチャートが載っていますが、赤い点線で囲われている会社は、流通株式比率を高めるだけでクリアできる会社だと思えます。それは何社ほどあるのでしょうか。また、売出しをするだけで比較的容易に解決できると思われる一方で、アクションをとらないのはなぜでしょうか。やる気がないということなのか、特別な事情によって現実的ではないのかを確認したいと思えます。これは11ページにある新たに未達となった企業も同様であり、特にこうした企業については比率の改善をなぜ図らないのかと特に思えます。

次に12ページについて、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しょうか、この点を確認しておきたいと思えます。東証のスタンスを気にしている投資家がいるので、合理的であれば非公開化してもらって構わないなど、立場を明確にされることは良いことだと思います。

13ページについては、いよいよ上場廃止に向かう企業が出てくるということだと思いますが、経営破綻などで上場廃止になる場合には、株式価値がなくなるのでその前に早く売りたいという動きが出てくる一方、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えます。この点、先ほどのご説明では、市場の混乱がないように、というお話もありましたが、強制的に手放させようとしたときに訴訟にならないかなど、どのようにしてスムーズに上場廃止いただくべきかという点は気になりました。

15ページに関して、スタンダード市場は、プライムとは異なりグローバル

な目線で求められていることを必ずしも適用していないだけでなく、上場会社に最低限求められることもやっていないという疑いがあります。たとえば、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考えています。スタンダードであっても、そうしたことは最低限守らないといけないということを改めて明確化する必要があると思います。

17ページには、開示状況の進展が見られている旨が記載されており、それは良いことだと思っています。先ほど小池メンバーからお話があった、それでもまだ開示していない企業はどういうつもりなのかという点ですが、そのような企業の社長からは「PBRは市場が決めるものだよね」という声が聞こえてきます。私は、「PBRは市場が決めるものであっても、市場に決めさせるため材料を示すのは社長の責任であり、社長は市場の期待をマネジメントしなければならないですよ」とお伝えしています。そうしたことが理解されておらず、無理やりPBRを上げるなどできないのになぜ取組みが求められているのかという勘違いが生まれているように思います。

23ページでは、香港の市場以外は社数が減って時価総額が伸びています。特に海外の市場はよりその傾向が顕著に見られますが、主な理由はM&Aが多く行われているということでしょうか。

24～26ページについては、実質面での改善はまだまだということが浮き彫りになっているように思います。これらのデータをどう見るべきかという点ですが、まずファクトとしては、ROEはほとんど改善していない、PBRは若干改善、PERは割と改善しているという状況にあります。ROEが改善していない中で一足飛びに成長性への期待が高まっているとは思えず、PERが高まっているのはそういう理由ではないと思われます。どちらかという、PERの逆数、すなわち earnings yield（投資家が要求している資本コスト）が低下してきていると捉えるべきであり、資本コストへの意識が高まってきていることにより、これまでペナルティとして課されていた高い要求資本コストが下がってきた（したがって、 $ROE \div \text{earnings yield} = PBR$ が若干改善）という段階であると読み取るべきだと思います。

分析は少し難しいかもしれませんが、今後は、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、より検証が進むと思いました。

続いて31ページにある英文開示のデータについて、「翌日以降」の中央値は何日程度かが気になりました。英文開示の日数がより長くかかっていると思うと良くないと思いました。

37ページにあるグロース市場における取組みについて、上場理由に関して色々な企業と話していると、上場理由と上場メリットをしばしば混同しているように思われます。上場メリットとは、たとえば人材採用にあたっての知名度や信用力の向上が挙げられますが、それは上場したことによって得られるメリットであり、上場することの目的ではないと思います。成長のギアを変えるために、通常の内部資金では足りないような額の資金を外部から調達するという、しかも返済期限の決まったfixed incomeではなく、リスクマネーを調達するという、それが上場の目的であると思います。これはグロース市場に限った話でもありませんが、上場の理由とメリットについては、明確に分けて考えていただくといいのではないかと思います。

また、別紙①については、これから進捗を見ていくうえで、何がどれだけ変わったら上手くいったと評価できるのかという目線をどこかに持つ必要があると思いました。

【門田課長】

ご質問いただいた点につき、順にご回答申し上げます。

まず10ページの流通株式時価総額基準に抵触している会社の状況についてですが、たとえばプライム市場の抵触会社のうち時価総額が200億円以上を有する会社は12社、150億円以上を有する会社は27社など、ある程度の時価総額を有する企業も一定数おり、このような企業では比率の改善により基準をクリアできる可能性が相対的に高いものと見ております。より具体的に、比率を何%上げれば何社がクリアになるのかというところについては、改めて試算を行ってまいりたいと思います。

また、比率を上げれば流通時価総額基準をクリアできるのに未だしていない理由について、これは純粋に流通株式比率基準に抵触している会社も同様かと思いますが、大株主と売出しの調整をする中で、現在の株価水準では売りにくく、企業価値向上に向けた取組みを進め、株価がもう少し上がらないと売り出せないと言われる会社も一定数存在するようです。そうした場合には、一定の期間を要するものと思われます。

順番が前後しますが、15ページについて、海外市場で上場会社数が減っている背景は、ご指摘のとおりM&Aや、PEファンドによるバイアウト等による上場廃止が増えていることが背景だと認識しております。

【池田統括課長】

13ページに関して、MBO等で上場会社数が減っていることに対する東証のスタンスについては、我々自身も投資家の方々からよく聞かれるところであり、上場会社が減ると東証は困るのではないかと問われますが、そのような考えは持っておりません。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。非公開化という選択肢を採った方が企業経営にとって良いということであればそうした選択を行うべきですし、非公開化により資金が投資家に戻り、これから株主・投資家の期待に答えて成長しようという上場会社に回るのであれば、日本市場・日本経済全体としては良いことだと思っています。

また、英文開示のご質問については、改めてご報告差し上げるようにいたします。

【永見メンバー】

全体観として、市場改革のモメンタムをどのように維持し続けられるのかが非常に重要だと思います。そのためには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。

様々なデータを見ていて、変化・改善している点は多いと思いますが、それに対する東証による評価についても打ち出していった良いのではないかと思います。東証の改革への向き合い方や今後の考えについて投資家は非常に興味を持っており、ファクトに東証の評価を加えて総括し、今後1、2年でどのように変えていきたいのかといったビジョンを示すことと、それをもとにコミュニケーションを取るといったマーケティングが、市場改革のモメンタムを継続させるために非常に重要だと思っています。一旦総括をし、次の1、2年に向けて新しくビジョンと変化を作っていくところを示していただき、そのためにこの会議を活用していただきたいと思っています。

個別の論点としては、グロース市場について、上場基準を変える場合には、関係者が非常に気にしている点だと思いますので、早めに決定し周知していくことが重要だと考えます。

【黒沼メンバー】

経過措置に関して、上場維持基準を充足する企業が出てきている中で、持ち合いの解消が進んでいると思いますが、今後、具体的な状況を知りたいと思います。流通株式時価総額の要件に関係する重要な点ですので、我々で出来ることがあれば後押しをしていければと思います。

企業価値向上に向けた取組みについては、スタンダード市場の開示が進んでいない点が気になります。取組みが進んでいない理由を調べて、それを解決するための施策が必要になってくると思います。

また、投資者との対話の状況の開示を促していく取組みも進めてきていると思いますが、本日の議題では取り扱わないのでしょうか。

最後に1点、中長期的な話ですが、これまであまりスタンダード市場の特性に沿ってのフォローアップを行ってきていないと思ひまして、スタンダード市場には様々な企業がございますのでどう扱うかは難しい問題ですが、今後の課題だと思います。

【池田統括課長】

投資者との対話の状況の開示については、コーポレート・ガバナンス報告書をベースに見えてくるが多いため、これからの総会シーズン後のコーポレート・ガバナンス報告書の更新を踏まえて集計し、次回以降の会議で状況をご報告いたします。

【翁メンバー】

全体としては市場が非常に活性化してきている面も見えますが、P E R等の各種指標が一部改善している一方で、グローバルに見るとまだまだ課題があり、引き続き取組みを進めていく必要性を感じます。

プライム市場については、東証の要請などにより、かなり経営者の意識変化が起こっていると思います。一方で、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。企業自身の取組みをどう促していくのかについては、東証の取組みとともに、投資家側で何が出来るのかということも考えていかなければならないと感じました。

また、上場維持基準の経過措置について、非公開化の動きもあるということ

ですが、新たに基準に未達となる企業も出てきています。マクロ動向として、かなり経済の局面が変わってきており、人手不足に伴う賃金上昇により、賃金原資を集められない企業が厳しい状況に置かれつつあります。そういった中で、今後企業のビジネスモデルそのものを改革していかないと生き残れない企業が出てくる状況にあり、各企業は生産性を上げ、賃金原資につながる稼ぐ力をつけていかなければなりません。M&Aについても、個々の企業が早い段階からあるべきビジネスモデルの姿を考えるうえでの重要な選択肢の一つだと思います。個々の企業が考えることではありますが、今後人手不足はますます深刻化していくことが想定されますので、企業に早めの対応を促すことが重要になってくると考えます。

グロース市場については、資料に記載の取組みを是非進めていただきたいと思います。ディープテックとそれ以外の企業では非常に状況が異なり、その企業に応じた上場審査というのが重要だと思います。全ての企業がグローバルにスケールアップしていくことは難しいですが、日本からそういったスタートアップ企業が持続的に出てくるようになることが重要だと考えます。そのためには何が必要かということ意識しつつ、取組みを進めていただきたいと思います。

【松本メンバー】

質問なのですが、三瓶メンバーも仰っていましたが、上場維持基準に未達となり上場廃止になる会社は、MBO等の場合と異なり、株価が残っている状態で上場廃止になるので株主がかなり残っていると思いますが、どういう対応になるのか、信託銀行含めて議論しているのでしょうか。

【池田統括課長】

現時点では十分にできておりませんので、これまでの上場廃止の事例なども踏まえながら、把握してまいりたいと思います。

【松本メンバー】

全体を見ると、乱暴な言い方をするとスタンダード市場・グロー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と思います。上場会社数がとても多くて時価総額がとても小さくて、中には上場維持基準を割ってしまう会社もいます。翁メンバーが仰ったことも含めて、M&Aをしていかないと立ち行かなくなるケースが多いように思います。これは東証の上場企業だけの問題ではないと思いますし、国全体の生産性を考える上で

もコンソリデーションは重要なテーマだと思います。1年前の議論でも、1社では達成できないことを企業間で合併して達成することを促せるような仕組みは意味があるのではないかという話があったと思いますが、それを促すには具体的にどうしたらよいか、という方法はあり得るのではないかと思います。

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思います。社数で見るとスタンダード市場とグロース市場の合計の方がプライム市場よりも多いですが、合計時価総額では3%程度に留まっている状況になっていますので、コンソリデーションを進めていくのが良いと思います。

また、先ほどの点で、上場廃止になった時に、こういった面倒な対応が必要なのか、例えば上場していないにも関わらず株主の管理が必要になることなどを調べたら、その面倒くささが大きいのでやはり合併した方が良いのではないかということになるかも知れません。この会議の趣旨とは違うと思いますが、そういったプラクティカルな部分も進めていかれるとよいのではないかと思います。

【内田メンバー】

本日から参加いたします。よろしくお願いいたします。

本日から参加で過去の振返りにコメントするのは大変恐縮ですが、ご容赦いただきたいと思います。全般的には、発行体等の実務面での事情も踏まえていただきながら丁寧かつ有効な施策をやっていただいたのではないかと思います。

経過措置終了後は、本来の上場維持基準を厳格に適用される方向で新陳代謝を進めるといふ流れに必然的になっていくと感じますが、現状、世の中と言いますか、発行体を含めてそういったトレンドの認識が共有されているか疑問に思います。今後もいろんな政策を時間をかけて実行していくのだと思いますが、そういった懸念が顕在化していくと色々な声も出てくると思いますので、引き続き十分なコミュニケーションやリサーチを進めていただきたいと思います。

資本コストに関して、当初はPBR1倍割れがキャッチーに出てきたのでかなり踏み込んだ取組みだと思い、やや疑問にも感じましたが、中身を見たら資本効率向上や成長戦略に関する取組みだったので納得しました。外部環境の変

化も当然あってそれがプラスに下駄をはかせているのと思いますが、企業の意識や実態もかなり進捗していると思います。しかしながら、発行体と投資家との相互理解、ここでは対話という表現をされていますが、まだ深めていく、広げていく余地はあると思います。また、KPIの話もありましたが、これだけ株価やバリュエーションは上がっていても実質面は進んでいないと言われてしまうかもしれませんが、どのように実質面の進展を評価するのか考えていくという方向性はそのとおりだと思います。

一方で、資本効率向上や成長戦略実行は重要なことではありますが、結果として出てくる評価や資本コストの数値などテクニカルに偏った議論にならないようにしていただきたいと思います。スタンダード市場は状況が違うのかと思いますが、市場区分にかかわらず基本的には企業の経営そのもの話であり、対応していく必要があると明確に情報発信していただきたいと思います。

現状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に関する開示率はプライム市場もスタンダード市場も十分でないと思います。本来であれば経営計画や経営方針の中に資本効率の観点がないはずはないですし、実態としては考えているケースが多いのだと思います。その上で、対話の場をしっかりと整備していただくことが重要だと思います。

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。業界だけではなくアナリシスのキャパシティが不足していますし、セカンダリー市場で何が起きているのか接点が少ないため分かりにくくなっています。対話を増やすべきということだと思いますが、発行体から見た景色をよくするような取組みをしていただきたいとも思います。

英文開示の実施状況は進んでいますが、適時開示資料の開示率は相当低いというのが率直な感想で、同時開示率もさらに低いです。今回プライム市場のみに決算情報と適時開示情報の同時開示を義務化するのだと思いますが、全体に対する動機づけもあってもよいのだと思います。東証は上場会社の取組みに関するサポートも色々やっているようですが、どれだけ発行体に認知されているのか少々疑問に思いました。

【神田メンバー】

市場区分の見直しから3年+1年（改善期間）というルールの経過措置を定

めてから一定の時間が経過しましたが、結果としてスムーズに進捗していると感じます。今後経過措置が終了した後に新たに基準に未達となる企業も出てくると思いますが、新陳代謝を含めて、スムーズに新しい制度が機能していく状況にあると信じたいと思います。秋以降、急な検討を要する事態が発生しないことを祈りたいと思いますが、現時点ではうまく進捗しているというのが全体的な印象です。

しかしながら、市場区分の見直しは、それ自体が目的ではなく、企業の成長をサポートしていくというのが本来の目的です。そういう意味では色々と考えなければならぬことは多いと思います。グロース市場でいうとIPOがエグジットになってしまい企業の成長に繋がっていないということ、プライム市場も海外投資家が6.6兆円買い越しということですが、実質的な資金提供者は日本からなのかそうではないのか、この買い越しが続くのかそうではないのか、色々な経済的要因があるため一概に言うのは難しいとは思いますが、この点についての分析ができると良いと思っています。

また、事業ポートフォリオの見直しが重要だということは分かっていますが、ほとんどの企業で中々取組みが進んでいないと思います。これは難しい問題で、上場審査の際には取引所が事業内容を確認しても、上場後、企業がビジネスモデルを変えた際に確認されることはありませんし、取引所として経営の中身に何かを言うというのも適切ではありませんので、個人的には、本会議にいるエキスパートがビジネスモデルの变革や事業ポートフォリオの見直しについて会議の中で意見を出して、企業に参考にしていただくというのが良いのではないかと思います。本来の目的は企業の成長をサポートしていくことですので、我々としては、市場区分の見直しが円滑に進んでいることで自己満足してしまわないようにしなければならぬと思っています。

【渡邊部長】

ありがとうございました。

続きまして、企業行動規範の見直しについて、資料2に基づき、ご説明させていただきます。

【山脇調査役】

資料2についてご説明させていただきます。

はじめに2ページは、前回の議論と今後の進め方についてです。

前回の会議では、企業行動規範に関して、2007年の制定以降、上場会社の

状況等も大きく変化していることから、こうした環境変化を踏まえた全般的な点検が必要との意見を頂戴いたしました。

そのうえで、検討を進めていくに際しては、まずは遵守すべき事項について優先的に検討を行うべき、その際、現行の規範について必要なものは維持しつつ、特に、MBOや支配株主による完全子会社の局面における追加的な手当ての必要性について速やかに検討すべきとのご意見を頂戴したところです。

また、検討の前提として、昨今のMBO等の事例に関して、買付価格や公表直前の株価推移の追加的な分析の必要性もご指摘いただいております。

今回は、こうした追加の分析の結果についてご報告させていただきまして、次回以降MBO等の局面における具体的な対応案を含め、遵守すべき事項に掲げる規範全体についてご議論いただく想定でございますが、本日、お気づきやご指摘などございましたら後ほど頂戴できればと存じます。

3ページは、最近のMBO等の件数と買収プレミアムの分布をお示したものです。

左側のグラフが開示件数ですが、前回の会合でも皆さまからご指摘いただいたとおり高水準で推移しております。

また、右側のグラフは2021年～2023年に開示された事例の買収プレミアムの分布をお示しております。

案件によってばらつきはございますが、平均して、公表前の市場平均価格に対して4割程度のプレミアムが付されている状況となります。

関連して、5ページでは、MBO等に関する海外の規制の状況等をまとめております。

欧州では、公開買付等に関する法令で、過去一定期間に買付者が支払った買付価格や過去の市場平均価格を下限とするような価格規制が設けられております。

内容としては価格規制によって相応のプレミアムを求めるというよりは、最低限の水準を示しているという印象でございますが、日本においても、3ページに掲載しておりました直近3年間の集計においては、そうした市場平均価格に抵触するような水準での買付事例等は、この部分だけのファクトとしては、見られない状況でございます。

6ページは最近のMBOの不成立事例をお示したものです。

近年、投資家の指摘などを契機に市場価格が買付価格を上回って推移し、下限未達で、公開買付が不成立となるような事例も発生しております。

7 ページは、MBO等の開示前の株価推移に関する傾向をお示ししたものです。

MBO等に関しては、直前に業績の下方修正等を行い、買収価格を故意に引き下げたうえでTOB等かける誘因があるとの指摘もあるところですが、全体の傾向としては、開示前の株価推移について極端な下落傾向は見られませんでした。

こちらのページでは開示前250営業日の株価推移の分布をお示しておりますが、割合で言えば、上昇している銘柄、下落している銘柄が半々であり、期間を変えた場合でも同様の傾向でございました。

ただ、一部の銘柄においては、大きく下落したタイミングでTOB等を実施する事例も見られるところでございます。

8 ページは、ご参考までに、株価が下落したタイミングでMBO等を開示している実際の事例をお示ししたものです。

9 ページ以降は、次回以降具体的な対応案をご議論いただくにあたり、現行の規範の考え方・体系についてお示ししたものです。

MBO等に関しましては、経産省の指針や裁判での個別の判断などがある中で、どこまで取引所がカバーすべきか悩ましい論点でもございますが、これまでは、構造的な利益相反の問題や情報の非対称性の問題を踏まえ、中段の矢じりの観点から、規範を設けてまいりました。

1 つ目は、一般株主が適切な判断を行うことができるよう、必要かつ十分な情報開示の充実を図っていくこと、2 つ目は、公正な手続きの確保を通じて公正な取引条件が設定されるよう促していくこととなります。

具体的な規範が、下の表にございます適時開示の充実、算定書の取得、あるいは支配株主による完全子会社化については、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でございますが、次回以降こうした現行の規範の過不足についてもご議論いただければと考えてございます。

10 ページ、11 ページは、規範で求められている必要かつ十分な開示について、適時開示ガイドブックの内容をお示ししたものです。

詳細は割愛させていただきますが、経産省の指針との比較という観点から少し補足させていただきますと、特別委員会の実効性や算定機関の独立性等に関する情報開示は比較的進んでいる一方で、株式価値算定の前提条件に関しては、背景となる考え方を詳細に開示している事例は限定的と認識しております。

続いて、12ページは別途設置しております「従属上場会社における少数株主保護の在り方に関する研究会」での中間整理をご参考までに掲載したものでございますが「少数株主によって不利益でないことに関する意見」の在り方をあらためて検討していく必要性が指摘されたというものでございます。

13ページは、前回、MBO等の規範に関する実効性確保に関してご指摘を頂戴しておりましたので、現状の取組みをご紹介したものです。

他の遵守すべき事項と同様に、違反した場合には、改善報告書や公表措置、上場違約金の徴求など実効性確保措置の対象となります。

一方で、ご指摘のとおり上場廃止を前提とする会社に対する実効性確保措置となりますので、その効果が、通常と比べて弱まる懸念があるということ、そうしたこともあり、2016年には、MBOを実施した銘柄が再度上場する場合を念頭に追加的な審査の視点・運用も整理し、公表したという経緯もあるということをご紹介しています。

14ページ以降は、前回の議論のまとめを掲載しているものでございますので、ご説明は割愛させていただきます。

以上となります。

【渡邊部長】

それでは、ご意見やご質問があれば頂戴したいと思います。よろしくお願いいたします。

【熊谷メンバー】

前回の会議は欠席しましたので、概括的なお話になってしまいますが、少しだけ発言させていただきます。企業行動規範を見直すにあたって、規範の対象である上場企業にとっての分かりやすさ、そして市場の規律が働くようにするという視点が重要であると考えます。

上場企業にとっての分かりやすさという面では、コーポレートガバナンス・コードと重複する部分が見受けられますので、その部分を整理することが考えられます。お互いの理念は厳密には異なるものの、規範の対象者である上場企業が理解に悩むということでは、その制度は期待される効果が発揮できない可能性があります。

併せて、企業行動規範の「望まれる事項」に対する東証の考え方を明確に示

すことも必要ではないかと思えます。企業にとって、「望まれる事項」がどの程度で考慮すべき指摘なのか、判然としない部分もあるのではないのでしょうか。これが適切な比喻であるという確信は持てませんが、学校で例えると、「遵守すべき事項」が退学・休学・停学の類のもの、「望まれる事項」が教育指導・補講の対象のようなものだと捉えれば、「望まれる事項」は東証がやる気を持って改善させる教育的指導を行うか否かが問われるようにも感じられます。ともすると、上場企業に他人事のようにとらえられる危険性もあるようにも思われます。こうした考え方なども踏まえて、「望まれる事項」の中身を整理してはいかがかと考えます。

【三瓶メンバー】

今後議論するとのことなので細かいことは申し上げませんが、3ページにあるMBO等のプレミアムの分布は、ファクトとしては問題ないのですが、ファクトを伝える時の問題意識として、前半で議論したように日本市場は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思えます。

経産省の「公平なM&Aの在り方に関する指針」（以下「公正M&A指針」という。）では、価格の考え方として、買収をしなくても実現可能な価値は、経営者が変わることによってはじめて実現できるからといって買収者が独占してよいかということではなく、一般株主を含む全ての株主が享受すべきものだと、そこを丁寧に分けて議論しています。個別のケースにおいて、その範囲を明確にするのは難しいですが、考え方として、本資料にも付録のような形でそうした情報をつけておいていただけると、公正M&A指針や「企業買収における行動指針」において、どのように価格について捉えているか広く伝わるのではないかと思います。特に、公正M&A指針の「2. 2. 1 M&Aに際して実現される価値についての概念整理」と脚注15、「2. 2. 2 実際の事案における整理」と脚注17に記載されているので、このあたりは改めて周知していただきたいと思えます。（※会議後、4ページ「参考：「公正なM&Aの在り方に関する指針」における買収対価の整理」のスライドを追加）

7ページにMBO等の開示前の株価推移の傾向を示していただいています。投資家が気にしているのは全体の傾向というより、下落している45銘柄の方で、どうしても悪意を持って下げたのではないかと疑わしく思っています。下落している45銘柄について、どれくらい下がっていたのか平均値・中

央値を出してもらえると次のページにあるような事例がもっとあることを確認できるのではないかと思います。

10ページに独立性の話があります。MBOにおける独立性は通常取締役選任における独立性とは違うわけですが、昨年から今年にかけてスタンダード市場の企業が大型のMBOを実施した案件で、これで良いのかと強く問題意識を抱く点がありました。というのは、社外取締役について、東証に提出している独立役員届出書の中で、上場会社の主要株主であれば○を付けなければならないはずですが、その会社の筆頭株主である財団の理事をやっているのに○がついていないし、事業報告や株主総会参考資料においても「重要な兼職」に書いていないのですが、MBOで特別委員会を組成する際には、独立性がないので委員としないという説明があり、そこで初めて筆頭株主である財団の理事であったことを知ったということがありました。そんなことでいいのかと思わずし、投資者に対して重要な情報を透明性高く提供することに違反していると思います。そういったことをより規律付けるために、どこでどう指導していったら良いのか、よく考えて今後の議論に活かしていただきたいと思います。

【松本メンバー】

9ページの下段にある少数株主にとって不利益でないことの意見入手が重要な論点になると思いますが、親会社の子会社を買収する場合は、親会社は上場企業として残るので牽制が効きやすいと考えられる中、それよりも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えます。また、「利害関係を有しない者から」という条件がないものがあったり、算定書の取得に関しても誰が出したものであればいいのかといったニュアンスがあります。

次回以降議論する際に、実際のMBOや支配株主による完全子会社化の具体的なケースにおいて、どう抜け道になっているのか、どう実効性を失っているのかがわからないと、どのように企業行動規範を作り直せばいいのかという議論が滑ってしまうように思いますので、事例をもとに、どのような問題が起きているのかをまとめていただければと思います。

また、各国の規制について、アメリカが最もしっかりしていると思われる中で規制がないのは、取締役のフィデューシャリー・デューティーがあるので機能しているということだと思います。フィデューシャリー・デューティーについては取締役個人の責任の話ですので、取引所の議論にそぐわない話だと思いますが、企業行動規範をどのように作るか考えるうえで重要な参考にはなると

思いますので、アメリカにおけるフィデューシャリー・デューティーはどうかということなのか、どういうルール・判例の結果牽制が効いているのか調べていただければと思います。

【黒沼メンバー】

MBOについてはすでに公正M&A指針等があり、企業行動規範は少し性質が違うものではあるものの、法律上は必ずしも要求されていないものであっても上場会社として守るべき規範があるのではないかという観点から検討することは意義があると思います。

個人的には、企業行動規範は、投資者である一般株主の利益を図ることを主たる目的として、公正M&A指針等で踏み込んでいない部分について踏み込むことができれば意味があると思っています。同じものである場合、制裁措置が加わるだけで、それもあまり実効性がないということであれば、やっても意味がないのではないかと思います。ただ、私としては踏み込むべきだと考えています。

【神田メンバー】

まず、MBO等について、この場で議論することは結構なことだと思います。

2点ございまして、1点目は、黒沼先生が仰ったこととも関連しますが、そもそも企業行動規範というのは、会社法に上乘せした規範を求めるものです。その点については、制定時にも、上乘せをしてよいのか、やるなら会社法のほうで規範を定めるべきではないかといった議論もありましたが、最終的には2006年に議論したうえで、2007年に制定されました。

その後の歴史をみますと、企業行動規範で入った規範が、その後に、会社法において206条の2（公開会社における募集株式の割当て等の特則）として結実したり、独立役員制度もそういった流れですが、相互の行き来もみられて、結果的には私は上手くやってきていると思います。

やはり上場会社には上場会社として求められる規範があるでしょうということで始めた制度ですから、そういったこと言えば、経産省の公正M&A指針に上乘せを行う、同じ事柄について企業行動規範で定めるということも制度上は問題がありません。

ただ、経産省の公正M&A指針の方も、一度決めたら永遠に変えないというわけではもちろんないわけですから、状況の変化に応じて、場合によっては見直すということもありうると思います。特に今回、金商法でTOB規制が改正になりましたので、そういった内容を踏まえて、経産省のほうでも必要があれ

ば公正M&A指針の見直しを行うのではとも推測します。

そのうえで、企業行動規範の趣旨を踏まえて、上乘せについてその可能性を含めて議論を行うこと自体は制度的にも可能ですし、結構なことだと思います。

2点目は、松本メンバーがおっしゃったことに賛成でして、アメリカは色々な面で参考になると思っています。昨今の動きということで、ほとんど日本で知られていないこととして、アメリカですと、MBOや完全子会社化等のキャッシュアウトに関する指針というのは、デラウェア州の最高判決のMFWと呼ばれる基準で動いているのですが、ここ数年アメリカのコーポレートガバナンスに関する法のリステイトメント作業をアメリカ法律協会（ALI）が行っていきまして、その作業の中で一番揉めたのが、キャッシュアウトに適用されるMFW基準が、キャッシュアウト取引以外の支配株主による取引にも適用されるのかという点でした。

そうこうしているうちに、今度はデラウェア州の新しい最高判決がこの春に生まれて、答えは「YES」だったのです。具体的にはスピンオフ取引でしたが、キャッシュアウトに適用される基準がそれ以外の支配株主との取引にも適用されるということがほぼ確立したのです。

その事実が日本でほとんど紹介されないのは不思議なのですが、かつ、MFW基準というのは日本より厳しいです。そうした中でアメリカが動いてきたということなのですが、どういう事案だからどうだったのか、そういったことをやはり情報共有すべきだと思います。

なんでもアメリカに従えばよいということではないのですが、それだけ大きな動きがあって、アメリカでも散々議論してリステイトメントを作っているという中で、全くこういった情報が共有されないで、日本は勝手に議論しているというのは問題だと思います。

きちんとした議論をするために、ある程度は東証のほうで情報を調査していただいて、きちんと資料としてまとめていただければ、日本にまとまっている資料は現在ありませんので、そういったものに基づいて、メンバーである専門家の皆さまに議論していただくのが良いと思います。

その後どうするかは別の話ですので、必要であれば企業行動規範に入れることも含め、より建設的な検討ができると思います。

【翁メンバー】

私も前回欠席しておりましたので、企業行動規範全体についてですが、今回2ページに整理いただいておりますけれども、やはり遵守すべき事項について

優先的に検討することは大事だと思います。今日の議題になっておりますMBO等をはじめとして、少数株主の権利保護や市場機能の観点から大事なものについてしっかりと検討していくべきだと思います。

望まれる事項については、企業行動規範が15年前に制定されてから、コーポレートガバナンス・コードもできまして、随分環境も変わってきています。コーポレートガバナンス・コードとかなり内容が重複している部分もあり、そこはプリシンプルベースかつコンプライ・オア・エクスプレインのコードの方に集約していったらどうかと思っております。というのも、コーポレートガバナンス・コードの改訂は私も少し関与いたしました。最近のマルチステークホルダー的な考え方も入れて、サステナビリティですとか、社会課題の解決を図りながら長期的な企業価値の向上を求めているということが示されています。

そういったことへの理解が投資家にも、企業にもより広がると良いと思っております。それが最終的に多くの株主の価値向上にも寄与するものと思っております。

最近では経済安保など難しい局面も出てきておまして、ステークホルダー間の利害が対立するようなことは今後もあり得ますが、東証が求めているのは、あくまでも中長期的な企業価値の向上を支える株主に対してしっかりと応えられる企業であってほしいということだと思います。コーポレートガバナンス・コードと照らし合わせて、企業行動規範のあり方についてもしっかりと考えていったらどうかと思います。

【永見メンバー】

MBO等に関して、松本さんもお指摘の5ページの海外の制度のスライドを参照しておりますが、特にアメリカですと、取締役のフィデューシャリー・デューティーもそうですが、商慣習としても訴訟文化というところがあります。

日本でも訴訟自体は一定あり、今後増えていく可能性はありますが、商慣習的にはアメリカと比べると訴訟が起きにくく、また、一般株主がいくら集まっても訴訟のハードルの高さもあって、消極的にスクイズアウトされかねないということかと思っておりますので、やはり入り口時点での公正性担保が重要かと思っております。

その前提においては、算定書とフェアネスオピニオンの違いは厳格に定義していく必要がありますが、価格の妥当性についてピンポイントでこだわった方がよいと考えておまして、フェアネスオピニオンを取得する事例が限定的といったところについては一定改善の余地があるのではないかと思っております。

【渡邊部長】

ありがとうございました。

最後に、次回の会合についてご説明します。

【池田統括課長】

次回の会合では、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取り上げていければと考えてございますが、本日多岐にわたりご意見もいただきましたので、詳細はまた検討いたしまして、事前説明等でご相談いたします。よろしく願いいたします。

【渡邊部長】

それでは、これもちまして、本日の会合は終了させていただきます。

本日もまことにありがとうございました。次回もどうぞよろしくお願いいたします。