

市場区分の見直しに関するフォローアップ会議（第17回） 議事録

日 時： 2024年8月19日（月）16時00分～17時45分

場 所： 東京証券取引所 15階第一会議室

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17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、本日の出席状況でございますが、永見メンバー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】

本日もよろしく願いいたします。

本日は3つ議題がございますが、1つ目は、資料1でございますが、「『資本コストや株価を意識した経営の実現に向けた対応』に関する現状と今後の東証の施策」についてです。要請から1年経過後の状況を踏まえた取引所としての評価や今後の方向性、投資家はじめとした市場関係者の意見も踏まえた今後の取組みなどについて、ご意見をいただければと存じます。

2つ目は、資料2でございますが、「MBO等に関する企業行動規範の見直し」についてです。足元で非公開化の動きが活発になっている中で見直しておくべき点がないかということですが、こちら幅広く市場関係者と意見交換をしておりますので、それらも踏まえたうえで、見直しの方向性についてご意見をいただければと存じます。

3つ目は、資料3でございますが、経過措置適用会社の状況についてです。経過措置の期限がそれなりに近づいてきている中で、状況把握のために対象企業へのヒアリングをしておりますので、その状況について、ご報告させていただき、こちらは何かお気づきの点があれば、ご意見を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、議題が多くございますので、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、『資本コストや株価を意識した経営の実現に向けた対応』に関する現状と今後の東証の施策」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をご説明いたします。

まず4ページでは、これまでの振り返りと今後の方針ということで、上場会社や、国内外の投資家を始めとする市場関係者の皆様とよく話題になる点、もしくは、発信すべきメッセージという観点から、まとめております。

1点目が現状認識でございますが、プライム市場を中心として、多くの上場企業において取組みに着手する動きが見られる一方で、実際の企業価値向上に結びつくまでには時間が必要であり、現在は、改革の実現に向けた「途上」という認識を示しております。

そのうえで、2点目が中長期で目指す姿ですが、今般の資本コストや株価を意識した経営や、投資家との対話を通じて企業価値向上に取り組むことが、東証上場企業においては「当たり前」という状態を目指してまいります。

その際、3点目でございますが、あくまで東証は市場運営者でございますので、市場がしっかりと機能するという、すなわち、企業と投資家との対話を通じた企業価値向上が図られるための環境整備に主眼を置いてまいります。

4点目は、特に投資家からもよく聞かれるポイントでございますが、投資家と向き合うことの必要性の強調や、特にプライム市場では英文開示の拡充などにより、上場維持のコスト・負担というのが増加してまいりますので、そういった中で、今後、非公開化を選択する企業も増加することが想定されます。

前回の会議でもコメントしたとおり、市場がしっかりと機能するという観点からは、東証としてはそういった判断も尊重する立場でございまして、上場企業の数に重点は置かないといったことを、今回、改めて明記しております。

また、5点目でございますが、上場企業側だけでなく、企業との対話の担い手となる機関投資家に関しても、中長期的な企業価値向上を支えるという視点を持ち、企業との対話に臨んでもらうよう、働きかけも必要と考えてございます。

最後のところは、今後の進捗を測る評価軸といたしまして、PBR、ROEなどといった各種の定量的な指標について、これまでのように国際比較もしながら把握することに加えて、上場企業の取組みであったり、国内外の投資家からの評価といった定性的な内容についても、あわせて把握したうえで、全体的な進捗を継続的にレビューしてまいりたいと考えております。

5 ページ目からのⅡ. は、企業の対応状況ですが、データのご紹介でございますので、項目だけご紹介いたしますと、6 ページは直近7月末時点の開示状況、7 ページは、プライム市場における業種別の開示状況、8 ページは日本IR協議会の企業向けアンケート調査で、今回の取組みを進めるうえで企業が意識している指標や、開示媒体、9 ページは前回会議資料の再掲ですが、PBRとROEの分布状況に関するこの2年間での変化、10 ページは「検討中」とする企業の数の推移をプライム・スタンダードの別に内訳を分析したもの、11 ページはまだ開示を行っていない企業について、時価総額・PBR・株式所有状況に関する分布状況を集計したものとなっております。

次のⅢ. は、投資家等へのヒアリング結果で、13 ページがその概要です。

前回5月のフォローアップ会議の後、改めて、国内外の機関投資家や、企業をサポートする証券会社・信託銀行など、幅広い関係者、60社以上と意見交換を実施しました。

その際、企業の対応状況について、3つのグループに分けてヒアリングを行ったところでございまして、具体的には、中程にあるとおり、企業群①は既に実効的な取組みを自律的に進める企業、企業群②は開示は行っているものの、今後の改善が期待される企業、企業群③は、まだ開示に至っていない企業としており、プライム市場では企業群②が、スタンダード市場では企業群③がボリュームゾーンになっているという想定です。

このように企業群を分けたうえで、全体の進捗状況であったり、課題や対応策について意見を伺ってまいりました。

このあと、14 ページから21 ページは具体的なヒアリング結果、22 ページは企業が感じている課題に関するアンケート調査結果でございますが、説明は割愛させていただきまして、24 ページまでお進みください。

まず、これまでの企業の対応状況や投資家等のヒアリング結果を踏まえまして、現状の課題認識として、企業群②では、そもそもの目標設定や、取組みの内容が投資家の目線とズレたものとなってしまういたり、投資家とのコミュニケーションが十分に行えてないこと、企業群③では、そもそもIR体制が整備されていないなど、本来、上場会社として備えるべき投資者に向き合う姿勢や体制が確保されていないこと、また、その背景として、支配株主等の存在により、市場からのプレッシャーを感じにくいことが挙げられます。

そのうえで、今後の対応の方向性として、企業群①は引き続き後押しをしながら、プライム市場のボリュームゾーンである企業群②に対して、促進・サポ

ート策を講じていくことが重要と考えています。

一方で、スタンダード市場のボリュームゾーンである企業群③については、要請への対応と併せて、市場と向き合う姿勢・体制の構築を促していくことや、少数株主保護の観点から取組みを促していくことが必要と考えています。

25ページからは、関係者からのヒアリング結果を踏まえて、具体的な対応案をまとめています。

まず、企業群②ですが、「目線のズレを解消するための検討材料の提供」ということで、2月に公表したポイント・事例集について、点線の枠で囲って列挙しているポイントなどを、投資者の目線とギャップのある事例も含めて、11月上旬を目途にアップデートすること、企業へのポジティブな動機づけとして、開示状況などによる市場評価の変化を紹介すること、資本コストや株価を意識した経営やIR活動について、上場会社の経営者や担当者向けにセミナーを開催するなど、啓発活動を継続的に実施することを掲げております。

次に、投資家とのコミュニケーション促進策として、まずは、投資家からの指摘を恐れ、開示が進まない企業がいることを念頭に、現状のものでよいので、取組み・検討内容を開示したうえで、投資家との対話を通じてブラッシュアップすることが重要ではないかというメッセージ発信が必要かと考えております。

また、多くの投資家に活用されている開示企業リストについて、年明けから、3点ほど見直しを行いたいと思います。具体的には、1つめは、「検討中」から「開示済」への移行を促すため、「検討中」というステータスについては、一定期間までとする期限を設定すること、2つめは、開示内容を「アップデート」した企業がリスト上で分かるようにすること、3つめは、積極的に取り組んでいるものの、現状では投資家からのアクセスが得られていない企業について、何らかの形で手を挙げていただき、それをリスト上で見える化し、機関投資家との対話に繋げるお手伝いができないかというものです。

あわせて、投資家サイドにも、冒頭で申し上げたようなメッセージ発信が必要だと考えております。

26ページは、企業群③への対応で、まず、今回の要請への対応とあわせて、上場会社として備えるべきIR機能の確保を促していくことが考えられます。

その際、あまり形式的にIR体制を制度化しますと、表面的にそれに従うだけの形式的な対応を招いてしまいますので、そういうことではなく、実効的なIR機能がいかに確保されるかといった実質面から、適切な促し方を検討して

まいりたいと思います。

また、少数株主保護の観点では、昨年末に、東証の「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」での議論を踏まえて、情報開示の充実などのお願いを行ったところですが、その後の企業の対応状況の変化などについて、当該研究会において、10月以降にフォローアップを行っていく予定です。

最後に27ページがご議論いただきたい事項ですが、まず、4ページの振返りと今後の方針について、こちらは特に企業や投資家などの市場関係者へのメッセージ発信、あるいはマーケティングといった観点からご意見いただければと思います。

あわせて、今後の進捗を図る評価軸についても、ご意見があればお願いいたします。

また、24～26ページの今後の対応の方向性や具体策については、やや細かな部分もございますが、対応を進めるうえで留意すべき点など、ご意見頂ければと思います。

資料1のご説明は以上です。

【渡邊部長】

それでは、ご意見やご質問を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について、事前のコメントを反映していただきまして、誠にありがとうございます。その上で、3点コメントをさせていただきます。

1点目は4ページの「今後の方針」の打ち出し方です。記載されている内容には概ね賛同いたしますが、もう少し踏み込んだ内容にしてもよいのではないかと考えます。「東証として上場企業数に重点は置かない」というメッセージは「東証として上場企業の量ではなく質を追求する」とするなど、よりクリアカットなキーワードを用いて強いメッセージを打ち出してはいかがかと思えます。上場企業や投資家、マスコミは東証の次の一手に非常に注目しており、東証の強い意志や戦略性が伝わるような明確なメッセージが期待されます。上場企業と投資者との建設的な対話を通じた企業価値向上に向けての環境整備によって、今後も上場維持コストが増加する可能性を示していただいておりますが、上場企業に心構えをしてもらうという意味において必要なことだと考えます。

こうした今後の方針を示す中で、施策の効果を検証し、課題に対して改善策を打ち出すために今後の進捗を図る評価軸を示し、PDCAサイクルをしっかりと回すことは極めて重要です。もちろん、特定の定量的な指標だけで測定をすると、その指標を改善することのみが自己目的化し、間違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。

なお、私は政府税制調査会の委員を拝命しておりますが、現在の政府税調における最大のキーワードの一つはEBPM（証拠に基づく政策立案）です。これまで東証が実施してきた多くの施策の中で、機関投資家や上場企業を適切な方向に導いたものや行動変容を促したものを、ヒアリングなどを通じて特定し、EBPM的な観点から効果を検証してはいかがかと存じます。また、記載していただいたように欧米など諸外国との比較を用いて、今後の方向性を示すことなども有益だと考えます。

第2点目は24ページ以降の企業群への対応についてです。3つの企業群の分類には違和感はなく、対応策にも賛同いたします。特に、「開示状況等による市場評価の変化の紹介」が大型株のみならず、中小型株でも見せることができれば、意義は大きいものと考えます。上場企業や機関投資家と議論をしていると、これまで双方において株主還元強化策に重点が置かれてしまった印象がございますが、機関投資家からは一過性の還元強化ではなく、投資を通じた成長による継続的な還元強化や、資本コストを考慮した事業ポートフォリオの見直しなどを期待する声が次第に強くなってきていると感じております。上場企業に市場目線の変化を伝えて、改めて資本コストを意識した経営資源の適切な配分の重要性を訴えることができればと考えます。

『失敗の研究』という名著の存在からも示唆されるように、好事例のみならず、悪い事例を示すことも企業の理解を促すことに非常に役立ちます。ただし、上場企業の担当者と話すと、事例集の存在やその有用性に対する認識が低いケースも少なくありませんので、再度情報発信を強化する必要性も強く感じております。

第3点目は、機関投資家からアクセスを希望する企業の明示についてですが、非常に面白い取組みであると思います。ただし、積極的にIRに取り組んでいないにもかかわらず、他社が希望を出しているから、自社もとりあえず出しておこうということが起こりかねないので、一定の工夫が必要となります。他方で、上場企業にはこの取組みに対する希望を出したからといって、必ずしも機関投資家との面談が実現するわけではないということも理解していただく必要があります。機関投資家も流動性などの投資条件がある上に、業績などにポ

ジティブな変化が見えなければ面談に至ることはないと思います。それでも、上場企業には知恵を絞って、粘り強く取り組むことを期待いたします。

【三瓶メンバー】

今回は様々な資料を用意いただきありがとうございます。

まず1点目。4ページであげられている点は尤もだと思いますが、特にその中でも、2段落目で目指すところを明確化したことはよいと思います。

4段落目で、先ほどご説明がありましたけれども、東証として上場企業数に重点を置かないことを明確化しておくのはよいことです。この資料だけでなく、ほかの場所でも整合性をもって伝わっていくとよいと思います。

6段落目の評価軸については、「(国際比較含む)」と記載されていますが、国際比較の情報を出しながら、日本の上場会社がどのようなポジションにあるのか出していくのが重要だと思います。これまでPBRやROEのデータもそういった出し方をしていたと思いますが、加えて成長性の視点もあるので、トップライン、EPS等の成長についてのデータも比較したほうが良いと思います。25ページでキャピタルアロケーション方針の検討がポイントと示されていて、現預金の比率について指摘されているので、この変化も見ていくことが考えられます。また、国際比較を念頭に置くと、様々な利益率の指標がありますけれども、多くの海外の投資家等が見ている指標としてEBITDAマージンがあり、こうしたデータで見ていくとわかりやすいと思います。

10ページの「検討中」企業の推移を示した図は非常に分かりやすいと思います。ヒアリング結果の中に、「検討中」というキーワードの記載をなくしてもよいという意見がありましたが、図を見ると、プライム市場ではある程度検討中から具体的な開示に移っており、スタンダード市場では残念ながら取組みが始まったばかりで、見方によっては「検討中」というのは意味があると思います。ただ、「検討中」の定義は明確化した方がよいと思いますので、はじめて取組み始めた際に限って「検討中」を認め、その期限は1年間に限定するなどしないと、「検討中」の意味が分からなくなってしまうと思います。定義を明確化することで、むしろ「検討中」が遅ればせながらも動き始めたサインとして読み取ることができます。

24ページの今後の対応については、ヒアリング結果を見ると企業群②に注力した方が効率的だというコメントがありましたが、やはり企業群③についても、東証として市場環境整備を行っていく上では重要だと思いますので、含め

ていただき有難いと思います。

その上で、具体的な対応に関しては、25ページで事前説明の際のコメントを反映いただきありがとうございます。社外取締役と投資者との対話について、筆頭社外取締役にターゲットを絞ると、スケジュールやアベイラビリティなどを理由に断りやすく逃げ道になってしまうので、限定しない方が良いと思います。また、意識すべき点をバランスシートと明確化した点や、「検討中」の期限の設定についても反映していただきありがとうございます。

26ページについては、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に関して、私も見っていますが、全体像としての変化は把握しきれていないので、10月以降に整理していただくのは大変ありがたいと思います。

最後に、28ページ以降の参考資料を見て、日本全国を回って上場会社のサポートをしていることが分かりました。活動に感謝いたします。同時に、どのような声が集まったのか興味がありますので、ご紹介いただければありがたいと思います。

【池田統括課長】

ありがとうございます。回っている過程で多くの声を頂いておりますので、改めて、まとめて資料をご提示いたします。

【小池メンバー】

この1年間の変化は、弊社運用部隊と議論を行いました。弊社のアナリストやエンゲージメント担当者、運用担当者が感じているのは、まず1つ目としては、経営者、CFOの意識改革は相当進んできたということです。例えば、資本コストの開示や事業ポートフォリオの議論などが多くなっており、CEOやCFOの目線からの議論になっているので、会話に深みが出てきたと実感しています。今後、こうしたことが議論で終わることなく、エグゼキューションにむすびついていくことが株式市場や資本市場の効率化、高度化につながると思います。逆に言いますと、議論に留まることなく事業ポートフォリオの入れ替えなどのエグゼキューションにつなげるという文化が定着するかが課題だと思います。

2つ目としては、機関投資家としては、上場会社の背中を押してあげるほどエンゲージメントの質を高められるかが経営課題・使命だと感じて、社内で議論しています。先程申し上げたとおり、市場の変化やトップマネジメントの意

識改革を議論で終わることなく実行に移し、そしてまた企業価値を高めていくための後押しを、機関投資家として責任もって取り組まないと次のステップに上がっていけないので、意識を高く持ちたいと思っています。一方で、これまで対話の幅を広げていくべきという発言をしましたが、運用会社としてのボトルネックは実際出てきていまして、これから更に対話希望企業が出てきた時に実務的な対応ができるのかという課題があります。エンゲージメントについては、量と質のバランスをどういうベクトルで持つと日本の株式市場の発展や企業価値の向上にどうつなげていけるのかが私たちの経営課題ですので、やみくもに量を追いかけた結果、質が下がることがないよう考えないといけないと思います。また、対話をして投資家は必ず株を買うわけではないので、努力して報われるとは限らないことを企業にも理解していただければと思います。

あと一つ、まだ開示していない会社の割合も高いですが、取締役会で「資本コストや株価を意識した経営」について議論されていないのか？、その社外取締役の存在意義は何なのか？という点を疑問に感じました。経営の執行の管理、監督をしていくことは社外取締役の大きな役割ですが、東証の要請に対して1年間も放置していたのかと考えると、なぜ問題提起しないのか聞いてみることもひとつだと思います。言い過ぎかもしれませんが、社外取締役が企業価値向上について問題提起、議論できないような会社において、TOBやMBOが行われる際に、正しい判断が行われているのか疑わざるを得ないです。特に今後はそういった会社はターゲットになりやすいので、しっかりと議論してモニターしていくというメッセージを出していかないといけないと思います。

【松本メンバー】

13ページを見ますと、しっかりと対応している企業群①は、具体的な会社数は出ていませんが、かなり少ない会社数のように見えます。「資本コストや株価を意識した経営」に関する要請によって変わってきており、株価も上がりました。ただ、実際のところ株価の上昇の要因はハッキリとは分かりません。しかしながら結果として株価が上昇しているので、この改革はうまくいっていると思われる傾向にあるかもしれませんが、図を見ると企業群①の自律的に取り組みを進めている企業は少ない状況だといえます。

4ページについては、一般の方々には、東証のすべての資料を見ないと思うので、このページが重要だと思います。ここでは「企業価値向上に取り組むことが『当たり前』」、「上場企業数に重点は置かない」など重要な内容も書かれています。冒頭の「改革は『途上』と認識」というのは幅のある表現だと思います。

ます。半分まで進んできた、始まったばかり、うまくいっている、というどの状況でも「途上」と表現することができますので、我々や東証がどう思っているのかをクリアに示すことは、日本の上場企業や世界の投資家コミュニティにとって重要です。実際に、海外の機関投資家から、東証の次の取組みや現状に対する考え、改革の現状をよく聞かれます。国内の大規模な上場企業と話しても、一時期のプレッシャーは過ぎたように感じると発言している方もいます。私は、この改革はまだ始まったばかりだと思っていますし、そういったメッセージの発信が対上場会社の観点からも重要だと思います。

26ページの少数株主保護について、このあとの議題であるMBOを考えても、我が国の上場資本市場において従属上場会社の少数株主保護は極めて重要な問題で、この点をしっかり取り組まないと、ほかの取組みを実施しても機能しないと思います。そのため、「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」での議論が重要なので関心がありますし、ここでの議論を踏まえて検討する必要があると思います。

【神田メンバー】

感想を申し上げます。1年少し経過した振り返りとしては、開示企業数は少ないものの、私は思ったよりは始まっているという印象を持ちました。ただ、開示企業数は松本さんが仰ったとおりかと思います。資料の方向性について異論はなく、企業群②に焦点を当てて①に移っていただくというのが総論でのポイントであると思います。

その上で、各論について3点申し上げます。1点目は、先ほどもご指摘がありました。アップデートの重要性です。これは、事例集のアップデートではなくて、企業の開示内容のアップデートです。毎年または定期的なアップデートをお願いすることが良いと思います。

2点目は、企業群③についてですが、昨年の要請は「お願い」という建付けでしたが、いわゆるコンプライ・オア・エクスプレインのお願いをしてはどうかと思います。つまり、開示しないならなぜ開示しないのか、例えば「支配株主がいるから不要」という説明でも、なにも開示していない現状と比較すれば進展であると評価できると思います。

最後に3点目として、4ページで2回出ている「対話」についてです。今回対象となっている会社は、プライム市場・スタンダード市場あわせて3200

社に上ります。その3200社全社が機関投資家と個別にエンゲージメントするというのは、私としてはどうしても現実的でないと思います。対話について資料に記載されている内容は良いと思いますが、「対話」という言い方で何を求めるのかを少し整理する必要があると思います。この会議でも度々出てきていると思いますが、先に進めるにあたって4ページ目の対話はキーワードになっていますので、様々な対話のやり方がある中で、深堀をして、例えばこういった対話はどうかという方針を示すなり、工夫があるかなと思います。今後の非常に大きな課題だと思います。

【内田メンバー】

ヒアリングの実施、取りまとめ、資料の作成等、ありがとうございます。

まず4ページの1点目について、開示が始まったかどうかだけに着目しているような印象を与えてしまわないかと思ひまして、認識されている課題について、検討中の企業やそもそも開示していない企業がまだ多いこと、あるいは投資家等へのヒアリングを踏まえた取組みの中身の課題などについてもしっかりと記載した上で、途上というのを示していくのが良いのではないかと思います。

また、少し細かいですが、3点目で「環境整備に主眼を置く」と書くと、今まで踏み込んでいたところを一步引くのではないかという印象を私は受けたので、「注力する」、「更に注力する」というような前向きな表現の方が良いかと思ひます。

その他については概ね賛同いたします。評価軸については、PBRに着目されて大きく取り上げられた面がありますが、発行体としてはPBRだけでなく、ROEや成長戦略そのものをどう実行していくのかが重要なため、偏った議論にならないようお願いしたいと思ひます。一方でこれらの指標により注目が集まったということがありますので、こうした指標を並べることには異論ありません。色々な指標を見て、実際に成長戦略の実現に向かっているのかを確認するというのが重要なことだと思います。

24～26ページについてですが、企業群ごとに対応を検討するのは良いと思ひます。企業群③に対して妥協する必要はないという意見もありましたが、しっかり市場と向き合っていたいただきたいと思ひます。

企業から見た時に、投資家の顔が中々見えづらいところもあり、コストをかけてIRをやっても全体を捉えるのは中々難しいところだと思います。後半の資料に上場会社サポートグループの取組みの記載があり、色々な取組みをされているということは理解しますが、IRのテクニックだけでなく、IRに対す

る姿勢などをどう経営層も含めて伝えていくのが大事だと思いますし、発行体と投資家の対話の中身をどう望ましいものに導いていけるのかということも重要だと思います。

最後に、発行体側の事情についても色々とヒアリングされているということだと思いますが、資料上では間接的なアンケートの結果となっているため、発行体側の実情をもう少し深掘りするような形でテーブルに載せていただけると、対応もより具体的に議論できるのではないかと思います。

【黒沼メンバー】

他のメンバーからのご意見と重なる点もありますが、2, 3申し上げたいと思います。まず現状認識について、開示していない企業がスタンダード市場でまだ56%もあるのは非常に残念なことです。取組みが進んでいるとは評価できないと思います。

また、企業群③に属する企業にあまり資源をかけられないのはその通りではありますが、元々開示をプライム市場とスタンダード市場の上場企業を対象に求めたのはコーポレートガバナンスコードの適用対象だからであり、投資家に対する開示をきちんとすることが約束されている企業が前提となっていますので、開示していないということは、エクスプレインがなければガバナンスコードの違反と評価できます。そうした意味から、神田メンバーが仰ったとおり、開示していない企業に対してはエクスプレインを強く求めていくという態度が必要ではないかと思います。

次に今後の対応ですが、東証の提案に概ね賛成です。25ページのポイント・事例集のアップデートで、×が付いているのは好ましくない事例と理解しましたが、そうしたものを示していくということにも賛成です。

また、開示状況等による市場評価（株価）の変化ですが、開示をしていない企業の中にも株価が上がっている企業はあると思いますので、注意していただかないと問題や誤解が生じるのではないかと感じました。

更に、開示企業リストの改良については賛成で、検討中企業の期限の設定やアップデート企業の明示、機関投資家からのアクセスを希望する企業の明示について、いずれも有用な取組みだと思いますので、是非進めてもらいたいと思います。

開示に至っていない企業への対応については、先ほどのエクスプレインを求めることのほか、26ページに掲げられていることはそれぞれ重要だと思います。ただ、少数株主保護及びグループ経営に関する情報開示というのは、少数

株主を不公正に取り扱わないための手段であって、それそのものが株価や資本コスト等を意識した経営の実現に向けた対応にとってプラスになるとは限らないため、重要な問題ではありますが、本来これだけでは足りないことだと思います。

【永見メンバー】

大きく3点ほどあり、1点目は松本メンバーのコメントと似ていますが、非常に重要なサマリである4ページ目についてです。改革が途上ということであれば、もう少し今後数年で取り組みたいと思っている課題やそれに対するアクションを具体的に載せた方が、市場改革のモメンタムが継続していることについてクリアに伝わると思いました。

2点目が24ページ目の、市場運営のポリシー、プライオリティについてです。改革のモメンタムを維持するという観点からは、企業群②にフォーカスすべきだと考えています。企業群③も当然大事ではあるものの、より変わっていく市場というのを示すためには、企業群②が変わっていく方がより重要だということを、プライオリティの観点から思っています。

3点目は、本資料と経過措置適用会社の状況に関する資料を見ていて思ったこととして、スタンダード市場の位置付けと運営ポリシーはどうなっているだろうかと改めて思った人が多いのではないかと思います。経過措置の適用会社も一番多く、企業群③も多いため、スタンダード市場の運営のポリシーがどういふものなのかということを取引所として示すのが大事なタイミングに来ているのではないかと思います。

【翁メンバー】

4ページについては私も非常に重要だと思っており、考え方については概ね賛成です。定量的な指標に加え、定性的な状況の把握が重要、という記載がありますが、現状PBRが低くすぐに結果が出ない企業に対しても、中長期的な企業価値向上を求めている以上、企業が人的資本投資や無形資産投資など、しっかり中長期的な企業価値向上に向けた取組み・ベクトルを示せているかといったことも含めて、定性的に評価してもらいたいと思います。定性評価においては何を評価するかが非常に重要になってくると思っています。

また、10ページ目で、新たに「検討中」となる企業が増えていることから、スタンダード市場でも少しずつ足元で変化してきているとも思いますが、

スタンダード市場は企業群③が多いという状況です。企業群②はある程度、対話により投資家の力も借りることができますが、企業群③については東証からもしっかりアプローチしていただくことが大事だと思っています。先ほどのエクスプレインを促すということも一つの重要な取組みだと思ひますし、同時にIR機能の課題についてサポートをするといったことも含めて取組みを続けていたきたいと思ひます。

25ページ目について、大まかな方向性については良いと思ひます。一方で、黒沼メンバーも仰っていたことですが、開示状況等による市場評価（株価）の変化の紹介について、開示に積極的なグループほど株価にポジティブであるということ全体として示すということであれば良いですが、株価はどうしても短期的には増配や自社株買いで上がることもあるため、中長期的な企業価値向上といった東証のこれまでの取組みの趣旨に沿った分析をお願いしたいと思ひます。

【松本メンバー】

東証のリソースも有限な中で、効果を出していくためにはプライム市場の企業群②がやはり重要だと思ひます。スタンダード市場も色々な課題はあるものの、時価総額で見るとかなり限定的なマーケットでもある中で、エネルギーの入れ方としては企業群②をしっかり企業群①に上げていくことが重要です。企業群③に関しては、ヘビータッチな東証のサポートというよりも、よりクリアな、表面的な開示は開示していないカテゴリーにしてしまふとか、開示していないのであればコーポレートガバナンス上はエクスプレインしていないというカテゴリーにするより強い対応など、施策にメリハリを付ける方が良く、プライム市場・スタンダード市場の全てに対応していくのは効率が悪いというのを、皆様の話を聞いて改めて感じたため申し上げます。

【渡邊部長】

ここまでのところで事務局から補足はありますか。

【池田統括課長】

4ページ目につきましては、皆様から貴重なご指摘を多くいただきましたので、本日いただいた意見をもとに修正したものを、メール等で改めてご相談させていただきます。

【渡邊部長】

続きまして、「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、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の「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」についてご説明します。

はじめに、2ページは前回までの議論と本日の内容についてです。

前回までの会議では、今後、MBOや支配株主による完全子会社化が更に増えていくことも念頭に、一般株主の利益が確保されるよう、追加的な手当ての必要性について検討すべき、そうした検討の前提として、どういったところに課題があるかを明らかにすべきとのご指摘を頂戴しておりました。

ご指摘を踏まえ、事務局の方で、2019年の公正M&A指針策定後の実務の進展や、課題と考えられる点について、幅広い市場関係者にヒアリングを実施いたしましたので、本日は、寄せられたご意見を紹介させていただき、企業行動規範の見直しの方向性についてご議論いただければと存じます。

なお、前回の会議において、アメリカにおけるMBO等に関する規制の枠組みについても参考になる部分があるとのご意見を頂戴してございまして、その内容も、別紙3のとおりまとめておりますので、適宜ご参照いただければと存じます。

3ページは寄せられた総論的な意見をまとめたものです。

意見の詳細は別紙1としてもお付けしておりますが、対象会社のアドバイザー側からは、近年、公正M&A指針を踏まえた手続きが進展している、特に、特別委員会が投資家をきちんと意識するようになり、実質的な検討が行われはじめているといった評価が多く聞かれました。

一方で、投資家側からは、依然として、価格の公正、あるいは、手続きの公正性に懸念のある事例が存在しているという意見が寄せられました。

なお、昨今の報道では、買付価格ベースのPBRが1倍かどうかにはフォーカスしたのも見られておりますが、今回の投資家のヒアリングの中では、経営不振で株価を下げた経営者ほど安く買えるという構造的な問題はあるとされつつも、PBRが1倍を超えているか自体が公正性の直接の指標となるわけではないため、これ自体を規制すべきというものではなく、あくまでも公正な手続きの中で、

ベストな価格が実現されることが重要との意見があったところでございます。

こうした中で、指針で示されている手続きがより機能していくように促していくことが重要との意見が幅広く寄せられました。

また、関連して、今後、持分法適用関係にある上場会社においても、完全子会社化などの再編が生じてくると想定される中で、そうした場面での少数株主利益の確保も、同様に論点との意見もございました。

4 ページは、ご参考までに公正M&A指針における公正な手続きの内容をお示ししたものです。

ご存知のとおり、指針はベストプラクティスの位置付けであり、個別の状況に応じて、いかなる措置をどの程度講じるかは検討すべきとされております。

なお、各措置の実際の実施状況については、別紙2にまとめておりますので、こちらも適宜ご参照頂ければと存じます。

5 ページは、公正性担保措置の具体的な内容に係る市場関係者の意見です。

まず、1 点目の特別委員会に関しては、進展がみられるという評価もある一方、実効的な検討が行われているのか不透明な事例もあるとして、東証として、公正M&A指針も参考に、あらためて検討の観点を明示したうえで、検討内容に関する開示を更に充実させていくことが必要との声が多くございました。

また、特別委員会の検討に関連する内容として、2 点目の株式価値算定書に関する意見も多く寄せられました。

現行の規則上、算定書の取得は義務ですが、算定書そのものの開示は求められておりません。ただし、概要として重要な算定の前提条件等に関しては開示が求められてございまして、そうした中で、公正M&A指針公表後、例えば、事業計画の前提となる考え方や非事業用資産が多い場合にはその算定上の取扱いなどの開示があまり進んでいないとして、引き続き充実を求める声がありました。

また、こうした算定の前提条件に関して、投資家からは、特別委員会の検証に期待する声があった一方、事業に直接携わらない社外取締役による検証の実効性については疑問の声もあったところです。

続いて、算定機関の独立性の確保の観点からも、引き続き、利害関係に係る開示の充実などを求める声がありました。

なお、独立性確保という観点から、投資家からは、特別委員会による独自のF

Aの選任と算定書の取得を義務化してはどうかとの意見もありました。一方、独自のFAについても独立性の懸念は同様に生じうること、また、通常、算定機関は事業計画については会社の提出したものを所与として算定を行うことなどから複数の算定書を取ることを実効性を疑問視する声もございました。

また、フェアネスオピニオンについては、日本においてはその法的位置づけが明確でないこと等から、現時点で義務化まで求める声は特段聞かれませんでした。

また、3点目のマーケットチェックについては、昨今、間接的マーケットチェックへの期待が高まる中で、より有効に機能させる観点から、対抗提案の検討内容に関する開示の充実等を求める声もあったところでございます。

最後に、マジョリティ・オブ・マイノリティ条件の設定についてです。アメリカでは、特別委員会での承認に加えて、マジョリティ・オブ・マイノリティの賛成が通常MBO等の実施の前提条件となっておりまして、公正性を担保する上で有効性は高い一方、案件の成立可否への影響等を踏まえ、全てのMBO等に一律の義務をかけることについては慎重な意見が幅広い関係者において多かつたところでございます。

6ページは、ご議論頂きたい事項でございまして、1点目は企業行動規範の見直しの方向性についてです。

具体的には、一般株主の利益を適切に確保する観点から、公正M&A指針で示されている公正性担保措置の内容その他必要なものについて、上場規則で一律で義務化する必要性についてどう考えるかについてご意見いただければと思います。

例えば、近年公正な手続きが進展しつつあるという市場関係者の評価についてどう考えるか、あるいは、米国の規制・実務との比較で義務化の必要性についてどう考えるか、また、手続の進展や事案ごとの個別性などを踏まえれば、一律の義務化ではなく、例えば、特別委員会における適切な検討や、一般株主が公正性を判断するうえで必要な情報開示の充実、一般株主の意思の反映など、公正M&A指針の枠組みがより機能するよう後押ししていくことも考えられるか、としております。

7ページは、ご議論いただきたい事項の2点目でございまして、指針の枠組みを後押ししていく場合に考えられる施策についてご意見いただければと思います。

1点目は、現在、企業行動規範に基づき、特別委員会から取得されている「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、対象行為をMBOにも拡大したうえで、検討の観点をあらためて明示していく、検討内容に関する開示の充実を促していくことが考えられるかとしております。

また、2点目は、MBO等への意見表明に際しては、必要かつ十分な開示を求めています。特に株式価値算定の前提条件や、対抗提案に係る検討内容などについて、更なる開示の充実を進めていくことが考えられるか、としております。

最後に、3点目では、一般株主の意思を反映する観点から、マジョリティ・オブ・マイノリティ条件の設定など意思確認手続きを求めることが必要な場面があるかについてもご意見いただければと存じます。

以上となります。

【渡邊部長】

それでは、ご意見やご質問を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】

まず、6ページの企業行動規範の見直しの方向性についてです。公正M&A指針の策定後、公正な手続きは進展しつつあると評価できます。

米国における規制・実務との比較を考えた場合、米国の取組みを参考にすることは考えられます。もっとも、日本と米国では会社法、その他の法律も同じではなく、また米国の基準は判例法が大きな役割を担う一方で日本は実務指針であるため、慎重に議論する必要があります。

企業行動規範の見直しの方向性については、公正M&A指針を一律に義務化するのではなく、実務での取組みを踏まえて公正性担保措置の内容を吟味する必要があります。

すでに実務で実施される最低限の内容について義務化を検討することは考えられますが、状況は様々なので案件ごとに考慮することが適切であると思います。義務化によって実効的ではない形式的な対応が生じることも危惧しております。

ポイントはMBO・支配株主による完全子会社化において、一般株主の利益を適切に確保するための措置がより一層機能するように促進していくことです。公正M&A指針のうち、投資家などが必要と考えるものを明示的に入れ込むように情報開示を充実させ、対象企業に公正性担保措置をより強く意識させるように工夫してはかがかと思えます。

情報開示の充実はマーケットに消化させる情報を増やすことにもつながります。公正な価格が形成されるか否か、公正な手続きが行われているか否か、といった点などに関する判断材料を増やすことは極めて重要です。

次に、7ページの具体的な見直しの①については、対象の見直し、観点の明示、検討内容の開示充実は適当だと考えられます。特別委員会は独立的な立場で、少数株主の利益を図るための検討や判断を行うことが期待されます。開示の充実を通じて、少数株主の立場に立った検討の有無を明らかにしていくことが望まれます。

具体的な見直しの②については、市場関係者から間接的なマーケットチェックへの期待が大きいことを踏まえると、少なくとも十分な公開買付期間の確保が必要だと考えられます。対抗提案の存在の有無の確認を通じて取引条件の妥当性に関する情報が明らかになります。対抗提案の公表の可能性を考慮して、対抗提案において想定される以上の取引条件を提示することにもつながるものと思われま

す。具体的な見直しの③については、マジョリティ・オブ・マイノリティ条件の設定などは状況に応じて検討するものであると考えます。少数株主への対応を案件ごとに総合的に考えていくべきです。

最後に、今回の企業行動規範の見直しが、利益相反の問題には十分に留意しつつも、MBOや完全子会社化を阻害するものにならないようにする必要があります。上場企業を取り巻く環境を踏まえると、経営課題が複雑化する中で、M&Aを有効に活用して持続的な成長を実現する必要性は高いものと考えられます。事業再編や新陳代謝を促すM&Aの促進に寄与するものにしていかなければいけないと思います。

【三瓶メンバー】

6、7ページについて、前後するかもしれませんが、考えていることを述べさせていただきます。

まず、上場規則の中で、企業行動規範の遵守すべき事項は第432条～第444条に規定されています。最後の第444条を見ると、「流通市場の機能又は株主の権利の毀損行為の禁止」とかなり広い表現になっています。

私は以前から、アメリカのような信認義務を支配株主に課することができない

かと考え、支配株主が主語になるような規定が無いなと思っていたのですが、第444条については、そういったことを含めて読めるのではないかと思います。

ただし、ここに信認義務といきなり書いても、それをサポートするものがないので難しいのだと思いますが、考え方として、ここでは「株主の権利の毀損行為の禁止」とされており、誰がというところは様々な主語があると思います。対象会社の取締役でもあるし、支配株主でもある。そういったことをここに明記することが出来ないかと思います。

また、伊藤忠商事によるファミリーマートの完全子会社化に関する東京地裁の認定では、2つの点が挙げられています。具体的には、公正な手続きが実施されなかった、そして、公正な価格ではないということです。これは、アメリカのEntire Fairnessの要素と同じであり、日本では、法的な枠組みの土台は出来ていないものの、そうした考え方が日本でもプラクティスの中で、徐々に使われつつあるということだと思います。

その時に、公正な手続きなのか、公正な価格なのかということについては、マイノリティの意見を聞いてみる、それによって、マイノリティの大多数が反対しているという確認ができると、このMBOはそのまま進めてはいけないんだと分かるということがあります。

マジョリティ・オブ・マイノリティ条件の設定を義務化というと少し違うのですが、これを確認して、大反対しているわけではない、あるいは、大反対されているということが分かれば、特別委員会はそのことを更に慎重に考慮しながら、交渉のギアを変えていくことができます。

ですので、マジョリティ・オブ・マイノリティでMBO可否の決議をするということではなくて、意思確認としての利用を特別委員会や取締役会が考えていくといったことも在ると思います。

また、7ページの①の表について、MBOが対象外なのは違和感あるので対象にすべきだと思います。

ここで、意見書は「少数株主にとって不利益でないこと」という表現になっていますが、公正M&A指針ではそういった表現ではなくて、指針19ページの「3.2.1 機能」をみると、「特別委員会は、中立の第三者的な立場ではなく、対象会社および一般株主の利益を図る立場に立って」とされており、「不利益ではない」という控えめなものではなく、明らかに「一般株主の利益を図る立場にたって」意見を述べる必要がある点で、温度差があるように思います。今回の見直しの際には、公正M&A指針を十分に考慮いただきたいと思います。

さらに、株式価値算定書の開示については、別紙1のヒアリング結果の6ページを見ていると、複数の声として、「設備投資の額を膨らますような算定がある」との指摘があり、そんなあからさまなことをするのか、そういったことはきちんと見てほしいと思いました。その際に、今の「算定の前提条件」だけで分かるのだろうかと思います。やはり算定書そのものを見なければいけないし、どこかの意見で、算定書を複数もらったところでしょうがないだろうという意見もありましたが、私は算定書が2つあれば、前提となる情報が同じなのに違う算定結果となったときに、どうして違うのが、どこで変わってくるのかを見破るのが非常に楽になると思います。

そういったところを踏まえて、特別委員会の社外取締役に必ずしも知見がなくても、独立FAを選任して、そういった違いを見ていただき、前提が妥当なのかを確認いただく必要があると思います。

算定書そのものを開示することにどういうハードルがあるのかは、分からないところもありますが、東証には提出されているのですよね。

【山脇調査役】

東証に対してご提出いただいておりますが、それ自体の公衆縦覧や開示は求めておらず、概要の開示を求めております。

【三瓶メンバー】

交渉中には難しいのかもしれませんが、明らかにおかしい内容に関しては、提出されたものを後で見れるようにしておいたほうが牽制になると思います。

機関投資家は自らが自分たちのやり方で算定を行っており、対象会社の取得した算定書と、全然違うなという感覚を持つわけですが、どこが違って、明らかにそのアサンプションは違うだろうということを発見できれば、そこには大きなバイアスがあるのだろうとみることができます。

ですので、その後裁判になった際にも活用できると思います。

【神田メンバー】

この問題は難問だと思っていますので、自分が発言する前に、皆さんの意見もお伺いしたいと思っています。ややぼやとした感じの感想を申し上げたいと思います。基本的には、三瓶さんと同じですが、少し言い方が変わるという感じです。

この問題に関して日本で裁判になるのは、会社法上にある条文を巡ってでし

て、具体的には2段階目の手続きにおける株価の評価を巡って裁判になります。全体のM&Aの健全性や公正性はそこに集約され、基本的にそれ以外では争われません。同意なき買収であれば、対抗措置の適法性すなわち差止めの仮処分だけが裁判になりまして、全体像がそこに集約されて裁判の決定が行われるということです。MBOの場合は、価格がいくらかということに集約されます。その裁判のプロセスの中で和解となることもありますし、裁判所がいくらかと結論を示すこともありますし、そもそも裁判にならないケースもあります。その点、例えばアメリカとは多少異なる部分があるかと思います。

2019年の公正M&A指針自体は、私も研究会に参加しまして、研究会に参加いただいた皆さんのおかげで良い内容になりましたし、実務においては、この指針と日本で少ない裁判例をベースに、一般株主あるいは少数株主にとっての公正性を担保するための措置がレベルアップしつつあるのですが、その一方で私としては、公正M&A指針がゴールであると考えてるのは、どうかなと思っています。

何でもアメリカと比較すればよいというわけではありませんが、アメリカの裁判規範と比較して公正M&A指針が示している内容は緩いです。アメリカでは、特別委員会が結論を下して、取締役会はそれを覆せません。また、特別委員会の構成員は、全員が利害関係のない者でなければいけません。また、マジョリティ・オブ・マイノリティ条件も設定されるなど、いわゆる6要件があります。

ですので、私も日米が同じでなくてはいけないとは思いますが、アメリカより緩いのは良くないと思います。グローバルな投資家からみたら、なぜ日本は緩いのかという問いを受けたときに答えられません。

そういうことでいうと、市場関係者が、必ずしもマジョリティ・オブ・マイノリティ条件に賛同的ではないのは、どうしてなのかという疑問もあります。売る側として、プレミアムもつくし、早く売りたいということなのかもしれませんが、それは本当の企業価値を見ていないということになりますよね。

ですから私は、そういう意味で、今後東証として何か目指すのであれば、アメリカより高いところを目指すべきで、緩いところを目指さないでほしいと思います。そうはいつても、公正M&A指針は非常に良いものだという事は念のため付け加えたいと思います。

具体的に7ページで申し上げますと、①はMBOも対象にすべきだと思います。その際、三瓶メンバーが仰ったとおり、規範の策定当時は、「不利益でない」という言い方をしていましたが、この表現の問題はあろうかと思います。「公正である」とは書けないでしょうから、「公正でないとはいえない」と書くとか、表現ぶりの改善は検討に値するものと思います。

また、①～③総じてですが、もし何か求めるとすると、第三者割当に関する規範と同じで、ORアプローチと申しますか、コンプライ・オア・エクスプレインと申しますか、例えば、マジョリティ・オブ・マイノリティ条件の設定を求めます、それを行わないのであれば、代替措置として、特別委員会が具体的にこういう活動をしましたという詳細を、算定書の取得やマーケットチェックの状況も含めて開示いただくなどの説明を行っていただくのが良いと思います。

ただし、求める水準としては、グローバルな投資家からアメリカはこうなのになぜ日本はこうなのかと言われないように、アメリカと同じ内容でなくてもいいですが、少なくともアメリカと同レベルを目指していただければと思います。

以上申し上げたことは、実質的には、三瓶メンバーとほぼ同じ意見であると思います。

【永見メンバー】

プロセスについてだいぶ進展しているというのは、私も同じ考えでして、マジョリティ・オブ・マイノリティの部分など引き続き論点はありますが、改善はかなりされていると思っています。

その上で、やはり一番コンフリクトのポイントになるのは価格の妥当性の部分でして、別紙2の3ページに特別委員会での算定書の取得状況がありますが、1つ考えらえるアクションとしては、特別委員会での算定書の取得を原則化なのか義務化なのか表現は難しいですが、より強制性を高めるということがあるのではと思います。

結果として、特別委員会のメンバーのプロテクトにもなると思いますし、会社側を守る観点でも、基本的には取得した方が望ましいのではと考えております。

【松本メンバー】

資料2の3ページを見ると、アドバイザー等からは公正な手続が進展しているとの評価が多く聞かれたとある一方、投資家からは依然として価格が公正な

ものではない又は公正な手続が実施されていない懸念があると書かれています。取引所は何のためにあるのかというのは難しい問いですが、コーポレートガバナンス改革などは、すべて投資家目線でしっかりと改革していこうという話です。特に本件に関しては、少数株主の利益をどのように守るかという話をしているのであって、投資家側の意見が大変重要であるように思います。アドバイザーの意見が全く重要ではないとは言いませんが、投資家の意見の方がはるかに重きを置いて聞くべきです。そして、具体的に投資家がどう思っているかと言えば、経産省の指針によりプロセス面は一見進んでいるものの、結果として公正な結果・価格が実現していないのではないかという疑念・不満があるように思います。

そうした中、東証として出来ることは、企業行動規範の遵守すべき事項を用いて、上場企業に対して求めていくことですが、その際に要となるのは、公正M&A指針を読んでいてもやはり特別委員会なのではないかと思えます。

算定書について独立のものを取るべきかどうかという点については、実際に取得するのは難しいという意見や会社が取得したもので足りるという意見もあるようですが、公正M&A指針においては、特別委員会は少数株主の利益のために振る舞うべきとあるように、少数株主の利益の観点で取るかどうかを考えるべきではないかと思えます。必ず特別委員会独自の算定書でないといけなるとする必要はありませんが、独自のものであれば会社が取得したものと同一のものであれ、少数株主の利益のために算定書を得るということを求めるべきです。そうすれば、会社が取得したものと同一のものを使うとすると、なぜそれで少数株主の利益のためになると考えたのかを説明する責任が生まれます。マジョリティ・オブ・マイノリティについても、実施した方がいいとは思いますが、色々な事情があると思われる中で、その意思を確認しなかった場合には、特別委員会に対して、なぜ確認を行わなかったのかの説明をさせるべきです。

そして、一番重要なのは、特別委員会の議事録を公表させることだと思います。色々な事案を見ると、おそらくアドバイザーから提出されている算定書を踏まえ、少数株主の利益からして問題なしという一言で対外的な説明を終えているケースが多いと思われませんが、そうではなく、しっかりと議事録を公表させることで、特別委員会でどのような議論がされて、どうしてその結論になったのか、たとえば算定書を取った理由／取らなかった理由、マジョリティ・オブ・マイノリティを確認した理由／確認しなかった理由、この価格で良いと考えた理由などの思考プロセスを公開させるべきだと思います。

そして、7ページに関して、①については当然にMBOも対象にすべきと考

えます。

【小池メンバー】

松本メンバーがコメントされたように、ファイナンシャルアドバイザーの立場、機関投資家の立場など、立場が変わると意見も変わるように思います。偶さか、私は、数年前まで前者の立場におり、現在は後者の立場におりますので、両社の立場から意見、感想を述べたいと思います。

一番大切なのは、少数株主の利益を守る観点から公正な手続と公正な価格であるということを理解してもらえよう行動をとることだと思います。また、ここからは漠とした印象となりますが、今までは、あまり義務化はしないほうが良く、むしろマーケットで発生する取引として市場原理に基づいて判断されるべきものと考えておりました。しかし、本日の資料1と資料2をあわせて見ると、それはもしかすると、自ら情報発信ができ、少数株主の利益を保護しようという発想のあるプライム市場のトップティアの企業の場合ではないかと思うに至りました。

スタンダード市場の半数以上の会社が資本コスト等に関する開示をしていないという実態を見ると、このような企業が少数株主の利益を守るようにアクションを取ってくれるのか、いささか不安にはなります。その意味では、神田メンバーが仰ったような米国並みの水準を求めるべきかどうかは分かりませんが、何かしらのガイドラインを提供することで、意識がまだそこまで高くない企業、自社の企業価値向上に専念できていない経営者・取締役に対して、しっかりと意識を持ってもらうことが必要なのではないかと感じました。

【黒沼メンバー】

経産省の公正M&A指針は、ベストプラクティスを記述したもので、最終的には裁判規範として適用されることを狙ったものである一方、東証の企業行動規範は、上場会社が採るべき行動を示したものであり、自主規制による規範なので、適用の局面が違います。従って、公正M&A指針で示されている公正性担保措置を義務化するという意味で、企業行動規範として取り上げることは意味があると思います。

ただし、非上場化取引なので、実効性確保措置の問題、すなわち、守らなくても結果として上場廃止になるので言うことを聞かせられないという問題はありませんが、逆に言うと、その分、思い切った理想を掲げることができるようにも思います。

そうした観点から挙げられている改革案を見ると、7ページに掲げられている①、②は自然と出てくる事柄で、価格の公正性を担保する観点から重要なものなので、ぜひ取り上げていただきたいと思います。

それから株式価値算定書について、上場会社であるのにその取得が求められるのは、上場株式の株価は交換価値を示しているだけであって、株主が享受できる1株あたりの企業価値を表示するものではないからです。いわゆるマイノリティディスカウントが行われた価格が市場価格となっている可能性が高いので、算定書の取得が極めて重要であり、その開示を企業行動規範で求めることには大きな意義があると思います。

また、マーケットチェックも、これが行えるときには重要ですが、間接的マーケットチェックがせいぜい限界かと思います。この点に関して、マジョリティ・オブ・マイノリティは少数株主の保護が強調されるときもありますが、私は、支配株主がいる場合においてマーケットチェックの代替措置になると考えています。というのは、支配株主がいるような企業を非上場化しようというときにおいて、そうした会社を買収しようという他の者は現れにくいので、マーケットチェックは効きません。その代わりに、マジョリティ・オブ・マイノリティは、少数株主の過半数を他の者が取得できれば、その非上場化取引を阻止できるという意味で、マーケットチェックの代わりになるように思います。アメリカのMFW判決のsix pointsにおいても、そうした観点から、マジョリティ・オブ・マイノリティが要求されているものと理解しています。すなわち、間接的マーケットチェックができないような事案について、マジョリティ・オブ・マイノリティを要求することに意味があるように思います。

【翁メンバー】

資料2の6ページ・7ページに記載された方向性に賛成です。

多くの場合、社外取締役が特別委員会を構成することからすれば、特に重要なのは社外取締役の役割ですが、社外取締役において少数株主の利益を保護するという考え方がどの程度浸透しているかという点には疑念があります。また、先ほどのご意見にも関連しますが、プライム市場だけでなくスタンダード市場の多くの企業でこれからこうした非公開化が行われるであろうこと、そして、過去の事案においては大きな企業であってもガバナンスが機能せずに経営者の方を向いて価格が歪んでしまったケースもあることからすれば、オプションでもよいので、価格が歪まないよう色々な装置が活用できるよう用意しておくことが重要だと思います。

たとえば、資料に記載されているような独自のファイナンシャルアドバイザーの選任、フェアネスオピニオンの取得、マジョリティ・オブ・マイノリティ

の意思確認などについて、義務付けというよりは、そうした取組みが出来ていたかということの後から検証できる仕組みを整えていくことが非常に重要です。また、取締役会において社外取締役が過半になっている企業はまだ多くないことからしても、そうした装置を活用できているかを確認できるよう、「少数株主にとって利益になることに関する意見」の取得について見直しを行っていただいたうえで、開示も拡充していただくことが重要かと感じております。

【内田メンバー】

この分野については、実務上、非常時に遭ったことがないのでコメントするのが難しいのですが、資料でも指摘されているとおり、持分法適用会社における企業再編が活発になってくる中で、役員を派遣している場合など、支配株主でないとしても人的関係での影響が強い事例も増えてくるのではないかと思います。事業再編等を阻害しないという観点も大事だと思いますが、一般株主の利益を守る観点のほうがより重要だと私は思いますので、テクニカルにどう手当てするかは難しいのですが、マジョリティ・オブ・マイノリティも有効な手段だと思いますし、そうした観点が重要だと思います。

また、特別委員会が適切に行動できるように後押ししていくことが重要だと思います。基本的には規制の対象は発行体かもしれませんが、特別委員会の社外取締役が、有事の状況において、発行体又は外部の買収者から独立性をいかに保てるかが重要であり、特別委員会のメンバーを支える観点で必要な手当てを義務化することも必要なのではないかと思います。

【三瓶メンバー】

先ほど松本メンバーから特別委員会が鍵だという話の中で、議事録の開示が重要という話がありました。この点は、私もずっと思っていたのですが、どうも頭の中で整理しきれておらず、公正M&A指針の策定過程でも特別委員会の議事録の公開を議論した記憶がありますが、様々気になるところがありました。結論が明確にあるわけではなく、悩みを打ち明けるだけになってしまうのですが、申し上げたいと思います。

そもそも法定で決まっている取締役会の議事録ですらピンキリであり、結論しか書いていない議事録と議論の過程まで書いている議事録とがある中で、法定の機関でない特別委員会の議事録の公開を要請しても、出てくる議事録はピンキリではないかと気になります。記載内容を東証から言ったとしても、きちんと応じてくれるのかどうかも疑問に思います。

また、社外取締役が主なメンバーである特別委員会であれば、それなりに責任をもって対応されるかもしれませんが、社外取締役が1人もおらず、その時

だけの外部有識者で構成される場合に、どのくらいの責任感でやってもらえるのか、議事録が残るからといって行動がどこまで変わるのか疑問に思います。議事録を公開することで変な委縮効果を生む可能性も気になります。

とあるアドバイザーに特別委員会の実態を聞いたところ、例えば、独立F Aが入っている場合は、何を言っても仕方ないので独立F Aが言ったとおりにする、対抗提案があった場合には、最も高い提案を選ばない理由を説明できないのでとにかく価格が高い提案を選ぶといったように、特別委員会が何も考えないようになっていると聞きました。そうした実態の中で、何が良いのかは自分の中で答えが見えておらず、議事録の公開は大事だと思いながらも、自信をもってそうすべきとは言えずにいます。

【松本メンバー】

通常取締役会の議事録では社外取締役の発言を書かなければいけません。特別委員会は社外取締役が中心となるので、しっかり記録を残せるのではないかと思ったのですが、私も三瓶メンバーのおっしゃることはよくわかり、議事録を公開することで全てが解決するとは思っていません。ただ、今後の改善の重要なきっかけになるのではないかと思います。

例えば、特別委員会の議事録を公開されるとなると、社外取締役になるのが大変だとなって、企業側はきちんとした報酬を払わなければならなくなり、社外取締役自身も覚悟を持って受けなければならなくなる、あるいはMBO等の場面において、社外取締役が自分でわからない場合は独自のF Aを雇わないといけなくなるとか、内容のない議事録が公開されれば本当にこれでいいのかと外部から指摘されるなど、様々な形で牽制になるのではないかと思います。

アメリカでは取締役にフィデューシャリー・デューティーがかけられているので、取締役個人の責任として全ての株主の利益を図る牽制がかかっていますが、日本ではそのようになっていませんし、日本でアメリカのような制度にするには立法しないといけないので時間もかかります。そうした中で、現在の枠組みの中で、かつ東証ができることの中で、アメリカに劣らないような牽制の仕組みを作っていけるかを考えたときに、今回の見直し1回では不完全かもしれませんが、遵守すべき事項の中に特別委員会の責任を盛り込むことで次につながられるのではないかと思います。

【三瓶メンバー】

松本メンバーご説明ありがとうございました。それに対する追加ではなく、先ほど444条の話をした際に1つ申し忘れたことがありまして、追加で申し上げたいと思います。

以前の会議の中で、直前に重要なネガティブ情報を出した場合にMBOをしてはいけないというルールが海外であることを紹介しましたが、そうしたことを現行の上場規則のどこにはめられるかを考えた場合に、市場機能や株主権利について書いてある444条なのかなと思っており、そういったことをねじ込めれば良いと思いました。

【渡邊部長】

ありがとうございました。

続きまして、「経過措置適用会社の状況」について、資料3に基づき、ご説明させていただきます。

【磯貝調査役】

資料3をご説明いたします。

まず、おめくりいただいた2ページでは、直近の経過措置適用会社の状況を記載しております。今年3月末時点では、274社となりました。

続いて3ページでございますが、今般、そこから上場廃止会社等を除いた269社を対象として、実態把握のためのヒアリング（アンケート）を行い、217社から回答を頂いております。

そして4ページ以降が、その具体的な内容と回答状況についてです。

まず、適合に向けた計画を進めるうえでの課題についてお聞きしたところ、全体の4分の3の会社が、何らかの課題を感じているとのことで、具体的には、右下の表に記載したようなご意見が得られております。

そして、5ページでございますが、適合できなかった場合に備えた対応、たとえば市場区分変更や他取引所との重複上場などの検討状況についても伺っております。

4割の会社が、適合できなかった場合であっても株主の利益を守れるよう、そうした対応を既に検討中とのことであるほか、2割の会社は、たとえば来年の判定でもなお適合できておらず残り1年の改善期間に入れば検討を行うといったご回答を頂いております。一方で、残りの4割の会社が、現時点で検討予定なしと回答されています。

6ページは、より詳細なデータでございますが、一番下の行にありますように、

基準未達幅が大きい企業の回答状況も集計しております。

そして、7ページに、今後の方針を記載しております。

まず、まだご回答を頂けていない企業に対しては、今後、状況の確認を行ってまいりたいと考えております。そのうえで、各社において適切に検討・対応が進められるよう、定期的なアンケートや、基準未達幅が大きい企業を中心とした個別ヒアリングなど、密にコミュニケーションを進めてまいりたいと考えております。

ご説明は以上でございます。未回答の企業の状況などについては、改めて次回以降の会議でもアップデートいたしますが、現時点で何かお気づきの点がございましたら、コメントいただければと存じます。よろしく願いいたします。

【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。いかがでしょうか。

(特に意見等なし)

ありがとうございました。

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。最後に、次回の会合等についてご説明します。

【池田統括課長】

本日も大変ありがとうございました。「資本コストや株価を意識した経営」につきましても、先ほども申し上げましたとおり、4ページの修正をご相談したうえで、最終版として公表し、順次、施策を進めていければと思います。

次回の会合では、MBO等非公開化の議論の続きや経過措置適用会社に関するアップデートなどに加え、グロース市場も議論していければと考えてございますが、詳細はまたご相談いたします。

また、次回の会合では、従属上場会社の研究会における議論の状況についてもご紹介できればと思います。

【渡邊部長】

本日も誠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。