

市場区分の見直しに関するフォローアップ会議（第18回） 議事録

日 時： 2024年10月31日（木）12時00分～13時45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18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、神田メンバー及び小池メンバーがご欠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たします。

本日の議題は、資本コストや株価を意識した経営に関する施策と企業行動規範の見直しの2点と、「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」の議論の状況に関するご報告でございます。

まず、資本コストや株価を意識した経営に関しましては、お手元の資料1～7以降で、これまでの進捗や、11月を目途に公表しようと考えております、投資家の事例・ポイントのアップデートなどをお付けしております。

投資家の事例・ポイントに関しましては、中身へのコメントもぜひいただければと思いますし、どのような見せ方や順番、伝え方で企業の皆様にお伝えしていくと効果的かという点なども含めて、多角的にコメントをいただけますと幸いです。

資料8の非公開化を含む企業行動規範につきましては、方向性にお気づきの点がございましたら、コメントをいただければと存じます。

また、資料9・10で、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等に関する研究会」の議論の状況に関しましても、本日の議題とも関連するところがございますので、あわせてご紹介させていただければと思います。こちらもお気づきの点やご質問などございましたら、ぜひコメントいただければと存じます。

また、全体を通しまして、本日ご欠席の小池メンバーからのコメントを資料のセットの最後にお付けしておりますので、適宜ご参照いただければと存じま

す。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、議題が複数ございますので、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に関する施策について、ご説明いたします。

【門田課長】

それでは、前半の「資本コストや株価を意識した経営」の取組みについてご説明します。

まず、前回8月の会合でご議論いただいた今後の方針・取組みについては、8月末に確定版として公表しており、現在は、そこで掲げた取組みについて、順次、対応を進めております。

その中で、開示企業リストの見直しについては、資料1のとおり、9月27日に上場会社や市場関係者の皆様に公表しております。

具体的には、企業と投資家のコミュニケーション促進という観点から、2ページに記載のとおり、大きく3点の見直しを行っております。

まず1点目が、企業が開示をアップデートしたことがリストの中でわかるように、アップデート日付をリストに追加いたします。

2点目は、投資家からのコンタクトを希望する企業を、リスト上で明示します。こちらは、現状、積極的に取組みを進めているものの、なかなか投資家との接点が得られていない企業を対象として、より活発なコンタクトを希望する旨を申請していただき、対話に応じる体制などの情報とあわせて、リスト上に明示いたします。投資家サイドでは、リストの情報を踏まえて、興味を持った企業にコンタクトしていただくことを想定しています。

また、3点目は、「検討中」というステータスでのリスト掲載について、原則半年間という期間を設けることとし、また、現在「検討中」というステータスの企業に対しては、具体的な検討状況や開示見込み時期の記載を改めてお願いしております。

これらの見直しについては、年明け1月15日に公表するリストから反映いたします。

資料1については、以上、ご報告まででございます。

続きまして、資料2以降が、「投資者が期待するポイント・事例」のアップデートについてです。

まず、資料2で、アップデートの概要をまとめておりますので、ご覧ください。

まず、「投資者が期待するポイント・事例」については、企業における検討の参考としていただくため、今年の2月に、それまでの投資家からのフィードバックを踏まえて取りまとめ、公表しております。

公表後、今年から設置した上場会社サポートグループも含めて、我々が企業の皆様向けにセミナー等でお話しする機会などでご紹介するなど、企業の皆様への周知を図っており、企業の方々からは、参考として活用しているといったフィードバックを多くいただいております。

一方で、公表後において、国内外の投資家から追加的に指摘されるポイントや、新たに出てきた事例があったり、また、企業の皆様からは小規模な企業の事例や、スタンダード企業の事例を拡充してほしい、という声も寄せられておりますので、それらの内容を含め、ポイントや事例のアップデートを行いたいと考えております。

具体的には、資料3の「投資者が期待するポイント・事例」について、新たに2つのポイントを追加するとともに、資料5、6の事例集について、もともと29社掲載していたところ、50社強まで事例を拡充しております。

また、右側のところですが、今回新たに、既に関示を行っている企業の皆様も含めて、自社の対応状況を自己点検していただき、ブラッシュアップに繋げていただくことを目的として資料4として、「投資者の目線とギャップのあるポイントと事例」を新たに作成しております。

こちらについても、これまでの東証における国内外の多くの投資家との意見交換で得られたフィードバックを踏まえて、取りまとめたものでございます。

この後、アップデートした内容について、簡単にご紹介いたします。

まず、資料3の「投資者が期待するポイント・事例」で、追加したポイントの1点目が、15ページの「取組みの検討・開示」のポイント①です。

「目標設定」に関して、売上げや利益水準などPLベースの指標だけでなく、投資家が重視する資本効率性や市場評価に関する指標も適切に組み合わせていくべきということ、また、単に資本コストを上回る収益性や、PBR1倍を超えればよいということではなく、投資家の期待を踏まえて、更なる向上を目指すことが期待されているということです。

追加したポイントの2点目は、26ページ「対話・アップデート」のポイント④です。

進捗状況の開示を行うなかで、単に数字のアップデートを行うだけでなく、計画と実績に乖離があるのであれば、その要因を分析し、取組みをブラッシュアップしていくこと、また、既に公表している中計などに過度に拘るのではなく、改善の必要があれば、柔軟に見直しを行うことが期待されているということです。

このほか、前回から掲げているポイントについても、最近の事例などを追加しております。

続きまして、資料4「投資者の目線とギャップのあるポイントと事例」でございますが、こちらは大きく10個のポイントと事例を作成しております。

まず6ページが「I. 現状分析・評価」の①で、この後のスライドも同様ですが、左側に実際の開示を基に、個社が特定されないような形で加工した事例を掲載し、右側には、投資家コメントとして、まず、「✓」でズレがあるポイントを提示したうえで、「⇒」で改善に向けた提案と、青字で、先ほどの資料3「投資者の視点を踏まえたポイントと事例」で参考になるポイントを記載しております。

こちらの事例、は「現状分析が投資者の目線とズレている」ということで、上段の事例は、認識している株主資本コストが投資家の期待水準よりも下回っているということ、また、「ROEが株主資本コストを少し超えている」、「PBRが1倍を少し超えている」のでOKとしてしまっておりますが、更なる向上を目指していただきたい、という指摘です。

また、下段の事例は、PERが低い要因として、投資家の理解不足、IRが十分ではないと結論付けておりますが、必ずしもそうとは限らず、そもそもの事業戦略や成長戦略が評価されていない可能性もあり、本質的な課題の分析が期待されるという指摘です。

7ページの②は、「表面的な現状分析・評価にとどまる」ということで、上段の事例は、取締役会で「資本コストを上回る資本収益性が確保されていることを確認している」と記載しているものの、具体的な確認内容や、今後、目指す姿への言及がないというものです。

下段の事例は、過去に公表した中計のリンクを貼り付け、そこで取組みを示しているというものの、リンク先を見ると、十分な検討が行われていないという事例です。

また、投資家は、中計期間よりも先の期間も含めて評価を行いますので、必ずしも中期経営計画の枠組みにとらわれることなく、現状分析と改善に向けた取組みが期待されるということです。

8ページの③は、この1年間でも、株主還元の強化や政策保有株式の縮減を掲げる企業が増加している一方で、その前提として、目指すべきバランスシートやキャピタルアロケーション方針の検討が十分ではないケースがあるという指摘で、そのような検討が十分に行われていない場合には、株主還元の強化や政策保有株式の縮減が一過性の対応、目先の対応に見えてしまうということです。

続きまして、10ページが、「Ⅱ. 取組みの検討・開示」の①で、目標設定が投資者の目線とズレているということです。

上段はROE目標が資本コストを下回っている事例、中段は現状とあまり変わらない目標について、かなり先の期限が設定されているような事例、下段はPLベースの指標のみで目標が設定されている事例です。

先ほど資料3で新たに追加したポイントとしてご紹介したとおり、具体的な取組みを検討する前提として、投資家の目線とあった目標設定が期待されるということです。

11ページの②は、事業ポートフォリオの見直しを掲げる企業は増えている一方で、その中身を見ると、事業の拡大や収益改善の取組みばかりのケースも多く、不採算事業の縮小や撤退など、踏み込んだ検討がまだ十分に行われていないという指摘です。

一方で、中長期の収益性を向上させていくためには、そのような不採算事業の縮小や撤退を含む、抜本的な対応が期待されるということです。

12ページの③は、役員報酬についてで、この数年間でも業績連動の役員報酬を導入する企業が増えておりますが、その中身をみると、必ずしも、企業価値向上に向けたインセンティブとして機能していないという指摘です。

具体的に、上段の事例では、連動する指標が売上げや利益などのPLベースのものであり、それでは、不採算事業からの撤退を妨げるなど、効率的な資本活用に繋がらないという指摘、下段の事例は、「業績予想値」を基準とした達成率に連動しており、それでは予想値をできるだけ低く出すインセンティブになってしまうのではないかと指摘です。

役員報酬については、投資者重視するTSRやエクイティスプレッドなどとの連動を強めるなど、健全なインセンティブとなるよう慎重な設計が期待されるということです。

13ページの④は、開示の方法でよくあるケースとして、取組みを羅列するだけの開示となっており、各取組みが企業価値向上にどう寄与するのかが分かりづらいという指摘です。

期待するポイント・事例では、ロジックツリーを用いた開示などを取り上げておりますが、ESGや非財務の取組みも含めて、投資家は各取組みが企業価値向上にどう繋がるか、わかりやすく示していただくことを期待しているということです。

15ページの「対話・アップデート」の①は、依然として、投資者が対話を求めても、合理的な利用もなく、応じないケースがあるということです。

上段は面談全般ですが、十分なIR体制が無いからといった理由や、海外投資家は一律でお断り、場合によって、フェアディスクロージャーの観点から、個別面談は一律でお断りという場合もあるようです。

多くの企業がガバナンスコードにおける株主との対話の原則をコンプライトしているにもかかわらず、合理的な理由もなく対話に応じないというのは、形式的なコンプライトではないか、また、投資家は、個別面談の中でインサイダー情報を聞き出したいわけではないので、フェアディスクロージャーを理由に断るのはズレがある、という指摘が寄せられており、上場会社として最低限求められる対応として、対話に応じる体制の整備が期待されております。

下段は社外取締役との対話ですが、事例集でも取り上げているとおり、社外取締役と投資家との対話の機会を積極的に設ける企業が見られている一方で、依然として、特段の理由もなく、社外取締役との対話を認めない企業もいるという指摘です。

社外取締役の本来の役割や立場を踏まえると、株主・投資家とも前向きにコミュニケーションを図ることが期待されるということです。

16ページの②は、昨年3月に、プライム市場上場会社には、「資本コストや株価を意識した経営」のお願いと併せて、対話の実施状況や、そこでのフィードバックが、経営の中でどのように活かされているか、開示をお願いしておりますが、その内容が具体性に欠けるケースがあり、そのような場合、開示の目的である、対話の深化に繋がらないという指摘です。

17ページの③は、進捗状況の開示の中で、計画通りに進捗していない部分があっても、課題の分析や追加的な対応の検討がなされていない、という指摘です。

投資家の信頼を得ていくためには、計画どおり進捗していない部分があれば

ば、現状を分析し、追加的な対応を機動的に検討していくことが期待されるということです。

以上が今回新たに作成した「投資者の目線とギャップのあるポイントと事例」の内容でございまして、繰り返しになりますが、このようなギャップ事例を提示することで、既に関示を行っている企業の皆様も含めて、取組みの自主点検を行っていただき、該当する部分があるのであれば、資料3「投資者が期待するポイントや事例」の内容や、今回アップデートしております事例集も活用しながら、取組みをブラッシュアップしていただきたいと思っております。

資料2に戻りまして、本日も議論いただきたい内容ですが、まず、ポイント・事例集のアップデート内容につきまして、ご意見いただければと思います。

また、これらの資料の周知に関しまして、今回のアップデートに伴い、資料のボリュームが増加しており、やや細かな内容も含まれておりますので、より幅広く、企業の皆様にご活用いただくためには、どのような見せ方、伝え方を行っていくのが効果的か、ご意見ございましたら、いただけますと幸いです。

なお、ポイント・事例集の資料ですが、本日ウェブ掲載する会議資料の中では、個社情報は全てカットしたうえで、今後、各社に掲載の許可をいただいたうえで、確定版を11月中旬に公表したいと考えております。

また、資料7では、取組みを進められる企業の皆様の参考としていただくため、8月に公表した取組みにも記載しておりましたが、開示状況等による市場評価（株価）の変化をまとめております。

プライム市場とスタンダード市場それぞれについて、開示状況と事例集で取り上げた銘柄の4つの区分で、2023年3月末以降の株価パフォーマンスを集計しております。

当然ながら、開示を行ったから単純に株価が上がるというものではないと考えておりますが、全体的な傾向として、両市場ともに、「事例集掲載企業」、「開示済企業」、「検討中企業」、「未開示企業」という順番で、株価パフォーマンスに差が見られております。

こちらは検討を進められている企業の皆様へのご参考として、ポイント・事例集の確定版を公表する際などにあわせてご紹介してまいりたいと考えております。

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。

なお、お手元のマイクが新しくなっております、ご発言の際は、マイク右下の人が話している絵が描かれているボタンを押していただき、マイク上部のランプが赤く点灯しましたら、ご発言いただきますようお願いいたします。

それでは、よろしく願いいたします。

【熊谷メンバー】

以前の会議で「失敗の研究」の重要性を指摘させていただいた記憶がありますが、投資家が評価する事例のみならず、投資家の目線とギャップのある事例について詳細にまとめていただき、また事前説明の際にお話ししたコメントを適切に反映していただき、誠にありがとうございました。多くの上場企業にとって非常に参考になると思いますし、投資家との対話でも多いに活用されていく内容であると考えます。

大和総研では、「資本コストや株価を意識した経営」について、上場企業や機関投資家の双方とお話をする数多くの機会を頂いておりますので、それらを踏まえて意見を2点申し上げます。

1点目は、資本コストや資本収益性を十分に意識した上で、経営資源の適切な配分を検討している企業が少ないことです。資本コストや資本収益性を十分に意識したという点については、投資家の目線とギャップのある事例でも触れられていますが、投資家の認識するものとはかけ離れた低水準の資本コストを用いる企業が一定数見られ、現状分析に大きなズレがあると言わざるを得ない状況です。

これは、現状の体制や事業状況等を考えた場合、投資家が想定する資本コストを超える資本収益性を生み出す事業がなく、それらの資本コストを使用すると、事業撤退などが選択肢となり、事業継続が危ぶまれる可能性があると考えていることが一因のようです。しかし、それでは、不特定多数の投資家から資金調達し、上場しているという責務を果たしているとは到底考えられません。

また、現状分析を行っても、事業ポートフォリオやキャピタルアロケーションなどを作成する計画策定・開示で、資本コストや資本収益性を活用した開示がなされていない企業が見受けられます。事業ポートフォリオを考えるにあたってのハードルレートとして活用したり、M&Aや設備投資の投資基準として

示していくことなどが期待されます。なお、収益力向上のために積極的なM&Aを検討するという文言を見かけますが、投資基準や、投資を検討する体制も示すことなどが肝要だと思います。全く関係のない分野へのM&Aは非常にリスクの高いものになりますので、投資基準などを示すことも重要です。

2点目は、ESGへの取組みの取り扱いです。多くの企業が取組みを示していますが、単に取組みを羅列しているケースがよく見受けられ、企業価値向上への繋がりを明確に示せていない状況です。今回の資料の中で取り上げられているものもありますが、多くの企業が悩んでいる部分ですので、今後もより一層、深掘りをしていくことが考えられます。

【三瓶メンバー】

資料のご準備、取りまとめありがとうございます。

最初に全体として、資料3の4ページにあるように、まとめていただくにあたって、国内外の投資者延べ300社超と面談をしていて、その結果、充実した内容になっていると思います。今後もギャップ分析や事例集を充実して行ってほしいと思います。このように300社超と面談を行うことは相当な負担があると思いますが、投資家から提供された事例を掲載しているのでも、投資家側もインプットした情報が反映されているのは有難いと思いますし、ある種のインセンティブになると思います。こういった好循環をうまく活用していただき、東証側だけが負担にならないようにしていただきながら、継続的に充実していただきたいと思います。それが市場全体への信頼や期待につながると思います。

その上で、資料について簡単にコメントします。

資料1について、見直し②「機関投資家からのコンタクトを希望する企業の明示」は非常に面白い取組みだと思います。企業がどれだけ手をあげてくれるのか疑問に思っていましたが、事前説明の際に60社程度からすでに申請があったと聞いていますので、良いなと思いました。申請する会社は、積極的な会社なので、投資家としては話を聞いたり、インプットしたいと思いますし、こういった会社は改善が期待でき、一覧表が質の良いスクリーニングの材料となります。

そのため、投資家間でこの情報を把握しているかどうかで情報の非対称性が生まれてしまいます。国内の投資家は東証の取組みをフォローしていると思いますが、海外の投資家が後から聞かされたとなると、逆に問題となってしま

ので、日英同時に公表してほしいと思います。

また、企業側は申請した以上、投資家は区別できず、国内の投資家だけ受け入れて海外の投資家は受け入れないという対応はすべきでないということを理解してもらう必要があります。

資料2については、事前説明の際にもコメントしましたが、今回多くの資料が作成されたので全体像がわかりづらくならないよう、こういった概要資料は大変助かります。

今回作成された資料の中でも、投資家目線とのギャップについて解説している資料4が非常に重要だと思います。様々な場面で、投資家の考えと企業の認識にギャップがあるケースが多いです。ロジック的には、まず資料4で投資家と企業のギャップを理解したうえで、改善の方向性としてすでに評価されているポイント・事例を資料3でいくつか見るといった順番で誘導するのが良いと思います。

6ページ上段の「投資者のコメント」の2つ目で、「PBR1倍を少し超えていけば、更なる向上を目指す必要はない、ということではない」と記載されていますが、「向上」というのはもうちょっと言えば、「更なる市場評価の向上」であり、この点を明確化してほしいです。

7ページ下段で「中長期目線の投資家は」と記載されていますが、「株価は」だと思います。株価はそもそも企業の将来性を見込んでいます。DCF法で求める企業価値で例えて言うと、将来キャッシュフローの期間は3～5年ではなく、私が使っていた厳密なモデルでいうと30年、100年は見越しています。こういった長期の分析は、財務諸表をベースにしているわけではなく、将来この会社が存続していそうか、平均回帰していそうかとか、または競争優位を維持していそうかなどを見えています。そういったことへの示唆を伝える必要があるので、CEOの責任としては、将来のビジョンを示して、なぜ、どこに、どう向かっていくのか、そのために取り組むべき課題はなにか、優先順位もあわせて投資家に伝えることであり、取組みを実行していくには社内に浸透させることも必要になります。中期経営計画は長くても5年で、その途中となると3年程度ですが、そのような短期間のことではありません。具体的な計画は有用ですけれども、それだけで評価しているのではないということを資料に込めてほしいと思います。

15ページ上段の対話に応じない企業に関する記載は、事前説明の際にもコメントしましたが、CGコードの原則5の1に関する内容です。「形式的なコンプライと言わざるを得ない」と書いてありますが、もはやコンプライ

してないと思います。下段は、厳密に言うと、社外取締役との面談についてなので、補充原則5の1①の内容ということを確認にさせていただきたいと思います。このように、すべてコンプライしているとは開示しておきながら、社外取締役との面談には応じていないという会社は結構あります。

16ページ上段について、以前のフォローアップ会議の資料でもあったと思いますが、決算説明会で質疑応答をやったり、IRミーディングをすることで対話と捉えているケースがよくありますが、投資家としては情報収集の場であって、対話ではありません。対話というのは、スチュワードシップ・コードにもあるように、問題の改善のための場です。

【松本メンバー】

資料1の記載されている開示企業一覧表の見直しについては、すべて賛成でよい取組みだと思います。

資料2以降については、三瓶メンバーが仰ったように、かなりリサーチされて充実した内容になっていますが、量が多くなっているので、読み込める人にとっては良い資料になりますが、多くの人にとっては面倒くさく感じて読み込めない可能性もあるので、資料2のように分かりやすい冒頭のメッセージがあったうえで出さないと、結果として情報の流通にムラが出たらよくないので、工夫していただけたらと思います。

【内田メンバー】

一般的に賛同しますし、良い取組みで、膨大な労力を割いていただいたと思います。

資料1の見直し②「機関投資家からのコンタクトを希望する企業の明示」ですけれども、現時点で60社程度から申請があったということで心強く思っていますが、企業にとって申請を行うのはハードルが高く、事前準備をしても投資家とうまく対話ができなかったということもあると思います。国内外の投資家を受け入れる段階までいっていないような会社もあると思います。この取組みの結果もフォローして、対話機会の増加につなげていただきたいです。

資料3以降も、発行体だけでなく、発行体と取引のある金融機関にとっても良い材料になると思います。ただ、事業会社の立場から受け入れやすさの観点でいうと、資料4の10ページの真ん中の段で、投資者の声として「それほど高くない目標」と記載していますが、「目標水準の是非」という表現の方がよ

と思います。企業としては、率の向上のため、苦勞しながら様々な取組みをしている方々も多いので、表現に関するコメントで恐縮ではございますが、検討いただければと思います。

【翁メンバー】

まず、資料1について賛成です。

ポイント・事例については、資料2のように、まず全体をまとめるガイドを工夫したらよいと思っております。三瓶メンバーが仰ったように、資料4の投資家目線とのギャップのあるポイント・事例から入るのは良いアイデアだと思います。資料3～6は、全部読んでほしいというよりも、自社が該当しているポイントを確認してから、細かい事例を参照するという読み方が良いと思います。特に経営者やCFOが足りない点をまず見ていただくのが良いと思います。これらの資料は、あくまでマーケットの目線を紹介する参考資料ということも概要資料に書いていただくと良いのではないかと思います。

資料4の8ページの「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」や13ページの「取組みを並べるだけの開示となっている」などは、指摘があっても仕方がないポイントだと思いますので、こういう点を取り上げることは大変良いと思います。加えて、企業の負担感に繋がらないような資料の出し方が重要ですし、経営者やCFOに気づきがあるような資料にしていくことが重要だと思います。

対話に関しては、金融庁のステュワードシップ・コードに関する有識者会議にも参加しましたが、対話がどのように企業価値に繋がるのか、投資家・企業双方にとっても負担感があるという議論がありました。如何に開示や対話を企業価値向上につなげていけるのかというのが重要かと思いますが、参考資料として出していただいた株価の推移は、開示によって市場評価が良くなることを示したものであるので、有用な参考資料になると思います。対話が進んで企業価値向上につながる効果的・効率的な方法を試行していただきたいと思います。

【黒沼メンバー】

今回、資料3と資料4のポイントと事例を取りまとめていただきありがとうございます。特に資料4は、今後どの企業にとっても参考となる、有用な取組みだと思います。

ポイントと事例の周知方法について、適切な方法かどうか分かりませんが、ギャップ事例の元になった開示をしている企業に個別に連絡するというのを

すべきでしょうか。全くの素人考えなのですが、そういったことをすべきか、逆にしない方が良いか、この場で議論すべきではないかと思いましたが、東証やメンバーの考えをお聞きしたいと思います。

【永見メンバー】

資料の内容については素晴らしいと思いますので、取引所としての、マーケットに向けた周知方法について思いついたことを、3点述べさせていただきます。

1点目は、資料7（株価推移）が非常に分かりやすいので、メディアに記事として取り上げていただくのはどうかと思います。なぜそう思ったかという、市場区分見直しのフォローアップ会議を始めて「PBR1倍割れ問題」という極めて分かりやすいキャッチフレーズとともに、メディアに何度も取り上げられたことで、上場企業の経営者がそれを知り、実際にアクションに繋がった企業が多くいると思います。メディアを通じたマーケティングが非常に重要だと思しますので、ご検討いただければと思います。

2点目は、少し強制的な話になりますが、多くの企業がこの資料に目を通していないと思いますので、新規上場企業の経営者や、新任の社外取締役などには、新規上場時・就任時などに、この資料の閲覧を要請しても良いのではないかと思います。

最後に3点目ですが、資料の内容は素晴らしいと思うものの、やはりこれだけの量のスライドは読まれないと思いますので、動画の方が周知方法として優れていると思います。30、40代くらいまでは資料よりも動画の方が圧倒的に見られており、発信力があると思いますので、東証担当者がYouTubeなどで動画を通じて要点を伝えていくというのを検討いただければと思います。

【渡邊部長】

黒沼メンバーから提起いただいた点（ギャップ事例の元になった企業への個別連絡の是非）について、まずは事務局からコメントいたします。

【門田課長】

投資者の目線とギャップのある事例は、それぞれ複数社の開示例を参考として、特定されないように組み合わせたり、編集して類型化し、取りまとめております。その関係から、必ずしも個社の開示と紐づいている訳ではございません。場合によってはフィードバックに違和感を持つ企業様もいらっしゃるかと思いますので、個社へのフィードバックの是非や方法についてはよく検討が必

要かと思います。

【内田メンバー】

企業の開示をそのまま掲載している訳ではなく、ある程度分かりやすく、要点を押さえる形で編集していると思いますので、企業が個別に連絡を受けると、個別事情についての細かな議論になってしまう可能性があり、取組みの目的と異なるところで事務局の労力が割かれてしまうのではないかと思います。直接的な効果を考えて、取引所から企業への個別のフィードバックというのはいかがなものかと思います。

【三瓶メンバー】

黒沼メンバーの意見をお聞きして、なるほどと思いました。私も経験的に、匿名で出しているものについて実は御社ですよと伝えても、企業側は自覚していなかったというケースが多くありました。そのため、本当はギャップが生じているという投資者からの声を企業にフィードバックすることは良いことだとは思いますが、ただ、内田メンバーからも指摘があったとおり、東証から直接言われると、企業側は、投資者との対話ができていると思われているとか、ネガティブウォッチされているのではないかと、こういった会議の場で社名を出されているのではないかと心配してしまう可能性があると思います。無用な心配や憶測を誘発してしまわないように、企業に伝える場合には、その背景・意図などを丁寧に伝える必要があると思います。ギャップのある事例を見ても企業が気付かなかつたり、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思います。

【松本メンバー】

取引所としては、資料4の内容については社名を出さない形で作成している以上、取引所の立場で個社にフィードバックするというのはかなり難しい面があると思います。投資者の目線とギャップのあるケースが多く見られ、そうした事例を今回のような形（匿名・類型化）で公表していますというのを上場会社にはしっかりと周知し、気付いてもらうというのができる最大限のことだと思います。

いずれフィードバックをする時には、逆に社名を出してしまう方が、分かりにくいところもなく良いと思いますが、そこまでするのでなければ、今回のような形で注意喚起を図っていくというのが良いと考えます。

【熊谷メンバー】

私は三瓶メンバーの意見に大筋賛成で、本来的には企業に伝えるべきではないかと思います。日本には「恥の文化」があります。少し話は変わりますが、大学発のベンチャーが多い都道府県と少ない都道府県があり、最下位の都道府県の知事に対して通告をすると、選挙の公約などに入ったりして一気に最下位から脱出するケースがあります。また企業側も、当事者意識のない企業は、事例が自社の話だと気付いていないことがあります。C F Oのところで握りつぶしてしまうのではなく、経営トップがしっかりと把握して、トップダウンで改善を図ることが重要だと思います。結論として、企業に対して何らかの形で伝えるべきであると思いますが、伝え方には細心の注意を払い、非常にきめ細かく対応する必要があると考えます。

【翁メンバー】

私は松本メンバーの意見に賛成で、取引所として企業に直接伝えるのはどうかと思います。企業側でこうしたギャップのある事例に該当しているのに気付かないというのは大きな問題ですが、そうした企業は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思います。

【池田統括課長】

様々ご意見をいただきありがとうございます。メンバーの皆様からもコメントいただいたとおり、I R担当やC F Oの方は理解していても、経営トップに届いていなかったというケースも多くございます。ですので、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思っております。

【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、ご説明させていただきます。

【山脇調査役】

資料8の「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ページからが、これまでご議論いただいていたMBO・支配株主による完全子会社化に係る企業行動規範の在り方についてです。

3ページは前回ご議論いただいた内容のまとめです。

総論としては、2019年の公正M&A指針や近年の判例を踏まえ、公正な手続きが進展していると評価できる一方で、投資家からは依然として公正性に懸念の声があること、また、指針自体が米国との比較で緩やかな内容になっている中で、取引所として、より遜色ない水準を目指すべきとのご意見を頂戴いたしました。

また、具体的な見直しの内容がその下の各論ですが、1つ目として、特別委員会の更なる機能発揮の観点から、上場規則で求め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の在り方を見直すこと、また、2つ目として、株式価値算定の前提条件に関する開示について、一般株主が価格の公正性に関して適切に判断ができるよう充実させていくことに関して、様々ご意見いただいたところです。

こうしたご意見を踏まえて、4ページが見直しの方向性についてです。

特に、グレーの網掛け部分については、実務への影響も大きいところで、今後、こちらをもとに、事務局にて、市場関係者とも調整のうえ、詳細の検討を進めていきたいと考えております。

まず、特別委員会の更なる機能発揮に向けた意見書の在り方については、支配株主による完全子会社化に加えてMBOも対象とすること。また、20%以上保有するようなその他の関係会社による完全子会社化についても、意見入手の対象とはしないものの、公正性確保措置の実施状況等についてMBOと同様に開示が求められる範囲として例示することも考えられるかとしております。

続いて、意見の入手先について、実務では特別委員会からの取得が通例となっておりますが、上場規則上もしっかりと規定していくことを検討できればと考えております。

また、意見の内容に関しては、単に不利益でないというだけでなく、少数株主が享受すべき正当な利益が確保されているかどうかという観点から、「取引が公正であることに関する意見」の取得を義務付けていくとともに、意見に際して、検討すべき観点を取引所としてもあらためて明示したうえで、それに対する検討の内容や、判断の根拠について十分な説明を求めていくことを想定しております。

なお、関連して、※1ですが、マジョリティ・オブ・マイノリティ条件の設

定などの公正M&A指針で例示されている公正性確保措置について、事案の個別性も踏まえた適切な検討を促していく観点から、措置を講じない場合には、その理由や、どのようにそれを補っているかについて、意見の中でご説明いただくことも検討できればと思っております。

また、前回の会議では、特別委員会の議事録そのものの公表についても、ご意見を頂戴していたところですので、※2として記載させていただきます。

また、株式価値算定の前提条件等の開示については、先般の事務局でのヒアリングの中で、投資家側からは、公正M&A指針で示されている内容に加え、事業計画がどういった前提で作られたものかといった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な数値等の開示等も含め、開示の充実を求める声があること、加えて、上場株式を対価とする場合についても、金銭対価の場合と比較してバリュエーション等が劣後している懸念から、同様に開示の充実を求めるべきとの声があることなどを踏まえて、今後具体的な内容を検討できればと考えております。

続いて、5ページ以降がその他の規範の見直しの進め方についてです。

まず、6ページ目は遵守すべき事項についてです。

遵守すべき事項は、流通市場の機能や株主の権利を阻害するような企業行動を規制するための事項を中心に構成しておりまして、違反した場合には実効性確保措置の対象となります。

以前の会議の中でもご指摘いただきましたように、こうした規範によって、現に問題のある企業行動が抑止されている面もあるかと思っておりますので、必要な規定については今後も維持しつつ、最近の事例でしたり、コーポレートガバナンス・コード策定後の進展や、会社法改正等を踏まえた、全体的な点検を進められればと考えております。

続いて、7ページ目は望まれる事項についてです。

望まれる事項は、上場会社に対して推奨する事項で構成されておりまして、規則上は努力義務として規定されています。コーポレートガバナンス・コードのようにエクस्पラインは求められておりません。

一方で、措置の対象とはなっておらず、また、取組状況の開示も体系的には求められていないことから、上場会社の取組みをどのように促していくかが課題となっている状況です。

そうしたことを踏まえて、グレーの四角囲みが今後の方針ですが、まず、規範の内容に関しては、こちらも同様にコーポレートガバナンス・コードとの重複等を踏まえた全体的な点検を実施しつつ、前回の会議でもご議論いただきま

した「IR機能の確保」など、上場会社として最低限備えるべき姿勢・体制の確保を促すための規範についても、追加していくことを検討したいと考えております。

また、実効性確保に関しては、企業の考え方や取組状況等の開示を体系的に求めていくことが一案と考えております。

その際、企業の開示負担が過度なものにならないよう、その他のコーポレートガバナンス・報告書の記載の内容についても、近年有価証券報告書でもガバナンス情報が充実してきておりますので、そういった重複も踏まえて、全体的な内容を再整理できればと考えております。

8ページはご参考までに企業行動規範とコーポレートガバナンス・コードの違いをお示ししたものです。

また、この2つに加えて、規則外の要請ということで、資本コストや株価を意識した経営などをお願いしているところですが、こうした全体的な体系については維持していくことを想定しております。

最後に10ページがご議論いただきたい事項です。

1点目ですが、前半の、4ページのMBO・支配株主による完全子会社化に関する見直しの方向性（案）のとおり見直しの検討を進めていくことについて、どう考えるかご意見を頂戴できればと思います。

また、2点目として、後半のその他の規範と見直しに関しましても、6、7ページの進め方に基づき見直しの検討を進めていくことについて、どう考えるか、また、その他、個別の規範の見直しの要否やその内容について、ご意見があれば頂戴できればと思います。

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】

まず、MBO・支配株主による完全子会社化に係る企業行動規範についてです。

特別委員会の更なる機能発揮の見直しの方向性については、実務上、取り入れられているものが数多くあると理解しており、それらの項目を見直すことが必要だと思っております。

ただし、経産省の「公正M&A指針」でも指摘されているように、例えば、マジョリティ・オブ・マイノリティ条件の設定が常に望ましいというわけではないものもあります。措置を講じない場合には、その理由や補う方法などの説明を求めることで対応することが考えられます。

特別委員会での検討内容や判断の根拠について、何らかの形で示すことを検討していくことは考えられます。もっとも、公表の方法や形式は様々な意見を聞いて判断する必要があると思われます。特別委員会での闊達な議論を抑制することにならないように留意する必要があります。

株式価値算定の前提条件等の開示の充実については、「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ことが考えられます。また、少数株主保護の観点から、特別委員会がしっかりと議論を行っていくために、特別委員会での株式価値算定書の取得を促進していくことも考えられます。

次に、その他の企業行動規範の見直しでは、事務局の資料でも書かれているように、コーポレートガバナンス・コード策定後の進展などを踏まえた見直しが必要であると考えます。企業の負担にも配慮した対応が求められます。

さらに、一般株主の立場を踏まえた行動が求められる独立社外取締役の独立性の確保が極めて重要です。支配株主との間の取引関係、経済関係、支配的な株主との関係などについて、独立性基準への追加を議論していくことが考えられます。

【松本メンバー】

私は基本的には性善説的な人間なのですが、本件だけは性悪説に立たないといけないと考えています。残念ながら、MBO・支配株主による完全子会社化の場合には、確信犯的に少数株主の利益を棄損しているケースが多いというのが現状だと観察しています。

支配株主による完全子会社化では、買収者の保有する対象会社の株式の割合が高いためにディールが成立してしまうので、確信犯的に安く買おうとしている場合には、株式価値算定の前提条件等の開示といっても、低い価格が提示されてお終いになってしまうと思います。

また、4ページの特別委員会の更なる機能発揮について、意見書の対象行為をMBOも対象とすることは当然として、意見の内容として「少数株主が享受すべき正当な利益が確保されているか」という観点を求めても、「確保しています」という意見が表明されるだけだと思います。

そうすると、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十分

な説明を求めることや、※1のM o Mをはじめとした公正性担保措置を実施しない場合の理由の開示を求めること、※2の議事録の公開を求めることが重要だと思います。

議事録を公開すると活発な議論が阻害されるのではないかという意見もあるようですが、例えば本会議を例に挙げると、議事録が発言者の名前付きで公開されていますが、それによって議論が活発に行われなくなっているとは思えません。かえってアカウンタビリティをもって良い議論ができていると私は捉えており、特別委員会についても同じ効果が期待できるはずです。

本来は、アメリカのようなフィデューシャリー・デューティーが取締役に求められるべきだと思いますが、法律マターですし、経産省のM&A指針も、内容は素晴らしいのですがエンフォースメントが効かないので、MBO・支配株主による完全子会社化の場合には確信犯的に少数株主の利益を棄損しているケースが多いということを前提に、上場規則の企業行動規範でどこまで守れるかを考えなければならないと思います。

【永見メンバー】

4ページの方針について、プロセス自体には違和感ありませんが、特別委員会の構成委員に求められる責任や負担、能力が格段に上がってきていると思っており、その構成や委員に対して言及することも重要だと思います。

例えば、十分な検討がなされるための予算が設定されているのか、責任に見合った報酬が提示されているのか、フィナンシャルアドバイザーの選任など特別委員会に意思決定権限があるのか、といった観点が重要になってくると思います。特別委員会及びその構成委員が、少数株主の利益を確保するための意見を中立的に表明できるよう、実務上担保できる仕組みづくりや、構成や委員についての言及をお願いしたいと思いますし、市場関係者ともよく協議いただきたいと思います。

また、その他の企業行動規範の見直しについて、7ページの「望まれる事項」にある女性役員の選任については、踏み込んで「遵守すべき事項」に入れても良いのではないかと思います。時代的な要請は当然ながら、プライム市場に限定されているものでもあるので、義務としてもいいと思います。

【三瓶メンバー】

4ページについて、後ほどご紹介があるかと思いますが、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は、支配株主に限らず、その他の関係会社を含めて議論しています。グラデーションはあるものの、利益相反関係にあるので、支配株主だけというのは、そうした議論等を踏まえても狭す

ぎると思います。意見入手の対象行為として、「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だと思います。そうすると、「少数株主にとって不利益でないことに関する意見」という表題は、「少数株主・一般株主にとって不利益でないことに関する意見」になるのだと思いますし、そういうスコープで考えるべきだと思います。

意見の内容として、※1でマジョリティ・オブ・マイノリティが挙げられています。MOM条件」と言ってしまうと狭いように思います。公正M&A指針等で示しているのは「株主意思の確認」であって、どういった方法で少数株主・一般株主の意思を確認したのかをきちんと説明できればよくて、「MOM条件」に絞らなくてもよく、あくまで典型的な方法の一つということだと理解しています。一部の措置を実施しない場合の理由の説明等は当然ですし、特別委員会の議事録は公表するに越したことはないと思います。

開示の充実について、計算過程等における具体的な数値等の開示は、全ての投資家が求めている水準ではないと思っており、行き過ぎではないかと思えます。それよりも「考え方」の方がより重要で、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などが重要であり、細かい数値ではなく、こうしたことを考えられているのかどうかの方がより重要だと思います。

7ページについて、熊谷メンバーもおっしゃっていましたが、独立性の確保のみならず、独立性基準の見直しが必要なのではないかと思えます。令和元年会社法改正では、MBO等の場面において、利益相反を回避する観点から社外取締役が取引条件等に関する交渉を行うことは会社法の趣旨にかなっており、そうした行為は部分的な業務執行に該当するものの社外性を失わないということにあえて言及しており、そこまで踏み込んで社外取締役の役割に期待しているわけですが、そういう役割を担える独立性を有した社外取締役がいることが重要だと思います。

ある案件では、独立社外取締役を選任していると明記しているにも関わらず、特別委員会を設置するとなつて初めて特別委員会に入れるような独立性をもった社外取締役が一人もいなかったと開示するなど、会社法やコーポレートガバナンス・コードの意図を無視している事例も見受けられます。蓋を開けてみたら独立性がない嘘の“独立”社外取締役が存在することは問題であり、そういうことがないような独立性基準を見直す必要があると思います。そして、

それを備えた独立社外取締役がいる中で、有事には会社法に則って交渉する役割を担うことができるということでないともそもそもが成り立たないと思います。

【黒沼メンバー】

MBO・支配株主による完全子会社化の見直しの方向性について、特別委員会の設置と意見の入手を上場規則上義務付けることに賛成します。実際にこれらの取引ではほとんどの場合で特別委員会を設置し、意見入手していると思われるのですが、上場規則の「遵守すべき事項」として規定を設けることに意味があると思います。

そのうえで、特別委員会における検討内容や判断の根拠について、十分な説明を行わなければならない旨を上場規則上も明示することにも賛成です。義務として明示するというのと理解していますが、「十分な」というのは幅がある概念なので、遵守すべき事項として執行可能なように規定を置く必要があるのではないかと思います。

意見の内容について、公正M&A指針で例示されている公正性担保措置を実施しない場合の理由の説明や代替措置を求めることには賛成ですが、個人的には、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考えています。

また、特別委員会の議事録の公表について、私はやや消極的で、例えば、いくつかの案を比較考慮して判断した旨を正直に書いた場合、反対派の株主から揚げ足取りのように決議取消訴訟や決議無効の訴えを提起される恐れがあり、議事録の公表を要求したがゆえにかえって検討がきちんに行われぬ可能性があるのではないかと思います。ただ、これは実務がわからないので、私の感触です。

【翁メンバー】

資料の4ページにある、上場規則上、特別委員会の設置・検討と意見の入手を義務付けることに私も賛成です。また、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ければならない旨を定めることについても賛同します。特に価格の問題は常に大きな問題となりますので、資料に書いてあるように、第三者の外部フィナンシャルアドバイザーを選任して評価額の算定をすること、そしてMOM条件の設定を行うということを基本としつつ、対応しない場合には説明を求める方向としていくことが大事だと思っています。

特別委員会については、形骸化・萎縮の懸念はあるものの、一定程度の開示強化が必要ではないかと考えます。また、株式価値の算定基準について、事業計画の前提となる考え方がしっかり開示されることも、重要ではないかと思

ますし、特別委員会の構成員は基本的に独立社外取締役であることを考えると、先ほども議論があったように、独立性の要件について改めて見直していくことも大事ではないかと思えます。

企業行動規範全体のCGコードとの調整については、極力、企業にとっての重複感がないようにしていくことが重要であり、CGコードが充実している中、企業行動規範として重要なものは残しつつ、代替できるものはCGコードに吸収していくというスタンスが良いのではないかと思えます。

【内田メンバー】

やむを得ない部分もあろうかと思いますが、特別委員会や独立社外取締役に、全ての負荷が寄せられる方向になりかねないようなも思われます。支配株主がいる場合、支配株主“等”がいる場合など、それぞれ特殊な環境に置かれる中で、具体的なアイデアがあるわけではありませんが、どのようにワークさせるのかということも考えていただくと良いのではないかと思えます。

また、支配株主“等”、いわゆるその他の関係会社などがある場合について、先ほどはグラデーションという話もありましたが、少数株主・一般株主の利益が棄損されるようなことが容易に起こりうる状況も想定できるため、少数株主・一般株主にとって不利益にならないような取組みは、支配株主がいる場合と同じくらい厳しくてもいいのではないかと思えます。いずれにせよ、今後の検討において、考え方を示す際などに、何らか盛り込む必要があろうかと思えます。

【松本メンバー】

経産省の「公正なM&Aの在り方に関する指針」も、我が国のこの問題は独立社外取締役に頑張ってもらうのだと読めるくらいの内容になっており、そういう方向で対応すべきだと考えますので、独立社外取締役の意識・能力を今後高めていくため、しっかり取り組むべきだと思います。

議事録の公表に関しては、特別委員会のメンバーは基本的に独立社外取締役であり、会社法上、上場企業の取締役会の議事録は社外取締役の発言含めて記録しないとイケないとすると、取締役会でもともと議論がしっかりなされていれば、株主はその議事録の閲覧請求をすることにより、発言内容がわかるはずで、私が観察する限り、今日の問題は、果たしてしっかり議論がされているのかということであり、買収側のFAから提出された算定書などをもって、議論がなされずに、売却側の少数株主としても問題なしということになっていないかということです。特別委員会の議事録を公開させるというプレッシャーをかけることで、売却側の少数株主にとって問題あるかないかがしっかり議論さ

れるようになると思いますが、どのみち取締役会の議事録でも載るべき内容だとすると、先ほど黒沼メンバーからご指摘があったような特別委員会のメンバーのリスクはあまり変わらないのではないかと思います。

【渡邊部長】

ありがとうございました。

続きまして、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の議論の状況について、ご説明させていただきます。

【山脇調査役】

お手元の資料9が、直近10月17日の会議資料でございます。

はじめに、4ページが親子上場等に関するこれまでの経緯をまとめたものです。

東証では、親会社と少数株主の間の潜在的な利益相反関係を踏まえ、2007年に子会社上場に関する考え方を表明したうえで、少数株主保護のための上場制度を段階的に整備してまいりました。

加えて、近年では、少数株主保護を適切に図る必要性が生じることも踏まえ、どのようにグループの全体最適を図っていくかという観点から、グループ経営の在り方そのものをあらためて検討する必要性も高まっております。

5ページは、先ほどご説明した2007年の「親会社を有する会社の上場に対する考え方」をご参考までに載せております。

当時は、親会社の決算対策など、安易な目的での子会社上場が見られる中で、少数株主との利益相反のおそれがある子会社上場については、必ずしも望ましい資本政策とは言い切れなかったといううえで、少数株主の利益への一層の配慮や、投資者に対するアカウンタビリティの遂行をお願いしたものです。

続いて6ページが、上場子会社等の数・割合の推移です。

上場子会社については、近年の完全子会社化や子会社株式の売却の動きにより、引き続き緩やかに低下しております。

一方で、親会社ではないものの、20%以上の大株主を有する上場会社の数は、引き続き増加傾向にありまして、直近の2024年で1000社弱となりました。これらについても、議決権行使比率やガバナンスに関する契約等によっては、相応の影響力が行使されている可能性がある一方で、実態が不透明との指摘がございます。

続いて10ページまで飛びますが、そうした状況も踏まえ、東証では、昨年末に、親子関係にある上場会社や、持分法適用関係にある上場会社を対象に、少数株主の投資判断に際して十分な予測可能性を確保する観点から、少数株主保護やグループ経営に関する記載上のポイントを、あらためて整理し、公表しております。

直近の会議では、ページ下の緑色のボックスのとおり、本年6月の総会後に提出されたコーポレートガバナンス報告書をもとに、開示状況のフォローアップを実施しております。

まず、12ページ以降が、親子関係にある会社の開示の状況についてです。

上場子会社には少数株主が存在しておりますので、親会社は、少数株主保護を図る必要性も踏まえたうえで、どのようにグループの全体最適を図っていくか、その際上場子会社化として保有することに合理性があるかについて、株主・投資者に説明していくことが期待されます。

親会社の開示は、12ページのとおりですが、子会社を保有・上場しておくことの合理性や事業ポートフォリオ戦略の考え方については、それぞれ8割、5割と比較的開示が行われました。

一方で、開示の内容としては、上場による取引先の拡大や人材確保といったメリットに言及する事例が多く、デメリットとの比較や、完全子会社として保有することなどの他の保有形態との比較での合理性にまで言及する事例は少なかったところです。

また、子会社側については、14ページですが、親会社の事業ポートフォリオ戦略における自社の位置づけなどのグループ経営の方針に関する開示は、2～3割に留まっており、実際に、親会社側が開示に積極的でないことから自社も開示が難しいといった声が聞かれております。

また、16ページ、17ページのような、少数株主保護のための子会社のガバナンス体制の確保のための方策、特に関心の高い、子会社の役員の選解任への親会社の関与や議決権行使等の考え方については、親子ともに2割程度の開示に留まりました。

また、19ページまで飛びまして、昨年末の整理では、持分法適用関係にある上場会社についても、新たに、少数株主保護やグループ経営についての開示を推奨しています。

一方で、実際の開示状況を見ますと、上場関連会社を有する上場会社は61社、その他の関係会社を有する上場会社については144社が開示を行っており、前半でもご紹介したように、親会社でない20%以上の大株主を有する会社が

1,000社程度存在することを考えれば、現時点ではまだまだ開示は限定的となりました。

そうした開示の状況も踏まえて、21ページが同会議での議論の内容となります。

具体的には、足もと、上場会社をはじめとする市場関係者から、「親子上場等に対するそもそもの東証のスタンスや施策の方向性が見えづらいため、開示や、その前段階としてのグループ経営の在り方の検討を進めにくい面がある」といった声も聞かれていることを踏まえ、今後上場会社において、自発的に取組みが進んでいくよう、東証として、「親子上場等に対する考え方と今後の方針」をあらためて整理し、メッセージとして発信していくことを議論しております。

会議において提示した事務局の案は、22ページのとおりですが、これまでも注力してきた、子会社の少数株主保護に関しては、今後も適切に果たされる必要があり、引き続き、少数株主保護の観点から、必要な上場制度の整備について、継続的に検討していく旨をあらためて明示しております。

加えて、今回、親会社側の経営そのものの問題でもあるといったメッセージもあらためて発信できればと考えておりました。具体的には、3ポチ目に記載しておりますが、グループ経営におけるシナジーの面のみならず、少数株主保護を適切に図る必要性が伴うことも踏まえて、どのようにグループの全体最適を図り、中長期的な企業価値向上を実現していくかについて、あらためて取締役会で検討のうえ、自社の株主・投資家への説明責任を果たしていくことが求められる旨を記載しております。

なお、こちらに関しては、資料10にございますように、同会議のメンバーの皆さまからは様々ご意見いただいたところですので、ご意見を踏まえて修正のうえで、今後、正式に公表・発信していく想定です。

また、先ほどご紹介したグループ経営等の開示についても、フォローアップを継続していく想定として、今後投資家にもヒアリングをおこなったうえで、年明けを目途に、記載のポイントを踏まえた開示の事例集を取りまとめのうえで、公表できればと考えております。

ご説明は以上となります。

【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。いかがでしょうか。

【翁メンバー】

資料の22ページの3点目には、「少数株主保護を適切に図る必要性が生じる」とありますが、少数株主保護は有事だけでなく常に必要なものであり、そのような言い方のほうがいいのではないかと思います。たとえば、上場親会社と上場子会社で取引関係がある場合に、その取引が適切な価格で行われているかということは、少数株主を意識したうえで、しっかりと双方の会社の取締役会で議論されるべきだと思います。

そのことを社外取締役がどの程度意識しているのかはやや疑問に思うところもあり、社外取締役の意識を高めるための啓蒙はもちろんのこと、親子間の取引関係などについてどのように対応しているのか、方針の開示を求めてもいいくらいだと思います。親会社と日常的に取引関係があるタイプの上場子会社もあるので、せめて考え方くらいは開示を求め、社外取締役のモニタリングがしっかり行われていることが外部からわかるといいと思います。

【三瓶メンバー】

私はこの研究会にも参加していますが、先ほどご説明いただいたように、東証の要請を受けて、一部の項目では比較的開示が進んでいるものの、その他の項目では開示が進んでいないという状況にあります。非常に重要な話をしているのにこれだけ出来ていないというのは、かなり由々しき問題です。

先ほど企業行動規範について議論をしましたが、この要請で示している記載上のポイントとなる事項は、一部を除き、企業行動規範の遵守すべき事項や望まれる事項などの上場規則にも、CGコードにも含まれないという状況です。株式市場で最も数が多いのは少数株主及び一般株主であり、その保護が出来ていないのは大変問題なので、開示のポイントの相当部分が企業行動規範の遵守すべき事項に盛り込まれるべきだと思います。ただ、それを急に行っても、何のことだ、となってしまうかもしれないので、いずれ盛り込むということをアナウンスしながら本気で対応してくださいと促し、あるときに遵守すべき事項に相当部分を入れるようにすべきです。そうしないと、このような非常にまばらな開示、すなわち自社にとって都合のいいところは開示するけれども、あまり関心がないところは開示しないということが放置されることとなります。その状況についてエンフォースメントができないというのは、大きな問題だと思います。

【渡邊部長】

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、次回の日程についてご説明します。

【池田統括課長】

本日も活発なご議論をいただきまして、誠にありがとうございました。

なお、事前説明の際のご説明と重複いたしまして恐縮でございますが、当会議の開催日程の公表に関しましてご連絡でございます。

これまでは会議前日に開催日をホームページ上で公表しておりましたが、市場関係者の皆様から、開催日当日にタイムリーに資料等を確認するために予め日程を把握しておきたいとのご要望を多くいただくところがございます。

そこで、次回の会議から、開催日の前にホームページ上で日程を公表したいと考えているのですが、皆様から事前説明の際に頂戴いたしましたご意見も踏まえまして、開催日の1週間前にホームページ上で日程を公表することとさせていただきます。

議題につきましては、また事前説明でご相談させていただければと存じますが、今回、スキップしてしまいましたグロース市場についても、現在、多くの方と意見交換も進めておりますので、次回のご議論いただければと思います。

【渡邊部長】

それでは、以上をもちまして本日は散会と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願いいたします。