

2025 年 5 月 14 日

株式会社東京証券取引所  
上場部 御中

株式会社ナナホシマネジメント  
代表取締役 松橋 理



**「MBOや支配株主による完全子会社化に関する上場制度の見直し等について」  
に対する意見**

株式会社ナナホシマネジメント（以下「弊社」といいます。）は、金融商品取引法に基づき適格機関投資家等特例業務の届出を行っており、ファンドの運営及び自己資金による投資を通じて、日本株式への投資並びに投資先企業への働きかけを行っております。弊社は、下記のとおり、意見を申し述べます。

**記**

**意見①**

支配株主等による完全子会社化、MBO、その他の関係会社等による完全子会社化等が公開買付けの方法で行われる場合に、公開買付けの対象となる上場会社の取締役会がPBR1 倍を下回る水準の公開買付価格を妥当だと判断する場合には、その判断理由を明らかにし、併せて特別委員会がその理由の妥当性を検討・判断するように定めていただくべく存じます。

**理由①**

PBR1 倍割れが問題視される中で「資本コストや株価を意識した経営」の実践が求められているところ、多くの上場会社はPBR1 倍以上の達成を目指すための取り組みを公表しています。しかし、当該取り組みの実施過程において上場廃止が行われた場合、上場会社の取締役会によるPBR1 倍への改善計画を信じて株式を保有している株主は、その水準に到達する前に株式を手放さざるを得なくなります。これは、株主の立場からすれば到底容認できる行為ではありません。そのため、上記公開買付けの対象となる上場会社の取締役会がPBR1 倍を下回る水準の公開買付価格を妥当だと判断する場合、なぜ当該取り組みを途中で放棄し、そのような水準の公開買付けに賛同するに至ったのかについて、一般株主が納得できる十分な説明を求めるものです。

## 意見②

IR 体制の整備義務を果たさない場合、特別注意銘柄への指定を行う取り扱いを徹底していただくこと、及び改善が認められない場合は有価証券上場規程に基づき上場廃止となる取り扱いを行うことを明確化していただきたいと存じます。

## 理由②

上場会社として株式市場で資金調達している以上、株主及び株式投資家を無視した経営はできません。

2024 新規上場ガイドブック（プライム、スタンダード及びグロース市場編にそれぞれ共通。）によれば、新規上場時の社長面談におけるヒアリング項目として「IR 活動の取り組み方針」が定められており、事実上、上場会社には IR 活動を継続的かつ組織的に行うことができる体制が既に求められています。そのため、上場後に IR 体制の整備義務を果たしていない企業が存在すること自体が異常事態と捉えるべきです。この点、2025 年 4 月 30 日付「IR 体制の整備義務化に係る対応・留意点について」5 頁において「IR 体制が全く整備されていない場合は、公表措置等の実効性確保措置の対象となる場合があります。」と説明されています。もっとも、IR 体制の整備義務を遵守させる観点から、公表措置ではなく、「(改善が認められない場合に上場廃止となる) 特別注意銘柄への指定」を徹底していただくこと、及び改善が認められない場合は上場規程に基づき上場廃止となる取り扱いを行うことを実効性確保措置として明確化していただきたく存じます。

以上

14 May 2025  
Tokyo Stock Exchange, Inc.  
Listing Department

**Re: Opinion Regarding “Revisions to the Listing Rules Regarding MBOs and  
Subsidiary Conversions”**

Dear Sirs or Madams,

We, Nanahoshi Management Ltd., hereby submit our opinion concerning the proposed amendments to the "Revisions to the Listing Rules Regarding MBOs and Subsidiary Conversions" as follows:

**Opinion 1**

In cases where a listed company is subject to a takeover bid conducted as part of a management buyout (MBO), conversion into a wholly-owned subsidiary by a controlling shareholder, or by another related company, and the board of directors of the listed company deems a tender offer price below a PBR (price-to-book ratio) of 1.0x to be appropriate, we respectfully request that the rationale for such judgment be clearly disclosed and that the special committee be required to deliberate and evaluate the appropriateness of that rationale.

**Reason 1**

At a time when sub-1.0x PBR levels are increasingly viewed as problematic, listed companies are expected to implement “management with an awareness of capital costs and share price.” Indeed, many companies have disclosed their commitment to initiatives aimed at achieving a PBR above 1.0x.

However, if delisting occurs during the course of such initiatives, shareholders who continued to hold shares in reliance upon the board’s improvement plan towards a 1.0x PBR would be forced to sell their shares before that target is reached. From the perspective of general shareholders, this is clearly unacceptable.

Accordingly, in cases where the board of directors of a listed company supports a tender offer price below a 1.0x PBR, it must provide a detailed explanation that enables general

---

NOTHING IN THIS DOCUMENT AND ENCLOSED DOCUMENTS OR ANY INFORMATION PROVIDED HEREIN SHOULD BE CONSTRUED AS AN OFFER, INVITATION, MARKETING OF PRODUCTS, ADVERTISEMENT, INDUCEMENT, OR REPRESENTATION OF ANY KIND, OR ANY ADVICE OR RECOMMENDATION, TO BUY OR SELL ANY INVESTMENT PRODUCTS OR TO MAKE ANY TYPE OF INVESTMENT, OR AS AN OPINION ON THE MERITS OR OTHERWISE OF ANY PARTICULAR INVESTMENT OR INVESTMENT STRATEGY UNLESS INDICATED OTHERWISE. THE INFORMATION SHOULD NOT BE RE-TRANSMITTED, REPRODUCED, OR PUBLISHED WHOLE OR IN PART. ANY UNAUTHORIZED USE IS STRICTLY PROHIBITED.

shareholders to understand why the board abandoned the previously declared initiatives and why it supports a transaction at such a valuation.

## **Opinion 2**

We respectfully request that it be explicitly stated that failure to fulfil the obligation to develop an investor relations (IR) system will result in designation as a Securities Under Supervision (Post-Improvement Period) issue, and that in cases where no improvement is observed, delisting procedures will be undertaken pursuant to the Securities Listing Regulations.

## **Reason 2**

As listed companies raise funds from the capital markets, it is impermissible for them to operate in disregard of shareholders and investors.

According to the 2024 Guidebook for Initial Listings (applicable to the Prime, Standard and Growth Markets), the CEO interview includes questions regarding the company's IR policy. In effect, this means that companies are already expected to maintain an IR framework that functions in a continuous and systematic manner.

Therefore, the existence of listed companies that fail to fulfil this obligation after listing must be regarded as highly irregular.

This point is further supported by the document titled "Measures and Points in Preparation for Making IR System Development Mandatory" (Tokyo Stock Exchange, 30 April 2025), which states that "if a listed company does not develop an IR system at all, enforcement measures such as public announcement measures may be taken to ensure effectiveness". However, in order to ensure compliance, we respectfully request that stronger measures be adopted—namely, the consistent designation of such companies as Securities Under Supervision (Post-Improvement Period) and, where no improvement is observed, that delisting procedures be taken in accordance with the Securities Listing Regulations.

Yours faithfully,

Satoru Matsuhashi

Founder CEO at Nanahoshi Management Ltd.