

金融審議会 市場構造専門グループ(第1回)

市場構造の在り方等の検討について フィデリティ投信が東京証券取引所に提出した意見書より(抜粋)

2019年5月17日(金) 16:30-18:30

三瓶 裕喜
ヘッド オブ エンゲージメント

フィデリティ投信株式会社

Contents

- I. フィデリティが重要と考える論点
 - 1. 東証1部とTOPIX—TOPIXの特殊性
 - 2. 新興市場の統合
 - 3. 退出ルールと投資家保護
 - 4. 現実的な問題—TOPIX ETF
- II. 東証「論点ペーパー」の7つの意見募集事項

I. フィデリティが重要と考える論点(1/2)

1. 東証1部とTOPIX—TOPIXの特殊性(P.3【図表1】ご参照)

■ 取引所または市場第一部への期待:「上場企業数の増加」

- ①リスク・キャピタルへのアクセス
- ②社会的評判、信用、公開企業として一定の基準を満たしているという暗黙の保証
- ③透明性ある株式報酬制度などインセンティブ
- ④取引所自身の競争力向上や成長(上場企業数の増加による市場の拡大)

■ 機関投資家のベンチマークとしての重要な要件:「質の継続的向上」

- ①流動性(売買出来高)
- ②構成銘柄数を一定に保つことによる‘品質保証・品質向上’
- ③入替ルール、見直しのタイミング等、安定した規律
- ④アセットアロケーション、ヘッジ・ツールとしての先物等デリバティブの整備

⇒市場構造の在り方等を検討する上での重要な条件

- 1. 「TOPIXの範囲」と「市場第一部」の切り離し
- 2. それぞれが独立した規律の下、運営されること

出所: フィデリティ投信より東京証券取引所に提出した「市場構造の在り方等の検討に係る意見書」より抜粋

【図表1】 Benchmark Index or Listing Market, Asset owners' view

TSE 1st Section = widely used benchmark 'TOPIX'

Benchmark Index: investors' perspective

- Liquidity – free float adjusted
- Limited number of members
- In/out systematic rules
- Hedging instruments

Asset owners'/pension consultants' perspective

- Characteristics focused – style, segment index
- Broader investment opportunities

Listing Market: companies' perspective

- Access to capital
- Reputation, certificate, threshold
- Stock incentive plan
- Exchange's expansion-oriented mindset

出所: フィデリティ投信より東京証券取引所に提出した「市場構造の在り方等の検討に係る意見書」より抜粋

I. フィデリティが重要と考える論点(2/2)

2. 新興市場の統合

- エスタブリッシュした市場第一部と新興市場という単純明快なメッセージ。
⇒したがって、新興市場は統合して一つの市場とすべき。

3. 退出ルールと投資家保護

- 上場廃止に至るまでの一定期間留まる‘特別’な市場区分の必要性(現状の監理ポスト、整理ポストに相当)。

4. 現実的な問題—TOPIX ETF

- TOPIXと市場第一部を切り離さない場合、既に拡大を続けている市場第一部を規律あるスリム化に向かわせる場合の影響は大きく、その責任とコストを誰が担うのかを考慮する必要があるのではないか。
- 流動性が限られる銘柄について、通常の出来高をはるかに超えるような規模の取引によって価格に著しい影響を与える状況を看過するのは、市場のあるべき管理・監督として不適切である。

出所: フィデリティ投信より東京証券取引所に提出した「市場構造の在り方等の検討に係る意見書」より抜粋

II. 東証「論点ペーパー」(1/2)

意見募集事項

①新興企業に対する上場後の成長の動機付けの在り方についてどう考えるか

- 新興市場に上場する企業に対し‘成長の動機付け’がそもそも必要か。
- 市場第一部へのステップアップ基準は、市場第一部への直接上場の基準と同じにすべき。
- ‘やる気のある企業’にとっては成長へのインセンティブとなり、且つ、代表市場としての質的期待水準を維持することにつながると考える。

②新興企業向け市場における上場基準等の在り方についてどう考えるか

- 上場要件(実質基準)について、新興市場は一本化し、「企業の継続性及び収益性」(P.6【図表2】)以外は、市場第一部・第二部と同様にすべき。
- 全上場企業がコーポレートガバナンス・コードの適用対象になるが、企業規模等の理由によりコンプライできない事項はエクスプレインすればよい。コードが適用され、適宜エクスプレインを熟慮することで、株主が上場企業に求める規律を常に念頭に置くよう促す効果が期待できる。

③実績のある企業向け市場における上場基準等の在り方についてどう考えるか

- 株主数基準は必要ではないのではないか。欧米では株主の機関化が進んできたが、そのことは市場の効率性(流動性、価格形成など)から問題ないことが明らかである。株主数基準は、むしろ事業会社同士の持ち合いの理由になったり、機関化を妨げることにもつながると懸念する。

出所：フィデリティ投信より東京証券取引所に提出した「市場構造の在り方等の検討に係る意見書」より抜粋

【図表2】



エントリー市場の上場要件（実質基準）

本則市場 (市場第一部・第二部)	マザーズ	JASDAQ スタンダード	JASDAQ グロース
1.企業の継続性及び収益性 継続的に事業を営み、 かつ、安定的な収益基 盤を有していること	1.事業計画の合理性 当該事業計画を遂行するた めに必要な事業基盤を整備 していること又は整備する 合理的な見込みのあること	1.企業の存続性 事業活動の存続に支障 を来す状況にないこと	1.企業の成長可能性 成長可能性を有してい ること
2.企業経営の健全性 事業を公正かつ忠実に遂行し ていること	2.企業経営の健全性 事業を公正かつ忠実に遂行し ていること	2.企業行動の信頼性 市場を混乱させる企業行動を 起こす見込みのないこと	2.企業行動の信頼性 市場を混乱させる企業行動を 起こす見込みのないこと
3.企業のコーポレート・ガバナ ンス及び内部管理体制の有効性 コーポレート・ガバナンス及 び内部管理体制が適切に整備 され、機能していること	3.企業のコーポレート・ガバナ ンス及び内部管理体制の有効性 コーポレート・ガバナンス及 び内部管理体制が、企業の規 模や成熟度等に応じて整備さ れ、適切に機能していること	3.健全な企業の統治及び 有効な内部管理体制の確立 企業規模に応じた企業統治及 び内部管理体制が確立し、有 効に機能していること	3.健全な企業の統治及び 有効な内部管理体制の確立 成長の段階に応じた企業統治 及び内部管理体制が確立し、 有効に機能していること
4.企業内容等の開示の適正性 企業内容等の開示を適正に行 うことができる状況にあるこ と	4.企業内容、リスク情報等の 開示の適切性 企業内容、リスク情報等の開 示を適切に行うことができる 状況にあること	4.企業内容等の開示の適正性 企業内容等の開示を適正に行 うことができる状況にあるこ と	4.企業内容等の開示の適正性 企業内容等の開示を適正に行 うことができる状況にあるこ と
5.その他公益又は投資者保護の 観点から当取引所が 必要と認める事項	5.その他公益又は投資者保護の 観点から当取引所が 必要と認める事項	5.その他公益又は投資者保護の 観点から当取引所が 必要と認める事項	5.その他公益又は投資者保護の 観点から当取引所が 必要と認める事項

出所：東京証券取引所

II. 東証「論点ペーパー」(2/2)

意見募集事項

④ステップアップ先の市場の上場会社として求められる基準・義務についてどう考えるか

- 「市場第一部」上場で得られる社会的信用は合理的な裏付けが必要: 1) 透明性の高い企業情報開示、2) 少数株主との利益相反性の排除監督、3) 企業価値の向上。
- 株主として有利な投資リターンが得られること、上場企業としては効率的に資本へアクセスできることが達成されるべきである。
- 「市場第一部」上場という広く一般に浸透している“信用”に相応しい品質の維持向上が不可欠。
- 考慮されるべき各種KPIとして、長期成長力、ROE、ROIC、時価総額、流動性(出来高)等がある。
- 少なくとも年1回、(株主総会以外に)決算説明会へCEOは登壇(CGコード基本原則3および5関連)すべき。

⑤ステップアップ先の市場の上場会社として求められる基準・義務を満たさなくなった場合の取り扱いについてどう考えるか

- 例えば、要件充足率70%未満の場合(判定は一時点ではなく3年平均など)、退出措置を取る。ただし、要件履行を困難にする市場共通の重大な問題が発生している場合はこの限りではない。(Material Adverse Effect Clause)

⑥上場廃止の在り方についてどう考えるか

- 投資家保護の観点から、注意喚起、現金化のプロセス整備が必要。

⑦その他上場制度上の課題等について

- 前掲 I. の論点

出所: フィデリティ投信より東京証券取引所に提出した「市場構造の在り方等の検討に係る意見書」より抜粋

重要情報

- 当資料は、信頼できる情報をもとにフィデリティ投信が作成しておりますが、データの正確性・完全性について当社が責任を負うものではありません。
- 当資料に記載の情報は、作成時点のものであり、市場の環境やその他の状況によって予告なく変更することがあります。また、いずれも将来の傾向、数値、運用結果等を保証もしくは示唆するものではありません。
- 当資料にかかわる一切の権利は引用部分を除き当社に属し、いかなる目的であれ当資料の一部又は全部の無断での使用・複製は固くお断りいたします。