

金融審議会市場構造専門グループ(第1回)提出資料

市場構造の在り方等について

令和元年5月17日

井口 譲二

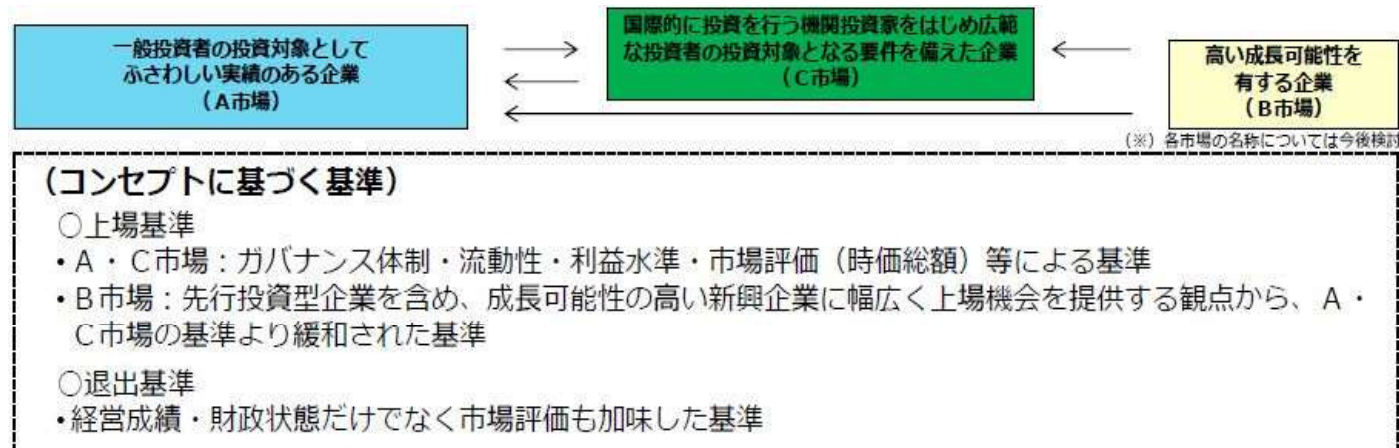
(金融庁金融審議会市場構造専門グループ委員)

本日の報告は以下の3点

- 市場構造の在り方(東証の論点整理に基づき)
- 東証株価指数(TOPIX)の在り方
- B 市場(高い成長の可能性を有する企業)の在り方

市場構造の在り方に対する基本的な考え方について

- 東京証券取引所が策定した以下の論点整理(2019年3月)に賛同
 - 特に、c 市場の「ステップアップ市場」としての役割の明確化に賛同。
 - ⇒ 「ステップアップ市場」に、日本の資本市場全体の底上げ機能を期待。
 - c 市場が「我が国経済（社会）を代表し、牽引していく企業が上場する市場」（東証：論点ペーパー2018年12月）とすると、上場基準において、市場評価（時価総額）に加え、企業の持続的な成長を支える、ガバナンス体制などの質的な項目も考慮する必要があると考える。



(出所) 東証「市場構造の問題と改善に向けた論点整理」より抜粋

c 市場上場基準における質的項目の考慮について①

【 東証の「市場構造の在り方」意見募集に対する投資家団体の意見書（報告者抜粋） 】

➤ ICGN(グローバル機関投資家団体)(2019年1月、報告者仮訳)

日本では、コーポレートガバナンスの要求事項と市場区分の間に関連はないが、このような関連づけは、ガバナンスの進化を促進することとなろう。、、、また、このことは、上場企業に対し、よいガバナンスとは何かを示すことともなる。

➤ スチュワードシップ研究会(2019年1月)

1 部上場企業の「数」が多いこと自体の問題というよりも、「質」(収益、時価総額、流動性、経営体制・ガバナンス、情報示など)の低い企業が多数含まれていることが問題と認識している。、、、コーポレートガバナンスや情報開示の面でも、より厳格な基準を適用されることが望ましい(例えば、指名委員会、報酬委員会の設置の推奨、英文開示の奨励など)。



【 質的項目で重要となる要素 】

質的項目を上場基準として、実効的なもの(資本市場改善に寄与)とするには、以下の2つの要素を満たすことが重要と考える。

➤ c 市場を目指す企業が、客観的に認識可能な項目

⇒何をすれば c 市場に上がれるかを明確に認識できる必要

➤ 投資家が企業価値向上に資すると考える項目

③ 市場上場基準における質的項目の考慮について②

- ③市場上場基準において、考慮することが妥当と考える質的項目は以下のとおり

【 ① コーポレートガバナンス・コードにおける重要項目へのコンプライ (comply) 】

- 「原則 4－8：独立社外取締役の有効な活用（独立社外取締役2名以上を求める）」 「補充原則 4・10 ①：独立した指名・報酬委員会の設置」へのコンプライ。

（ガバナンス・コードへの連動の意義）

- ✓ 企業の適切なガバナンスは進化。（絶対水準で社外取締役〇人としても将来的に妥当ではない）
- ✓ この点、ガバナンス・コードは企業の状況に合わせ、「ベストプラクティス集」としてアップデートされると予想
- ✓ ガバナンス・コードにおける上記のふたつの原則は、投資家にとっても重要な項目。また、企業も、主観的判断を加えず、客観的に認識可能（東証D Bにもあり）

【 ②（年次）有価証券報告書の英文開示 】

- ③市場の考え方にある、国際的な投資を行う機関投資家への情報提供として不可欠と考える。

【 ③ 買収防衛策の廃止など 】

- 株主総会において反対率が高い項目、買収防衛策はおおむね全ての機関投資家が否定的にとらえる。

(ご参考) c 市場上場基準の質的項目について

【原則4－8. 独立社外取締役の有効な活用】

独立社外取締役は会社の持続的な成長と中長期的な企業価値の向上に寄与するように役割・責務を果たすべきであり、上場会社はどのような資質を十分に備えた独立社外取締役を少なくとも2名以上選任すべきである。

また、業種・規模・事業特性・機関設計・会社をとりまく環境等を総合的に勘案して、少なくとも3分の1以上の独立社外取締役を選任することが必要と考える上場会社は、上記にかかわらず、十分な人数の独立社外取締役を選任すべきである。

⇒現状、明確に、2名以上の独立社外取締役の設置を求める

【補充原則4-10①】

上場会社が監査役会設置会社または監査等委員会設置会社であって、独立社外取締役が取締役会の過半数に達していない場合には、経営陣幹部・取締役の指名・報酬などに係る取締役会の機能の独立性・客観性と説明責任を強化するため、取締役会の下に独立社外取締役を主要な構成員とする任意の指名委員会・報酬委員会など、独立した諮問委員会を設置することにより、指名・報酬などの特に重要な事項に関する検討に当たり独立社外取締役の適切な関与・助言を得るべきである。

⇒独立した指名・報酬委員会の設置を求める

(委員会の過半数に社外取締役を求めていると認識するが、議長に社外取締役を求めているか否かまでは明確でないため、明確化の必要ありか)

東証株価指数(TOPIX)の在り方

【C市場とA市場の一部を対象とする指数の検討】

- 優良な企業に資本を提供するという観点から、TOPIX指数はC市場上場企業を中心に構築されるべき、と考える。
- しかし、C市場の在り方次第にもよるが、以下の実務的な課題が発生する可能性があることから、市場評価（時価総額・流動性など）を軸として、A市場上場企業の一部もTOPIX指数に含まれる必要もあるのではないか、と考える。

(実務的な課題)

- 「TOPIX指数=C市場」の場合には、ベンチマークとしての役割から以下の実務的な課題が発生する可能性があると考ええる。
 - ・ C市場のサイズにもよるが、TOPIX指数の銘柄に大きな変更（例えば、銘柄数の大幅な縮小）が生じた場合、現状、投資実務で幅広く活用されている指数との間での継続性の喪失、アクティブ運用におけるベンチマークとしての有効性低下（ベンチマーク外銘柄への投資増）などが生じるリスクがある。
 - ・ C市場に質的な項目を加味した場合、（例えば、ガバナンス・コード改訂時などに）TOPIX指数が不安定化するリスク。
 - ・ また、TOPIX指数に大幅な変更がある場合、移行時リスクにも配慮する必要があると考ええる。
- 一方、A市場の全ての銘柄がTOPIX指数に含まれる場合、パッシブ運用者は、流動性の面で問題がある銘柄までも保有せざるをえなくなる。市場評価（時価総額・流動性など）を軸として、絞りこまれることが望ましいと考える。
- A市場を市場評価（時価総額・流動性など）の観点で二つに分ける（TOPIX内・外）可能性についても考慮の余地あり、と考える。

B 市場(高い成長可能性を有する企業)の在り方

【新興企業に資金提供/育成 と 投資家保護の観点が必要】

- 現状のマザーズ等の新興市場をひとつにまとめる方向性には賛同。
- 「C 及びA 市場」と市場区分を明確にし、投資家保護を図った上で、B 市場には「バイオ産業」をはじめ、今後の日本を支える新興企業が上場しやすい仕組みを整える必要があるのでは、と考える。
 - ⇒具体的には、利益基準⇒市場評価基準（時価総額・流動性）の一段の重視
- *経済産業省「バイオベンチャーと投資家の対話促進研究会」（2018年4月）最終報告書（P43）では、マザーズ・JASDAQ の基準を米国NASDAQ 市場上場銘柄に適用すると、いくつかの著名な企業が上場廃止になるとの論考がある。
- 但し、香港市場やシンガポール市場のバイオ企業向け等におけるガバナンス基準緩和（複数議決権行使株発行の容認）は、海外投資家の大きな反発を招いており、ガバナンス面における緩和は慎重に考える必要がある。

本意見書は、個人的な見解であり、活動する団体や所属組織を代表する意見ではない。