

## 市場構造の見直しについて

2019年10月23日

弁護士 武井一浩

### 一 C市場について

1 日本では、上場（あるいは1部上場）ということに（資本市場の観点だけでなく）社会的機能・社会的意義が強くリンクしている状況にある。

2 「国際的に投資を行う機関投資家をはじめ広範な投資者の投資対象となる要件を備えた企業」というC市場のコンセプト

→ 機関投資家のタイプ・投資手法等は様々であり、**機関投資家の意見もかなり様々である**。何かこれが「機関投資家の意見である」と一致したものは簡単には見いだせない（投資スタイル・投資戦略も異なり機関投資家自体が多様であるから、当然と言えば当然）<sup>1</sup>。一部の機関投資家等から出される「こうあるべき」という強い意見だけに依拠して市場構造（+それとリンクしたTOPIX）について制度設計できる簡単な話ではなく、投資家、上場企業・企業社会、国民社会の全体から**幅広くコンセンサスが得られる部分**を切り取ること+そこについて**社会的意義が示せる見直し**を行うことが重要。

3 特に「**上場企業の中長期かつ持続的な成長を促し、日本国民の健全な資産形成・厚生増大に資する**」という目的にそぐうのかどうかを、社会的意義として考えるべき

4 下記二以下で言及している「C市場」とは、C市場を「新TOPIX」で対応する案<sup>2</sup>の場合についても同様

### 二 C市場の定量的基準について

1 時価総額だけの議論ではない

2 流動性基準について市場特性を踏まえた見直しを行うことには、相応の意義がある。

・ 「上場企業は上場していることの意義を踏まえた成長を果たすべき」、「上場企業側がどこかいわれもなく不利益を受けたと感じることもないよう合理的設計をすべき」・・・

<sup>1</sup> 中には、市場区分変更による市場の安定性・予見可能性等への悪影響を懸念する機関投資家もいる。

<sup>2</sup> この場合、現行1部を「新TOPIX」の世界でどう受けるのかも論点となる。

### 三 C市場におけるガバナンス要素等の定性的基準について

→ ガバナンス要素（等の定性的要素）を、**「その要素がないとおよそ当該企業は C 市場に入れない」**という要素・基準として使うか否かを仮に検討する場合（但し、そういう要素とするか否か自体がそもそも論点）、当該要素・基準が、多様な投資家、上場企業（+成長戦略）、国民社会のすべてからみてきちんとコンセンサスが得られるか、慎重に検討すべきである。

1 定量的要因以外の定性的要因を C 市場という投資対象を「限定する/絞り込む」要素として活用することに対しては、以下のように様々な意見を述べる機関投資家もいる。

(1) 定性的要素はその時代その時代で内容が変わっていく。でもそうした定性的要素で投資対象が変わるよりも、機関投資家にとっては「時価総額と流動性」という定量的要素のほうが重要な要素を表象しているという意見<sup>3</sup>。

(2) グルーピングからの出入りが定性的な要素・理由で生じると、「安いところで売られて高いところで買う」という損をする事態を起こすときもある。

(3) 市場全体をカバーできるグルーピングであって欲しいという意見。数百銘柄とかだと市場全体がカバーされていないという意見（たとえば S&P500 はアクティブな指数であって東証 1 部とは根本が異なる）。機関投資家としての説明責任に照らしても、幅広く投資できるグルーピングのほうがありがたい（投資機会が奪われることのほうが困る）という意見。

2 ガバナンス要素による絞り込み・限定によって、CG コードの「**強制 comply**」に至る**事態は避けるべきである**。

(1) CG コードの趣旨は「**comply or explain**」である。それなのにガバナンス要素（等の定性的要素）を「当該企業が C 市場に入れるか否か」という基準として取り入れることは、C 市場について「Comply or explain」でなく「**強制 comply**」にまで至る事態となる。

(2) 現在日本の CG コードは東証 1 部・2 部の 2600 社超に 78 原則がフル適用されているが、元々欧州の CG コードのフル適用の対象は 500 社前後等である。欧州との比較からすると（機関投資家との建設的対話等を含め）78 原則の comply or explain によるフル適用となる対象は C 市場ということになる。それなのに日本でさらに「C 市場については強制 comply」とすることは、行き過ぎである。

<sup>3</sup> 変更が今後も起きうることの不確実性に伴う市場自体への悪影響の指摘も、同趣旨な点があるか。

(3) 強制 comply とする議論をするのなら、それは会社法改正の場で行われるべきであり、今回の「市場構造の変更」の議論によって「強制 comply」という事態を招くべきではない。

#### (4) 具体例

**例 1**： × 「社外取締役が 1/3 以上いないと、およそ C 市場に入ってはいけない」  
→ これは現実問題として、監査役会設置会社（現在日本の上場企業の 7 割を占めている）の多くが C 市場に入れられないことになる。「監査役会設置会社で社外取締役 1/3 以上」と言うことは、法定必置の社外監査役を加えると、社外役員が取締役会の過半数を占めることを強制することになる。他方で、監査役会設置会社は会社法上、取締役会が重要な業務執行を決定する会議体となる機関設計であり、重要な業務執行事項を決める会議体に社外役員が過半数と言うことはいろいろな矛盾を生じさせる。こうしたマネジメントモデル型の日本の上場会社（しかも現在、日本の上場企業の 7 割を占めている）について、「およそ C 市場に入る資格がない/C 市場での国民の資産形成に資さない」と断じて良いのか。

**例 2**： × 「支配株主がいる企業や買収防衛策がある企業は、およそ C 市場に入ってはいけない」

注 なお、最も強い買収防衛効果が高い属性は（買収防衛策でもなく支配株主がいる企業でもなく）「複数議決権株上場」である（海外の巨大プラットフォーマー等に多くかつ現在世界の時価総額の上位にいる）<sup>4</sup>→将来もし GAF A 的企業が日本で生まれ成長しても、「およそ C 市場に入る資格がない/C 市場での資金調達や国民の資産形成に資さない」と断じて国民や機関投資家の幅広い投資機会を与えないことが果たして適切なのか。投資家の中には、複数議決権銘柄は、逆にインデックスに入ってくれたほうが投資しやすい面があるという意見を持つ者もいる。

→ これらのイシューに対する対処・規律付けは、①CG コードその他による各諸施策と②企業と投資家との建設的対話（←**C 市場は、現行の東証 1 部/2 部よりも、建設的対話の真の対象という性格がより明確に出てくる**<sup>5</sup>）を通じて行うべきであり、「およそ C 市場から外す」ということで行うべきではないと思料。

### 3 投資家側の諸要請は、投資家側が独自に様々なインデックスを開発するなど、民間努

<sup>4</sup> なお現在日本は謙抑的にしか種類株式上場を認めていない。欧州は広く複数議決権株式を認めている。

<sup>5</sup> また多くの機関投資家にとっても、2000 社を超える上場企業をフォローし建設的対話等を行う社内体制を整えることは、現実問題として困難な状況である。

力のほうでも対応できる（今回の市場構造（+TOPIX）といったマクロレベルでの話で吸収するにはどうしても限界がある）。

4 ガバナンス要素を、**二**の定量的要素との組み合わせの中で、「加点要素」として加味する制度設計はありえる。

・ 中長期目線の機関投資家との建設的対話に真摯かつ積極的に取り組む体制を整備している企業、スチュワードシップ・コードを含むダブルコードの趣旨を踏まえて企業価値向上を真摯に目指す企業等

#### 四 その他の各論的事項

1 C市場（ないし新 TOPIX）に入るか否かは上場企業側の意思を経由する

2 その他の各種是正

(1) ルートの違いによって時価総額 40 億で 1 部に入れるなど、不整合の修正

(2) 参加と退出との基準の非対称性への対処

3 退出後の受皿市場のありかた（後記**五**にも関連）

4 市場二部・JASDAQ の市場コンセプトの位置づけの曖昧さ・重複の解消

#### 五 イノベーションを促進し国際競争力を強化する市場構造

1 米国や新興国に負けないイノベーション促進・産業成長促進のため、「赤字だと上場困難」から「質の良い赤字上場」が認められる世界へ

(1) 上場時の配分ルール等の見直し

・ 親引けルールを含む

(2) 機関投資家/プロ投資家/コーポレートベンチャーキャピタル（CVC）（+それらに準ずる者）等による目利きといかにリンク付けるか（アンカー機関投資家との非連続問題）

・ 事前審査と事後審査との役割分担

・ 売上基準等がある程度信頼が置ける類型、それ以外の類型

注 「小規模 IPO（あるいは上場後成長が止まる）が多くなりがち→伝統的機関投資家の投資対象にもならない」という悪循環を解くことは、米国等との比較でも、日本経済における今後さらなるイノベーションを日本の資本市場が促進するために、重要である。そし

てこの論点は、上場制度の設計だけで完了する話ではなく、その周辺の仕組みについてもリンクして論点が出てくる<sup>6</sup>。

(3) 企業の将来性（成長可能性）に着目した開示（より充実したリスク情報の開示、中長期の将来計画等の継続的な開示等）

2 事業が成長可能性を喪失した場合等における適切な退出（市場評価を加味した基準の設計、**退出後の受皿市場の実効的整備**<sup>7</sup>等）

3 機関投資家による目利きとリンク付ける場合、この話はB市場に限った話ではなく、C市場等でも「質のよい赤字上場」を認めてよいか

4 創業者の求心力が企業価値向上の中心的なドライバーであるベンチャー等の場合、議決権種類株式上場についての諸論点の検討

以上

---

<sup>6</sup> ①非上場株式のセカンダリーマーケットの活性化に向けた諸施策（店頭有価証券規則や私募規制等を含む）、②早期上場を促している現行実務（上場できるのに上場しない場合の経営者保証規定その他）も関連する。

<sup>7</sup> ①米国でOTC市場が果たしている機能（「上場廃止＝流通市場の喪失」としない）も参照。受皿市場における不公正取引規制のかけ方等も一つの論点か。②脚注7の非上場株式のセカンダリーマーケットの活性化の議論もリンクする。