

2020年4月27日 全6頁

東証再編時の市場選択に影響を与えるCGコード プライム市場で求められる「より高い水準」とは何か

政策調査部 主任研究員 神尾 篤史

[要約]

- 上場企業は来年改訂されるコーポレートガバナンス・コード（CGコード）を受けて、東証再編後の市場を選択する必要がある。CGコードではどのようなことを求められるのか、特にプライム市場で求められる「より高い水準」とはどのようなものなのか、早く明らかにして欲しいという上場企業の声が多い。
- これまでの議論や公表された資料をまとめると、改訂されるCGコードは従来と変わらず、コンプライ・オア・エクスプレインが採用される。プライム市場に上場する企業は一定の項目についてふさわしいコンプライの状況を求められ、エクスプレインする場合はより詳細な内容が求められると推測される。

東証再編の中で議論になった CG コード

コーポレートガバナンス・コード (CG コード) は 3 年に 1 回のペースで改訂されており、2021 年が改訂年にあたる。改訂に関する議論は本年 7 月以降に行われる予定である¹。その内容については、「コーポレートガバナンス改革の更なる推進に向けた検討の方向性 (「スチュワードシップ・コード及びコーポレートガバナンス・コードのフォローアップ会議」意見書 (4))」(平成 31 年 4 月 24 日) で、既に以下の 2 点が示されている²。

- ▶ 内部監査が一定の独立性をもって有効に機能するよう、独立社外取締役を含む取締役会・監査委員会や監査役会などに対して直接報告が行われる仕組みの確立を促すという監査に対する信頼性の確保
- ▶ 上場子会社等へのガバナンスの厳格化などを含むグループガバナンスの在り方

これらに加えて、東京証券取引所 (東証) の再編の中で議論になった項目もあり、その内容が CG コードの改訂議論でも引き継がれると考えられる。本稿では、改訂される CG コードについて、東証再編の議論で取り上げられた論点を見ていく。

東証再編後の各市場のガバナンス

東証再編に関する議論は、2018 年 10 月に東証に設置された「市場構造の在り方等に関する懇談会」で開始され、2019 年 5 月には金融庁 金融審議会「市場構造専門グループ」へと議論の場が移った。「市場構造専門グループ」は 2019 年末に終了し、「金融審議会市場ワーキング・グループ 市場構造専門グループ報告書—令和時代における企業と投資家のための新たな市場に向けて—」(令和元年 12 月 27 日) (以下、「市場構造専門グループ報告書」) が公表されている。

市場構造専門グループ報告書の中で、現在東証にある 5 つの市場³はプライム市場、スタンダード市場、グロース市場 (名称はいずれも仮称) の 3 つに再編することが示された (図表 1)。プライム市場では他の市場と比較して一段高い水準のガバナンスが求められること、スタンダード市場では CG コードの全原則が適用されること、グロース市場では基本原則のみが適用されることになった。

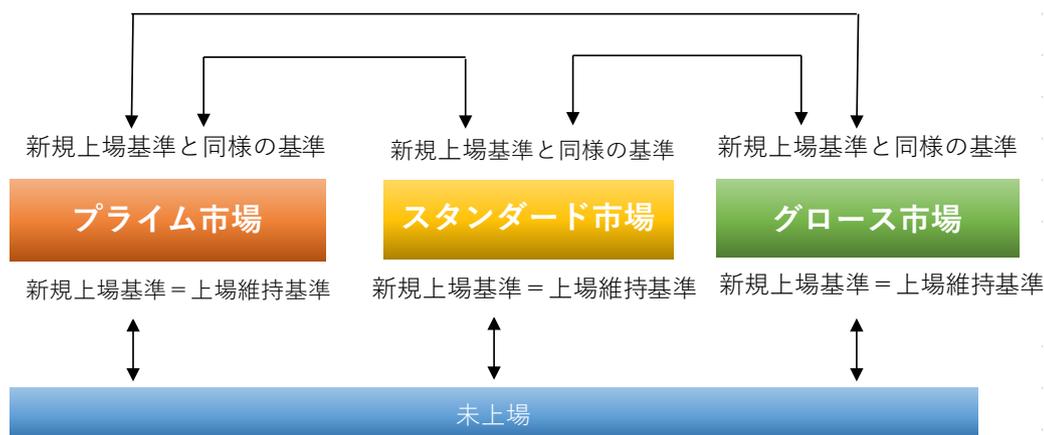
¹ 金融庁 金融審議会「市場構造専門グループ」(第 5 回) 議事録 (令和元年 11 月 20 日) 中島企画市場局長 発言参照。なお、金融庁の事務年度は 7 月～翌年 6 月。

² 詳細は横山淳「[SS コード、CG コード 両コードの今後の見直しの方向性が明らかに](#)」(大和総研レポート、2019 年 4 月 15 日)、同「[上場子会社に関する東証規則改正](#)」(大和総研レポート、2020 年 2 月 26 日) を参照。

なお、現在、東京証券取引所では「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」が開催されている。上場子会社を含む実質的な支配力を持つ株主 (支配的な株主) を有する上場会社を従属上場会社として、支配的な株主と従属上場会社の少数株主との間の利害調整の在り方について議論が行われている。詳細は神尾篤史「[親子上場解消の次は従属上場会社?](#)」(大和総研レポート、2020 年 3 月 18 日) を参照。

³ 市場第一部、市場第二部、JASDAQ スタンダード、JASDAQ グロース、マザーズ。

図表 1 新たな市場構造



(出所) 東京証券取引所より大和総研作成

「市場構造専門グループ報告書」を踏まえて東証から公表された「新市場区分の概要等について」（2020年2月21日）では、プライム市場は「見直し後のコーポレートガバナンス・コード全原則（※2）の適用」とされており、原注の（※2）では「今後のコーポレートガバナンス・コードの見直しにおいて、プライム市場の上場企業を念頭に、より高い水準が示されることが想定されます」と述べられている。スタンダード市場とグロース市場に関しては「市場構造専門グループ報告書」で記された趣旨と同様に、それぞれCGコードの全原則、グロース市場では基本原則が適用される。

上場企業は改訂されるCGコードを受けて移行する市場を選択する必要があるため、CGコードではどのようなことを求められるのか、特にプライム市場で求められる「より高い水準」とはどのようなものなのか、早く明らかにして欲しいという声が多い。

東証再編議論でのCGコード

そのヒントを探すために、まずは「市場構造専門グループ」での東証再編の議論を振り返ってみたい。市場の再編にあたって重視されていたのが流動性の向上とガバナンスの向上であった。このことは最終的に決定したプライム市場のコンセプトでも示されている。プライム市場のコンセプトでは、多くの機関投資家の投資対象になりうる規模の時価総額（流動性）、より高いガバナンス水準、投資家との建設的な対話を中心に据えることなどが示されている。流動性の向上には、売買代金（売買高）の増加と市場に流通する株式割合を示す流通株式比率の向上の2つの意味が含まれる。後者の流通株式比率の向上は、様々な投資家による株式保有機会を設ける、または増やすことになり、ガバナンスの向上につながるものである。また、投資家との建設的な対話を中心に据えるというのもガバナンスを向上させるものである。

ガバナンスの向上に関する主な議論は、プライム市場に上場する企業に対してCGコードをコンプライ（実施）させるか否かとその方法であった。CGコードは基本原則、原則、補充原則を

合わせて78の原則があるが、コンプライ・オア・エクスプレイン、すなわち実施（コンプライ）するか、実施しないのであれば説明（エクスプレイン）せよ、という方法が採られている。「市場構造専門グループ」での議論は、プライム市場の上場企業によるCGコードの適用において、説明することでの対応を認めず、強制的な実施を求めるか否かというものであった。そして、具体的な方法としては、78の原則のうち、例えば一定割合のコンプライを求めるというのではなく、投資家が重視する特定のいくつかの項目についてコンプライを求める方法が挙げられた。

結論は「市場構造専門グループ」では出されず、2020年7月以降のCGコードの改訂議論に委ねられた。ただ、コンプライ・オア・エクスプレインという方法については東証から公表された『新市場区分の概要等について』に関するよくある質問と回答（FAQ）（2020年3月31日）の中で、プライム市場における「コーポレートガバナンス・コードの適用については、現状どおり、『コンプライ・オア・エクスプレイン』によることを想定しています」と記述されている。

そして、具体的な方法については、「市場構造専門グループ報告書」では、「プライム市場にふさわしいコンプライの状況やエクスプレインの質などを達成していくことが強く期待される」と述べられている。

これまでの議論や公表された資料をまとめると、改訂されるCGコードは従来と変わらず、コンプライ・オア・エクスプレインが採用され、プライム市場に上場する企業は一定の項目についてふさわしいコンプライの状況、またエクスプレインする場合はより詳細な内容（一案としては、今後の取組み予定やコンプライの時期の目途を明示することが考えられる⁴）が求められると推測される。これが、上述したプライム市場の上場企業に求められる「より高い水準」のガバナンスなのではないか。

議論された改訂CGコードの具体的な内容

では、「市場構造専門グループ」の議論で、プライム市場ではコンプライを求めるという提案がなされた項目はどのようなものなのか。一部の委員の意見として具体的に示されたのは、独立社外取締役2名以上を求める、独立した指名・報酬委員会の設置、（年次）有価証券報告書の英文開示である。現行CGコードに関係する項目であり、それぞれ「原則4-8. 独立社外取締役の有効な活用」「補充原則4-10①」「補充原則3-1②」が該当する。

それぞれの項目について上場企業の状況を示したのが図表2~4である。独立社外取締役については、市場ごとに2名以上の独立社外取締役と取締役のうち3分の1以上の独立社外取締役を選任している企業数を集計した（図表2）。全上場企業では2名以上の独立社外取締役を選任している企業は77%に上る。当然のことかもしれないが、CGコードの全原則が適用され、「原則4-8. 独立社外取締役の有効な活用」の適用が求められる市場第一部と第二部はその割合

⁴ 東京証券取引所「コーポレートガバナンス・コード」（2018年6月1日）掲載の「コーポレートガバナンス・コード原案」序文15では、「なお完全な実施が難しい場合に、今後の取組み予定や実施時期の目途を明確に説明（エクスプレイン）することにより、対応を行う可能性は排除されるべきではない」とされている。

が高く、CG コードの基本原則のみ適用される JASDAQ とマザーズは低い。なお、3分の1以上の独立社外取締役を選任している企業は全上場企業の35%である。

図表2 独立社外取締役の選任企業数

市場区分	企業数	2名以上の独立社外取締役選任		3分の1以上の独立社外取締役選任	
		企業数	割合	企業数	割合
市場第一部	2,157	2,026	94%	922	43%
市場第二部	489	358	73%	133	27%
JASDAQ	702	255	36%	120	17%
マザーズ	328	178	54%	129	39%
全上場企業	3,676	2,817	77%	1,304	35%

(注) 2020年4月1日時点のデータ。JASDAQスタンダードとJASDAQグロースはJASDAQとしてまとめている。
(出所) 東京証券取引所より大和総研作成

図表3 指名・報酬委員会の設置状況

市場区分	企業数	指名委員会（法定・任意）		報酬委員会（法定・任意）	
		企業数	割合	企業数	割合
市場第一部	2,167	1,178	54%	1,233	57%
市場第二部	481	104	22%	113	23%
JASDAQ	702	32	5%	47	7%
マザーズ	324	26	8%	39	12%
全上場企業	3,674	1,340	36%	1,432	39%

(注) 2020年4月20日時点のデータ。JASDAQスタンダードとJASDAQグロースはJASDAQとしてまとめている。
(出所) 東京証券取引所より大和総研作成

次に、独立した指名・報酬委員会の設置であるが、会社の機関設計によって法定で設置されている場合と任意で設置されている場合がある。上場企業は監査役会設置会社、指名委員会等設置会社、監査等委員会設置会社のいずれかの機関設計を選択するが、指名委員会等設置会社では、指名委員会と報酬委員会は監査委員会と同様に法定で設置を義務付けられ、その他の2つの機関設計の場合は任意になっている。図表3は法定と任意を合計した指名委員会と報酬委員会の設置状況である。上場企業のうち指名委員会を設置している割合は36%、報酬委員会の割合は39%である。いずれも市場第一部上場企業では5割を超える程度である。

最後に、有価証券報告書など開示資料の英文開示の状況を見たのが図表4である。有価証券報告書の英文開示を行っているのは全上場企業のうち2%と非常に少ない。市場第一部に限ってみても3%にとどまる。ただ、複数の上場企業に取材したところ、英文開示に向けての課題は翻訳のコストと時間であり、基本的には解消できるという意見を述べる企業が少なくない。決算短信や株主総会招集通知については3割弱が英文になっている。

図表4 英文開示資料の状況

市場区分	企業数	有価証券 報告書		決算短信		CG 報告書		株主総会 招集通知	
		企業数	割合	企業数	割合	企業数	割合	企業数	割合
市場第一部	2,165	64	3%	931	43%	299	14%	865	40%
市場第二部	483	1	0%	30	6%	4	1%	19	4%
JASDAQ	702	0	0%	39	6%	0	0%	4	1%
マザーズ	325	3	1%	39	12%	8	2%	14	4%
全上場企業	3,675	68	2%	1,039	28%	311	8%	902	25%

(注) 2020年3月時点のデータ。JASDAQスタンダードとJASDAQグロースはJASDAQとしてまとめている。

(出所) 東京証券取引所より大和総研作成

以上のように、多くが市場再編後のプライム市場への上場を目指していると思われる市場第一部の企業では、その大半が2名以上の独立社外取締役を選任しているものの、指名・報酬委員会の設置割合は5割を超える程度であり、有価証券報告書の英文開示においては3%にとどまる。

まとめ

改訂されるCGコードは現時点で分かっている情報から推測すると、現行CGコードよりも企業の負担が増える方向にあると思われる。従来と変わらず、コンプライ・オア・エクスプレインが採用されるものの、プライム市場に上場する企業は一定の項目についてふさわしいコンプライの状況、またエクスプレインする場合はより詳細な内容が求められると推測される。一定の項目として、独立社外取締役2名以上を求める、独立した指名・報酬委員会の設置、(年次)有価証券報告書の英文開示が「市場構造専門グループ」の議論では挙げられていた。

東証再編後の市場区分の選択ではCGコードを踏まえた選択が必要となる。上場企業は2020年7月以降に開始されると見込まれるCGコードの改訂に関する議論を確認する必要がある。