

2013年5月24日 全11頁

日本取引所・日経、新株価指数開発へ

7月に骨子、年内に算出開始を目指し共同開発

金融調査部
制度調査担当部長
吉井 一洋

[要約]

- 2013年5月14日、JPXグループ・日本取引所グループ及び東京証券取引所（以下「東証」）と日本経済新聞社（以下「日経」）は、日本の証券市場の更なる発展や活力向上に資することを目的とした新たな株価指数の共同開発を進めていくことで合意した。
- 「投資魅力の高い日本企業を内外にアピールする」という共通認識のもと、東証・大証の現物株市場（東証1、2部及びマザーズ、大証1、2部及びJASDAQ）の上場企業を対象に、「資本の効率的活用」、「持続的な企業価値向上に資する経営」、「グローバルな投資基準に求められる定性的要素」などの幅広い観点から、銘柄選定や算出ルールを練り上げていく。
- 東証・大証の現物株市場の統合時期（今年（2013年）7月予定）を目途に新指数の骨子を固め、年内に算出開始することを目標としている。

1. プレスリリースの概要

公表されたプレスリリースの概要をまとめると下記のとおりである（あわせて原文を確認されたい¹⁾）。

◇JPXグループ・株式会社日本取引所グループ・株式会社東京証券取引所（以下「東証」）と株式会社日本経済新聞社（以下「日経」）が共同で、「東証株価指数（TOPIX）」や「日経平均株価」と並ぶ新たな株価指数の共同開発を進めていく。

◇新株価指数は、東京と大阪の株式市場の統合を機に、日本の証券市場の更なる発展や活力向上に資することを目的とし、両社は「投資魅力の高い日本企業を内外にアピールする」という共通認識に基づいて開発に取り組む。

¹ http://www.tse.or.jp/news/17/b7gje6000003cfg6-att/20130514HP_J.pdf 株式会社日本取引所グループ・株式会社日本経済新聞社「新指数共同開発の合意に関するお知らせ」（平成25年5月14日）

- ◇開発に当たっては、各々が培ってきた指数開発・運営に関するノウハウなど、両社の強みを融合させて取り組む²。
- ◇新指数の対象となる銘柄は、統合予定の東証・大証の現物株市場（東証1部・2部・マザーズ、大証1部・2部・JASDAQ）の上場企業から選定される。
- ◇銘柄選定や算出のルールは、資本の効率的活用や持続的な企業価値向上に資する経営の観点のほか、グローバルな投資基準に求められる定性的要素など、幅広い観点からの分析を踏まえて練り上げていく方針である。
- ◇市場関係者の意見も参考にしながら、現物株市場の統合時期（本年7月予定）を目途に新指数の骨子を固め、年内の算出開始を目標として新指数の開発に取り組んでいく。

2. 新株価指数導入の意義といくつかの考え方

新株価指数導入が検討される背景には、新興国の台頭などによる東京市場の世界における相対的な地位低下があると思われる。バブル崩壊以降の長期にわたる株価低迷により、PBR1倍割れの企業が続出するなど、日本の株式市場の魅力は低下していた。TOPIXの対象となる東証1部の上場企業であっても、資金調達や自社株買いを行わず、投資家を意識した企業経営を行っていない企業が多数ある旨を指摘する機関投資家もいた。

わが国の年金基金は、一般的に国内株式のベンチマークとしてTOPIXを用いていることが多い模様だが、国内株式市場全体では、ROE等の収益性が資本コストを下回っている銘柄が多数あり、運用パフォーマンスが上がらないことから、TOPIXに代わるベンチマークが必要との指摘もなされていた。

わが国の上場会社のうち、特に優良な企業を選別して、別の「市場」や「指数」を形成させるといった構想は、既に各方面から示されていた³。投資企業数を長期的な業績向上が期待できる企業30社程度以下に絞って投資を行う「集中投資」という手法も注目されつつあった。

今回のプレスリリース公表以前から、TOPIXと並ぶ新株価指数の導入検討の記事が新聞

² TOPIXは東証1部の上場国内普通株式全銘柄の時価総額合計を、一定日を基準に指数化して算出されている。2005年10月31日から段階的に、浮動株比率の反映を実施した。日経平均株価は、東証1部の流動性の高い銘柄（上場国内普通株式）から、産業構造の変化を織り込むために「セクター間の銘柄数バランス」を考慮して選択された225銘柄の株価を基本的には単純平均して算出されている。東証は、TOPIX以外にも時価総額や流動性に基づき銘柄数を絞った指数、業種別、市場別、規模別、投資スタイル別の指数、予想配当利回りに着目した指数、リスクコントロール指数、特定の利用者のニーズに応じたカスタム指数など、多様な指数を開発・提供しているが、普通株に関して、TOPIXや日経平均と並ぶほど普及している指数は出てきていない。

³ 例えば、吉井一洋「東証により高品質な新市場創設を一東証プレミアム市場創設の提案」（『月刊資本市場』（2012年6月号（No.322））pp.50-59、<http://www.dir.co.jp/publicity/magazine/pdf/12061501.pdf>）、川北英隆「企業は株主期待に応えよ」（2012年10月29日付日本経済新聞『経済教室』）、西山賢吾「日本を代表する『NIPPON DIAMOND MARKET』の創設を」（NOMURA EQUITY RESEARCH『東証と大証の統合について』（2012年11月20日）pp.17-24）などが挙げられる。

報道されていた。報道されている新株価指数案には大雑把にいて、下記のものがあつた。

- ①グローバルに投資対象となりうる企業を対象を絞つた株価指数
- ②日本の現在の産業構造にマッチした株価指数
- ③ROE（自己資本利益率）等の高い企業を対象を絞つた株価指数

①に関しては、先般の衆議院選挙の際に自由民主党（以下、自民党）が公表していた「J-ファイル 2012 総合政策集」の中で東証「グローバル 30 社」インデックスの創設が提案されていた。その趣旨については、「経営者、ガバナンス、開示、パフォーマンスでわが国のトップ 30 企業を選定し、その時価総額上昇を狙う」（「J-ファイル 2012 総合政策集」40 の注釈）旨が述べられている。自民党は、さらに、日本経済再生本部（本部長：高市早苗党政務調査会長、本部長代行：塩崎恭久党政務調査会長代理・金融調査会長）の中間提言で、東証「グローバル 300 社」インデックスの創設を提案している。ここでは、「ROE、海外売上比率、海外投資家比率、独立社外取締役の投入、IFRS（国際会計基準）の導入など、経営の革新性等の面で評価が高い『グローバル 300 社』のインデックスを創設する」としており、グローバルな投資対象というだけでなく、グローバルな事業展開といった要素も加えられている。

②に関して、大和総研金融調査部が執筆した「[失われた 20 年～資本市場停滞の要因（全体版）](#)」（2012 年 11 月 7 日）⁴では、株式市場が第二次産業に偏っており、第三次産業のウエイトが高まっている日本経済の姿を正しく映す鏡となっていない旨を指摘している。報道によれば、当局関係者からも、同様の懸念に基づいて、日本経済の姿と映す鏡となるような指数を導入すべきとの意見が示されているようである。

③は、ROE等の業績指標の良好な収益力の高い企業を対象を絞つた指数を想定しており、4 月下旬以降、頻繁に新聞報道されていた。報道によれば、対象企業は 300～500 社で、2013 年中にも新設するとされていた。日本取引所グループ自身も、2013～15 年度の中期経営計画⁵で「投資魅力の高い上場会社で構成される新指数の開発、算出」を 2013 年度中に開始することとしていた。

3. 新株価指数対象銘柄の要件に関する考察（私見）

(1) 対象銘柄

今回のプレスリリースにより、新株価指数は J P X グループ単独ではなく、日本経済新聞と共同で開発されるという点が明らかになった。

対象となる株式市場は、東証 1 部のみならず、東証・大証のすべての現物株市場が対象となる。もっとも、機関投資家による利用を考えた場合、指数の対象銘柄について、ある程度の流

⁴ <http://www.dir.co.jp/research/report/capital-mkt/12110701capital-mkt.html> pp. 46-47

⁵

http://www.jpx.co.jp/investor-relations/management-information/uhqdp4000000fh4-att/j_mplan201303.pdf

動性が前提となるであろうことからすれば、結果的に東証1部が中心となることは予想される。「投資魅力の高い日本企業を内外にアピールする」という趣旨からすれば、対象企業数をある程度絞ることになると思われるが、東証・大証の全市場が対象となること、機関投資家のポートフォリオの組みやすさなども念頭に置けば、報道されていた300社～500社という銘柄数は妥当な線のように思われる。今回のプレスリリースの内容と直接の関係はないが、自民党が提案している東証グローバルインデックスでも対象銘柄数が、当初の30社から、日本経済再生本部の中間提言では300社に増やされている。

(2) 対象銘柄選定の要件

ア. ROE等

プレスリリースの「資本の効率的活用」という記述からすれば、対象銘柄を選定する上での指標として2の③で挙げたROE、あるいはROIC（投下資本利益率）などを活用することも想定されていると推察される。これらは収益力を測る上で重要である。さらに、企業の経済的価値の増加という観点からは、これらの利益率が（株主）資本コスト（率）を上回っているかどうかを見る必要がある。

欧米での、株主中心主義への批判の高まりを受けて、わが国でも株主・投資家以外のステークホルダーをもっと重視すべきとの意見が出てきており、ROE等の重視への批判もある。しかし、そもそもわが国では、ステークホルダーの中で、株主や投資家はそれほど重視されてこなかった。あるアンケート調査⁶では、顧客・従業員を個人株主、国内機関投資家よりも重視するステークホルダーとして挙げており⁷、回答企業（おそらくはIR担当者）の3分の1以上がROEを意識していないと回答し、半数近くがROEやROICが資本コストを上回っているかについて「意識ない」と回答している。株主・投資家の力が強い欧米（英米）とは異なるわが国の実状を考えると、ROEやROIC、資本コストなどを考慮した指数を導入することには意味はあるものと思われる。

2の②で述べた産業構造を映す鏡としての「指数」も重要な課題である。日経は産業構造の変化を織り込むために「セクター間の銘柄数バランス」を考慮して日経平均株価を算出しているが、そもそも上場企業の構成がわが国の産業構造を反映していないとの指摘もある。上場企業の業種構成と異なる指数を東証や日経が作成した場合、東証や日経が特定の業種を後押ししている印象を与える可能性がある。そのような印象を与えない客観的な選別基準を検討する必要がある。指数における業種構成の見直しを意図するものではないが、ROE等を対象銘柄選定の要件とすることで、指数の構成銘柄の業種構成が、結果的に従来よりは産業構造の実態に近づくことはあるかもしれない。

⁶ http://www.meti.go.jp/policy/economy/keiei_innovation/kigyokaikei/kikakuinkai/130117_PC4_6.pdf
「持続的な企業価値の創造のためのIR/コミュニケーション戦略に関する実態調査」（株式会社アイ・アール・ジャパン 2013年1月22日）

⁷ 海外機関投資家や証券アナリストは、さらに仕入先、銀行、地域社会・地域住民、パートナー・提携企業よりも順位が低かった。

図表1 業種別ROE（自己資本当期純利益率）推移（過去5年間）

	2008年度	2009年度	2010年度	2011年度	2012年度	過去3年間の単純平均	過去5年間の単純平均
水産・農林業	-5.4%	2.4%	2.8%	4.7%	2.2%	3.2%	1.3%
鉱業	9.1%	7.6%	6.7%	8.4%	6.6%	7.2%	7.7%
建設業	2.1%	2.5%	5.3%	4.1%	5.2%	4.9%	3.8%
食料品	4.8%	6.0%	6.7%	7.6%	8.7%	7.7%	6.8%
繊維製品	-4.8%	-1.7%	6.1%	4.2%	2.7%	4.3%	1.3%
パルプ・紙	0.9%	5.4%	1.5%	4.2%	6.4%	4.1%	3.7%
化学	0.7%	3.6%	7.2%	5.9%	4.6%	5.9%	4.4%
医薬品	5.6%	9.9%	8.9%	6.7%	8.1%	7.9%	7.9%
石油・石炭製品	-3.3%	-6.2%	15.5%	11.9%	5.0%	10.8%	4.6%
ゴム製品	0.8%	1.4%	8.8%	9.0%	12.1%	10.0%	6.4%
ガラス・土石製品	-2.5%	1.5%	9.4%	5.1%	3.8%	6.1%	3.5%
鉄鋼	6.4%	0.4%	5.0%	1.4%	-4.6%	0.6%	1.7%
非鉄金属	-6.4%	1.0%	7.8%	4.5%	5.6%	6.0%	2.5%
金属製品	0.6%	-3.1%	0.3%	0.1%	3.9%	1.4%	0.4%
機械	2.6%	1.8%	7.4%	7.2%	7.1%	7.2%	5.2%
電気機器	-8.4%	0.3%	5.0%	-1.5%	-1.4%	0.7%	-1.2%
輸送用機器	-3.4%	2.0%	7.3%	5.3%	8.6%	7.1%	3.9%
精密機器	0.2%	5.9%	7.5%	5.1%	8.4%	7.0%	5.4%
その他製品	4.2%	4.8%	3.1%	-0.6%	3.2%	1.9%	3.0%
電気・ガス業	-0.1%	5.7%	-6.9%	-14.4%	-15.2%	-12.2%	-6.2%
陸運業	7.5%	5.6%	5.8%	6.5%	8.6%	6.9%	6.8%
海運業	13.0%	-4.3%	9.6%	-9.1%	-12.1%	-3.8%	-0.6%
空運業	-1.4%	-13.6%	5.0%	5.4%	6.7%	5.7%	0.4%
倉庫・運輸関連業	3.8%	3.9%	4.8%	5.5%	5.1%	5.1%	4.6%
情報・通信業	8.4%	8.5%	8.9%	9.3%	9.2%	9.1%	8.9%
卸売業	9.1%	7.4%	10.7%	12.4%	10.2%	11.1%	10.0%
小売業	4.2%	3.9%	6.9%	7.9%	7.8%	7.6%	6.1%
その他金融業	0.7%	-3.8%	-1.0%	6.9%	8.2%	4.7%	2.2%
不動産業	3.3%	2.6%	5.4%	5.2%	6.7%	5.8%	4.6%
サービス業	3.8%	6.1%	7.1%	7.3%	9.5%	8.0%	6.8%
東証1部（除く金融）	1.3%	3.6%	6.2%	4.7%	5.3%	5.4%	4.2%

2013年5月20日現在の東証1部上場内国会社のうち、銀行・証券・保険と過去5期中に決算期変更のあった会社を除いた1566社を対象として、各年度の業種ごとに当期純利益と期首・期末平均の自己資本を集計してROEを算出した。

（出所） 大和総研作成

ただし、仮にROE等を指標としてその上位企業を指数の対象銘柄とした場合は、毎年対象銘柄が大きく入れ替わる可能性もあり、指数の連続性などの点で課題が残る。さらに、単にROE等のみに基づくのであれば、わざわざ指数化せずとも、データベースを用いてランキングをした上で投資を行えばよい。毎年対象銘柄が大きく入れ替わることを回避するとともに、指数化を意味のあるものにするためには、パフォーマンス以外の要素も考慮する必要がある。プレスリリースでは「資本の効率的活用」以外に、「持続的な企業価値向上に資する経営」の観点（後述のイ参照）、「グローバルな投資基準に求められる定性的要素」（後述のウ参照）など、幅広い観点から分析を行い、対象銘柄の選定や算出ルールを定めることとしている。

今回検討される新株価指数は、「投資魅力の高い日本企業を内外にアピールする」ことを目的としており、グローバルな事業展開の要素を必ずしも要件としているわけではない。その点

で自民党の東証グローバルインデックスとは若干異なるが、当該インデックスについて挙げられている「経営者、ガバナンス、開示」、「独立社外取締役の投入、IFRS（国際会計基準）の導入」といった要素は、考慮してもいいように思われる。

イ. 持続的な企業価値向上に資する経営

プレスリリースにある「持続的な企業価値向上に資する経営」という考えに関しては、様々なところで取り上げられ、検討されている。

例えば、昨今注目されつつある「統合報告」⁸は、財務情報とESG（環境、社会、コーポレート・ガバナンス）情報を始めとする非財務情報を統合し、情報間の結合性を明らかにし首尾一貫したものとして報告することで、短期、中期、長期で価値を創造・維持する企業の能力を説明する。財務、製造、知的、人的、社会・リレーションシップ、自然などの資本を、企業がどのようなビジネスモデルと戦略に基づいて活用し、持続的に価値を創造するのかを説明する⁹。ここでいう価値は予想キャッシュ・フローの現在価値に限定されず、財務資本の変動とは直接関係のない広範な資本や幅広いステークホルダー（株主・債権者等のみならず顧客、取引先、従業員、政府、地域社会などを含む）との間の相互関係・活動等にも依存する。しかし、これらは、最終的には株主（投資家）・債権者等の財務的資本の提供者が期待する財務上のリターンに影響を与えることが想定されている。統合報告は、組織の持続的な価値創造に関心を持つ他のステークホルダーの関心にも対応するが、主たる利用者は長期視点を持つ財務資本の提供者とされている。

政府でも、経済財政諮問会議の「目指すべき市場経済システムに関する専門調査会」¹⁰（以下「専門調査会」という）が、6月を目途に、持続的成長を実現するための市場経済システムの構築等について検討をしている。現在までの議事録・資料等を見る限り、短期主義、株主中心主義に対して批判的な姿勢で議論が展開されているように思われる。近江商人の「三方よし」（売り手よし、買い手よし、世間よし）といった日本の伝統的な精神（商倫理）に則り、企業が生み出した利益について、顧客、従業員、協力会社／地域を含めた社会、株主への「公平な配分を目指す」ことを重視する考え方などが示されている。ステークホルダーの中では、従業員を重視しており、労働市場の重要性なども指摘されている¹¹。企業が地域社会・途上国への貢献を通じて持続的な成長を目指すといった観点も示されている。株主重視のコーポレート・ガバナンスを批判し、わが国の会社法に対して、議決権等で株主に圧倒的に大き過ぎる権力を与えていると批判する意見¹² ¹³、短期主義を助長するものとしてIFRSや時価会計を批判する意見な

⁸ IIRC（国際統合報告評議会）<http://www.theiirc.org/>

の“CONSULTATION DRAFT OF THE INTERNATIONAL<IR>FRAMEWORK”などを参照。

⁹ その他、統合報告は、欧州を中心に検討が開始されたところから、成長力・収益力だけではアジア等の新興国企業に勝つことはなかなか難しいので、ESGなども含めた質的な面で差別化を図ろうとしているのではないかという見方もある。

¹⁰ <http://www5.cao.go.jp/keizai-shimon/kaigi/special/market/index.html>

¹¹ もっとも、わが国で従業員への配分が少ないのは、低経済成長下における企業のリストラ、賃金や正規雇用の抑制によるところが大きく、米国における株主中心主義・経営者の過大な報酬への批判をそのままわが国に当てはめることは妥当ではないと思われる。

¹² 株主の法的な権利は強くても、わが国の場合、企業の株式持合いや株主総会の形骸的な運営などを通じて株

ども述べられている。自民党の日本経済再生本部の中間提言の東証「グローバル 300 社」インデックス提案で示された ROE 重視、独立社外取締役の投入、IFRS（国際会計基準）の導入とは対照的である。

上述した「統合報告」、専門調査会での議論のいずれも長期的な観点に基づく投資家を呼び込むことを目的の一つとしているが、そのスタンスには大きな違いがあるように思われる。

前者の統合報告は、株主（投資家）や債権者以外のステークホルダーにも配慮することを通じて、株主（投資家）や債権者などの財務的資本の提供者にとってのリターンを向上させることを想定している。長期的な資金提供者（投資家・債権者）を呼び込むため、企業は、長期にわたる価値向上を可能とするビジネスモデルや経営戦略を、これらの資金提供者（投資家・債権者）に示す。株主（投資家）にとっての長期にわたるリターンを最終的な目的とするのであれば、企業を評価するにあたっては、ここでも、長期的な ROE や ROIC の実績や、ROE や ROIC の実績が継続的に（株主）資本コストを上回ってきたか¹⁴などが、一つの指標になるかもしれない。

これに対して、後者の専門調査会では株主中心主義への批判から、株主（投資家）以外の各ステークホルダーへの配分を重視するスタンスをとっているように思われる。この観点に立てば、各ステークホルダーに配分（売上原価の一部は仕入先、売上原価・販売管理費のうち人件費等は従業員、営業外費用の支払金利は銀行・債権者、税金は政府・地方公共団体、税引後の純利益は株主）する前の売上高（顧客との取引による）の増加などが指標として考えられるかもしれない。従業員を特に重視するのであれば、人件費等も指標となりうる。その他、専門委員会では、持続可能な経営の定量化手法として、ROE 等の業績に代表される経済価値向上、イノベーション創出を目指す技術経営深化という軸に、CSR や環境問題等を含めたサステナビリティ実現を加えた新しい評価指標なども議論されている。

新株価指数は、投資家が利用するものであることを考えれば、前者の統合報告のように、最終的には投資家への長期的なリターンの継続的な増加とそれを可能とする経営（コーポレート・ガバナンス、ビジネスモデル、事業戦略）などが、対象銘柄選定の要素になるのが自然であろう¹⁵。しかし、専門調査会が安倍首相の肝煎りで開始されたことを考えれば、その結論に沿って、何らかの対応が求められる可能性も否定はしきれない。

ウ. グローバルな投資基準に求められる定性的要素

グローバルな投資基準に求められる定性的要素としては、私見ではあるが、例えば、コーポレート・ガバナンス、採用している会計基準、議決権行使の環境整備、ディスクロージャーへ

主の権限は実質的には抑制されてきた。

¹³ 投資家の長期保有を促すため、長期間保有しないと議決権が生じない種類株式の導入なども提案がされている。このような種類株式の導入は、英国オックスフォード大学経営大学院のコリン・メイヤー教授も提案している（日経ビジネス 2013. 5. 20 号「コミットする株主の優遇を」pp. 72-74）。

¹⁴ 理想を言えば、長期的な予想数値に基づくことが望まれるが、その信頼度などを考えると、指数の対象を選定するにあたって、長期的な予想に基づくことは困難であると思われる。

¹⁵ ちなみに、統合報告を推進している IIRC（国際統合報告評議会）の評議会には日本取引所グループの斉藤 CEO が参加している他、2011 年 11 月及び 2012 年 11 月には、東京証券取引所と日本公認会計士協会が共同で統合報告に関するラウンドテーブルを開催した。2013 年 6 月には共同でセミナーを開催する予定である。

の取組みなどが考えられる。

筆者は以前、株式市場の制度的な見直しの一案として、東証に、より高品質な企業（上場株式）を対象を絞った新市場（東証プレミアム市場）を創設することを提案した（図表2参照）。上場基準を株式という上場商品の品質管理基準と考え、コーポレート・ガバナンス、会計基準、議決権行使の環境整備の面で、一定の要件を満たす企業を対象を絞った新市場を創設すると共に、当該市場を対象とした指数を導入することを提案した¹⁶。市場を区分する（あるいは指数を作る）ことで、投資家が上場株式の品質面の把握にかかる手間や時間を省略・削減するとともに、発行会社にもガバナンス、会計（IFRSの任意適用）・ディスクロージャー、議決権行使の環境整備等の面での改善・対応を促すことを期待してのものである¹⁷。

ちなみに図表2の私案の(1)コーポレート・ガバナンス要件の①、②、(3)議決権行使の環境整備の要件を満たしている企業で140社～160社程度である。

図表2 新市場（東証プレミアム市場）創設の提案（私案）

東証プレミアム市場創設の提案		
		月刊資本市場 2012年6月号初出
<p>■上場基準は、上場商品の品質管理基準と考える。 ■その上で、より高品質な企業(上場株式)を対象を絞った新市場を創設 ■高品質を維持することで価値を高めるという意味で「東証プレミアム市場」と命名 ■市場の創設と共に、「東証プレミアム指数」も設ける。</p>		
<p style="text-align: center;">(1)コーポレート・ガバナンスの要件</p> <p>①親会社や支配株主が存在しない。※1</p> <p>②独立取締役を2名以上設置 ◇いきなり過半数や1/3以上はハードルが高い。 ◇会社法改正要綱案付帯決議では、上場企業は取引所規則により、社外取締役を1名以上確保 ◇監査・監督委員会設置会社は、少なくとも2名以上の社外取締役 ◇上場会社における複数独立取締役選任義務の明確化(自由民主党 J-ファイル2012)</p> <p>③株式持合い・政策投資株式保有を制限 (IFRS9をカーブアウトする場合 ※2)</p> <p>④その他(例) ◇業務執行と監督の分離 ◇買収防衛策、第三者割当増資の制限 ◇実効性ある内部通報制度 など</p>	<p style="text-align: center;">(2)会計・ディスクロージャー</p> <p>①IFRS (国際会計基準) を適用 ◇IFRSを全上場企業に強制適用は困難 ⇒一部の企業に取引所規則で強制(強制適用と任意適用の折衷) ⇒IFRS適用の促進 ⇒同一市場内では比較可能性を維持</p> <p>◇IFRSと同等の国際基準(米國基準)を適用している場合も可能 ・米國監査法人の監査を受けていない企業も対象とするのか?</p> <p>②積極的な情報開示(例) ◇ガバナンス関連の情報開示の充実 ◇決算説明資料、説明会の充実 ◇適切なタイムリーディスクロージャー ◇海外投資家向けに英文のアニユアルレポート等を作成 など</p>	<p style="text-align: center;">(3)議決権行使の環境整備</p> <p>①電磁的方法による議決権行使の導入 ②議決権電子行使プラットフォームへの参加 ③招集通知(要約)の英訳での提供 (その他、招集通知の早期発送 (例えば株主総会の3週間前))</p> <p style="text-align: center; border: 1px dashed black; padding: 5px;">業績要件? 時価総額?</p> <p>例えば、以下は対象外 ①3年連続赤字 ②中期経営計画とのかい離が大きい (修正及び説明をしている場合を除く) ③経営破たんしてから間もない企業 ④時価総額50億円未満</p>
<p>※1 政府保有の場合を除く ※2 IFRS9号金融商品では、企業が指定した保有株式について時価の変動を損益ではなくOCI(「その他の包括利益」)で計上することを認めているが、当該株式について益出しによる売却益計上を認めていない。したがって、仮にIFRS9号をカーブアウトせずに適用された場合、企業の持合い株式・政策投資株式の解消につながるものと思われる。</p> <p>(出所) 大和総研金融調査部制度調査課作成</p>		

独立取締役の導入の強制に関しては、わが国では経済界が強く抵抗している。法務省が2012年9月に公表した法制審議会の「会社法制の見直しに関する要綱」では、上場企業等への社外取締役（社外性の要件は厳格化）の導入義務付けは見送られ、附帯決議として金融商品取引所

¹⁶ <http://www.dir.co.jp/publicity/magazine/pdf/12061501.pdf>

「東証により高品質な新市場創設を - 東証プレミアム市場創設の提案-」(月刊資本市場2012.6 (No. 322) pp. 50-59)。

¹⁷ 前述の専門委員会の第2回会合(2013.5.13)で、東京大学大学院経済学研究科の柳川範之教授が、東証等に新たな取引カテゴリーを設け、日本型ガバナンスを行う企業の株式をそこで取引することを提案されている。投資家が評価しているなら資金は集まるはずだし、投資家に支持されなくても、そのショックが他の企業に波及しなくて済むとされている。当該市場が筆者の提案と方向性を同じにするか異なるかは日本型ガバナンスの具体的な内容によろう。なお、柳川教授のこの提案については、同会合で関心が示された。

の規則において、上場会社は独立取締役を 1 名以上確保するよう努める旨の規律を設けることを求めるに留まっている。自民党も、2012 年の衆議院選挙時に公表していた「J-ファイル 2012 総合政策集」では、上場会社に複数の独立取締役選任を義務付けることとしていたが、日本経済再生本部の中間提言では、最低 1 名確保と後退している。

他方で、ある海外有識者の論文では、わが国のコーポレート・ガバナンスについて、取締役会が執行と監督の両方の機能を担っていること、社長が後継者と取締役を実質的に指名できる力を持っていること（したがって社長に対する監督を欠いていること）が根本的な問題であると指摘している¹⁸。同論文では、わが国のコーポレート・ガバナンスのシステム下での経営陣の効果的なモニタリングに向けて、伝統的な監査役設置会社に一定数の独立取締役を加えることを基礎とする混合モデルを提案している¹⁹。アジア・コーポレート・ガバナンス協会のように、わが国に対して、最低 3 人の独立社外取締役が必要で中期的には取締役全体の 3 分の 1、長期的には半分にするをを求める意見もある。欧米のみならず、アジア諸国においても、いわゆるソフト・ローを通じて、上場会社における「指名」や「報酬」について、原則、独立取締役の関与を求めることが標準化しつつある²⁰。

前述した筆者の「東証プレミアム市場」の私案では、市場を区分するための新しい上場基準を定めることを考えていたため、ある程度の客観性のある外形基準が必要ということで独立取締役の人数を要件に入れている。人数を 2 名以上としているのは、会社法又は東証規則の改正等何らかの形で最低でも 1 名の社外取締役（社外要件は厳格化）の選任が求められるようになると想定し、それよりも厳しい要件を設けようと考えたこと、「会社法制の見直しに関する要綱」が提案している監査・監督委員会設置会社では最低 2 名以上の社外取締役（社外要件は厳格化）が必要となること、重要なのは独立取締役の人数ではなく独立取締役が経営陣に対するモニタリング（これは監査役が行う適法性監査だけでなく、業務執行の妥当性にも踏み込んだモニタリングを想定している）という役割を果たすことであるが、1 名だけではその役割が十分には果たせないように思われたことなどによる。

コーポレート・ガバナンスの体制については、形式ではなく実質が重要とはいうものの、少なくとも独立取締役が標準装備となりつつある中で、独立取締役が全くいないというのは、問題があるように思われる。少なくとも、それに代わる（あるいはそれ以上の）経営陣に対するモニタリング機能を果たす体制を有していることを、株主や投資家の納得が得られるよう説明

¹⁸ ブロース・E・アロンソン著・松山学訳「海外からみた日本企業のガバナンスにおける問題 - 実効性のあるガバナンス改革の方策 -」（旬刊商事法務 No. 1991 pp. 25-33）

¹⁹ もっともそれだけでは経営陣の効果的なモニタリングを達成できそうにないとして、コーポレート・ガバナンスの目的を見直し、独立した者によって効果的にモニタリングが行われるように必要な環境を提供する包括的措置をとることが重要としている。ブロース・E・アロンソン著・松山学訳 *ibid.*

²⁰ シンガポールでは、“Code of Corporate Governance 2012”において、原則、委員長を含む過半数が独立取締役の指名委員会（Nominating Committee）と報酬委員会（Remuneration Committee）の設置が求められている（4.1、7.1）。香港でも、香港取引所の上場規則（Main Board Listing Rules）により、委員長を含む過半数が独立取締役の報酬委員会（Remuneration Committee）の設置が義務付けられ（3.25）、“Principles of Good Governance, Code Provisions and Recommended Best Practices”において、原則、独立取締役が過半数を占める指名委員会（Nomination Committee）の設置が求められている。韓国でも、“Code of Best Practices for Corporate Governance”において、原則、指名委員会（nomination committee）の過半数、報酬委員会（compensation committee）の全員は社外取締役とすることを求めている（6.3）。

する必要がある。「会社法制の見直しに関する要綱」の附帯決議を受け、東証は上場企業に対して少なくとも1名の独立取締役確保を求めていくことになると思われるが、それが指数の対象銘柄に選定される要件として反映されるか否かも注目されることである。選定要件に反映する場合も、要綱に従った会社法や東証の規則の改正時期の問題がある。改正後の会社法又は東証規則の施行が新株価指数の算出よりも後（例えば来年以降）となり、新株価指数の算出が開始した後に、改正会社法・東証規則の施行に対応して（独立性の高い）社外取締役を1名以上導入した企業が急増した場合に、新株価指数にどのように反映するのかという問題が生じることが考えられる。

もっとも、上場基準ではなく株価指数の要件ということであれば、外形にこだわらず、要件にある程度柔軟性を持たせることも考えられる。現在、経済産業省が設けた「企業報告研究会（Corporate Reporting Lab）」²¹の「コーポレート・ガバナンスの対話のあり方分科会」では、企業へのヒアリング等をもとに、コーポレート・ガバナンスについて検討を行っている²²。経営陣の効果的なモニタリングという観点で何らかの有用なエッセンスが得られるなら、それを活用することもありえよう。

また、海外では、議決権委任状調査・助言会社やコーポレート・ガバナンス格付会社が、Corporate Governance Metrics を用いて企業のコーポレート・ガバナンスを評価している。これらを分析し、独自の Metrics を開発・活用することも考えられる。ただし、その効果の検証の点でかなり難易度の高い作業であることは容易に想像がつく。

会計基準に関しては、わが国の上場企業で I F R S（国際会計基準）の任意適用を表明している企業は現状では 20 社程度に留まっている²³。これに対して新株価指数は年内に算出開始を予定していることを考えれば、I F R S の採用を、銘柄選定の要件とすることは、将来はともかく、現在では難しい。ただし、I F R S 採用を銘柄選定における加点ポイントとして活用することは考えられなくもない。

議決権行使の環境整備は、東証の上場規程に定められている企業行動規範の中で「望まれる事項」（いわゆる努力義務）として対応が求められている²⁴。遠隔地にいる外国人株主も含め、株主の権限行使機会を確保するといった観点からも重要であると思われる。

企業が I R 活動や適時開示などのディスクロージャーに前向きであれば、投資家はその企業に関する有用な情報を得られるだけでなく、その企業の姿勢そのものを評価するであろう。

その他、2012年12月に内閣府の男女共同参画局の「女性の活躍状況の資本市場における『見える化』に関する検討会」が公表した報告書を受け、東証は2013年4月に「コーポレート・ガバナンスに関する報告書」記載要領を改訂し、上場企業に対し、取締役会・監査役会・各種の

²¹ 経済産業省が、企業と投資家が企業価値向上に向けた対話や開示のあり方を検討、調査、提案する常設の場として2012年7月に設置した。

²² http://www.meti.go.jp/policy/economy/keiei_innovation/kigyokaikei/index.html

²³ 企業会計審議会に提出された経団連資料「国際会計基準（I F R S）への当面の対応について」（2013年3月26日）では、IFRS任意適用企業（8社）、任意適用公表企業（8社）のほか、経団連IFRS実務対応検討会参加企業、その他最近の新聞報道等で適用が伝えられている企業の合計で約60社としている。

http://www.fsa.go.jp/singi/singi_kigyousiryousoukai/20130326/08.pdf

²⁴ <http://www.tse.or.jp/rules/listing/kouhyou.html>

諮問委員会、経営会議等の男女別の構成、役員への女性の登用に関する現状などの記載を推奨することとした。このような女性の役員の登用状況、ダイバーシティへの対応も、対象銘柄選定の定性的な要素に加えることも考えられる。東証では、既に、個人投資家が株式投資を考えるきっかけや関心材料を提供するため、特定のテーマや指標をベースに銘柄（テーマ銘柄）を抽出、公表しており、「女性の活躍」をテーマに女性が働き続けるための環境整備を含め、女性人材の活用を積極的に進めている企業を抽出・公表している（いわゆる「なでしこ銘柄」）²⁵。

アベノミクス効果により市場が好転していることは、証券系シンクタンクに身を置くものとしては非常に喜ばしいことである。その反面、株価の上昇は、積み残した制度的な課題を覆い隠してしまう側面もある。株価が低迷している局面では、制度的な見直しの要請は強く、資本市場における問題点は、会社法、金商法、会計・税制などにわたって幅広く検討され、一部は実施されてきた。しかし、現在のように株価が一斉に上昇している局面では、制度的な問題に対する市場関係者の関心は低下し、とりわけ、コーポレート・ガバナンスや会計・ディスクロージャーなど、発行企業にとって負担を伴う制度面での課題への対応をあえて行うことは回避される可能性がある。それでは将来に課題を積み残すことになる。新市場の創設のハードルが高いのであれば、パフォーマンスのみならずガバナンスや会計・ディスクロージャー等の要素も組み入れた指数を取引所自身が開発・算出することで、企業の自主的な対応を促すことを期待したいところである。

²⁵ テーマ銘柄にはその他「ESG」、「特許価値」、「アナリスト・カバー数の増加」などをテーマとしたものが公表されている。