

## 2021年日本のコーポレートガバナンス改革の注目点

西山 賢吾

### ■ 要 約 ■

1. 2021年の機関投資家の議決権行使方針変更については、(1)社外取締役の選任数を2名以上から取締役会全体の3分の1への引き上げと、(2)政策保有株式の議決権行使への反映が主な論点であろう。(1)については、コーポレートガバナンス・コード改訂議論の状況などから、2021年から2022年にかけて引き上げる機関投資家が増えると考えられる一方、(2)は、議決権行使への反映よりも引き続きエンゲージメントの主要な論点として扱われることが多いと考えられる。
2. 2020年は新型コロナウイルス感染症の感染拡大に伴い、議決権行使で資本効率性基準や剰余金処分議案に関する基準を一時的に緩和した機関投資家が多かった。現状、感染拡大の収束等が進んでいないため、この措置は2021年も継続する可能性が高いと見られる。
3. 2021年春にも再改訂が予定されているコーポレートガバナンス・コードにおいては、2022年に実施される東京証券取引所(東証)の市場区分見直しで、プライム市場に対しより高いガバナンス水準が求められる方向であることから、社外取締役の増員等が検討されている。また、急速な経営環境の変化等に対応するため、取締役や経営陣の多様化(ダイバーシティ)の促進と数値目標の設定なども議論されている。
4. 東証は2022年4月に市場区分を変更し、「プライム」、「スタンダード」、「グロース」の3市場体制とするとともに、それぞれの市場のコンセプトを明確化する。一方、TOPIX(東証株価指数)の構成は市場区分と分離される。また、流通株式や浮動株比率の計算では、いわゆる政策保有株式を除外するため、昨今の政策保有株式に対する厳しい見方と合わせ、緩やかな持ち合い解消をさらに促すと見込まれる。

### 野村資本市場研究所 関連論文等

- ・西山賢吾「「コロナの影響」を考慮し、「コロナ後」を展望した2020年6月株主総会」『野村サステナビリティクォーターリー』2020年秋号。
- ・西山賢吾「パンデミックの影響と2020年株主総会・議決権行使」『野村サステナビリティクォーターリー』2020年春号。
- ・片寄直紀、西山賢吾「スチュワードシップ・コードの再改訂」『野村資本市場クォーターリー』2020年冬号(ウェブサイト版)。

## I 議決権行使助言会社の方針と機関投資家の議決権行使方針の変更

### 1. ISS、グラス・ルイスの議決権行使助言方針

#### 1) ISSは2022年より社外取締役増員、政策保有株式に関する保有水準基準を導入

議決権行使助言会社大手のISSは、2021年は議決権行使助言方針の変更点はないが、2022年2月より、①「監査役（会）設置会社において取締役の3分の1以上を社外取締役とすることを求める」と、②「いわゆる政策保有株式を過度に保有する会社の経営トップに反対する」の2点の改定を予定している。

①については、2022年から監査役（会）設置会社に対し、現在の2名以上から、2名以上、かつ取締役全体の3分の1以上の社外取締役を置くことを求める。この基準を満たさない場合、経営トップ（原則として社長、会長）の取締役選任議案に反対助言を行う。なお、すでに、指名委員会等設置会社や監査等委員会設置会社、支配株主の存在する会社に対しては社外取締役を2名以上、かつ3分の1以上選任することを求めている。

ISSによれば、2020年6月現在で同社の調査対象企業のうち、社外取締役の割合が3分の1以上である企業の割合は53.7%（2019年時点では40%）に拡大した<sup>1</sup>。ISSではこれを、「監査役設置会社においても、従来は経営の「執行」が主な役割であった取締役会の役割が「監督」へ変化」、すなわち、「マネージング・ボード型」から「モニタリング・ボード型」へ取締役会の役割が変化している証左と捉え、監査役設置会社に対しても社外取締役の増員を求めることを決めた。

なお、ISSでは現状、同社の議決権行使助言基準においては社外取締役の独立性は問うていない。その理由として、「独立性は重要な概念だが、現在の日本のコーポレートガバナンスの状況で社外取締役の独立性を重視しすぎると、企業が資質ではなく独立性の確保に過度に注力し、弁護士、会計士、学識経験者などマネジメント経験の少ない人物のみに社外取締役への就任を求めることにつながりかねず、取締役会の多様性の観点からは望ましいとは言えない」ためとしている。

②については、「いわゆる政策保有株式の過度な保有が認められる企業（政策保有株式の保有額が純資産の20%以上の場合）は、経営トップの取締役の選任議案に対して反対を推奨する」というものである。ここで、「政策保有株式の保有額」とは、「保有目的が純投資目的以外の目的である投資株式」の貸借対照表計上額を指す。また、この情報が掲載される有価証券報告書は通常、定時株主総会后に提出されるため、判断に利用する情報はその前年のものとなる。例えば、2022年6月に開催される定時株主総会を分析する際には、2021年6月に提出された有価証券報告書の政策保有株式の情報を利用する。

この基準を採用することについてISSでは、a.株式持ち合いのために投入された資

<sup>1</sup> ISS「2021年版ISS議決権行使助言方針（ポリシー）改定に関するコメント募集」（2020年10月）

本は本業の設備投資、事業買収、配当や自社株式取得などに充当することができず、株主の長期的な利益に反する懸念があること、また、b.常に会社提案議案に賛成する一方で株主提案には反対するように議決権が行使されるため、市場による規律の低下が懸念されること、さらに、c.政策保有株式の保有は資本生産性の低下を招く（資本生産性の低さが数十年にわたる日本の株式投資の収益性に影響しているとの指摘がある）ことを挙げている<sup>2</sup>。

## 2) グラス・ルイスは2021年より政策保有株式の保有水準基準を導入

ISSとともに議決権行使助言会社大手であるグラス・ルイスは、2020年に内容を公表済である、政策保有株式に関する方針を2021年より導入する。内容は、「原則として、「保有目的が純投資目的以外の目的である投資株式」の「貸借対照表計上額の合計額」が連結純資産と比較して10%以上の場合、会長（会長職が無い場合、社長等の経営トップ）に反対助言を行う」というものである。なお、国際会計基準を採用している企業の場合、資本合計額と比較する。

ISSと同様、この方針に使用する情報は前年度の有価証券報告書の数値を使用する。ただし、この方針に関連する直近の数値を（事業報告書等で）開示している企業については、その最新の数値を用いる。

しかし、基準値を超える政策保有株式を保有していると確認できる場合においても、明確な削減計画を開示し、さらに政策保有株式が減少していると確認できる場合や、株式の政策保有が事業戦略上必要である旨の明確な開示があり、グラス・ルイスが合理的と判断した場合は、反対助言を見送ることがあるとしている。

## 2. 機関投資家の議決権行使基準変更で検討されると思われる論点

### 1) 社外取締役の増員

社外取締役に關しては、東京証券取引所（東証）1部上場企業のうち58.7%が3分の1以上の独立社外取締役を選任（2020年8月現在）済みであること、さらに、任意も含め、58.0%の企業が指名委員会、61.0%の企業が報酬委員会を設置していることから<sup>3</sup>、ISSが指摘するように、取締役会の役割は、執行と監督の分離した「モニタリング・ボード」型への移行が定着してきたと考えられる。

現在のところ、一定数の外資系機関投資家やグラス・ルイスでは既に、全ての企業に対し3分の1以上の社外取締役選任を求める一方<sup>4</sup>、多くの国内系機関投資家の議決権行使基準では、支配株主の存在しない監査役（会）設置会社には2名以上の社外取

<sup>2</sup> ISS「2021年版ISS議決権行使助言方針（ポリシー）改定に関するコメント募集」（2020年10月）

<sup>3</sup> 株式会社東京証券取引所「東証上場会社における独立社外取締役の選任状況及び指名委員会・報酬委員会の設置状況」（2020年9月）

<sup>4</sup> グラス・ルイスは、監査役会設置会社の場合、取締役会と監査役会の構成者総数の3分の1以上の社外取締役、社外監査役の設置を求めている。

締役の選任を求めている。上述のように、モニタリング型の取締役会への移行が進んでいること、ISSも3分の1以上の社外取締役の選任を求めること、さらに、2021年春予定のコーポレートガバナンス・コードの改訂においても、東証の市場制度改革により新設されるプライム市場上場企業に対しては、3分の1以上の独立社外取締役の選任を求める方向で議論が進められることなどから、2021年から2022年にかけて、国内系の機関投資家でも3分の1以上の社外取締役を求める動きが進むと考えられる。なお、野村アセットマネジメントでは既に、2020年11月より全ての企業に対し、3分の1以上の社外取締役の選任を求めると公表している<sup>5</sup>。

## 2) 政策保有株式の議決権行使への反映

2点目は政策保有株式の議決権行使への反映である。株式の持ち合いは緩やかな減少が続いているものの<sup>6</sup>、特に非金融企業では取引関係とリンクした持ち合いが一定の割合残存していることや、それらが安定株主として存在することにより株主による規律付けが十分働かないとの意見があり、政策保有の合理性の説明や保有削減が引き続き求められている。

一方、政策保有株式と議決権行使を結びつけることについては、総論では賛成でも、どのような形で反映させるかについてのコンセンサスはない。また、政策保有株式に対する考え方も、「完全に無くすべきである」という考え方から、「一定の合理性、必要性のあるものも存在するのではないか」という考え方で幅があり、こちらにもコンセンサスはない。さらには、大部分の企業が政策保有株式に関する情報が掲載されている有価証券報告書を株主総会後に提出するために、議決権行使において最新の情報が得られないという問題もあり、これまではあまり動きが見られなかった。

しかし、1で述べたように、議決権行使助言会社が助言方針に取り入れるようになるため、類似の基準の導入を検討する機関投資家は増えると考えられる。ただし、政策保有株式に関する最新の情報の利用が難しいという問題は残っているため、エンゲージメントの中で、保有合理性や取締役会での政策保有株式に対する見解や議論の内容、今後の方向性などを確認することが当面は中心と考えられる。企業との対話において、資本コストとの関連づけた保有合理性の説明や、社外取締役政策保有株式に対する見解など、機関投資家から問われる内容は従来より広範で深いものになるであろう。また、グラス・ルイスが示しているように、決算説明資料や事業報告書などで最新の政策保有株式に関する情報を提供する企業が増えることにも期待したい。

政策保有株式の閾値について、ISSは純資産比で20%以上、グラス・ルイスは10%

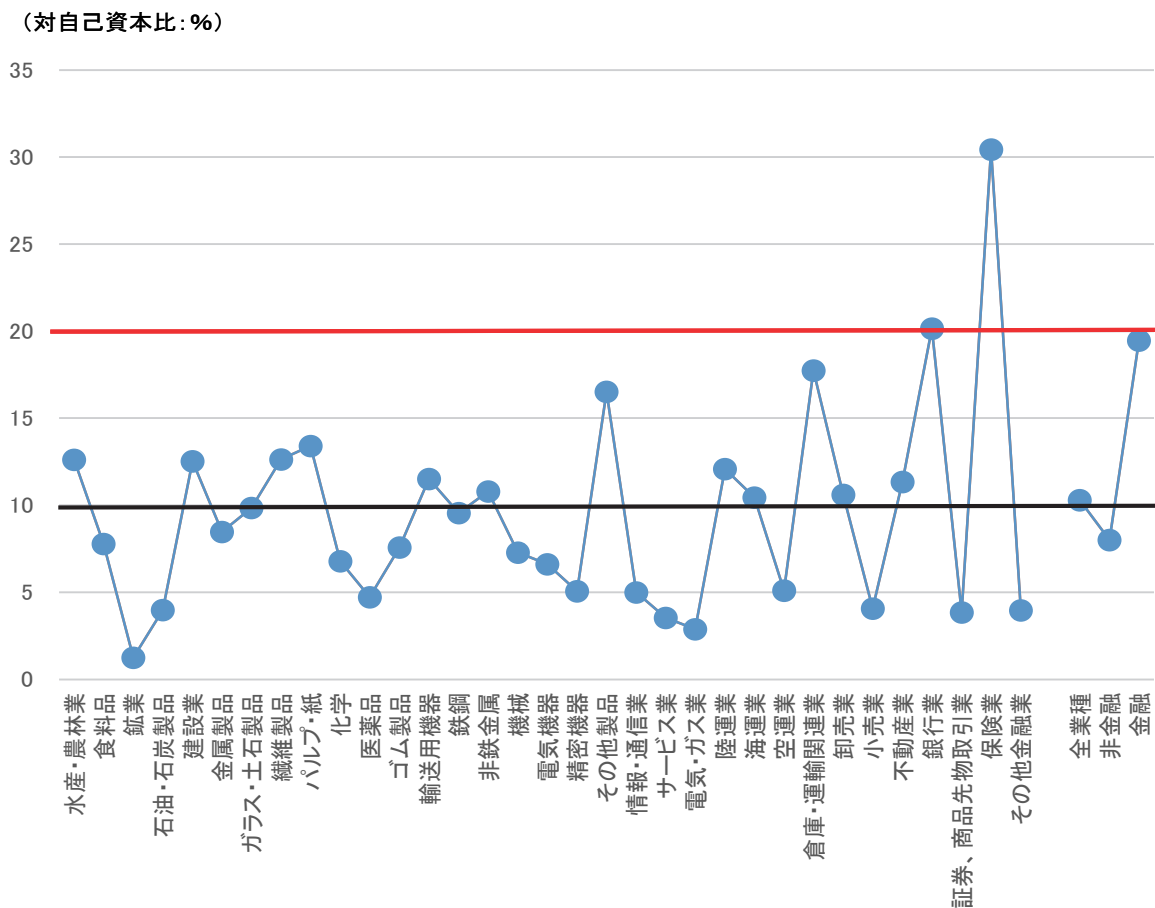
<sup>5</sup> 野村アセットマネジメント「「日本企業に対する議決権行使基準」の改定について」（2020年11月1日）。なお、正確には支配株主のいない監査役会設置会社に対し、「2名以上、又は取締役の人数の3分の1の多い方」の数の社外取締役選任を求める。但し、支配株主がいない監査役会設置会社について2021年10月までは2名または取締役の人数の20%の多い方。また、同社は、日本企業においても取締役会モニタリング・ボードとして監督機能を担うことを期待し、その移行について議決権行使を通じて後押しすることを明確化した。

<sup>6</sup> 西山賢吾「我が国上場企業の株式持ち合い状況（2019年度）」『野村サステナビリティクォーターリー』2020年秋号。

以上としている。参考までに、両社の基準のベースに近い、野村資本市場研究所で「株式持ち合い比率」を作成する際のベースデータとしている各社の保有株式の対自己資本比について、東証 33 業種別に示した図表 1 を見ると、10%では水産・食品業や建設業など14業種が該当するが、20%になると銀行業と保険業の2業種に留まる。これを見ると、グラス・ルイスの基準だと相当数の企業が該当する可能性があるが、ISSの基準だと、該当する企業数は限られるものと推察される<sup>7</sup>。

政策保有株式については、ここまで述べてきたように、保有合理性等への説明がこれまで以上に求められる上に、政策保有株式の保有水準を議決権行使に反映させる動きが見られ始めた。さらに、後述のように東証の新市場区分における流通株式や、TOPIX への組入に関連する浮動株から政策保有株式を除外する方向であることなどもあり、政策保有株式についてその見直しを検討する企業がこれまで以上に増えるで

図表 1 業種（東証 33 業種）別に見た保有株式の対自己資本比（2019 年度末）



(出所) 各社開示資料、及び東洋経済新報社「大株主データ」より野村資本市場研究所作成

<sup>7</sup> ISSによれば、同社が「日本企業 1500 社を無作為に抽出し有価証券報告書を調査したところ、政策保有株式の保有額が純資産の 20%以上の企業は母集団の 7%であり、これらの企業が反対推奨の対象となる事が考えられる」とのことである。一方、野村資本市場研究所がグラス・ルイスに行ったインタビューによれば、「純資産比 10%」は同社が調査対象とする日本企業のほぼ平均に相当するとのことであった。

あろう。一方で、既に株式の持ち合い解消はここまでかなり進んだと考えられることから、持ち合いの解消は継続するものの、そのペースは緩やかと見られる。

### 3. コロナの影響を勘案した「一時的緩和基準」は継続へ

2020年の議決権行使においては、新型コロナウイルス感染症（以下、コロナ）のパンデミック（世界的な大流行）を勘案し、資本効率性（いわゆる ROE）基準や剰余金処分議案に関する基準を緩和した機関投資家が多かった（図表 2）。このような「一時的緩和基準」は、ISS や野村アセットマネジメントのように、ある基準の適用を停止するものから、三井住友 DS アセットマネジメントのように、ケースバイケースで弾力的な基準の運用を行うものまであった。

一方、「一時的緩和基準」の適用の終了時期については、現在のところ、野村アセットマネジメントが緩和基準の延長をすでに打ち出しているものの、多くの機関投資家では現在、状況を見つつ検討を行っている最中と考えられる。しかし、現状ではまだ収束の方向が見えていないことや、資本効率性基準等は 1 期だけではなく複数期の状況を見て判断することが多い中、業績への影響はむしろ今期に現れる企業もある。これらを勘案すると、「一時的緩和基準」は 2021 年も継続して適用される可能性が高いと見られる。

図表 2 コロナの感染拡大の影響を勘案した議決権行使に対する考え方の例

<p>○ISS</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>・取締役選任議案における ROE 基準の適用を一時的に停止</li> <li>・継続会を選択した企業の剰余金処分議案には棄権を推奨</li> <li>・社外役員の独立性判断: 必要な情報が提供されない場合、過去の開示資料に基づき調査</li> <li>・取締役会、監査役会の出席状況: 参考書類に示されていない場合には反対推奨</li> <li>・業績と関連する報酬関連議案には棄権を推奨</li> </ul>
<p>○グラス・ルイス</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>・継続会を選択したことをもって議案に反対せず。ただし、必要な情報が開示可能な時期になっても開示されない場合、将来開催の総会で反対助言の可能性</li> <li>・剰余金処分: パンデミックの影響という明確な理由開示があれば配当方針の変更(減配、無配など)を支持</li> <li>・買収防衛策: 通常の助言方針に加え、①買収防衛策の有効期間が1年以内、②パンデミックの影響で買収防衛策を導入するという正当な理由の開示があれば、合理的な買収策と判断する場合もある</li> </ul>
<p>○野村アセットマネジメント</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>・取締役選任における業績 (ROE) 基準の適用見送り</li> <li>・取締役選任における剰余金処分基準の適用見送り</li> <li>・剰余金処分における株主還元基準の適用見送り</li> </ul>
<p>○大和アセットマネジメント</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>・豊富な株主資本または現金資産を持ちながら株主資本の有効活用が不十分な企業に対する基準の一律適用見送り</li> <li>・ROEやPBR基準の状況を勘案した適用</li> </ul>
<p>○三井住友DSアセットマネジメント</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>・ROE・剰余金処分・業績等における基準の数値にこだわらず、手元流動性の状況や企業活動等の実態を踏まえ弾力的な議決権行使を実施</li> </ul>

(出所) 各社開示資料より野村資本市場研究所作成

## 4. その他の論点

その他の論点としては、まずボードダイバーシティ、特に女性役員の登用についての基準設定が考えられる。これについては、既にグラス・ルイスや外資系を中心とした機関投資家の一部で、最低1人以上の女性役員を登用しない場合には経営トップの取締役選任議案に反対のスタンスをとっている。さらに、世界的にもボードダイバーシティの実現を義務化するような動き<sup>8</sup>もあり、採用を検討する機関投資家も増えるであろう。しかし、業種によっては女性の絶対数が少なく、役員の候補になる女性管理職の数が十分ではない上に、「最低一人」という「形式」のみを満たすことを主眼に女性の社外役員を置こうとする企業が出てくる懸念もある。よって、当面は議決権行使に反映させるよりも、エンゲージメントの主要テーマの一つとしてとらえる機関投資家が多いと考えられる。

また、取締役、取締役会の実効性を高めることを目的に、社外取締役の就任年数や兼任企業数、独立性などについて基準を新たに設定することや、あるいは従来の基準を見直すことなども検討課題と考えられる。

役員報酬関連では、従来から社外取締役を株式報酬やストックオプションの付与対象者にするかどうか議論されている。これについて、社外取締役の役割が多様化、高度化する中で、企業価値向上への貢献が期待される場面も増えていることなどから、付与対象者とするのを容認する機関投資家の数は、少しずつではあるが増えるとしている。また、2021年3月1日に施行される改正会社法により、役員報酬に関する決定等についての開示が拡充されることから、従来以上に役員報酬の「決め方」に対する機関投資家の関心がさらに高まると見られる。しかし、報酬の「決め方」についての評価を議決権行使基準には反映させることが難しいことから、エンゲージメントの重要テーマとして役員報酬を取り上げる機関投資家が一段と増えると思われる。

株主提案への対応も注目される。2020年6月の株主総会において、環境関連のNPOから提出された議案が34%の賛成を集めたことから、2021年もESGのG（ガバナンス）だけではなく、E（環境）、あるいはS（社会）に関係する株主提案が株主総会に上程される可能性がある。一般に、株主提案は定款変更議案であることが多いが、機関投資家の議決権行使においては、提案そのものは賛同できる内容であっても、それを個別企業の定款に記載することには反対することが比較的多い。しかし、定款変更ということだけで株主提案に反対をすることが適切なのか、また、定款変更であっても著しく企業活動を縛るものでなければ、内容が合理的であれば賛成することも考えられるのではないか、という見解も聞かれるようになってきた。

当面は定款変更に対する機関投資家のスタンスが大きく変わるとは考えにくい、「内容そのものは合理的である定款変更」である株主提案への対応に変化が見られてくるかが注目される。

<sup>8</sup> 例えば、ナスダックは2020年12月1日、ジェンダーとマイノリティの双方の観点で取締役を1人以上任命することを義務付ける上場規則を導入するため、SEC（米証券取引委員会）に承認を要請したと発表した。

## II コーポレートガバナンス・コードの再改訂

### 1. 2021年春に予定されるコーポレートガバナンス・コード再改訂

2020年3月にスチュワードシップ・コードが改訂されたことを受け、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（金融庁と東京証券取引所との共催：以下フォローアップ会議）において、2021年春の実施に向けたコーポレートガバナンス・コード改訂議論が行われている。コーポレートガバナンス・コードは2015年に策定された後2018年に一度改訂が行われており、今回は2回目の改訂となる。

今回の想定される改訂のポイントは図表3に示した通りであるが、フォローアップ会議における議論の内容を受け、2020年12月18日に意見書（5）「コロナ後の企業の変革に向けた取締役会の機能発揮及び企業の中核人材の多様性の確保」が公表され、一部の改訂内容が提言された。

意見書（5）では、「コロナ禍の拡大により企業を取り巻く環境の変化が加速している中」、「コロナ後の新たな成長を実現するためには、各々の企業が課題を認識し変化を先取りすることが求められ」、「そのためには、株主をはじめ顧客・従業員・地域社会等との間で企業の変革のビジョンを共有し、迅速・果敢な意思決定を通じてこれを積極的に実行していくことが重要」として、まず、図表3に掲げた論点のうち⑤～⑦について提言を行った。

図表3 コーポレートガバナンス・コード改訂の諸論点

①監査に対する信頼性の確保
・内部監査部門が独立社外取締役を含む取締役会や監査役など、経営陣から独立した監督機関に対しても直接報告が行われる仕組みの確立を促進
②上場子会社の取り扱いの適正化を含むグループガバナンスの考慮
・上場子会社等のガバナンス体制の厳格化、親会社による子会社上場等の合理性の説明
③事業ポートフォリオ戦略の実施など資本コストを踏まえた経営のさらなる推進
④中期的な持続可能性についての考慮
⑤社外取締役の質的向上
⑥東証の市場改革において、「プライム市場」上場（予定）企業に対し、一段高いガバナンス体制の整備
⑦新型コロナウイルスで各業種や企業の状況が大きく変化中、変化に応じた成長実現を目的に、女性、外国人、中途採用者を含めた多様性の確保

（出所）フォローアップ会議意見書（4）「コーポレートガバナンス改革のさらなる推進に向けた検討の方向性」（2019年4月）、「成長戦略フォローアップ」（2020年7月17日閣議決定）、及び、菅首相インタビュー「日本経済新聞」2020年10月6日付朝刊1面、及び4面、より野村資本市場研究所作成



## 2. 取締役会の機能発揮

意見書(5)に示されたコーポレートガバナンス・コード再改訂の概要は図表4に示した通りである。まず、取締役会の機能発揮についてである。意見書(5)では、「企業活動と社会の持続可能性の両立が急速に高まる中、コロナ後の経営課題を先取りしていく上で取締役会には、経営者の迅速・果敢なリスクテイクを支え重要な意思決定を行うとともに、実効性の高い監督を行うことが求められる」との問題意識を示している。

その上で、取締役会には中長期的な経営の方向性や事業戦略に照らして必要なスキル(知識・経験・能力)が確保されていること、また、それら必要なスキル構成の考え方が取締役選任に当たり適切に開示され、投資家との対話を通じて共有されることが求められるとしている。さらに、企業に対し事業戦略に照らして取締役会が備えるべきスキル等を特定し、その上でいわゆる「スキル・マトリックス」をはじめ、社内外の取締役の有するスキル等の組み合わせを公表すべきであることを示している。なお、独立社外取締役には、他社での経営経験を有する者を含むよう求めるべきであると提言している。

一方、諸外国では独立社外取締役が全体の3分の1以上ないし過半数の選任を求めている現状を踏まえ、日本でも、特に2022年に予定される東京証券取引所の市場区分見直しにより誕生する「プライム市場」に上場する企業には、高い水準のガバナンスを求める。具体的には、同市場の上場企業に対し、全体の3分の1以上の独立社外取締役選任を、経営環境や事業特性等を勘案して必要と考える企業には、全体の過半数の独立社外取締役選任を検討することを促している。

図表4 コーポレートガバナンス・コード再改訂に向けた提言の要旨

<p>1. 取締役会の機能発揮</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>・2022年の新市場移行後の「プライム市場」上場企業には3分の1以上、必要と考える企業は過半数の独立社外取締役選任を促すべき</li> <li>・「スキル・マトリックス」をはじめ、経営環境や事業特性に応じた適切な形で取締役のスキル等の組み合わせを公表すべき</li> <li>・独立性の高い指名・報酬委員会(任意・法定)の設置と機能向上</li> <li>・社外取締役の機能向上</li> <li>・取締役会の評価の充実</li> </ul>
<p>2. 企業の中核人材における多様性(ダイバーシティ)の確保</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>・女性・外国人・中途採用者の管理職への登用等における多様性の確保についての考え方について、測定可能な目標設定とその公表を求めるべき</li> <li>・多様性の確保に向けた人材育成方針・社内環境整備方針とその実施状況の公表を求めるべき</li> </ul>

(出所) フォローアップ会議意見書(5)「コロナ後の企業の変革に向けた取締役会の機能発揮及び企業の中核人材の多様性の確保」(2020年12月)より野村資本市場研究所作成

加えて、コロナ後の企業の変革を主導するとの観点から、独立性の高い指名・報酬委員会（任意・法定）の設置及びそれらの機能向上（例えば候補者プールの充実等の CEO や取締役の選解任機能の強化、活動状況の開示の充実や、企業戦略と統合的な報酬体系の構築、活動状況の開示の充実）、筆頭独立社外取締役<sup>9</sup>の設置や、独立社外取締役の取締役会議長への選任を含めた独立社外取締役の機能向上や、取締役会の評価の充実（個々の取締役や法定・任意の委員会を含む自己・外部評価の開示の充実等）等の論点については、今後更に検討を深めていくこととしている。

### 3. 企業の中核人材におけるダイバーシティの確保

次に、企業の中核人材におけるダイバーシティの確保である。意見書（5）によると、企業がコロナ後の不連続な変化を先導し、新たな成長を実現する上では、取締役会のみならず、経営陣においても多様な視点や価値観の存在が求められること、そして、彼らを支える管理職層において、中途採用人材の活用を含め、ジェンダー・国際性・職歴等の多様性が確保されること、それらの中核人材が経験を重ねながら、取締役や経営陣に登用される仕組みを構築することが極めて重要であるとしている。

その上で、上場企業に対し、中核人材の登用等における多様性の確保についての考え方と自主的かつ測定可能な目標を示すとともにその状況の公表を、さらに、多様性の確保に向けた人材育成方針・社内環境整備方針をその実施状況とあわせて公表することを提言している。

なお、図表3の①～④についても、今後のフォローアップ会議において検討が進められる予定である。

## III 東証の市場区分見直し

### 1. 2022年4月4日に新市場区分がスタート

2013年1月に当時の東京証券取引所グループと大阪証券取引所の経営統合により日本取引所グループが発足、同年7月には両市場の現物市場が統合されて現在の4市場体制（市場第一部、市場第二部、マザーズ、JASDAQ）が構築された。以降この市場構造を維持してきたが、「上場会社の企業価値の維持向上をより積極的に動機付け、国内外の多様な投資者からのより高い支持を得られるものとなるよう検討していくことが、資本市場の持続的な発展、ひいては日本経済全体の発展に寄与していく」との考えから、2018年10月に「市場構造の在り方等に関する懇談会」が設置され、今後の市場構造としてあるべき姿の検討が始まった。

<sup>9</sup> 独立社外者間の議論・認識共有の主導、独立社外者と経営者の意思疎通の仲介、独立社外者と投資家の建設的対話の窓口・橋渡し等の機能・役割などを担うことが期待される。

図表5 東証「市場構造の在り方」等の検討状況

	見直し事項等	概要・備考
2018年12月21日	市場構造の在り方等の検討に係る意見募集(論点ペーパー)公表	
2019年3月27日	市場構造の在り方等に関する市場関係者からのご意見の概要公表 現在の市場構造を巡る課題(論点整理)公表	
2019年12月27日	金融庁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」報告書公表	
2020年2月21日	「新市場区分の概要等について」を公表	
2020年11月1日	資本市場を通じた資金供給機能向上のための上場制度の見直し(市場区分再編に係る第一次制度改正事項)実施	・市場区分再編を見据えた新規上場基準等を改正、新規上場の円滑化・上場後の中長期的な企業価値向上促進 ・財務状況に不安を抱える上場企業の資本政策・経営戦略の柔軟化控除のため上場廃止基準等を見直し
2020年12月25日	市場区分の見直しに向けた上場制度の整備について(第二次制度改正事項)制度要綱公表、 2021年2月26日まで意見募集	・新市場区分の全体像(新市場区分の名称・上場基準等) ・上場会社の移行プロセス ・新市場区分の上場維持基準を充たさない場合の経過措置
2021年春～	「第三次制度改正」制度要綱公表	・コーポレートガバナンス・コード等の改訂等
2021年6月30日	移行基準日	・上場会社に対して、新市場区分の選択に際し必要な手続や提出書類等を7月30日までに通知
2021年9～12月	上場会社による市場選択手続き	・新市場区分の上場維持基準と改訂コーポレートガバナンス・コードを踏まえた選択
2022年1月中	移行日に上場会社が所属する新市場区分公表	・当取引所ウェブサイトにおいて公表
2022年4月4日	一斉移行日	・市場区分への移行完了

(出所) 東京証券取引所資料より野村資本市場研究所作成

それ以降、市場関係者等の意見を聞きながら新たな市場構造、市場区分の検討を重ね、2020年12月25日、東京証券取引所は「市場区分の見直しに向けた上場制度の整備について(第二次制度改正事項)」の制度実施要綱を公表し、2021年2月26日まで意見募集を行うこととした(図表5)。

市場区分の見直しを見据えた新規上場基準や上場廃止基準等一部の見直しはすでに2020年11月1日より実施されているが、今後、2021年春に予定されるコーポレートガバナンス・コード再改訂を受け、その内容や新市場区分における上場料金等については、「第三次制度改定」で行う。そして、2021年6月30日を移行基準日として、同年9～12月に上場会社による市場選択手続きを実施する。新市場への移行日は2022年4月4日であるが、2022年1月中に各上場会社の所属市場が公表される予定である。

## 2. 「プライム」、「スタンダード」、「グロース」に再編、各市場のコンセプトを明確化

新しい市場区分は図表6に示したが、現在の市場区分に比べ、各市場の特長やコンセプトが明確化され、各市場ともそのコンセプトに応じた定量的・定性的な基準が設けられる。

図表 6 新市場区分の概要

市場区分	スタンダード市場	プライム市場	グロース市場
特長、コンセプト	公開された市場における投資対象として一定の時価総額(流動性)を持ち、上場企業としての基本的なガバナンス水準を備えつつ、持続的な成長と中長期的な企業価値の向上にコミットする企業向け	多くの機関投資家の投資対象となりうる規模の時価総額(流動性)を持ち、より高いガバナンス水準を備え、投資家との建設的な対話を中心に据えて持続的な成長と中長期的な企業価値の向上にコミットする企業向け	高い成長可能性を実現するための事業計画及びその進捗の適時・適切な開示が行われ一定の市場評価が得られる一方、事業実績の観点から相対的にリスクが高い企業向け
時価総額			
時価総額	-	-	上場から10年経過後40億円(改善期間1年)
流動性			
株主数(上場時見込み)	400人以上(改善期間1年)	800人以上(改善期間1年)	150人以上(改善期間1年)
流通株式数(上場時見込み)	2,000単位以上(改善期間1年)	20,000単位以上(改善期間1年)	1,000単位以上(改善期間1年)
流通時価総額(上場時見込み)	10億円以上(改善期間1年)	100億円以上(改善期間1年)	5億円以上(改善期間1年)
売買代金(上場時見込み)	月平均売買高10単位以上(改善期間1年)	1日平均売買代金0.2億円以上(改善期間1年)	月平均売買高10単位以上(改善期間1年)
コーポレートガバナンス			
流通株式比率(上場時見込み)	25%以上(改善期間1年)	35%以上(改善期間1年)	25%以上(改善期間1年)
経営成績・財務状況			
経営成績	直近1年間における経常利益が1億円以上	AまたはBのいずれかを満たす A.(利益基準)直近2年間における経常利益の総額が25億円以上 B.(売上基準)最近1年間の売上が100億円以上かつ上場日における時価総額1,000億円以上	-
財務状況(上場時見込み)	純資産が正	純資産が50億円以上	-

(出所) 東京証券取引所「市場区分の見直しに向けた上場制度の整備について(第二次制度改正事項)」(2020年12月25日)より野村資本市場研究所作成

そして、各市場は独立した位置づけとなり、従来のような市場区分間の移動(いわゆる一部上場指定や指定替え等)は行われず、もし、異なる市場区分への移行を希望する場合には、移行先の市場区分への上場を申請し、新規上場基準と同様の基準による審査を受けることになる。

今回の見直しにより、各市場区分の新規上場基準と上場維持基準は原則として共通化され、上場会社は、上場後も継続して各市場区分における新規上場基準(の水準)を維持することが必要となる。もし、上場維持基準に抵触した場合には、必要な改善を図るための猶予期間が設けられる。

「プライム」は、多くの機関投資家の投資対象となり得る規模の時価総額(流動性)を有するとともに、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て持続的な成長と中長期的な企業価値の向上にコミットする企業向けとされる。一方、「スタンダード」は、公開市場における投資対象として一定の時価総額(流動性)を持ち、上場企業としての基本的なガバナンス水準を備えつつ、持続的な成長と中長期的な企業価値の向上にコミットする企業向けとされる。また、「グロース」は、高い成長可能性を実現するため

の事業計画及びその進捗の適時・適切な開示が行われ一定の市場評価が得られる一方、事業実績の観点から相対的にリスクが高い企業向けとの位置づけとなる。

どの市場に上場するかについては、各市場区分のコンセプトや上場基準を踏まえ、移行時に新たな市場区分を上場会社が主体的に選択することになる。

### 3. 市場選択に関する手続き、及び基準を満たさないときの経過措置

企業による上場市場の選択については、2021年6月30日を移行基準日とし、上場会社に対して、当該移行基準日の時点で新市場区分の上場維持基準に適合しているか否かを同年7月末までに通知する。そして、同年9月から12月までが市場選択手続期間となり、上場会社各社は、当該期間中に市場選択に係る手続を行うことになる。市場選択手続期間内に申請手続が行われなかった場合、当取引所は、その旨を公表して投資家に周知する。

新市場区分の選択に際しては、申請日までに「市場選択申請書」と「市場選択の意向に関する取締役会の決議内容を証する書面」の提出・開示を求める。これは全市場で共通である。これらに加え、プライム、スタンダードでは改訂後のコーポレートガバナンス・コードの内容を反映した「コーポレート・ガバナンスに関する報告書」を、グロースについては「事業計画及び成長可能性に関する事項の進捗状況の継続的な開示に関する確約書」と、「直近の事業計画及び成長可能性に関する事項の進捗状況」を、市場選択手続期間の最終日までに提出する。

また、移行基準日において新市場区分の上場維持基準に適合していない場合、「新市場区分の上場維持基準の適合に向けた計画書」の提出が、市場選択手続期間の最終日までに求められる。ここには流通株式比率の向上だけではなく、ガバナンス向上等の取り組みも含めた流通株式時価総額向上のための計画の提出も含まれる。また、公衆縦覧の対象であることを踏まえ、上場会社において合理的な計画を策定のうえ、取締役会決議等の適切な手続を経ることが必要になる。

なお、図表7に示したように、例えば市場第一部上場企業がプライム、スタンダードへの意向を希望する場合は市場選択に係る手続を行うが、グロースへ上場を希望する際には新規上場と同様の審査手続を経ることになる。

上記の通り、一斉移行に当たり選択先の市場区分の上場維持基準に適合していない場合は、「新市場区分の上場維持基準の適合に向けた計画書」を提出・開示することになるが、これにより経過措置が適用される。例えば、市場第一部上場企業がプライム市場に移行を希望しながらも上場維持基準に適合していない場合には、当面の間新市場区分の上場維持基準に代えて、現行の指定替え基準と同水準の基準（流通株式時価総額10億円以上、流通株式比率5%以上など）を上場維持基準として適用する。また、市場第二部、JASDAQスタンダード上場企業がスタンダードを選択する場合、さらにはマザーズ上場企業がグロースを選択する場合、当分の間、新市場区分の上場維持基準に代えて、現行の上場廃止

図表 7 市場区分の選択と必要な手続き

現市場区分	選択先の新市場区分	必要な手続き
市場第一部	プライム	・市場選択に係る手続き 移行基準日(2021年6月30日)において新市場区分の上場維持基準を充たしていない場合は新市場区分の上場維持基準の適合に向けた計画書を市場選択手続き期間の最終日までに提出
	スタンダード	
	グロース	・新規上場と同様の審査手続き 一斉移行日(2022年4月4日)までに新規上場審査に適合しなかった場合は、一斉移行日に猶予期間入り
市場第二部 JASDAQスタンダード	スタンダード	・市場選択に係る手続き 移行基準日(2021年6月30日)において新市場区分の上場維持基準を充たしていない場合は新市場区分の上場維持基準の適合に向けた計画書を市場選択手続き期間の最終日までに提出
	プライム・グロース	・新規上場と同様の審査手続き 一斉移行日(2022年4月4日)までに新規上場審査に適合しなかった場合は、一斉移行日に猶予期間入り
マザーズ JASDAQグロース	グロース	・市場選択に係る手続き 移行基準日(2021年6月30日)において新市場区分の上場維持基準を充たしていない場合は新市場区分の上場維持基準の適合に向けた計画書を市場選択手続き期間の最終日までに提出
	プライム・スタンダード	・新規上場と同様の審査手続き 一斉移行日(2022年4月4日)までに新規上場審査に適合しなかった場合は、一斉移行日に猶予期間入り

(出所) 東京証券取引所「新市場区分の概要等について」(2020年2月21日)より野村資本市場研究所作成

基準と同水準の基準(流通株式時価総額2億5千万円以上、流通株式比率5%以上など)を上場維持基準として適用する。

「新市場区分の上場維持基準の適合に向けた計画書」を提出した上場会社は、一斉移行日以後に終了する事業年度の末日から起算して3ヶ月以内に、当該計画書の進捗状況を開示する。その後、新市場区分への移行後において、引き続き上場維持基準に適合していない上場会社については、計画書に基づく進捗状況を事業年度の末日から起算して3か月以内に開示している場合に限り、緩和した上場維持基準が適用される。

なお、該経過措置については当面見直しを予定していないが、一斉移行日後の中期的な状況変化等を踏まえ、将来的に見直しを行う場合がある。

#### 4. 政策保有株式を流通株式から除外

今回の市場区分見直しの中で注目されるのが、政策保有株式の取り扱いである。新市場区分において利用される流通株式において、流動性の向上により、株式の円滑な流通と公正な価格形成を確保する観点から、流通株式の定義の変更が行われる。すなわち、現行では「上場株式のうち、「上場株式数の10%以上を所有する株主が所有する株式」、「役

員が所有する株式」、「自己株式」、「役員以外の特別利害関係者<sup>10</sup>の所有する株式（新規上場・一部指定時のみ）」を除いたもの」とされているが、これらに加え、「上場株式のうち、国内の普通銀行、保険会社及び事業法人等（金融機関及び金融商品取引業者以外の法人）が所有する株式」については、上場株式数の10%未満を所有する場合であっても流通株式から除くものに変更する。ただし、直近の大量保有報告書等において所有目的が「純投資」と記載されている株式については、流通株式として扱う。

また、役員以外の特別利害関係者の所有する株式についても、上場維持基準に係る計算においても流通株式から除くこととするほか、東証が流通株式に含めることが適当でないとする株式についても、流通株式から除くことになる。

なお、定義の見直しに伴い、上場会社に提出を求めている「株式等の分布状況表」の様式を見直し、事業年度末日等における国内の銀行、保険会社、事業法人等の及び役員以外の特別利害関係者の保有状況等に係る記載欄が新設されることになる。

## 5. TOPIX は市場区分と切り離される

市場区分の見直しと歩調を合せ、TOPIX（東証株価指数）も見直される。一番のポイントは、現在の TOPIX は東証一部上場企業で構成されているが、見直し後の TOPIX は市場区分と切り離し、市場代表性に加え投資対象としての機能性の更なる向上を目指すことになる点である。

既存の構成銘柄の取り扱いについては、新しい市場区分施行後の2022年4月4日以降も、選択市場にかかわらず継続採用される。ただし、流通株式時価総額100億円未満の銘柄については、「段階的ウエイト低減銘柄」とし、2022年10月末日から、四半期ごと10段階で構成比率を逡減する。また、投資対象としての機能性の更なる向上の一環として、TOPIX について各銘柄の構成比率に10%の上限を設ける。

指数における各構成銘柄の組入比率を決める要素である浮動株比率について、市場における流動性により着目して算出するために算出方法を一部変更して、いわゆる「政策保有株」を固定株として認定することから、政策保有株として保有される会社の浮動株比率が減少することになる。算出方法の変更に伴う売買インパクトを軽減することを目的に、2022年4~6月まで毎月末に3段階で移行する。移行案については市場関係者の意見も踏まえ、2021年3月末までに確定の予定である。

<sup>10</sup> 特別利害関係者とは、会社の役員、その配偶者及び二親等内の血族（以下「役員等」）、役員等により総株主の議決権の過半数を所有されている会社、関係会社及びその役員を指す。

## 6. 各市場のコンセプトに合致した銘柄構成になることが期待される

今回の市場区分の見直しにおけるキーポイントは、従来の第一部、第二部といった序列をイメージさせる区分ではなく、各市場がそれぞれ持つコンセプトに合わせ独立している点と、TOPIX も市場区分とは切り離される点にあると考える。特に、プライムは「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て持続的な成長と中長期的な企業価値の向上にコミットする企業向け」とされており、ここに上場する企業は、まさに日本企業の代表としてグローバル企業と比較され、株式市場において評価されることになる。その中で高い評価を得るためには、高い水準での投資家のコミュニケーションや情報開示などが求められるため、それらから生じる有形無形のコストもまた大きくなると考えられる。

従来のイメージからすると、現在の一部上場企業がスタンダード上場になると「降格」のように思えるかもしれない。しかし、プライムに上場することによって生じるコストと便益を比較検討して前者が上回ると考え、上場企業として必要十分な投資家とのコミュニケーションや情報開示等を行う方が企業価値向上に資するという判断であれば、プライムではなくスタンダードに上場するという選択は十分に検討に値すると考えられる。上述のように、TOPIX も市場区分とは切り離されていることから、スタンダードに上場することをもって TOPIX の構成銘柄から除外されるわけではない。一方、グローバルベースでの評価を受け、国際的な競争により磨かれることで企業価値を向上させていきたいという判断であれば、積極的にプライムに上場するのが適切であろう。

今回の市場区分見直しにおいて、各市場の特徴を企業が十分に理解して上場する市場を決定し、コンセプトに合致した銘柄構成になれば、投資家にとっても分かり易く、かつそれぞれの市場特性に合わせた銘柄選択や企業とのコミュニケーションをとることが可能になろう。その結果として、日本の株式市場の国際的なプレゼンス向上に資するものと期待される。