



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

大和総研 金融調査部 制度調査担当部長

吉井 一洋

1. IFRS導入と新市場の創設

現在、企業会計審議会では、IFRS（国際会計基準又は国際財務報告基準）を我が国に導入するか否か、導入するとしてもどのような方法で導入するかを判断するにあたって、現時点で検討すべき11の項目について議論しているところである。2012年4月17日の審議会では、日本証券アナリスト協会の稲野会長から、「投資家から見たIFRS」という表題でプレゼンテーションがあった。その内容で目を引いたのは、究極の目標としては、全上場

企業に対してIFRSの適用を求めることとする一方で、IFRS採用過程の1つのアイデアとして、IFRS市場と日本基準市場を一時的に区分するという方法が提案された点である。

この提案には2つの論点がある。1つは全上場企業にIFRSを適用するか否かという論点であり、もう1つは、IFRSを適用する企業を区分した市場を新たに設けるか否かという論点である。

前者の全上場企業にIFRSを適用するか否かについては、直ちに結論を出すのは難しいと思われるが、IFRSを適用する上場企業について市場を区分することは、現実的な対応としてあり得るのではないかと思われる。市場を区分することにより、IFRSの導入について、任意適用でありながら、一部の企業に対しては実質的には強制適用という対応もとり得る。例えば、金融商品取引法上はIFRSを任意適用としつつも、区分した新市場への上場維

〈目次〉

1. IFRS導入と新市場の創設
2. コーポレート・ガバナンスに関する昨今の動き
3. 品質管理基準としての上場基準
4. 東証プレミアム市場の要件
5. おわりに

持のためには、取引所の規則でIFRSの適用を強制するといったことが可能となる。同一市場の企業であれば、同じ会計基準に基づいての比較が可能となるし、IFRSを適用している海外企業との比較も容易になる。実際に、企業会計審議会においても、市場を区分する案に理解を示す経済界側の委員もいる。

ただし、米国基準と日本基準が同じ市場で並存してきたことを考えると、会計基準の違いだけで市場を区分するのは難しいと思われる。そこで、会計基準だけでなく、最近のコーポレート・ガバナンス強化の動きも反映し、これらの要件も加えた新たな市場を設けることを検討してはどうかと考えている。

これまでの新市場創設は、新しいタイプの企業の上場を促進するために、従来よりも上場基準が緩い市場を設けることを中心としていた。しかし、それにより「上場企業」の品質低下という弊害が出てきていることは否定できない。他方で、東証一部の上場企業についても、PBR 1倍以下の企業が7割超を占めている。昨今の不祥事を起こした企業（O社・D社）はいずれも東証一部上場企業である。東証一部だけで上場企業数は1,700社弱で、中には投資家から見て「なぜ上場しているのかわからない」企業もあり、東証一部というブランドが低下しているとの指摘もある。従来とは逆に、より品質が高い（あるいは国際的に見て遜色のない）と思われる上場企業を対象とした市場を設けることには、市場のブランドを向上させるという点で、意義

があるのではないと思われる。

仮に新市場（ここでは高品質を維持することで付加価値を高めるという意味をこめて名称を「東証プレミアム市場」としておく）を設けるとした場合、その上場の要件については、十分な検討が必要であるが、例えば、下記の要件が考えられる。

① 会計基準：IFRS(又は同等の国際基準として米国基準)を適用。

② コーポレート・ガバナンス：独立取締役を2名以上設置している、親会社や支配株主は存在しない（必要に応じ、株式持合いや政策投資株式の制限）など。

③ 電磁的方法による議決権行使の導入、議決権電子行使プラットフォームへの参加、招集通知（要約）の英訳での提供など、議決権行使を容易にするための環境整備を実施している。

さらに、上記以外に業績に関する要件（3年連続赤字の場合、中期経営計画との乖離が著しい場合などは同市場から退出など）を追加することも考えられる。

市場の創設と共に、新たに「東証プレミアム指数」（仮称）を設けることも考えられる。

以下では、独立取締役を巡る会社法や東証規則等におけるコーポレート・ガバナンス強化の動き、上場基準の品質管理基準としての性格について述べた上で、上記の要件についての説明を加える。

■ 2. コーポレート・ガバナンスに関する昨今の動き

(1) 会社法中間試案における社外取締役強化

コーポレート・ガバナンスに関しては、2011年12月に、法制審議会会社法制部会が「会社法制の見直しに関する中間試案」（以下「中間試案」）を公表している。

中間試案では、株式に譲渡制限が無く、かつ、大会社である監査役設置会社（A案）、又は、有価証券報告書の提出義務がある株式会社（B案）において、1名以上の社外取締役の設置を義務付けることを提案している。社外取締役の機能としては、経営全般の監督機能と利益相反の監督機能を挙げている^(注1)。経営者はこれらの監督を受ける立場であることから、これらの機能を活用するか否かを経営者の判断に委ねるのではなく、一律に義務付けることを提案している。

さらに、中間試案は、社外取締役、社外監査役の「社外」の要件の厳格化を提案している。現在は、その会社又はその会社の子会社の役職員である者又は役職員であった者を「社外」から除外している。中間試案では、社外取締役の経営に対する監督機能や利益相反に対する監督機能の実効性を高めるために、より高い独立性を求め、その会社の役職員の配偶者、2親等内の血族・姻族、親会社の役職員は「社外」とは認めないこととして

いる。社外監査役についても同様の提案をしている。兄弟会社（共通する親会社の子会社）の関係者でないこと、重要な取引先の関係者でないことを要求するか否かは今後の検討課題としている。他方で、その会社又はその会社の子会社の役職員であった者については、役職員であった期間から10年を経過していれば「社外」要件を満たすこととしている。

その他、「委員会設置会社」制度、「監査役（会）設置会社」制度のほかに、新たに「監査・監督委員会設置会社」制度を選択肢として導入すること、会計監査人の選解任等に関する議案等及び報酬等の決定権限を監査役（会）に与え、監査の実効性を確保するための仕組み（監査を支える体制、使用人からの情報収集に関する体制）の運用状況の概要等を事業報告で開示させることなどが提案されている。

「監査・監督委員会設置会社」では、監査役（会）の代わりに、委員会設置会社の監査委員会と同様の役割・権限を持つ「監査・監督委員会」を定款の定めにより設置する。委員会による監査は職務執行等の適法性のみならず妥当性にも及ぶと解される。委員会は3名以上の委員（いずれも取締役）によって構成され、その過半数は社外取締役である。委員は業務執行は行わない。委員は、その他の取締役とは別に、株主総会決議によって選任する（解任は特別決議）。任期は2年（その他の取締役は1年）で、報酬等は、その他の取締役の報酬等とは別に、定款又は株主総会

決議によって定める。即ち、委員会設置会社のような指名委員会や報酬委員会は無いものの、最低2名の社外取締役が取締役会に出席し、取締役の指名案や報酬案の決定などに関与できることになる。

(2) 東証におけるコーポレート・ガバナンス強化

一方で、東京証券取引所も、コーポレート・ガバナンス原則の設定や規則改正等を通じて、上場会社のコーポレート・ガバナンスの強化に取り組んできた。上場規程で独立役員を「一般株主と利益相反が生じるおそれのない社外取締役又は社外監査役」と定義した上で、上場会社に対して、少なくとも1名以上の独立役員を確保し、その氏名等を東証に届け出ることを義務付けている。独立役員には取締役だけでなく監査役も含まれる。

「一般株主と利益相反が生じるおそれのない」という要件については、(a) 親会社や兄弟会社の業務執行者及び近親者、(b) 主要な取引先もしくはその業務執行者及び近親者、(c) 役員報酬以外に多額の金銭等を支払っているコンサルタント・会計専門家・法律専門家、(d) 主要株主（法人である場合はその業務執行者等）やその近親者、(e) 当該会社及びその子会社の業務執行者の近親者のうち (a)～(c) 及び (e) あるいは最近これらに該当していた者を独立役員とする場合は、東証への事前相談を求め、上記 (a)～(e) に該当する者、最近該当していた者、過去に

該当していた者については、開示を加重することとしている。

さらに、2012年2月に「証券市場の信頼回復のためのコーポレート・ガバナンスに関する上場制度の見直しについて」を公表し、5月に上場規程等の改正を行っている。改正内容は下記のとおりである。

- 上場会社に対して、独立役員に取締役会における議決権を有している者が含まれていることの意義を踏まえ、独立役員を確保する努力をするよう求めている。
- 上場会社と独立役員の出身団体との間に取引があったとしても、従来は、上場会社が主要な取引先ではないと判断すれば、開示を求められなかったが、その者との取引の内容を開示するよう改めた。
- 上場会社間の独立役員の相互就任は問題とされなかったが、改正後はその内容を開示することとされた。
- 独立役員が上場会社が寄附を行っている先の出身者である場合は、その旨と寄附の内容を開示することとされた。
- 株主総会参考書類・事業報告において独立役員に関する記述を行う、招集通知に同封する、あるいはウェブサイト独立役員に関する情報を掲載し、これらにアクセス方法を記載する等、独立役員に関する情報を株主総会に役立てやすい形で株主に提供することを上場会社に促す。
- 独立役員届出書では、独立役員以外の社外役員は対象となっていなかったが、これを

「全ての独立役員及び社外役員の情報」を開示するよう求めている。

さらに、東証は、独立役員ハンドブックを近く刊行する旨を明らかにしている。

東証のこのような取組みを受けて、中間試案で示されている社外取締役の選任義務付けや社外要件の厳格化については、会社法というハードローではなく、東証の上場規程等というソフトローで対応すべきとの主張もかねてからなされているところである。その方が、会社の実態に応じたより柔軟な対応が可能であるというのが、その主たる理由であろう。

■ 3. 品質管理基準としての 上場基準^(注2)

東証の上場規程のうち上場審査基準では、株主数、流通株式数、流通株式時価総額、流通株式比率、売買高、時価総額といった、一定の流動性を求める要件、事業継続年数、財務状況・業績（純資産・利益）、上場会社の規律に係わる要件（有価証券報告書等の虚偽記載や監査報告書の不適正意見無し）、株式の種類など形式要件と、企業の継続性・収益性、企業経営の健全性、企業のコーポレート・ガバナンス及び内部管理体制の有効性、企業内容等の開示の適正性という適格要件が定められている。

上場廃止基準としては、流動性に関する基準、企業の存続性、継続性に係わる基準

（M&Aに関するもの、実質破綻に係わるもの）、上場会社規律に係わる基準（有価証券報告書の提出遅延・虚偽記載、監査報告書の不適正意見、支配株主との取引の健全性の毀損、株主の権利の不当な制限、上場契約違反等、反社会勢力の関与等）などが定められている。

これらは上場している株式等の商品の品質管理基準とも考えられる。東証（自主規制法人を含む）は、自主規制機関として、法令や取引所の定める規律に違反する行為を行った上場会社に対して上場廃止にする権限がある。規律違反に対するこの上場廃止という措置については、「懲罰」とする考え方と「品質管理」とする考え方があり得る。「懲罰」として考えると、上場廃止処分の執行・運用は、厳格（懲罰としての実効性）、透明（処分の予測可能性）、公平（当事者の不公平感の排除）であることが求められる。

これに対して、「品質管理」と考えた場合は、上場会社による規律違反行為そのものよりも、それによって自市場の信頼・ブランドが傷つけられることへの対応、即ち、いかに品質を維持・回復させるかが問題となる。「品質管理」と捉えた場合でも、規律に反した企業に対して積極的に上場廃止して品質を維持する考え方と、市場の機能回復を優先し上場廃止は抑制的に対応する考え方があり得る。昨今不祥事を起こした東証上場企業（O社、D社）が、いずれも上場廃止にならなかったのは、規律違反に対して上場廃止という

懲罰を適用するよりも、商品の品質回復が可能と判断して、対象企業に是正・更生を求めるといった対応がなされたためと見ることもできる。上場廃止によって最も損害を被るのが株主であるということを考えれば、品質管理的な対応が中心とならざるを得ず、それが柔軟な適用を前提とする「ソフトロー」としての取引所規則の性格にもマッチすると思われる。

新市場の要件も、このような品質管理基準の一種として位置付けることができる。

■ 4. 東証プレミアム市場の要件

新市場（東証プレミアム市場）で適用されるIFRSは、一部の基準をカーブアウトした日本版のIFRSによることも考えられる。ただし、カーブアウトの範囲が広すぎると、海外企業との比較や国際会計基準開発における我が国の地位の確保といった点からは、意味の無くなるものとなろう。また、IFRSだけでなく、IFRSと同等の品質を持つ国際基準として米国基準も認めれば、対応できる上場企業は増加する。ただし、米国監査法人の監査を受けていない企業まで対象として認めていいかという問題はあ

る。コーポレート・ガバナンスについては、東証の上場会社コーポレート・ガバナンス原則で例示された、取締役会の1/3から1/2が社外取締役、1名又は複数の社外取締役と社外監査役の連携といった形態なども考えられる

が、「中間試案」にも論点として示されているように、単に「社外」ということではなく「独立性」を重視すべきではないかと思われる（ただし、会社法における「社外」要件の厳格化の程度によっては、取締役会の1/3から1/2が社外取締役などは、より厳しい要件となり得る）。

当該新市場は、外国の投資家が、上場商品（株式等）の品質に、より信頼を持って投資できるような市場ということも念頭に置いている。例えば、米国ではNYSE（ニューヨーク証券取引所）の規則で、取締役会の過半数が独立取締役であることが求められている。英国でも、コーポレート・ガバナンスコードにより、取締役会の会長は業務執行を行わない独立取締役であり、会長を除く取締役の少なくとも半数は業務執行を行わない独立取締役であることを求められている（図表参照）。コーポレート・ガバナンスの良し悪しは、独立取締役の人数という形式だけで決定されるものではないが、国際競争の中でコーポレート・ガバナンスの質をアピールすることを考えれば、新市場においても、取締役会の過半数を独立取締役が占めるとすることも考えられる。しかし、現状ではこれはかなりハードルが高い。いずれはその方向を目指すとしても、まずは独立取締役2名以上といったあたりからスタートするのが現実的ではないかと思われる。東証上場企業は既に1名以上の独立役員（取締役・監査役）の選任が義務付けられており、さらに2012年5月に改正された

(図表) 日米英における社外（独立）取締役の要件等の比較

	日本（社外取締役）	米国（独立取締役）	英国（独立取締役）
根拠規定	会社法	NYSE上場規則	The UK Corporate Governance Code
過去に勤務	×	3年以内 × それ以前 ○	5年以内 × それ以前 ○
報酬等の受領	○	年12万ドル超 × それ以下 ○	原則 ×
取引関係	○	年100万ドル以上又は 年間連結総収益額の2%以上 × それ以下 ○	重要な取引関係 ×
親会社・子会社から派遣	親会社 ○ 子会社 ×	×	グループ会社 ×
主要株主から派遣	○	○（ただし、取引関係参照）	原則 ×
役員相互派遣	○	3年以内に報酬委員会に派遣 ×	原則 ×
役員等の親族	○	3年以内 × それ以前 ○	原則 ×
在任期間	○	○	9年以内 ○ 9年超 ×
社外（独立）の構成 （取締役会）	なし	過半数	会長（原則、独立）を除き、 半数以上
社外（独立）の構成 （監査委員会／監査役会）	半数以上（監査役会設置会社） 過半数（委員会設置会社）	「独立」のみ	「独立」のみ
社外（独立）の構成 （指名委員会）	過半数（委員会設置会社）	「独立」のみ	過半数
社外（独立）の構成 （報酬委員会）	過半数（委員会設置会社）	「独立」のみ	「独立」のみ

（出所）各種資料を基に大和総研金融調査部制度調査課作成

（※1）○：社外（独立）と認められる ×：社外（独立）と認められない

（※2）あくまでも概要を示したものである。実際には、詳細な細目が定められている場合がある。

新しい東証の上場規程では、独立取締役の選任を努力義務として求めている（ように読める）ことを考えれば、決して高いハードルではないと思われる。委員会設置会社（社外取締役は、少なくとも2名選任）は50社存在しており、上記「中間試案」で提案された監査・監督委員会設置会社（最低2名以上は社外取締役。現在の社外監査役の転換可能）が導入されれば、社外取締役の独立性を高めることで対応は可能であろう。なお、独立役員ではなく、独立取締役としているのは、取締役会の決議に参加できることを重視してである。

独立性の要件については、例えば、日本取締役協会が独立取締役の選任基準モデルを公表している（注3）。このレベルの独立性が維持されることが望ましいが、当面は、現行の各社の判断に委ねる（ただし、会社法上の社外要件は達成）一方で、投資家等に理解できるような説明を求める現行の対応方法を進めていくことが現実的かもしれない。ただし、その場合でも、自社の独立性の判断基準を定め、それを開示することは義務付けるべきであろう。

コーポレート・ガバナンスに関して、独立取締役以上に問題となり得るのは、株式の持

合いや政策投資株式の存在である。株式を購入する側にとっては、効率的な投資機会を逸失することになり得るし、購入される側にとっては、経営者の保身につながるおそれがある。株式持合いは、銀行と事業会社間の持合いを中心にこれまでかなり解消してきたが、2005年以降は買収防衛などの目的で事業会社間では強化される傾向にある。仮にIFRSを導入するにあたって、IFRS 9号「金融商品」をカーブアウトせずにそのまま導入するのであれば、持合株式や政策投資株式は貸借対照表上時価評価される一方で、売却する際には売却益の計上ができなくなるため、これらの減少につながる事が期待される。しかし、IFRS 9号をカーブアウトするのであれば、別途、持合株式や政策投資株式の保有に関する制限を設けることも考える必要がある。とはいえ、時価総額1,000億円以上の3月決算会社375社をみると、2011年3月期においては、369社（98.4%）が「純投資目的以外の目的」で株式を保有していることを考える（注4）と、一定の上場企業数確保を前提とすると、対応は容易ではなからう。

その他、ガバナンス関連では、買収防衛策、第三者割当の手續などの要件についても、検討してもいい。

議決権行使をするための環境整備は、企業行動規範の中で望まれる事項として対応が求められている項目である。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は、1. ③のような要件は必要ではない

かと思われる。

品質が高いことが、好調な業績を保証するわけではないので、最低限維持すべき業績基準を設けることも考えられる。

ちなみに、会計基準以外の要件（業績要件を除く）で検索すると、150社程度の企業が上記の要件を満たしている。

■ 5. おわりに

新市場を設けるということは決して容易ではない。上述した、東証プレミアム市場の内容は、全くの私案であり、現段階ではブログやツイッターレベルの話かもしれない。実現するためには、発行会社にとってインセンティブとなる要素をもっと追加する必要もあるかもしれない。しかし、IFRS導入やコーポレート・ガバナンスの議論を見る限り、ソフトロー的な対応を求める意見は多いように思われる。低迷する我が国株式市場に刺激を与え活性化を促す意味でも、検討してみたいかがであろうか。

* * * * *

IFRSに関する補足：

2009年6月に企業会計審議会が公表した「我が国における国際会計基準の取扱いについて（中間報告）」では、全上場企業へのIFRS導入が想定されていた。しかし、その後のIFRSに慎重な姿勢を示す企業関係者の意見も踏まえ、現在の企業会

計審議会の検討においては、IFRSの全上場企業への適用を明確に主張する委員はあまり見られない。

財務諸表の利用者にとって、同一の市場に複数の会計基準が存在することは、必ずしも望ましいことではなく、できれば全上場企業には同一の会計基準が適用される方がいい。複数の会計基準の違いを調整するのはアナリストの仕事だという企業関係者もいるようだが、アナリストの業務は企業の分析と利益の予想であって、会計基準の調整はその前段階の作業としてやむを得ず行っているにすぎない。日常的に数十社の企業を分析しているアナリストにとって、会計基準の調整などは余計な手間でしかなく、できれば回避したいところであろう。しかも、アナリストは会計基準の専門家ではない。重要な相違は把握していても、細かい部分の調整はできない。機関投資家も同様であろうし、ましてや一般の投資家に至っては、自分で会計基準の相違を調整するなど、極めて困難であろう。

ではその同一の基準がIFRSであるべきなのかという点が次に問題になる。筆者は、IFRSと日本基準を比較した場合、下記の点ではIFRSの方が優れていると考えている。

◇80年代後半以降の我が国の会計基準の見直しは、IFRS（又は米国基準）へのキャッチアップが中心であった。したがって、課題の発見とそれへの対応という点で、IFRS（又は米国基準）の方が、日本基準よりも先行している。

◇IFRSには、我が国のような会社法・税法の制約が無く、投資家等への情報提供に特化した基準を設定できる。

IFRS導入には、海外企業の比較可能性向上というメリットもある。アナリストや投資家のIFRSへの理解が深まり、海外企業の分析がよりスムーズに行われるという効果も考えられる。さらに、現在、我が国からは国際会計基準審議会（IASB）に理事を1名、IASBの理事を選任するIFRS財団の評議員を2名出しており、同評議員の選任・IFRS財団の活動をモニタリングするモニタリングボードには、金融庁が参加している。加えて、IASBのサテライトオフィスが東京に設置される。このようなIASBに対する発言権や影響力を確保するためにも、IFRSの導入は必要である。

ただし、IFRSには、例えば、以下のような問題もある。

■**基準の内容**：IASBで検討中の（あるいは検討を中断した）項目の基準案の中には、投資家への情報提供という観点から疑問が残るものもある。例えば、引当金について、最も発生可能性が高い最頻値ではなく、起こり得るキャッシュ・アウト・フローを確率加重平均して見積もるなど、外部分析が困難な見積もりの要素が増え、企業の恣意的な会計操作が行われる余地を高めてしまうのではないかと懸念される案などがある。また、多くの企業関係者や有識者は「リサイクリング」^{（注5）}の有無を問題点として挙げている。

■**設定プロセス**：かつてIASBは、欧州（特にフランス）の要望を受けてIAS39号「金融商品」の保有目的変更の取扱いを、正規の経路を介して緩和したことがある。その後、ガバナンス体制の見直しが行われたものの、各国にIFRSの受け入れを容易にするため、投資家への情報提

供というよりは、政治的な配慮に基づき基準の設定・見直しが行われるリスクはある。

■我が国の上場企業の多様性：我が国の上場企業数は、欧州（特に大陸諸国）などと比較すると数も多い多様である。国内でのみ業務展開をしている老舗企業なども上場している。中小規模の企業であっても、法律や会計テクニクを駆使する新興企業などは、IFRS適用の必要性は高いということもできるが、このような老舗企業にIFRSを適用することについて説得力のある理由を挙げられるか。これについては、ビジネスモデルがシンプルであれば、IFRSを導入しても複雑な会計処理は不要であるとの意見もあり得る。

IFRSを全上場企業に適用するか否かは、日本基準のIFRSへのコンバージェンスが今後も行われていくかどうかによっても、結論が異なると思われる。一部の企業関係者が主張するように、これ以上のコンバージェンス（注6）は行わないということであれば、IFRSが基準を改定するたびに、IFRSを適用する海外企業と日本基準を適用する日本企業との会計基準の差異は拡大していく。海外企業やIFRSを適用する日本企業との比較の必要性をから考えれば、国内基準のコンバージェンスを実施しない場合については、全上場企業にIFRSを適用することが望まれよう。

（注1） 現行どおり義務付けないとするC案も選択肢として提案している。

（注2） 横山淳「上場廃止について～懲罰か？品質管理か？～」(大和総研調査季報2012春季号)を参照。

（注3） 「取締役会規則における独立取締役の選任基準〔モデル〕」http://www.jacd.jp/news/odid/110523_01report.pdf

（注4） 横山淳「株式保有状況開示の現況」(2011年版)(大和総研Legal and TaxReport. 2011. 8. 5)

（注5） 一旦「その他の包括利益」に計上した項目を「当期純利益」に振り替える処理。典型例は「その他有価証券評価差額金」を売却時に当期の損益に振り替える処理。

（注6） ここでいうコンバージェンスは、日本基準とIFRSの重要な相違を解消していくという意味でのコンバージェンスである。SECの2011年5月のスタッフ・ペーパー「米国の発行企業の財務報告制度への国際財務報告基準の組み込みに関する検討のためのワーク・プラン—考えられる組込方法の探究—」で示された、自国基準（この場合は米国基準）をまるごとIFRSに置き換えていくという意味のコンバージェンスではない。