

今後の課題「上場基準見直し」にESG投資は関連するのか (上場2126社・社員371万人の天国と地獄: 週刊東洋経済2019.3.2号より抜粋)

当研究所では2017年7月17日に発売された日経ビジネスに、「こんな会社が狙われる」(1億総アクティビスト時代の生き抜き方)という記事が掲載されてから上場会社様の現場の声をヒアリングしながら、当研究所の関連会社である株式会社サステナブル・パートナーズ(<http://sustainable-partners.jp/>)と連携して、今後、株主提案が急増すると懸念し、様々なアクティビストを研究して参りました。「『日本再興戦略』改訂2015」(平成27年6月30日閣議決定)においては、「昨年2月に策定・公表された『スチュワードシップ・コード』及び本年6月に適用が開始された『コーポレートガバナンス・コード』が車の両輪となって、投資家側と会社側双方から企業の持続的な成長が促されるよう、積極的にその普及・定着を図る必要がある。」とされています。

当研究所の狙いは、発行体企業様に対し、敵対的なアクティビストを阻止するために、SDGsを活用した新しいビジネスを、又は既存のビジネスに関して、どのようにESG投資を呼び込めるようにすれば良いのかを研究し続けたいと考えております。

◆東証1部の市場再編について

日本の上場市場の頂点とも言える東京証券取引所1部上場。取引先との関係構築や信用のブランド、また雇用に関しても非常に有利だと言えます。

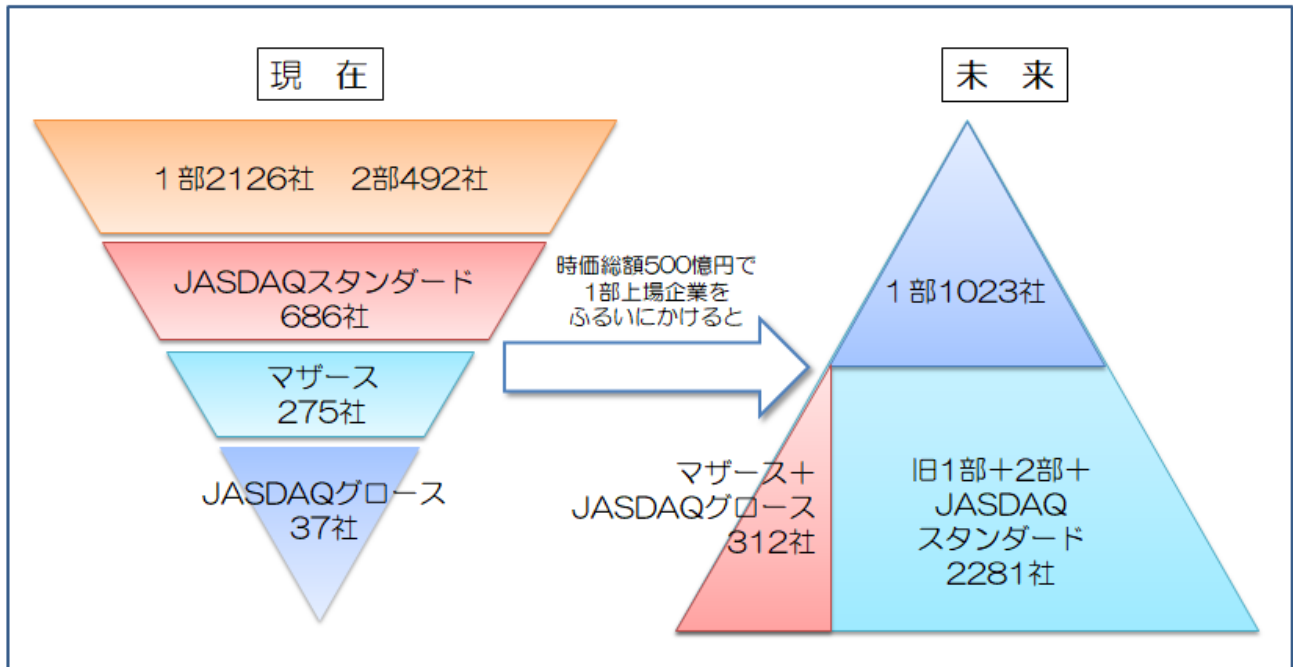
昨年10月29日、日本取引所グループの清田CEOが、同グループが傘下に持つ東証の市場区分見直しに着手すると会見の場で表明しました。同日には有識者による「市場構造の在り方等に関する懇談会」が設置されて、「来年3月末をメドに何らかの答申をいただくことを期待している」(清田CEO)という意向を受けて、懇談会は議論を進めております。今まで上場市場の頂点とも言える東京証券取引所1部上場にメスが入ってしまう、それは大きな信用の失態と言えます。少し現状を紐解いて見ましょう。

平成に入ってから約30年間で東証1部の企業数は2倍近くの2126社に増加しました。総発行株式数に株価を乗じた株式時価総額が指標となっている昨今の現状はどうでしょう。東証1部上場企業の半数は時価総額が500億円未満で、100億円未満の企業が200社を超えています。機関投資家からすると「300億円前後の企業などは規模が小さくて投資が困難」と言われています。しかも東証1部上場企業の約3割は、3期連続でPBR(株価純資産倍率)が1倍を下回っている。これは理論上、会社を解散して資産を売却しそのお金を分配してくれるほうが、株を持つよりも得と評価されている企業であると言っても過言ではありません。

また、東証1部に上場すると、自動的に東証1部上場の全銘柄(外国会社は除く)を対象とするTOPIX(東証株価指数)に組み込まれるようになっていきます。金融緩和を行う日本銀行や150兆円の運用資産を抱える GPIF(年金積立金管理運用独立行政法人)がTOPIXの銘柄を買っているため、小規模な企業でも東証1部上場というだけで、大手企業からの「買い手」が自動的につく事になります。つまり経営者が企業価値向上及び株価向上に対して必死

にならなくて良いという仕組みです。しかし、2000社を超えた東証1部のくくり直しは、海外市場との競争に気をもむ東証の切実な経営課題でもあるのです。

◆現在の取引所と予測される将来の形態



◆時価総額による区分

新基準の目線はやはり時価総額となりそうです。基本的には「500億円以上」が有力とされています。これで線引きすると東証1部上場の過半が降格となってしまう可能性が高いのが現状であります。同時に、東証1部企業が増えすぎた原因であると言われていた東証マザーズ経由時の昇格条件「時価総額40億円以上」も廃止される見通しであります。

新基準の目線はやはり時価総額となりそうです。基本的には「500億円以上」が有力とされています。これで線引きすると東証1部上場の過半が降格となってしまう可能性が高いのが現状。同時に、東証1部企業が増えすぎた原因であると言われていた東証マザーズ経由時の昇格条件「時価総額40億円以上」も廃止される見通しであります。当初は、1000億円でふるいにかける案や、東証1部の中からとくに時価総額が大きい企業を集めた「プレミアム1部」を新設する案もありましたが、導入当初から選別基準をあまりに厳しくすると反発も大きくなると予想されるため、500億円案で落ち着きつつあると思われます。

新東証1部から降格した企業は、現在の東証2部とJASDAQスタンダードを合わせた市場に、成長企業はマザーズとJASDAQグロースを一緒にした新たな新興市場に集約する案が有力です。

◆ガバナンス基準の導入

中でも有力なのは「社外取締役比率3分の1以上」という基準だ。東証の示す改訂コーポレートガバナンス・コード（企業統治指針）は「当面の目標」として同比率を掲げている。時価総額の大きな東証1部企業でも、社外取締役比率が3分の1を割り込むところはいくつもあります。東証1部上場2126社中、社外取締役が3分の1未満なのは1218

社で、時価総額ベースでは全体の42%を占める。これらの企業がごっそりと抜け落ちると、さすがにTOPIX(東証株価指数)の連続性に問題が生じてしまう訳であります。市場区分の見直しは早ければ来年4月から。当初導入されるのは時価総額基準に限られるだろうと言われています。

◆親子上場に関連する基準

また、親子上場の子会社も選別基準になる可能性があります。上場子会社は親会社の意向を優先しやすくガバナンスに問題がある、という市場関係者の指摘は根強くあります。子会社は社外取締役の拡充など一段のガバナンス強化を迫られそうです。これは、冒頭に申し上げました敵対的なアクティビストにとって最高の題材であります。

新基準が示されて当落線上に来る企業は天国と地獄の岐路に立たされる思いであろうとお察し申し上げます。もはや1部ブランドへの安住は許されないのが現状と言えましょう。

◆当研究所からの見解

では、どうやって敵対的なアクティビストを阻止するために、SDGsを活用した新しいビジネス又は既存のビジネスに関して、どのようにESG投資を呼び込めるようにすれば良いのでしょうか。

当研究所では以下①②③④のレポートを出させて頂いております。以下の内容を改めてご覧頂きたいのですが、SDGsはあくまでもビジネスの構築方法のヒントを17項目及び169項目から結び付ける事が重要であります。そしてまた、上場企業に対するESG投資だけでなく、デフレ脱却のための再生可能エネルギーに関連する設備投資こそが重要であり、そのカギはグリーンボンド等にあるのでは無いかと考えております。

- ①2016/10/17 No.006「伊藤レポートと証券指標の基礎」
- ②2016/12/22 No.007「伊藤レポートのおさらい」
- ③2018/5/18 No.016「急拡大するグリーンボンドとは何か？(1)」
- ④2018/7/18 No.017「急拡大するグリーンボンドとは何か？(2)」

伊藤レポートを当研究所なりに総称すると「日本の株価低迷は銀行主導型の経営にも問題がある」とお伝えしたかったのでは無いかと考えております。またデフレ脱却に関しては内閣府のホームページをご覧ください。

◆内閣府のホームページから抜粋

(https://www5.cao.go.jp/keizai-shimon/kaigi/special/future/sentaku/s3_2_13.html)において、内閣府の政策>経済財政政策>経済財政諮問会議>専門調査会情報等>「選択する未来」委員会>選択する未来とある中の第3章[人口・経済・地域社会をめぐる現状と課題]の第2節[経済をめぐる現状と課題]「Q13:デフレによってどのような問題が生じていますか。」の回答に以下の様に記載されています。

●デフレ脱却の必要性

近年の日本経済は、長きにわたって持続的に物価下落が継続する状態である「デフレ」に悩まされてきた。デフレは単に物価が下落することにとどまらず、経済全体に様々な影響を与える。デフレは物価－モノの金銭上の価値－の問題なので、金融政策をはじめとする政策対応が重要となる。特に、デフレ脱却に向けた政策としては、「期待」に働きかけることが重要だということが分かってきた。「期待」に働きかける取組によって、期待インフレ率が上昇し、それにより実際の需要・生産が増大するという経済の好循環が徐々に実現しつつある。デフレは、モノとカ

ネの相対的な関係で決まる部分が多いが、人口が急減し、モノに対する需要が急減すれば、やはりデフレになると考えられる。そうした意味でも、早期のデフレ脱却が望まれる。

●デフレが各分野に与える影響として

デフレは経済全体に様々な影響を及ぼしていると考えられる。個人消費に関しては、デフレ下では、家計は継続的な物価下落を織り込み、消費を将来に先送りするため、貯蓄が積み上がり、モノが売れなくなる。消費が停滞すれば、それに伴い、生産も停滞し、企業業績へ影響を与えるほか、新たな設備投資を抑制するなど、経済全体にマイナスの影響を与えることとなる。

企業にとっては、物価の持続的な下落は、実質金利の高止まりを意味する。企業の期待成長率を実質金利が上回り、新たな設備投資を抑制することにつながる。また、新規の設備投資の減少が、個々の企業の生産性の停滞を招き、経済成長にとり、マイナスの影響を与えることとなる。

◆当研究所からの見解としては、勿論これが全てではございませんが、つまりデフレ脱却に必要な要素は新規の設備投資の増加であると言う事になります。

まとめますと、東証1部の市場再編を乗り切るためには、各上場企業様がESG投資を呼び込むための努力をして頂く事で、そのESG投資を呼び込むには、再生可能エネルギーに関連する設備投資を行う事が、今後の課題「上場基準見直し」にESG投資は関連するのかに大きく影響を及ぼすのでは無いかと考える次第です。

以上