

市場構造の在り方～海外投資家の視点から

金融審議会「市場構造専門グループ」

2019年5月31日

RMBキャピタル パートナー 細水 政和



RMBキャピタルについて

- 米国シカゴを本拠とする独立系ウェルス・マネジメント会社 (RIA: Registered Investment Advisor)
 - 2005年4月シカゴにて創業。2019年5月現在の預かり資産約1兆円
 - 北米個人富裕層（ファミリーオフィス等）、年金基金等を顧客層に持つ
 - 長期投資を基本とする運用方針
- 2013年より日本株の個別銘柄投資に参入
 - 日本株チームは別会社も含め2005年より日本株に投資
 - ファンダメンタルズ分析に基づいたアクティブ運用。経営者との対話（エンゲージメント）を重視
 - ポートフォリオマネジャーとして最終投資家とも頻繁に面談
- 市場構造の在り方についてプレスリリースで意見表明（2019年3月）
 - 「RMBキャピタルは、東京証券取引所市場第一部の時価総額基準変更に対抗します」
 - <https://www.businesswire.com/news/home/20190307005930/ja/>

要約

- 日本の証券市場の信頼を取り戻し、投資を呼び込むためのさらなる改革が必要
- 市場構造の変更は基本的に必要なく、すべきでもない
- 特に、時価総額基準による上場企業の峻別は弊害があまりに大きく行うべきでない
- コーポレートガバナンスの強化により上場企業の質の底上げを図るべき
- 東証における相反する機能（市場管理と指数開発）の分離を検討すべき

問題意識：一連の混乱で日本の証券市場の信頼が著しく損なわれた

- 日本の資本市場、上場制度の長期的安定性、継続性への疑義
 - ある中東政府系ファンド担当者：「投資先として日本の中小型株に関心を持っているが、今回の議論が落ち着くまで投資は控えたい」
 - メディア報道の過熱、情報漏洩問題
- 失われた信頼を取り戻す必要がある
 - 投資家が安心して日本株に投資できる環境の整備
 - 適切な検討手続き

市場改革の目的：上場企業の質を向上させ株式投資を呼び込む

- 海外投資家の日本株投資を促す改革が必要
 - 海外投資家の重要性：保有ベースで3割、取引高ベースで6割
- そもそも、海外投資家はなぜ日本株に投資しないのか？
 - 日本株に投資しない理由：株価上昇の期待値が低いから
 - （他の国・地域と比較して）成長性、資本効率（ROE、ROIC）が低い
 - 経営者のマインド、インセンティブが株主と一致していない
 - 投資家保護が徹底されていない
 - 支配株主の存在、不十分な少数株主保護
- 「市場構造に問題がある」から投資しないのではない
 - 現行の市場構造を問題視する声は皆無
 - むしろ、市場構造の大幅な変更は日本株に投資しない新たな理由になってしまう可能性

RMBの意見 1 : 市場構造を変えるべきではない

- 東証一部、二部を維持
 - 投資家にとって市場の安定性は必要条件
- ただし、新興市場の統合は検討の余地あり（JASDAQ、マザーズ）
 - 東証と大証の統合等の歴史的経緯
- 上場基準のメンテナンスは適宜必要
 - 例：マザーズから第一部へのステップアップ基準（時価総額基準40億円）を250億円に統一する
 - ただし、既に一部に上場している企業については降格基準に抵触しない限り一部上場を維持すべき
 - 市場（TOPIX指数）の継続性（連続性）に配慮

RMBの意見 1 : 市場構造を変えるべきではない (続き)

- 市場区分とTOPIXの問題
 - 「TOPIXに問題があるから市場構造を変える」のでは本末転倒
 - TOPIX500、TOPIX1000、JPX400などを使えばよい
 - 東証自身の努力不足ではないか (←後述)
 - 市場構造の問題 (超長期) と世界的な「パッシブバブル」の問題 (短～中期) を混同すべきでない
- A、B、C市場、ないしは「プレミアム市場」「それ以外の市場」という概念に対する強い違和感
 - 「プレミアム市場」を作れば投資を呼び込めるわけではない (←前述の「投資しない理由」)
 - むしろ上場企業の全体的な底上げが求められている (←後述の「ガバナンス基準」)
 - 「一般投資者」「国際的に投資を行う機関投資家」とA、C市場の対応はむしろ逆ではないか
 - 情報収集力、リスク許容度等を考えると後者のほうがより広範に投資できるはず
 - 投資家を区分するのではなく、企業を区分すべき。投資家は自分で判断する

RMBの意見2：時価総額で企業を峻別するべきではない

- 「時価総額 = 企業の評価」ではない
 - 単に事業規模の大小に過ぎない
 - 企業の評価は株価、バリュエーション（PER、PBRなど）に表れる
- 市場での株価形成に対する弊害が大きすぎる
 - パッシブ運用のリバランスにより大規模な株式の売却が発生する
 - 特に中小型株においてファンダメンタルズから乖離した価格下落を引き起こす（起こした）
 - 市場の安定性・継続性が恒久的に損なわれ、東証の市場としての信頼性が失われる（失われた）
 - コストと責任を誰が負うのか

RMBの意見3：コーポレートガバナンス基準を一部上場要件に加えるべき

- 追加すべきコーポレートガバナンス基準
 - 指名・報酬委員会の設置を義務化
 - 経営者マインドの変革を促す。資本効率の追求、インセンティブ
 - 取締役会の過半数を社外に
 - 経営者の暴走を防ぐ。投資家保護
 - 支配株主（親会社、ファミリー企業）の解消（株の売却、または完全子会社化・非上場化）
 - 日本特有の問題。少数株主の保護、改定MBO指針
- 企業規模に関係なく、一定期間後（3年程度）に達成できない場合は二部に降格
 - 「ステップアップ」より「ステップダウン」のほうが改善に向けた強いインセンティブになる
 - 例：JPX400、または“The Shame (Fame) Index”
- 今回の議論を期に、海外投資家が日本株に投資しない理由を解消すべき

市場構造の議論と株価指数の問題について

- 東証は市場の番人として上場制度の安定性を追求する役割に徹すべき
- 本来、株価指数は東証とは独立した企業（米国ではS&PやRussel、MSCIなど）が開発すべき
 - TOPIXシリーズ、JPX400などが普及しないのは東証の努力不足ではないか
- 東証における相反する立場
 - 上場市場運営会社としての東証：社数が多いほどよい→上場基準の緩和の方向
 - 株価指数開発会社としての東証：企業の質で厳選したい→指数参入基準のコントロール
- 再編すべきは市場構造ではなく東証の組織構造ではないか
 - 上記のような利益相反が今回の混乱を招いた可能性
 - 株価指数開発・営業部門のスピンオフ等を検討すべきではないか

おわりに：市場改革に王道なし

- 地道な改革の継続が競争力のある市場・経済をつくる
 - 経営者マインドの変革（コーポレートガバナンス・コード）
 - 経営者と投資家の対話・エンゲージメント（スチュワードシップ・コード）
 - 企業を取り巻くステークホルダーの日々の努力