

## 上場制度整備懇談会 第4回 議事要旨

1. 日時：平成18年12月12日（火）午後3時から午後5時まで

2. 場所：東京証券取引所会議室

3. 議題：

- (1) 子会社上場について（まとめ）
- (2) 企業行動の行為規範について
- (3) 流動性に関する基準について

4. 議事要旨：

(1) 子会社上場について（まとめ）

- ・ 子会社上場は望ましくないというメッセージを打ち出すべきである。
- ・ 子会社上場そのものが問題であるというのは行き過ぎである。あくまで、ルール焦点を見直すということである。
- ・ 子会社上場には多様なケースがあるので、好ましくない類型を整理する、又はエクイティカーブアウトのような有益な類型を示すといったことは可能だが、一般論としての是非を述べるのは難しい。
- ・ 上場子会社の非公開化については、企業行動の行為規範との関係で整理が必要である。

(2) 企業行動の行為規範についての意見

(総論について)

- ・ 行為規範と上場規則との相違が分かりにくいので、具体的な制度整備の段階では、上場規則との区別を分かりやすく示してほしい。
- ・ 行為規範については、理念と事実の組み合わせの考え方が重要である。行為規範の一般原則として、抽象的な概念・理念を謳っておき、そこから具体的な規則を東証が作っていくという体制を作るべきである。
- ・ 企業行動の行為規範の検討を進めることに賛成である。資本市場の整備という基本目的を明確にするべきである。行為規範のような自主規制が自浄作用として機能すれば、政府規制の役割も低下するのではないか。
- ・ 行為規制の実効性確保のためにエンフォースメントを検討すべきである。
- ・ 行為規範については、企業に対する規制というよりはむしろ、当たり前のことを当たり前に書くという、常識的なことを行うものと考えればよいのではないか。
- ・ 公的規制と自主規制、企業の内部統制（コンプライアンス）の3つの役割の分担を考えるべきである。アメリカ等との比較でも、このような役割分担の考え方には違いがあるので、海外のものをただ真似ればよいということではない。自主規制の本来負うべき役割を確認すべきである。

- ・ 今後起こりうることを念頭におき、市場開設者としてどこまでできるかということ、哲学的にではなく実務的に捉えるべきである。
- ・ 上場会社としての企業行動のあるべき姿についての共有できる認識を、理念的に整理していくことは可能である。理念的な整理の枠組みと具体的な内容の相互検証が必要である。

#### (上場株券の発行について)

- ・ MSCBや大規模な公募などのファイナンス行動そのものというよりは、それを含む一連の企業行動の問題として検討すべきであり、全体としての情報開示や株主配慮に着目すべきである。
- ・ 有利発行による株主価値の希釈化と、支配権・持分割合の希釈化は分けて議論すべきである。持分割合の希釈化については、支配権の変更の有無をメルクマールにして考えればよいのではないか。例えば、100%以上の新株発行というような基準で考えてはどうか。
- ・ 会社法では、譲渡制限のない公開会社の支配権の希釈化については、授權資本枠内であれば株主総会決議は不要と明確に割り切っている。これに対する上乗せの制限については慎重に考える必要がある。一部の不健全な企業のために、健全な企業のファイナンスにまで支障を来すことになる。
- ・ 株主には差止めの機会があるので、有利発行か否か、資金調達目的、主要目的ルールに照らした妥当性などの差止めの機会に関する開示の充実であれば、まだ異論は出ないだろう。
- ・ 法律上は差し止めえないものについて株主総会の承認を必要とするとしたら、その実質的な根拠は、少数株主への転落等により投資の性質が変わるということである。

#### (3) 流動性に関する基準について

- ・ 東証一部の流動性については特に問題が起きているという認識はないが、マザーズについては、IPO時に十分な売出し・公募が行われず流動性が不十分となり、株価の乱高下につながっているという実感がある。例えばマザーズ上場時にも少数特定者持株比率基準を入れるなど発行会社に対する強制力になるようなルールがあれば望ましい。
- ・ 基準を簡素化にしていく、その際には純粋に流動性の観点から一定数量を求めていくという基本的な方向性に違和感はない。
- ・ 一方、一般株主の持つ株式の発行済株式数に対する比率が数%に留まるような場合の流動性についての議論が深まっていくのが望ましい。

以上

(なお、議事要旨については、東証上場部文責による。)

－問合せ先－

株式会社東京証券取引所 上場部企画担当  
TEL：03-3666-0141 (大代表)