

**上場制度整備懇談会**  
**第5回 議事要旨**

1. **日時**：平成18年12月25日（月）午後1時から午後3時まで
2. **場所**：東京証券取引所会議室
3. **議題**：
  - (1) 企業行動の行為規範について
  - (2) 種類株式と上場制度について
4. **議事要旨**：
  - (1) **企業行動の行為規範についての意見**  
(総論について)
    - ・ 何らかの行為規範を設けるのは東証としてのベストプラクティスを示すという意味でよいことである。
    - ・ 行為規範は、取引所として上場に相応しい証券の発行者であるかどうかということに直接的に関係のあることに限定した方がよい。
    - ・ 市場の参加者に対して取引所として考える行為規範が見えるようにしていくことは非常に重要であり、行為規範を積極的に設けてよいのではないか。
  - (2) **上場株券の発行について**
    - ・ 株券の発行に関する規制は、有利発行に対する差し止めの制度や発行可能株式総数の制限等、会社法上の制限があるにもかかわらず、取引所が総会での決議を求めるといった規制をかけることはファイナンスの自由を奪ってしまうなど、必ずしも発行会社、株主のメリットになるとは限らないため慎重に検討する必要がある。
    - ・ 投資家がまだまだ未熟ということもあり、株券の発行時の手続き規制を設けることについて検討してもよいのではないか。
  - (3) **コーポレートガバナンスについて**
    - ・ コーポレートガバナンスのベストプラクティスを示すという意味で、東証として望ましい姿について積極的にメッセージを出していくべきである。
    - ・ コーポレートガバナンスの多様性を意識すべきという面もあり、ベストプラクティスは一律に定まるものではないのではないかという考えもあるが、上場会社に対して望ましい行為規範の全体像を示すという考えは多様性を考えた場合にも可能ではないか。
    - ・ 公開会社として一段進んだ規範は当然あるべきで検討する必要があるが、かなり影響が大きいものであるため時間をかけて議論すべきである。
    - ・ コーポレートガバナンスについては、コーポレートガバナンスに関する報告書で社外取締役の選定理由等について詳細な開示が行われており、ある程度対応できているのではないか。
    - ・ 投資家の利益を代表するような社外取締役を設置する方がよいという主旨のものは行為規範としてあってもよいのではないか。

- 日本では様々な機関設計が認められているため、それぞれを比較して検証してみて、社外取締役によって抑止力が働くということであれば説得力のある話になる。
- 東証の過去の新規公開の手続きの中で、経験を積み重ねて確認した項目に重要性を示せるのであれば、それを明示しどれだけ有効なものなのか検証すればいいのではないか。
- 義務なのか推奨なのかというような、レベル感の違うものをいくつか用意しておくというのは一つの方法ではないか。
- 上場会社においてもいくつかグループ分けをしてそれぞれ別の行為規範を設ければ、多様性の実現も可能ではないか。
- 証券取引は国境を越えているので、そこで世界とあまりにも離れているということになれば市場そのものに対する信認の問題にも繋がる。
- グローバルなところで競争するためには、具体的に何をどうするのかというよりも、世界的に競争する取引所としてどのようなスタンスで臨むのか、どういったスタンスでコーポレートガバナンスを考えるのかということが明確になっていることが本質的に重要である。スタンスが明らかであれば、違うルールを設けていても方向性は理解してもらえらるはずであり、説明も簡単になる。
- 監査役や監査委員の財務・会計の専門性を高めていくような上場規則が必要である。米国では、どういう場合には財務専門家といえるかという定義をある程度具体的に設けている。
- コーポレートガバナンスだけでは狭いため、CSRと内部統制も加えて議論すべきである。

#### (利害関係者との取引について)

- 利害関係者との取引については、利害関係者との取引の際に公正性を担保する措置をとっているのであればその仕組みを開示するという一番緩いレベルのもの、取引所として利害関係者との取引の際には一定の手続きが必要であるということを示し、それに従っていない場合は従わない理由を開示するという真ん中のレベルのもの、さらに、一番厳しいレベルとして、取引の際には独立委員会の承認をとり、それを開示するというものがある。対象を親会社との重要な取引に限るのであれば、一番厳しいレベルを適用してもよいが、利害関係者の範囲を主要株主に広げるのであればより緩いレベルの対応とするのがよいのではないか。
- 取引自体に制限をかけるとなると色々コストもかかるため、コーポレートガバナンスの問題と合わせて少数株主の利益を支配株主が侵害してしまうような体制をどのように防ぐかが重要である。
- MBOは極端に利益相反の可能性が高く、一番厳しいことをやっていかなければならないのではないか。

#### (その他の検討事項)

- 買収防衛策の発動時に独立委員会による承認を推奨することについては賛成であるが、独立委員会の承認を必須としまうと総会決議型といったものまで必要となってしまうので留意する必要がある。

- ・ 行為規範について基準は形式的な方が運用しやすいということはあるが、善し悪しを形式的に見分けるのは難しいため、レベル感の問題とともに形式的なルールを作れるかどうかは難しい問題である。

#### (実効性確保の方法について)

- ・ 行為規範は、画一的な基準を設けてそれを守れない場合には罰を与えるという形にするのは難しいだろう。ベストプラクティスを例示し、それに沿わなくても制裁はないという形からまずはスタートすべきである。
- ・ 上場会社だったらこれくらいはやってほしいということがあると思う。その中に、罰則まで与えるべきかどうかという議論があるのだと思う。上場会社としては最低限の基準とそれ以外は分けて考えるべきであり、全てをベストプラクティスとする必要はない。
- ・ 行為規範の中に二種類のものがあり、そもそも本質的に問題が大きいようなものと、推奨であるものとは分けて議論すべきである。その上で、実効性確保について考えると、仕方なく緩いものと積極的に緩いものの二種類があり、それを間違えると強すぎたり弱すぎたりすることになってしまう。
- ・ 例えば、株主への招集通知の件や、利害関係者との取引については厳しく見てもいいのではないか。ただし、情報開示や行為規範にともなってコストがかかりすぎてしまうと大きな問題であるのでその点についても考慮すべきである。

#### (2) 種類株式と上場制度についての意見

- ・ 種類株式の上場について議論するときには、議決権が制限されるかどうかという観点以外にも、取引所に上場する投資物件として、画一的でわかりやすい投資評価ができ活発な流通が確保されるかという観点からも考える必要がある。
- ・ 海外の取引所に普通株を上場させ、東証に無議決権株式だけを上場させるというような場合もありえるので、一取引所でカバーできるものと、それを超えるものも考えられる。
- ・ 上場後の導入は基本的には制限し、上場時の導入は認めるという方向性でよいのではないか。
- ・ 種類株式の上場は既に上場している会社の行為規範にもなるので、そのような視点も入れて議論すべきである。

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)