

上場制度整備懇談会
第6回 議事要旨

1. **日時**：平成19年1月31日（水）午前9時30分から午前12時まで
2. **場所**：東京証券取引所会議室
3. **議題**：
 - (1) 種類株式と上場制度について
 - (2) 上場諸規則の実効性確保について
 - (3) 売買単位の集約について
4. **議事要旨**：
 - (1) **種類株式と上場制度についての意見**
 - ・ 検討の背景について、しっかりと言及すべきである。
 - ・ 国益等の公益的な観点から議決権制限株式を発行することについては、一般の事業会社とは違った配慮を上場基準上設けてもよい。
 - ・ 国益は法律で対処すべきであり、会社が決めるものではない。
 - ・ 国策であるとか民営化会社であるとかいうことにかかわらず、一株一議決権の普通株以外も認めるという方向でよい。
 - ・ 種類株式があまりに複雑になっていくと、一般投資家参加型の企業経営がないがしろにされるのではないか。
 - ・ 国際的な制度とのイコールフットィングに配慮しながら、少数株主の利益を損ねない限りにおいて選択肢を拡大してもよいのではないか。
 - ・ 種類株式の設計の多様性と上場制度において要請される標準化との関係を踏まえると、種類株式は、経済的な権利に関するもの、議決権に関するもの、譲渡制限に関するものの3類型に分類することが有益である。経済的な権利に関する種類株式については優先株等の上場制度が既にあるが、現行制度では普通株式の上場が条件とされている。これについては、種類株式のみの上場の是非という論点がある。また、会社が譲渡制限のある株式と譲渡制限のない株式の2種類を発行している場合に、譲渡制限のない方については上場させてもよいのかという論点もある。
 - ・ プリンシプルを定めることが重要である。これには三つの次元がある。第一は、流通性・取引のしやすさの確保というプリンシプルであるが、その観点からは議決権が制限されていてもそれを前提に売買するのであれば問題はない。第二に、支配権の移転の制限についてどの程度重視するかというプリンシプルがある。第三に、権利内容の理解をどういうタイムスパンで考えるかという点があり、例えば新規上場と既上場で分けるというのが一つの考え方であるが、新規上場でもまったく既存株主がいなくてもなく、既上場会社についてもある程度の周知期間をおけばよいという考え方もありうる。

- 種類株式の発行により、既に一定の権利関係を前提として普通株式を売買している人たちが、周知徹底されることなく、後発的に影響を受けるのが問題である。
- 後発的に影響のある事象は種類株式の発行にとどまらないため、別の問題として整理すべきである。
- 仮に普通株式以外の上場は認めないとしても、実態的に安定株主工作が行われていれば、実質的には一般株主の議決権はないということもありえる。その意味では、種類株式の上場は形式を実質に合わせただけという考え方もできる。
- 証券取引所の理念として、支配権の市場としてどこまで機能すべきであるかという理念を決めるべきである。
- 支配権の市場としての理念を証券取引所が示すのは非常に難しいのではないか。
- 東証は、支配権の市場としてのみ機能するものではないと考えるのが、親子上場の問題などとも整合的である。
- 今回の議論のうちコーポレート・ガバナンスに関連する事項は、企業行動の行為規範との関係で考え方を整理することとし、今回は種類株式の発行・上場に関する問題だけで整理することとしてはどうか。
- 買収防衛という観点ではケースバイケースの判断とならざるを得ないが、ある種のガイドラインができればよい。個別対応にあたっては、流通市場の一般株主の視点に立つことが基本である。
- 入口の基準についてはガイドラインを柔軟に調整した方がよい。一方、上場廃止の基準については、諸外国のリーズナブルな事例を踏まえて、どのようなケースが上場廃止になるか分かるようにした方がよい。実務の工夫を阻害しないような配慮が必要である。
- 既存の株式よりも議決権の少ない株式の発行と上場を認めるとした場合、会社が議決権の少ない株式に多めの配当請求権を付けて、既存の株式には当該議決権の少ない株式への転換請求権を付ければ、結果的に皆が転換してしまうことも懸念される。そのような手法がとられないよう配慮すべき。
- アメリカでは、議決権制限株式等の発行は新規上場時は可能だが既上場会社については認められない。これは既存株主の有無という点を根拠としており、常識的には理解できるが、既上場会社でも株主総会の承認が得られればよいのではないかという議論はありうるので、考え方の整理が必要である。
- 議決権制限株式は新規上場のときのみ認めるとした場合には、株式の種類のみを変えることを念頭に一時的に上場廃止してすぐに再上場する場合も考えられる。実質的に新規上場かどうか、一般株主がいるかどうかで見るしかないだろう。
- 議決権制限株式の上場については、法的安定性に欠けるという点が大きな課題になると思う。
- 議決権制限株式は、通常のコーポレート・ガバナンスや株主権の行使が遮られるおそれがある。

- ・ 買収防衛策としての種類株式の発行は、株主の観点からは基本的に望ましいものではないが、少数株主の権利に十分に配慮した妥当なものであれば認められてよい。

(2) 上場諸規則の実効性確保についての意見

- ・ 検討の背景は大きく二つあり、一つは新たな規範やルールに対応してエンフォースメントの手段を多様化する必要があることである。また、今後、開示義務違反等に対する行政による課徴金の件数が増加することが見込まれるなかで、エンフォースメントの種類を広げる必要がある。
- ・ 実効性確保手段を多様化することについて異論はないが、一部・二部・マザーズの各市場ごとに違った対応とすることも考えてよいのではないか。
- ・ エンフォースメントの多様化に加え、違反企業に確実にエンフォースメントが行き渡るような体制にも配慮すべきである。
- ・ エンフォースメントの判断の透明性については、決定の段階で対象者に通知を出し、異議申し立てがあったときだけ、パネルで審査するという仕組みをとればよい。
- ・ エンフォースメントのプロセスについては、異議申し立てのプロセスだけでなく決定のプロセスもしっかり作るべきである。
- ・ 東証は、市場の規律のために必要なエンフォースメントを正々堂々と発動すればよいのであって、多額の制裁金による企業の経営への悪影響といった事情は考慮すべきではない。東証から処分を受けないように経営するのは経営者の職務である。
- ・ 軽微な違反への制裁という意味では、制裁金をもっとも実効性があるのではないか。
- ・ 制裁金を課す場合には、制裁金額に関する事務的なガイドラインを作る必要がある。
- ・ 企業に課された制裁金が、株主代表訴訟を通じて実質的に取締役個人の責任につながるのであれば、制裁金の金額自体はそれほど高くなくても実効性があがるのではないか。
- ・ 取締役への損害賠償額は因果関係や関与度合にもよるので、課徴金の額がそのまま取締役の個人責任につながるわけではない。
- ・ 証券取引所の仕組みとして、取締役個人に制裁金を課することもできるのではないか。
- ・ 上場契約の当事者は会社であるので、個人に制裁金を課するのは、当事者が合意すれば可能ではあろうが、現実的ではない。
- ・ エンフォースメントとして別の市場区分に割り当てるという考え方は、現在違反状態にある会社に改善のインセンティブを与えるという発想だが、過去の違反に対する制裁を主目的として考えるべきである。
- ・ 制裁としての別市場区分は、取引の利便性や費用の面で機能的に劣化させたものを想像させるが、意図的に機能を劣化させたマーケットを作るというのも違和感がある。

- ・ 売買停止については諸外国では基本的に情報の周知徹底のためや、上場廃止の前段階としてというものはあるが、懲罰的なものとは位置付けられていないと思う。投資者には迷惑がかかるが企業にとってはあまり痛手がなないので、売買停止を制裁と位置付けるのは反対である。
- ・ 監理ポストの制度については機能としては今のままでよいのではないか。

(3) 売買単位の集約についての意見

- ・ これだけ売買単位が多いと投資家サイドからも不便であり、集約するのはよいことである。
- ・ 誤発注の問題は、売買単位の集約の議論では前面に出るべきではない。
- ・ 実施時期は、株券不発行の時期以降でなければ困る。
- ・ 売買単位の集約に当たり株主総会決議が必要な場合もあるため、猶予期間のとり方に配慮する必要がある。
- ・ 各社の対応時期が1月や4月などの特定の時期に偏ることが懸念されるため、システム対応の問題があるかもしれない。
- ・ コスト面への配慮が必要であり、現状の大多数である100株と1000株を中心にするのがよい。
- ・ 現行1株単位で売買されている会社について、わざわざ株式分割等をしてもらってまで100株単位に変更してもらふ必要性には疑問があり、1株単位は許容した方がよい。
- ・ 1000株単元を100株単元に変更するのはそれほど大変なことではないので、100株単元への変更を求めればよいのではないか。
- ・ 当面の対応として数種類に集約するという事は許容できるが、将来的には統一するという方針を打ち出してはどうか。
- ・ 売買単位の集約は普通株式についての問題であり、種類株式の検討においては売買単位について考慮する必要はない。

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)