

上場制度整備懇談会
第43回 議事要旨

1. 日時：2015年12月8日（火）午前9時30分～同11時

2. 場所：東京証券取引所会議室

3. 議題：

- (1) MBO後の再上場に対する考え方について
- (2) 上場会社の最近の資金調達に関する問題について

4. 議事要旨

(1) MBO後の再上場に対する考え方について

- 今後、MBO後の再上場が増加することを想定し、再上場時の上場審査において確認する観点を追加することにより、市場に対する信頼を毀損するおそれの高い案件の再上場を防止することについて議論を行ったところ、以下の意見があった。
 - ・ MBOは、スクイズアウトにより、MBOに反対している株主も追い出されてしまう。また、経営陣と一般株主との間に情報の非対称性が存在するため、通常のTOBとは本質的に違う。MBOが安易に行われて、短い期間で再上場するような裁定取引に似た行為がたくさん行われるような市場になってはいけない。
 - ・ 例えば、再上場するにはMBO実施後3年程度は空けるとか、流動性が低いままの上場は認めないとか、売出しのみの上場は認めないというように、再上場に際して、一律に歯止めをかけることも考えられるのではないか。
 - ・ 決算、内部統制、コーポレートガバナンスの整備など上場会社として必要な負担を避けて、中長期的な経営をするためにMBOを実施することは良いのかもしれないが、その会社が、再び上場するというのであれば、今度はその覚悟があるのか、ガバナンスやIR、内部統制がどう変わったか問われるべき。
 - ・ MBOするときも再上場するときも、企業価値の創造について詳細をきちんと説明することが重要。少数株主の利益が害されたり、利益相反のおそれがある行為をしたりする場合には、極論をいうと取締役の過半数が独立社外取締役であることを求めるべきではないか。
 - ・ 再上場の際には、MBO実施後の非公開期間におけるトラックレコードについて、しっかり確認するべき。最終的には市場参加者の適切な判断力に任せるという話でもあるが、企業の開示が十全であるかということが出発点となる。小さな失敗例から、大きくルールを付加するなど安易に規制を強化することには慎重であるべき。

- ・ MBOも再上場もそれぞれ独立したものであり、それぞれがルールに則って行われているのであれば正当な行為である。組み合わせるべきではない。それぞれ別個に考えて、ルールに弱い部分があれば直せば良いのではないか。
- ・ 上場審査の段階で規制をかけるのではなく、コーポレートガバナンスやIRという自主的な方法の対応に任せるべきと考える。会社法の範疇であるMBOについて、会社法よりも厳しいルールで上場審査をすることには若干の違和感がある。
- ・ 再上場については取引所の施策の問題なので、MBOで上場廃止となった会社が再上場する際に、相当な覚悟が必要であるということを取引所が確認するのは良いのではないか。

(2) 上場会社の最近の資金調達に関する問題について

- 最近、上場会社に見られる特徴的な資金調達事例のうち、①議決権付種類株の発行、②リキャップCBの発行について、上場会社と投資家の間に認識のギャップが特に大きいため、相互の理解に役立つよう配慮すべき点を取りまとめることを検討。
- 今回はそのうち、①議決権付種類株の発行について、普通株式を保有する既存株主に与える影響を中心に議論を行ったところ、以下の意見があった。
 - ・ 株主が受ける経済的リスクと議決権は比例している方が望ましく、どちらかだけが大きいとインセンティブの歪みが生じる。議決権付種類株の発行は、そのような歪みを生じさせる効果があるが、それは、普通株しか発行していない場合でも、株式の保有構造次第で（例えば支配株主がいる場合に少数株主のコントロール権が無くなるなど）否応なしに発生するもの。株式会社制度そのものに内在している問題であり、種類株だけの問題ではない。
 - ・ 既存株主の利益を考えると、購入時に予期していなかった種類株主が後から出現することは、大きな問題。まだ事例が少ないとはいえ、上場会社が濫用すると困るため、必要な対処はあらかじめ行っておくべき。例えば、上限を設定することなどが考えられるのではないか。
 - ・ 発行に際して株主総会を通すということは、上場会社にとって大きなハードルであり、一定の抑止効果になるのではないか。
 - ・ 法に準拠した手続きを経て行われているのだから、取引所が裁量的な規制をしていくことは不透明であり、避けるべき。
 - ・ 経済的リスクと議決権は比例している方が望ましいという基本感を前提として、そこからかい離する際には、かい離の仕方次第で様々な弊害が生じ得ることなど留意点を示していくことが適切。

- ・ 留意点などを示すことは確かに必要だとは思いますが、まだ事例が少ないため、検討するにも時期尚早なのではないか。
- ・ 最終的には、少数株主の利益保護を図るコーポレートガバナンスが確保できているか、IR活動で十分な説明がなされているかという問題ではないか。
- ・ 発行する際は、株主とよく対話することが必要。なるべく早い段階から、情報開示を行っていくことが大切。
- ・ 投資家に魅力的な投資商品を提供するというのも資本市場のひとつの責務ではないか。
- ・ 問題は投資商品として魅力的であるかではなくて、既存株主へのインパクト。米国では既存株主に不利益のあるものは厳しく評価される。

(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 上場部企画グループ

TEL : 03-3666-0141 (大代表)