

上場制度整備懇談会
第36回 議事要旨

1. 日時：平成25年12月10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) 議決権種類株式の上場制度の見直しについて
- (2) 新興市場における新規上場時の株主数基準の見直しについて
- (3) 不明確な情報に対するコメント開示と投資者への注意喚起制度の見直しについて
- (4) 上場会社の資金調達（公募増資）に関する検討

4. 議事要旨：

- (1) 議決権種類株式の上場制度の見直しについて
 - ・株主共同利益の観点から、「必要性」及びスキームの「相当性」について両者のバランスを考慮して上場審査を行うことについて賛同する。
 - ・ビジネスプランの保護などを主目的として種類株式を発行した場合でも、論理的には買収防衛を目的とするということに帰結することとなるのではないかと。その場合、買収防衛を主目的とするものを上場対象として除外するという考え方を再考する必要があるのではないかと。
 - ・買収防衛を主目的とするものを上場制度の対象外とした場合であっても、時間の経過とともに上場会社の経営態勢は変更し得るものと思う。その結果、数年後には買収防衛目的のみに基づいて上場をするケースが想定されるのではないかと。
 - ・種類株式には買収防衛や支配権維持の機能があることは確かであるが、この懇談会では種類株式を正しく使って上場するとはどのようなことかという検討を行っているものと認識している。その観点においては、新規公開時に限り、株主共同利益の観点から種類株式を利用する必要性及び相当性が認められるのであれば、株主や投資者の利益を侵害するおそれが少ないと考えられるのではないかと。
 - ・ライツプランによる買収防衛策が広く利用されているが、必ずしも国内外の投資家から同形態の買収防衛が高く評価されているとは言えないのではないかと。このような状況のなか、取引所が種類株式を用いた買収防衛策を推奨するような制度を設けることは望ましいことではないと考える。また、時間の経過とともに買収防衛が主目的となることのないよう、スキームの中には、支配が不適當になった時は解消できるような条項を必ず入れていただくこととなっている。

(2) 新興市場における新規上場時の株主数基準の見直しについて

※前回の整備懇談会における議論を踏まえ、事務局より株主数の多寡に応じた過去の売買高状況に係る比較資料の提示を行った。その結果、新興市場の新規上場時の株主数基準を300人から200人へと見直しを行うことについて、委員より特段の異論はなかった。

(3) 不明確な情報に対するコメント開示と投資者への注意喚起制度の見直しについて

①不明確な報道に対するコメント開示について

- ・諸外国において、不明確な報道に対して「ノーコメント」の開示が許容されているとしても、それは実務慣行として定着しているものであり、取引所ではあくまでも企業に対してコメントの開示を要請している一方で、結果として上場会社が「ノーコメント」とした場合であっても特段の制裁措置を採っていないという構図なのだと認識している。それと同様の実務を日本でも行うことも一つの考え方であるが、むしろ、積極的に「ノーコメント」とすることが許容される「基準」を明確にしていくことが望ましいのではないか。
- ・取引所の要請に従ってコメントを開示した場合でも、それによって発生するリスクや責任は上場会社自身が負うことになる。その点を踏まえれば、コメント開示に関するルールは「プリンシプルベース」とし、そのプリンシプルに基づいて上場会社が最善の判断を行うものとするのが望ましい。
- ・「ノーコメント」が許容される基準を策定するという方法も考え得るが、実際には「ケースバイケース」で判断せざるを得ず、その基準を類型化することは困難を極めるのではないかと。また、米国において「ノーコメント」とする実務があるとしても、ルールとしてそれが許容されているわけではなく、結果として実効性確保措置の対象となっていないというのが実態であることに鑑みると、グローバルな比較の観点で日本だけが「ノーコメント」を積極的に許容するようなルールを設けることが適切であるとは考えにくい。
- ・上場会社は投資者の投資判断に資するよう「最善の努力」を払ったコメント開示を行うべきであり、実際に大半の会社がそのような開示を行っている。しかしながら、いつもそうとは限らず、コメント開示を上場規則で義務化せざるを得なかった現実があることも否定できない。
そこまでいかなくとも、取引所の求めに沿ったコメントの開示を行うことが困難なケースもありうる。そうした場合もあることを想定すると、「上場規則違反の行為」というよりも、「上場規則違反を問われる可能性のある行為」と表現すべきではないかと思う。
現にそうした場合に取引所が実効性確保措置の対象とするか否かについては、過去の実効性確保措置の適用状況などをも踏まえ、「ケースバイケース」で判断を行ってきており、今後もそうとすることが適切ではないか。

②不明確な情報に対する「望ましい開示例」の提示について

- ・不明確な情報に対するコメント開示は類型化に適したものではないと考えられる。取引所が「望ましい開示例」を示すのではなく、「ベストプラクティス」の蓄積を通じて適切な実務慣行を醸成することが望ましい。

③投資者への注意喚起制度について

- ・不明確な情報が発生している旨を投資者に伝える「注意喚起」については、どのようなケースに解除されるかを明確に示されることが望ましい。
- ・新たな制度の名称については、上場会社に対する制裁措置の色彩を有さないようなものとするべき。

(4) 上場会社の資金調達（公募増資）に関する検討

- ・近年、大規模な希薄化が生じて既存株主が大きな不満を抱く公募増資案件が少なからず見受けられたことは事実であるが、そうした事案が増加した背景には、リーマンショック後の急激な円高の進行や景気後退といった経済環境の変化等への対応といった一過性の事情が大きく影響しているように思われる。
- ・取引所が規制の対象としている第三者割当増資が、会社の経営者が株主を選定するという性質を帯びるものであるのに対し、公募増資には、原則、そのような性質は伴わないという本質的な違いがある。また、公募増資については、第三者割当増資とは異なり、引受証券会社による引受審査というスクリーニングが行われており、既存株主の利益保護という観点からの検討も行われている。このような点を踏まえれば、公募増資について、一定以上の希薄化が生じる場合の株主総会決議等、会社法の予定しない手続きを取引所の規則によって付加的に求めることは、上場企業の資金調達の機動性を阻害し、ひいては真の投資家保護の向上にもつながらないものとする。考える。
- ・自社の資本コストなどを十分に考慮したうえで公募増資を実施するような仕組みを設けることが適切ではないか。そのような仕組みとしては、例えば、公募増資後の株主総会において株主に説明をさせるようなことなどが考えられるのではないか。
- ・発行市場の規律付けには取引所が直接関与しないことが適切である。取引所は公募増資の必要性等に係る開示について、ベストプラクティスを蓄積して上場会社に提示するなどの方法を採ることが望ましいのではないか。
- ・取引所が採るべきアプローチとして、コーポレート・ガバナンスの強化を通じて資金調達面の規律の発揮を求めていくという方法もあるのではないか。

(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）