

上場制度整備懇談会におけるコーポレート・ガバナンスに関する議論の状況について

(株) 東京証券取引所
平成20年12月4日

上場制度整備懇談会の位置づけ

■ 上場制度整備懇談会

- ✓ 2006年9月設置
- ✓ 上場制度整備のための議論において、多様な利害関係者の意見を十分に踏まえ、透明性の高い検討を行うことを目的とする。
- ✓ 座長は東京大学神田秀樹教授であり、委員は、学識経験者、上場会社、機関投資家、証券会社等から構成されている。

■ 上場制度整備の実行計画

- ✓ 東証では、上場制度整備の実行計画を公表している。
- ✓ 「2008年度上場制度整備の対応について」(本年5月27日公表)
- ✓ 本年3月に公表した東京証券取引所グループの中期経営計画(2008年度ー2010年度)の基本戦略において「上場会社のコーポレート・ガバナンス向上への支援の強化」を掲げているように、当取引所では、上場会社のコーポレート・ガバナンス向上は、今後の日本の証券市場の健全な発展のための大きな鍵の一つであると考えている。
- ✓ 従って、コーポレート・ガバナンスに関する施策を今年度の最重点課題として位置づけ、上場制度整備懇談会の議論も、コーポレート・ガバナンスに関する問題点を集中的にとりあげている。

上場制度整備懇談会における検討状況

■ 上場制度整備懇談会におけるコーポレート・ガバナンスに関する議論の進め方

- ✓ コーポレート・ガバナンス向上に向けた環境整備として、先般の投資家アンケートにおいて、投資家からの要望が大きかった以下の事項に優先的に取組み、具体的な対応案を早急にとりまとめる。
 - 投資家が安心して投資できる環境の整備
 - 株主と上場会社の対話促進のための環境の整備
- ✓ 上記取り纏めの後、次のステップとして、上場会社のコーポレート・ガバナンス全体のレベル向上を促すための環境の整備について、取り組む。
- ✓ 現在は、投資家が安心して投資できる環境の整備、株主と上場会社の対話促進のための環境整備について議論している。

優先的に取り組む事項

■ 投資家が安心して投資できる環境の整備

- ✓ 先のアンケート結果より投資家の安心を脅かすものとして認識される事項
 - 「株主としての権利が尊重されていない(突然縮減される)」
 - 「自由に売買できる機会が会社の意思で奪われる」
 - 「自ら投資判断をするための十分な情報が提供されていない」
- ✓ 具体的検討事項として、現在以下の5点について検討中
 - 第三者割当て
 - 株式併合
 - MSCB
 - 買収防衛策
 - MBO

■ 株主と上場会社の対話促進のための環境の整備

- ✓ 招集通知の投資家の入手時期の早期化
- ✓ 電子投票の導入といった議決権行使環境の整備
- ✓ 株主総会における議決権行使結果の開示

議論の進捗状況 ① - 投資家が安心して投資できる環境の整備 -

■ 第三者割当増資

✓ 問題意識

- 議決権の希釈化
- 支配株主の異動
 - 経営陣が恣意的に大株主を選択することが可能であることに問題はないか
- 上場適格性の喪失
 - 反社会的勢力と関係を持つような第三者割当増資については、何らか規制すべきではないか。

✓ 東証における規制の現状

- 企業行動規範: 総則規定において、「流通市場の機能及び株主の権利の尊重」義務があるが、これに基く措置はなんら予定されておらず、処分困難
- (本年10月)株主の持分割合の著しい希薄化を伴うエクイティファイナンスは、仮に法令に違反するものでないとしても、株主の権利を損なうおそれがあるものとして、強く憂慮していることを表明するとともに、上場会社に対し、流通市場の機能及び株主の権利への十分な配慮を要請

✓ 懇談会における意見

- 第三者割当は、必然的に議決権割合の希釈化を伴うことから、上場会社が実施しようとする場合には、他の代替手段で実現できないかどうかを慎重に検討し、第三者割当を選択する理由について投資家に十分な説明を行う必要があるのではないか。
- 一定の影響を及ぼしうる大株主が第三者割当を通じて新たに生じるような場合など、一定のものには、株主の納得性を増すための手続きが必要ではないか。
- 上場適格性を喪失するような悪質な事案(一般株主への配慮に著しく欠けるような事案も含む)については、抑止する手段について整理すべきではないか。
- 第三者割当は、機動的な資金調達が必要な場面では有用な資金調達手段であることから、数値基準などで一律に規制することは好ましくなく、実質的に判断することが必要である。

議論の進捗状況 ② - 投資家が安心して投資できる環境の整備 -

■ 株式併合

- ✓ 問題意識
 - 多数(例:8割以上)の株主としての地位を奪いキャッシュアウトされる悪質なものが存在する。
 - 株主総会の特別決議を経ている点についてどのように考えるか
- ✓ 東証における規制の現状
 - 流通市場に混乱をもたらすおそれのある、株式併合については禁止している(企業行動規範)。
 - 違反行為については、公表措置に付すことが明記されている
- ✓ 懇談会における意見
 - 画一的に否定するべきではない。
 - 合理的な理由なしに、多数の株主としての地位を奪うものは、市場の信頼性に影響が大きく、株主総会の承認を得ていることを踏まえても、何らかの手当てが必要である。

<MSCB、MBO、買収防衛策の導入・発動については、実質的な議論が行われていない>

■ MSCBの発行

- ✓ 問題意識
 - 既存株主の権利の著しい希薄化
 - 株価下落の誘引
- ✓ 東証における規制の現状
 - 企業行動規範において尊重事項を規定
 - 違反行為については、公表措置に付すことが明記されている

議論の進捗状況 ③ - 投資家が安心して投資できる環境の整備 -

■ MBO

✓ 問題意識

- MBOについては、買収者である経営陣と株主の利益相反、経営陣と株主との間の情報の偏在があることから、株主は経済的損失をこうむりやすいのではないか。
- 上場廃止を前提とすることから、東証が規制を行うことの実効性に限界があるのではないか。

✓ 東証における規制の現状

- 適時開示義務を除き、特段の規制を定めていない。
- 再上場時の審査においては、市場利用目的の健全性や投資者保護の観点から、MBO時の諸事情(価格、開示の妥当性、目的、計画の進捗状況など)についても確認することとしている。

■ 買収防衛策の導入・発動

✓ 問題意識

- 買収防衛策は、経営陣の地位を強化するものであり、発動されれば、株主が自由に売却する機会が奪われるなど、株主への影響が大きい。

✓ 東証における規制の現状

- 企業行動規範に導入時における尊重事項を規定。違反行為については公表措置の対象になることが明記されている。

その他 --上場制度整備懇談会の当面の議論の対象外の事項--

■ 子会社上場

✓ 問題意識

- 子会社上場は、子会社独自の資金調達による子会社の持続的成長の達成や新たな投資物件が提供される意義など評価されるべき点はある。
- その一方で、親会社、子会社間での利益相反、親会社により不利な事業調整や取引条件を強いられる、中核的な子会社を上場させて新規公開に伴う利得を二重に得ようとするなどの弊害、不適切な企業行動がとられる可能性があるのではないか。

✓ 東証における子会社上場についての考え方

- 子会社上場については、その特性を十分に考慮のうえで上場に関する方針を決定することを要請するとともに、株主の権利や利益への一層の配慮や積極的なアカウンタビリティの遂行について上場会社に要請(2007年6月「親会社を有する会社の上場に対する当取引所の考え方について」)
- 中核的な子会社については、他の取引所とも協力し、慎重な対応を行うことを表明(2007年10月「中核的な子会社の上場に関する証券取引所の考え方について」)
- その他、支配株主を有する会社については、支配株主との取引等を行う際にどのように少数株主を保護するかその基本指針をコーポレート・ガバナンス報告書の中で開示するよう求めている(2008年7月から)

✓ 子会社上場に関する上場審査の実情

- 子会社上場の審査では、通常の審査項目に加えて、以下の点を審査。
 - 「親会社等からの独立性」
 - 「コーポレート・ガバナンス」や「開示の適正性」の項目における親会社との関係など
- 例えば、子会社取締役の半数以上が親会社等との兼任である場合、否定的に取扱う。
- 子会社の事業が親会社と密接な関係で、売上依存度が非常に高い場合なども否定的にみる可能性が高い。