

上場制度整備懇談会
第 16 回 議事要旨

1 . 日時：平成 20 年 8 月 21 日（木）午前 9 時 30 分から午前 11 時 30 分まで

2 . 場所：東京証券取引所会議室

3 . 議題：

- (1) M & A をとりまく現状に関する投資家意見の概要について
- (2) 今後の検討内容・進め方について
- (3) 投資家向け意見募集の結果について
- (4) フリーディスカッション

4 . 議事要旨：

- (1) M & A をとりまく現状に関する投資家意見の概要についての意見
 - ・ M & A に対する東証の立場が明確に出ているのは良いことだと思う。今後の東証の具体的な施策のイメージが見えればさらに良いと思う。
 - ・ 投資家の意見を集約した部分については、あくまで投資家の意見であり、これが事実であるとか東証がこういうことが事実であると認識しているということではないということ、念のため、はっきりわかるようにしておく必要がある。
 - ・ 投資家の意見が正しいかどうかという問題はあると思うが、こういう声が上がっているということは認識する必要がある。
 - ・ 投資家からの目線を軸にして、意見をまとめ東証が発信していくのは有意義だと思う。投資家からの目線を大事にするというメッセージ性を打ち出すのは、非常に良いことである。
 - ・ 買収防衛策における独立委員会のメンバー構成について投資家からの批判があるようだが、実際のメンバー構成はそれほど批判されるようなものではないと思う。
 - ・ 株式持合いについての言及も見られるが、現在の持合いは昭和 40 年代のものとは異なり、シナジー効果をもたらす目的であったりするので、きちんと議論する必要がある。
- (2) 今後の検討内容・進め方についての意見
 - ・ コーポレート・ガバナンスの問題に関しては、東証として方向性を出すに当たって、他の取引所を気にせず、高いスタンダードを目指して欲しい。
 - ・ 投資家の企業に対する不信感のようなものがあるように思えるので、投資家のマインドを変える必要がある。そのためには、各論的な対策だけでは不十分で、総論的な対策も必要である。例えば、各論的な対策としての開示の強化は重要だが、それだけでは投資家のマインドを変えることはできないのではないかと。コーポレート・ガバナンス原則の見直しなどの総論的な対策を組み合わせることが必要である。

- ・ 買収防衛策に関連してコーポレート・ガバナンス全体の問題について議論していくこととなれば、偏った議論になってしまうおそれがある。コーポレート・ガバナンスの問題は、これまで議論してきた内容を意識しながら全体的な整合性にも配慮することが重要である。
- ・ 投資家は、結局のところリターンを高めることが目的である。コーポレート・ガバナンスの改善は、利益を上げるための手段であり、コーポレート・ガバナンスの改善そのものが目的ではないことに留意が必要である。
- ・ 東証としては、開示の強化が対策の基本ではないか。
- ・ 取締役の責任強化の観点からの開示の強化が必要であるが、監査役にも開示義務を課してはどうか。監査役会がどういう議論をしたか開示する義務が必要である。また、一定の事案の際に監査役から意見を聞くことを義務付けてはどうか。
- ・ 開示の基準を決める際に、形式要件を沢山課すと、それだけをやれば良いという誤解が生まれてしまい、株主との対話が疎かにされるおそれがある。
- ・ 開示ルールの範囲と、株主の自主判断の線引きをすべきである。
- ・ 買収者について、濫用的なものと経済発展のためのM & Aを区別すべきではないか。
- ・ ライツプランというのは、正しく使われれば、企業側だけでなく買収者にも十分な情報を提供させるという意義がある。市場に対して情報を提供させることで、買収者にも説明責任が発生し、濫用的買収を防ぐという効果もある。
- ・ 海外での敵対的買収の事案における買収者、被買収者の情報開示を参考にしながら、日本においてどこまで情報開示を求めるか検討しても良いだろう。
- ・ 現在日本で導入が進んでいるライツプランは、対応方針を書いたものであり、「買収防衛策」とラベリングをするのは、買収を止める手段という印象を与えるため適切でない。用語を見直した方が良いのではないか。
- ・ 独立社外取締役については、全社に義務付けるということであればなかなか難しいと思うが、例えば買収防衛策であれば経営陣の保身に使われるおそれが高いので、買収防衛策を導入する会社は取締役の過半数を社外取締役とすることを義務付けるということも考えられるのではないか。
- ・ 法的な対応が必要であると思うが、社外性の要件が、親会社出身、親戚、取引先、顧問税理士でも良いとなっていることが問題ではないか。
- ・ 社外取締役等の独立性の定義については、東証で独自に決めていいのではないか。会社法は、すべての会社を対象にしているものであり、そのトップの会社である東証上場会社に対して特別な要件を課すことは十分にありうると思う。
- ・ 東証の市場区分は、現在は主に流動性の違いによる区分ということになっているが、コーポレート・ガバナンスの観点から区分することを考えて厳しく運営していくことも考えられるのではないか。
- ・ プレミアム市場としての市場区分を設けて、より厳しいコーポレート・ガバナンスの規制を課すなど、東証の市場区分を利用するというのも一つの

選択肢であると思うが、現実的には難しく、とりあえずは開示ということになるのだろう。

- ・ 持合いについては、定義が難しいが、流動性に直結する問題なので、何らかの定義を示したうえで、持合いの比率が何%以上であれば市場第一部にはいられないといった方策も考えられるのではないか。
- ・ 持合いについて、昔のものと違うというのはわかるが、開示の内容が抽象的で、それがわかるような具体的な開示がされていないことが問題ではないか。否定的に捕らえられている事実があるということが重要である。説明不足ということであり、そうであれば対応は開示の強化ではないか。

(3) 投資家向け意見募集の結果について

- ・ 今回寄せられている投資家の意見は、一般論としては意味のあるメッセージであると思うが、強い懸念とかマイナスの意見など投資家の問題意識に焦点を当てて寄せられているものなので、その内容だけが強調されて日本企業全体として問題視されることになるのは企業と投資家の双方にとって良くないし、投資家側もすべてが問題だという意見ではない。機関投資家のトップやファンドマネージャーの意見も聞いて、それもあわせた意見が実態に近いものになるのではないか。

(4) フリーディスカッションでの意見

- ・ 企業行動に大きな制約を加えるような規制は避けるべきである。
- ・ コンプライアンスやCSR、ディスクロージャーをしっかりとやっている企業が、企業価値が高まっていき、ROEが高いということを示す実証的なデータがあると良い。

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)