



日本取引所グループ金融商品取引法研究会

近年の有価証券上場規程の改正

2018年12月21日（金）15:00～17:04

大阪取引所5階取締役会議室及び東京証券取引所4階402会議室

出席者（五十音順）

石田 真得	関西学院大学法学部教授
伊藤 靖史	同志社大学法学部教授
梅本 剛正	甲南大学大学院法学研究科教授
片木 晴彦	広島大学大学院法務研究科教授
加藤 貴仁	東京大学大学院法学政治学研究科教授
川口 恭弘	同志社大学法学部教授
黒沼 悅郎	早稲田大学大学院法務研究科教授
小出 篤	学習院大学法学部教授
白井 正和	同志社大学法学部教授
船津 浩司	同志社大学法学部教授
前田 雅弘	京都大学大学院法学研究科教授
松尾 健一	大阪大学大学院高等司法研究科准教授
森田 章	同志社大学大学院司法研究科教授
行澤 一人	神戸大学大学院法学研究科教授

近年の有価証券上場規程の改正

株式会社東京証券取引所上場部長

林 謙 太 郎

目 次

- I. はじめに
 - 1. 近年における主な上場制度の見直し事項
 - 2. 近年における上場制度の見直しの通奏低音
- II. 有価証券上場規程の概要
 - 1. 有価証券上場規程の概要
 - 2. 有価証券上場規程の根拠、体系
 - 3. 上場規則の拘束力
 - 4. 上場規程の射程
 - 5. 有価証券上場規程の改正プロセス
- III. 企業行動規範の制定
 - 1. 企業行動規範制定の背景
 - 2. 上場制度整備懇談会の提言
 - 3. 企業行動規範の内容
- IV. 第三者割当増資への対応
 - 1. 検討の背景
 - 2. 上場制度整備懇談会の提言の概要
 - 3. スタディグループ報告の提言
 - 4. 制度改正の概要
- V. 独立役員制度の導入
 - 1. 検討の背景
 - 2. 独立役員制度の導入
 - 3. 「独立役員に期待される役割」（上場制度整備懇談会 2010年3月公表）
 - 4. その後の動向
- VI. 支配株主との取引に関する対応（子会社上場）
 - 1. 背景
 - 2. 上場制度整備懇談会による提言
 - 3. その後の意見・提言
 - 4. 上場制度の改正
- VII. 議決権種類株式の上場制度の整備
 - 1. 背景
 - 2. 上場制度整備懇談会による提言
 - 3. 実務者懇談会の提言
 - 4. 上場規則の主な改正内容
 - 5. その後の見直し①（具体的な事案の発生）
 - 6. その後の見直し②（必要性と相当性の審査）
- 討論

○伊藤 定刻になりましたので、12月の日本取引所グループ金融商品取引法研究会を始めさせていただきます。

本研究会では、今月と、来年4月以降に、有価証券上場規程について扱う予定です。本日は、有価証券上場規程を扱う第1回目としまして、まず

は規程の実際の制定・運用に携わる方から、近年の有価証券上場規程の改正についてお話をいただくこととして、テーマ設定をしています。また、それに加えて、有価証券上場規程の概要ですとか拘束力の根拠、あるいは改正プロセスといった一般的なお話をいただく予定です。報告をご担当い

ただくのは、株式会社東京証券取引所の林謙太郎上場部長です。どうぞよろしくお願ひします。

○林 ご紹介いただきました東京証券取引所の林と申します。伝統ある研究会でお話をさせていただく機会をいただきまして大変光栄に存じます。諸先生方のお役に立てるようなお話ができるかどうか甚だ心もとないところもございますが、どうぞよろしくお願ひいたします。

I. はじめに

1. 近年における主な上場制度の見直し事項

本日は、伊藤先生からもご紹介をいただいておりますけれども、近年の私どもの有価証券上場規程の改正についてお話をさせていただく予定でございます。ただ、有価証券上場規程そのものは非常に技術的、実務的な内容を記したものでございまして、資料の3ページ目を御覧いただきますと、最近10年ちょっとの期間だけで、見出しだけのご紹介ですけれども、主なものでこれだけの改正をさせていただいているところでございます。

実際にはこれら以外にも、改正履歴をたどりますと、会社法の改正でありますとか金融商品取引法（以下「金商法」という）の改正といったものに伴いまして、例えば特定支配株主による株式売渡請求という制度ができますと、それに基づいて上場廃止の規定を整備するといった改正を行わせていただいているところでございまして、このリストに記載しておりますのは、あくまでも私ども自身でこれは制度改正が必要な事情があると判断したうえで制度改正を行ったものだけをピックアップしているものでございます。

さりながら、先ほど申し上げましたとおり、非常に件数が多いということでございまして、一つ一つ具体的にご紹介するのは時間の範囲内では難しうございますので、幾つかピックアップする形でご紹介をさせていただきたいと思います。また、制度改正の中身もさることながら、どういう経緯、どういった動機で制度改正を行っているの

かという辺りもご説明差し上げる予定であります。

以下、中身のお話に順番に入ってまいりたいと思いますけれども、実際に制度の運用に携わっている立場からいたしますと、2008年のリーマンショックの前と後では、やはり制度を改正する動機付け、インセンティブについて分水嶺があつたのかなという実感がございます。

具体的に申し上げますとリーマンショック以前、この表で言いますと2006年、2007年ですけれども、例えば規制強化の文脈で制度の見直しを行うときには、専ら国内事情に基づいて制度改正を行っていたような気がいたします。しかし、リーマンショック後におきましては、海外機関投資家からの市場の信頼をどのように確保していくのかというところがかなり大きなテーマになってきました。その辺りに、個別に見てまいりますと背景事情などの違いがございます。

例えば2006年にコーポレート・ガバナンスの充実に向けた改正を行っております。これは「コーポレート・ガバナンス報告書」という制度を導入した制度改正でございますけれども、このときは、2004年の西武鉄道の有価証券報告書の虚偽記載、あるいは2005年のカネボウの粉飾決算を受けまして、専らそういう国内事情から制度改正をしたと記憶しております。

そういう事情もございますので、本日は、2008年のリーマンショックを経て我々の制度改正の背景事情がどのように変わってきたのかというところを主眼にしたいと思っておりまして、2009年頃からの制度改正につきまして主にご説明したいと思っております。

2. 近年における上場制度の見直しの通奏低音

近年の制度見直しには、大きく分けて二つの共通する背景事情があったかと思っております。

一つは、金融資本市場のグローバル化（海外投資家の圧倒的存在感）です。現在の私どもの現物市場を見ますと、日々の取引フローのベースでは、6割から7割が海外投資家のオーダーフローだと

言われておりますし、また、発行済株式数に対する保有割合のベースでは、3割が海外投資家の保有となっておりまして、大変大きな、圧倒的な存在感を海外投資家が放っているという状況がございます。

それを踏まえつつ、リーマンショックの際に我々が実体験として感じましたのは、こうした海外投資家の取引フローが日本市場からどんどん離れていってしまうのではないかという危機感でございます。もともと海外機関投資家自身は、古くはカルパースの対日投資原則の時代から、日本市場の在り方ですとか、上場会社のガバナンスのような論点についてかなり積極的に意見発信をしていただいてきたという記憶がございますが、いよいよそういう声を無視できない、海外機関投資家からの信任を失うとマーケットが衰退するのではないかという危機感が一つ大きな背景にございました。

従来、取引所のスタンスとしては、上場会社の企業行動ですとか、経営判断のプロセスの在り方のような点についてあまり強く物を言わない、よく言えば謙虚さ、慎重さみたいなものがあったわけですけれども、マーケットの信頼を確保するためには、単に日々行われている取引の円滑さや取引の公正さを維持するだけではなく、それらに加えて、マーケットに参加する投資家の方々が投資をする際の前提となるような、例えば少数株主の権利の保護みたいなものについても、より強く関心を持たざるを得ない状況になったということをございます。

企業不祥事が起こり、海外機関投資家から制度改正についての要望を受ける。それに対して従来は、「それは取引所の仕事ではありません」という場面もあったわけですけれども、少数株主の保護の観点からやるべきことはやらなければいけないということでございまして、その一つの象徴が企業行動規範——名前としては非常に堅苦しい、

「コード・オブ・コンダクト」の直訳ですが、これを整備するということであったかなと思ってお

ります。

マーケットを運営する取引所が自主的に規制を強化するためにはインセンティブが必要になるはずだというのは、加藤先生の論文からの受け売りですけれども、市場利用者であります投資者のニーズに対応していくことが、我々にとってのインセンティブということでございます。

もう一つは、日本経済が長期にわたって低迷してきたということでございます。取引所の現物市場の在り方として、国際金融マーケットとして諸外国の上場会社をどんどん招き入れて、アメリカと並び立つほどのグローバルマーケットになりたい、これが積年の夢、課題としてあるわけでございますが、現状は、国内の上場会社のための日本株のマーケット、というのが実態でございます。こういう実態からいたしますと、取引所のマーケットが活性化するもしないも日本株次第ということでございまして、日本株が活性化するかしないかというのは日本経済あるいは日本企業次第という因果関係の中に我々自身がおります中で、肝心の日本経済の方は長期低迷して「失われた20年」とか「30年」とかいう話になっていて、バブル経済崩壊後、冴えないことになっている。そういう中で、政府も手を変え、品を変えて成長戦略を打ち出してきたわけですけれども、我々もそのセントラルマーケットをお預かりする立場といたしまして、その役割の一翼を担うことが期待されているということでございます。

このように申しますと、いかにも主体性がない気もいたしますが、例えば産業の構造改革のために有望なベンチャー企業の育成が必要だという戦略が立てられる。それでは、ベンチャー企業への円滑な資金供給のためによいマーケットを構想しよう、そういったことはまた我々自身の存立基盤を強化することにもなるわけでございまして、これ自体、我々には非常に強いインセンティブがあるということになってまいります。

参考といたしまして、リーマンショック後、海外機関投資家の声が無視できなくなってきた頃、

具体的に海外機関投資家からこのような要望を突きつけられましたという例をご紹介しています。ACGA という海外の機関投資家団体が 2008 年に「日本のコーポレート・ガバナンス白書」を公表しております。「ステークホルダー・キャピタリズム」は時代遅れだとか、「三方よし」の立場からしますと、そうではないだろうというフレーズもあるのですが、そういう修飾語の部分を除きまして、項目の中身を一つ一つ見てまいりますと、他のステークホルダーと同じように株主の立場にも配慮をしてくれとか、長期的な企業価値を高めていってくれとか、経営陣を監督する手続の透明性を高めてくれといったような、今の議論につながる要望事項になっておりまして、少数株主保護という観点から、こうした点について何がしかの答えが必要になってきていると感じたところでございます。

一方で、ACGA という特定の団体の意見書が、その当時の経済産業省ですとか金融庁の政策決定のプロセスにも結果的には一定の影響力があったと思われますが、彼らだけの意見を聞いても仕がないということで、私どもでも 2008 年 8 月に投資家向けの意見募集を行いました。当時指摘されておりました様々な論点につき、それぞれ意見募集を行ったところ、中身としては比較的一様な意見だったのですが、たくさんの意見を頂戴いたしました。

それ以前の我々自身の制度改正でも、主要な動機として投資家の利益というものを掲げているのが通常でございまして、我々も投資者保護を前面に打ち出す運営をしてきたわけでございます。その際に我々が想定した投資者は、金商法 1 条の投資者といいますか、非常に抽象的な、情報の非対称性で不利な立場にある零細な弱小投資家をイメージしていたのですけれども、実際に意見を聞いてみると、非常に強い、具体的な意見が出てくる。これらの意見を踏まえて実際に我々として何か対応をとらなければ、やはりマーケットの信任は確保できないだろうと、そういう我々としての問題

意識を持つに至ったのが、意見募集の意義でございました。

前置きとしましてこのような話をさせていただいておりますが、これからご説明する制度改正に共通する背景事情はそのようなものでございました。

II. 有価証券上場規程の概要

それからもう一点、前提事項としまして、我々の有価証券上場規程がどのようなものかということについて、やや蛇足の感がございますが、8 ページ目からご紹介をさせていただいております。

1. 有価証券上場規程の概要

有価証券上場規程にはどのようなことが規定されているかを五つほど簡単にご紹介しております。非常に大ざっぱに申し上げると五つあるということですが、一つ目は、新規上場に関する規定でございまして、東京証券取引所の上場に際しまして必要な要件ですとか審査の項目、審査の手続といったものを定めているものです。

二つ目は、会社情報の適時開示という項目で、投資判断に重要な影響を及ぼすような情報の適時開示の義務でありますとか、その手続といったものを定めているものです。

三つ目が、本日の主題としたいと考えています企業行動規範ですが、証券市場の機能の維持、株主の権利保護みたいなテーマにつきまして、企業に行動の制約を課す、あるいは望ましい企業行動を促すこと目的としているものです。

四つ目が、実効性確保です。かつては、その実効性を担保する方法として、上場廃止にするぞと言う以外にないという非常に心もとないルール運用をしていた時期もございましたが、それではやはりいろいろな制度を導入していく中で、上場会社に守っていただく力としては弱いのではないかという認識もございまして、ルール違反があった場合の対応策をまとめておりますのが実効性確保のパートです。

最後に、上場廃止ですが、上場を維持するためには必要な最低限の要件、あるいは上場廃止の手続といったものを規定しております。

大ざっぱに言いますと、以上が有価証券上場規程の内容でございます。

2. 有価証券上場規程の根拠、体系

9ページは、金商法上の位置付けを説明しているものでございます。いわゆる取引所業といいますのは免許業ですので、様々な免許要件が金商法に定められておりますけれども、その一つとして、上場に関する規則を定めなさい、業務規程の中にそういった内容を定めなさい、ということが金商法117条にうたわれております。

また、金融商品取引所の本来業務として規定されております自主規制業務の中身としましても、上場あるいは上場廃止に関する業務でありますとか、情報開示の審査、発行者の処分などが業務内容として含まれておりますし、こういった業務の実施細則としての規則を根拠として持つ必要があるということになっております。

こういった法律的な背景も含めて定められておりますのが、有価証券上場規程でございます。本体としての規程の下に、細則としての施行規則やガイドラインといったものがあるほかに、制度によらずに、上場会社に対して「ああしてほしい」、「こうしてほしい」という要請をする、そういうものも上場制度の一部を構成しております。これは、当然ながら「要請」でございますので、それに対して応ずる義務はないわけでございますが、1999年以前におきましては、適時開示も要請として実施していた時代がございまして、我々としても事実上の拘束力を持つものとして制度の中に位置付けております。

3. 上場規則の拘束力

金商法は、取引所に規則を制定しろということは定めております。しかし、取引所の規則を遵守するということについては、上場会社には直接的

な義務付け規定がないことになっておりまして、それでは、どのように上場会社に対する拘束力を維持するかということになりますと、これは上場契約によっております。

上場契約そのものは、上場会社に上場申請をしていただき、私どもがそれを承認することによって契約として効果が生ずることになっております。それでは、どのような契約になっているかということで、10ページに上場契約をコピー&ペーストしております。非常にあっさりした内容ですが、実は上場契約の本体はこれが全てでございます。

1項で、我々が定める規則を遵守することがうたわれていて、2項では、その規則に基づいて上場廃止をする場合には異論を述べてはいけませんということがうたわれているという、差入形式の古くさい昭和のイメージの契約書になっております。

取引所側に圧倒的に有利な契約の形式になってございまして、昭和の時代には、上場後に取引所が定めた規則に基づいて上場廃止になった会社が、上場廃止の処分の取消しを求める訴訟があったと聞いております。当然ながら、こういうオールマイティーのカードを持っているからといって、濫用的に運用していいわけではないということでございまして、形式面と実質面の両方から濫用防止の仕掛けがあります。

形式面で言いますと、金融庁の認可というコントロールがございまして、規則改正命令でありますとか、規則の認可の手続によりまして、中身のコントロールが形式的にはされています。また、実質的には、当然ながら私どもは民間企業でございますので、顧客の喜ばない規則を定めることは我々の存立基盤に関わってくる問題でございますから、通常、規則改正を行う場合には、慎重な利害調整を行い、上場会社の納得感もいただきながら規則改正をする、こうした形で実質的な拘束力の実効性を確保していると、我々としては考えております。

4. 上場規程の射程

有価証券上場規程がどこまでを射程として含めてよいのか。例えば上場廃止について規定を整備する、これは金商法上に明示されておりませんので問題がない。先ほどの企業行動に関する規範を定めること、これは実は金商法には明示されていないということでございまして、そうしたものを作りが規則に定めることができるのだろうかということが一応論点にはなり得るところではございます。その一方で、我々はどんどん制度改正をしてきております。それでは、何がその推進力になったかと申しますと、一つのきっかけになりましたのが、資料の11ページに記載しております2009年6月の金融庁の金融審議会の「我が国金融・資本市場の国際化に関するスタディグループ報告」でございます。

このスタディグループでは、後ほど何回かご紹介のチャンスがありますが、金融・資本市場の国際化という観点からいろいろな論点について議論がされました。その中の論点の一つとして、会社法制度がある中で、それを差し置いて取引所のルールが上場会社に対して規律をしていいのかということが検討の対象となりました。主として、経済界からの反発としてそういう指摘もあったということございます。そのうえで、資料の11ページにありますとおり、例えば少数株主保護の観点から上場会社に対する規律を行うことも、取引所に期待される役割なのだということが最終的な取りまとめとして入ってきた。こうしたことでも後ろ楯にしつつ、上場契約が持つ拘束力の範囲内で我々として制度を整備してきているということでございます。

5. 有価証券上場規程の改正プロセス

そういう制度整備の改正プロセスをご紹介しておりますのが資料の12ページでございます。制度改正のきっかけとして、市場利用者からいろいろなニーズが寄せられます。国際的な比較の問題としての指摘を受ける、あるいは法制度で見直しが

あった、さらには、直近でもございましたけれども、様々な不祥事、問題事例が発生して、それにに対する対応策を講ずる必要がある、といったことが有価証券上場規程改正のきっかけとなります。それに対して我々取引所の事務局が改正原案を検討する。当然ながら、利害関係のある方々とは意見交換をし、利害調整をいたしますが、大きなテーマになりますと、さすがに我々も自分たちだけで検討を進めるのは心もとないところでございまして、黒沼先生のお力もお借りしながら上場制度の整備に関する有識者の懇談会を立ち上げまして、そこで論点としてご意見を伺ったり、取りまとめをお願いしたりという形で、原案の策定作業を行っているのが一般的でございます。

それから規則改正案を公表しまして、事前にある程度の利害調整はもちろん行っておるのでそれとも、広くご意見をいただきて、必要な修正を施しまして、最終的には金融庁の認可というお墨付きも頂戴して実施する、それが一般的な規則改正の最近の作法ということになっております。

III. 企業行動規範の制定

前置きが長くなりまして恐縮でございますが、資料の13ページ以降が、近年の有価証券上場規程の改正の背景、検討プロセス、改正の内容につきまして、具体的な事例でご紹介したいと考えている部分でございます。

一つ目に、いろいろな規制緩和がありまして自由化が進む中で、上場規則がそれに対して逆に上場会社の行動をコントロールしにいこうとする、求められる役割が変わってきた大きな一つの例としまして、企業行動規範についてのお話をさせていただきます。

1. 企業行動規範制定の背景

従来、上場会社と私どもとの関わりで申し上げますと、自らの判断で企業行動を律していただくというのが私どもの基本スタンスでございまして、上場会社の企業行動に対する規律付けとして規則

の中で持っていましたのは、何か決めたら開示をする、適切に十分に開示をしてくれということを柱といたしまして、その他の部分に関しましては上場会社にお任せする、あるいは会社法でありますとか株主による規律付けというものに委ねるべき問題だと、東京証券取引所としては考えていたところでございます。

企業行動規範の原型が策定されたのが、2007年です。2007年は一応意味のあるタイミングではありますて、その前年に会社法が制定されておるということでございます。会社法その他の法令によりまして規制緩和が図られてきたことが背景の一つとなります。一方で、取引所間の競争が世界的なレベルで激しくなってきた、証券市場の果たすべき役割も非常に大きくなってきたという環境変化の中で、ともすれば市場機能の発揮を阻害してしまうような企業行動が実際に幾つか見られました。典型的には、2006年にライブドア事件がございましたけれども、そうしたものへの対処が必要になったということでございます。

ライブドア事件ではいろいろな論点が発生しましたが、我々が企業行動規範を制定する一つのきっかけとなりましたのが、株式分割を巡る問題でございます。当時はまだ株式のペーパーレス化が行われておりませんで、株式分割が行われますと、分割されて増加した株式に事後的に株券が交付される手續が必要であったわけでございます。基準日時点の株主に対して分割を実施する。ただし、株主名簿を確定しまして、その時点での株主の方に新株券を交付する、発送する手續をするのにはおよそ1か月半を要していたということを奇貨として、その間、基準日の前の権利落ちによって株価そのものは調整されていて、1対2の分割であれば2分の1、1対10の分割であれば10分の1に株価が調整されてしまう、ライブドアのケースで言えば、100分割を実施して株価が100分の1になったことで非常に廉価になってお買い求めやすくなってしまいましたので、多数の投資家がわっと入り込んでくる。一方で決済の対象になる

株券はまだ発行されていないという状態になりまして、買い需要に対して売り物が出てこないということで、需給が非常にタイトになって株価が高騰するということがありました。私も我もと同じことをやろうとする会社が続出してしまったということもあって、これではとても投資者の保護でありますとか、流通市場の規律維持が図られないという問題意識から、上場制度整備懇談会で検討をお願いしたということでございます。

2. 上場制度整備懇談会の提言

上場制度整備懇談会では様々なテーマにつきましてご議論をいただき、2007年に中締めとしての取りまとめを頂戴いたしまして、我々の背中を押していただいた形になった提言の内容を、15ページに一部抜粋しております。

上の方が趣旨的な話、下の方が具体的にこうしなさいという話になっておりますが、まず上の方から御覧いただきますと、市場開設者であります東京証券取引所は、会社情報の開示だけやっていれば良いわけではなくて、株主・投資者保護及び公正かつ健全な市場の運営という観点から、自由な企業行動を過度に制約しない点には当然留意すべきではあるけれども、企業行動に関する規範を制定して、企業に適切な対応を求めることが適當だということでございます。

そこで、上場会社に対しましては、従来の開示義務に加えまして、上場会社として的一般的な規範として、流通市場の機能ですとか株主の権利を尊重することを要求する。あるいは、流通市場の構成員としての責任ある行動を求めるなどを明記してはどうかというご示唆を頂戴しました。

そのうえで、具体的な内容としては大きく三つの類型になっておりまして、一つ目は、例えば株主総会における議決権行使、内部者取引、インサイダー取引の未然防止のような、従来から取引所が上場会社に対して要請してきた事項、これらを規則に明文化することをとっかかりとして実施してはどうかということです。

二つ目としまして、既に有価証券上場規程の中に入れる場合の守るべき事項といった内容が部分的に取り込まれておきましたので、それをもう一回整理し直して再構成してはどうかという点。その次の段階の事前準備といいますか、器づくりの作業としてそういうことをやってはどうかということです。

三つ目の話としまして、新しく企業行動に関する規則を制定してはどうかという提言でございました。

そういったご提言をいただきまして、企業行動規範が新しく有価証券上場規程の中に入ってきたということでございます。

3. 企業行動規範の内容

現在、企業行動規範としてどのようなことが定められているかといいますと、2007年以降何度も改正を繰り返しておりますが、遵守すべき事項、望まれる事項という大きく分けて二つのジャンルで構成されています。

遵守すべき事項は、上場会社にミニマムな要求事項として義務付けているものでございまして、違反した場合にはペナルティーの対象となるものでございます。先ほど例として申し上げました株式分割につきましては、遵守すべき事項として、流通市場に混乱をもたらすような株式分割はやつてはならないという規定として取り込まれております。その他、資料の16ページに記載のような多様な内容が含まれております。

望まれる事項につきましては、上場会社として実施することが期待されるものの、それを強制するほどではない、いわゆる努力規定でございまして、これに違反した場合は、特段ペナルティーの対象になるわけではありません。例えば、「取締役である独立役員を確保すること」が望まれる事項の中に書いてございますが、これは平成26年会社法改正の際の、取締役である独立役員を1名以上置くよう努めるものとする旨の規定を盛り込むべしという会社法制部会の附帯決議を受けて定め

たものでございます。

資料中に赤字になっている部分がございますが、こちらにつきましては、以下個別にご説明したいと思っております。

IV. 第三者割当増資への対応

かつて、新株発行につきましては、公開買付けと並びまして、取引所が運営している流通市場の外側で行われている行為ですので、直接的に取引所がその行為に対して規制をするという発想はなかったところですが、間接的には流通市場にも大きな影響が生ずることを踏まえて、一定の制約を設けることとしたものでございます。

1. 検討の背景

冒頭でご説明しました2008年のACGAの意見書でありますとか、投資家向け意見募集に対して寄せられた意見においては、大幅な希釈化を伴う新株発行や、相手先が何者なのかがよく分からないような、具体的にどういうビジネス上の関係があるのかも分からないような相手先に対する第三者割当増資についての懸念が、多数示されました。

具体的にどのようなことが実務として発生していたかということですけれども、幾つかの第三者割当増資の事例におきまして、株主が有しております議決権の割合が会社の意思で突然縮減される事例、大株主が存在していて、一定の影響力を会社に与えていたわけですけれども、それに対して全く別の者に大量の第三者割当増資を行いまして、株主権が一気に希釈化して支配権を失うといった事例がありました。同様の話としまして、誰が会社の支配株主としてふさわしいかを経営者が判断して、これは専ら敵対的だと目されるような買収者が現れた場合の会社側の対応として、第三者割当増資を実施するケースがございました。あるいは、反社会的勢力であることが疑われる相手先、会社の健全経営の観点からは危険かもしれない相手先に対して上場会社の株式が割当交付されているとか、有利発行ではないかという懸念がある中

で、株主総会決議を経ずに、一応妥当と言ひながら取締役会で発行決議がされてしまうといった事例も見られました。

さらにひどいものになると、増資をすると言って発表はするのですが、払込期日になりますと、払込みがありませんでしたと言って増資が中止される事例もありました。何のことかと思うわけですが、こうしたケースの中には、業績が非常に不振で上場廃止の危機が懸念されているような会社であり、増資のスポンサーが見つかりましたという開示をすれば、株価が一時的に高騰して売買高も増えるため、最終的に払込みがされないわけですが、実はその間の株価のボラティリティが高い状況の中で、短期で売買を行って多額の利益を上げているのではないか、と疑われるようなものもございました。

こうした事例を踏まえまして、第三者割当増資について何がしか我々として対応が必要ではないかということになりました。

2. 上場制度整備懇談会の提言の概要

こちらも、上場制度整備懇談会でご議論をいただきまして、2009年4月に「安心して投資できる市場環境等の整備に向けて」というご提言を頂戴しております。

1点目が、既存株主の利益の配慮ということですが、第三者割当増資そのものは既存株主の株主権の希釈化をもたらしますので、上場会社の資金調達方法としては必ずしも望ましくはないのではないかという問題意識の下で、あらかじめ慎重に検討して、かつ株主に必要性と相当性について十分な説明をせよという内容でございます。

2点目が、株主の権利の不当な制限を排除することとして、「希釈化率が300%を越える第三者割当」と記載しておりますが、本来、授権資本の考え方からしますと、発行済みの4倍までしか新株発行ができないはずであるところ、当時の状況として、まず一旦、株式併合をして発行済み株式数が減少する一方で、発行可能株式数はそ

のままになっている。ゆえに、その後4倍を超える新株を発行できるというスキームを実際に実施しようとした会社がございまして、これは、投資家がマーケットにおいて負担すべきリスクとは違うのではないかということで、未然防止を図ることが必要と整理したものでございます。

3点目は、株主権の希釈化、あるいは大株主を経営者が選択するというガバナンスの問題への対応でございます。本来、経営者が持っている権限は株主の負託によって生ずるものだということを踏まえますと、その選んでくれた株主の議決権をあえて希釈化すること、経営者が自ら大株主を選ぶことは、本来的には望ましいものではないのではないかという点を踏まえ、大幅な、具体的には25%以上の希釈化を伴うような、あるいは支配権の所在が移転するような第三者割当増資を行う場合には、株主の納得性を高めるための手続をとらなければいけない、具体的には、経営陣の恣意によるものではないことについて独立した者からきちんと意見を入手すること、あるいは株主総会決議などによりまして株主の意思を確認する手続を求めてはどうか、というものでございます。

4点目としまして、不適切な割当て、特に反社会的勢力の関与は、マーケットの公正性という観点からは非常に問題があり排除すべきだという観点から、割当先をきちんと確認するプロセスを設けさせてはどうかということでございます。

5点目としまして、割当先との取引の健全性の確保とありますのは、経営者が株主を選ぶ、といった第三者割当増資が行われた後、当然スポンサーであります出資者、割当先の側が会社の経営に対する関与を強めてくることが予想されるわけですが、そういった場合でも、当然ながら取引の健全性は維持されていかなければいけないので、不当な取引が行われないように確認するプロセスを設けるべきということでございます。

6点目としまして、いわゆる有利発行に該当するかしないかという問題に関して、それが株主・投資者に十分に説明されていないのではないかと

いう問題点を踏まえ、発行額の算定根拠を十分に開示してもらい、その内容について適法性の監査を行っているはずの監査役の意見を聴取するといった手続を求め、かつその内容を開示するよう要求してはどうかということでございます。

7点目は、先ほども申し上げましたが、増資をすると言って最後に払い込まないという不埒な相手先が登場することを防止する観点から、きちんと資金の手当てについて確認をし、かつそれを開示することが必要なのではないかということでございます。

以上が懇談会の提言内容でございまして、基本的には、この内容に沿って、後ほどご紹介しますが、規則改正を実施しております。

3. スタディグループ報告の提言

上場制度整備懇談会でのご議論と並行しまして、金融審議会のスタディグループでも同様に第三者割当増資に関する論点の検討整理が行われております、2009年6月に「我が国金融・資本市場の国際化に関するスタディグループ報告」が公表され、おおむね同様の観点からの整備が行われたということになっています。

4. 制度改正の概要

資料の22ページは、上場制度整備懇談会のご議論に基づいて我々が実施した制度改正の内容をご紹介しているものでございます。これらのうち説明・開示を求めることした制度の内容につきましては、その後に企業内容等の開示に関する内閣府令が改正され、有価証券届出書の記載事項としても取り込まれたという経緯がございます。

V. 独立役員制度の導入

1. 検討の背景

独立役員制度の導入の発端となりましたのは、社外取締役を置くべきかどうかという議論でございます。その後様々な議論の展開がございまして、現在ではご案内のとおりコーポレートガバナン

ス・コードで2名以上を置きましょうということが要請されておりますし、現在進められております会社法改正の議論の中でも、社外取締役の選任を求めるごとに関しまして議論をされているところでございます。そうした今に至る取組の先駆けとして、2009年に行った1名の独立役員を確保するようにという制度改正の内容についてご紹介いたします。

リーマンショックを経た2008年から2009年ぐらいの時期には、アメリカやイギリスにおきましても、コーポレート・ガバナンスをめぐる議論が非常に盛んに行われておりました。日本もその例外ではありませんで、公開会社法制に関する議論が行われておりましたのもちよど2007年ぐらいであったと記憶しておりますし、日本経済団体連合会ですとか日本監査役協会、先ほどご紹介しましたACGAなど様々な団体が、ガバナンスの強化の文脈の中で一齊に提言を出した時期でもございました。そういう中で、金融庁と経済産業省で二つの有識者会議が設置されまして、それぞれが社外取締役の義務付けを隠れテーマとして抱えた状態でガバナンス強化に向けた議論を始めたという事情がございました。

金融審議会のスタディグループの取りまとめの中身を見ますと、社外取締役を義務付けるという裏テーマで議論を始めたものの、結果的には、経済界の反対もありまして、義務付けには至りませんでした。そういった中で、55%の会社が社外取締役を一人も置いていないという状況についてまだまだ改善すべきだと整理されております。同時に、社外取締役あるいは社外監査役につきましては、ともすれば親会社、あるいは兄弟会社、あるいは大株主といった者が選任されているという状況があって、独立した立場からの監督が十分に行われていないのではないかという問題提起もされております。

もう一つの経済産業省の企業統治研究会の報告書ですが、こちらの研究会も同様に、社外取締役1名を義務付けるという野心を抱きつつ議論をス

タートしたわけでございますが、義務付けについては最終的に断念する一方で、社外役員の社外性に関して、独立性という要件を追加すべきではないかという議論の結論として、そあるべしという整理が行われました。一般株主との利益相反が生ずるおそれがない独立の役員が存在することを上場会社については前提とすべきだとしたうえで、その具体的なやり方に関しては、法改正を行わずに、金融商品取引所が対応すべきだというような結論に至ったという背景がございます。

2. 独立役員制度の導入

この二つの政府の提言内容を受けまして実施いたしましたのが、独立役員制度の導入です。2009年に1名以上の独立役員を確保することを求める内容の制度改正を行いまして、翌年の2010年から実施しております。

実際の規定の中身は、独立役員というのは一般株主と利益相反が生じるおそれのない社外取締役又は社外監査役であるとしたうえで、一般株主保護のために、独立役員を1名以上確保することをうたつたものでございます。

規定の特徴は3点ございまして、1点目は、独立役員がなぜ必要なのかという点に関して、それは一般株主の保護のためだという目的が明記されているということでございます。独立役員は、社内取締役で固められている取締役会の中の少数派となりますので、数の力では負けてしまうことが予想されるけれども、それでも少数派として一般株主の立場を代弁し続ける役割を負えという意図で、一般株主の保護のためというふうに記載をしております。

2点目に、独立役員とは何か、独立性とはどういうものなのかという点につきまして、例えば経営者の親族ではないとか、親会社の出身ではないとか、そういうネガティブリストを出すということではなくて、独立性というのは、一般株主と利益相反が生ずるおそれがないことだと抽象的に定義をいたしました。このことは、独立性というの

は内面の問題なのだという、形式的に親会社の出身であるかどうかということで決められるものではないという経済界の主張に配慮した側面もありますが、実際問題、適用していく場面においては、利益相反が生ずるおそれがないことを目指すのは割に大変だということで、その後の独立性の議論を深めていく上で意味のあることだったと思っております。

3点目は1名以上という部分でございます。1名だけでいいのであれば、技術的には独立役員を置けど規定すればよかつたのですが、あえて1名以上というふうに書くことで、必要に応じて今後その数を増やしていく、会社が自発的に増やしていくべきだという含みを規定の中に持たせていたということでございます。

規定の履行状況を確認するという観点からは、上場会社に所定の届出書を出していただくことといたしました。実務的な工夫としましては、独立役員が異動する場合には、必ず変更の2週間前までに届け出してくれというルールになっておりまして、我々の方で提出された内容を公衆縦覧に供するものとしてございます。この趣旨は、定時株主総会で社外取締役や社外監査役の選任議案を付議する場合に、招集通知の送付と同じタイミングで、この人は新しい独立役員だということが伝わるようになるということでございます。もし株主・投資家の意に沿わない方が候補者として選ばれたのであれば、株主総会で反対票を投じていただきたい、そういう形で実効性を確保しようと考えたものでございます。

当初は、株主総会の議案ですか参考書類の中に、独立役員である場合には独立役員と書いてくれと求める想定でしたが、これには経済界の側からの猛反発がございました。私の記憶では、とある会社の総務担当の役員の方から、招集通知の記載内容を1文字でも間違えると総務部長の首が飛ぶ、それが株主総会実務というものだという厳しいご指摘をいただきました。そこで苦肉の策として、同じタイミングで別の届出書が縦覧され

るという仕組みにしたものでございます。

ただ、それから 10 年もたっていない訳ですけれども、今では、大変ありがたいことに 9 割以上の上場会社において、招集通知の社外役員の選任議案、あるいは社外役員の活動の状況の記載に当たり、この人は独立役員ですと書くのが実務的に定着してきております。そうなりますと、不思議なもので、独立役員でない社外役員はどうも座り心地が悪くなってしまいまして、現状では社外役員の 9 割以上が独立役員ということになっております。結果として、独立役員が 1 人しかいない会社は全体の 1 割に満たないという状況にございます。

独立役員の確保の状況に関しましては、コーポレート・ガバナンス報告書でも開示をしていただいております。有価証券報告書の役員の状況の中に、この人は取締役で届け出た独立役員ですと脚注に書くことは、別に企業内容等の開示に関する内閣府令で必ずしも求められていなかったのですが、実務としてそういう形になっております。

3. 「独立役員に期待される役割」（上場制度整備懇談会 2010 年 3 月公表）

独立役員が最低 1 人は必要というルールを導入するに当たり、それが普通の社外役員と何が違うのか、何をすることが期待されているのか、あるいはどのような役割が加重されるのか、そもそも 1 人でできることに限界がある中で何の実効性を期待されているのか、こうしたご指摘をパブリックコメントで頂戴しました。

独立性に関しては、一般株主の利益相反が生ずるおそれがないことと定義をしておるのでけれども、それ以外に独立役員がどのような役割を果たすかということについては、我々としてもルール上は何も説明ができませんでしたので、改めて上場制度整備懇談会でご議論をいただきまして、独立役員にどのような役割が期待されているのかということを制度実施の前に取りまとめた経緯がございます。

「独立役員に期待される役割」という文章は全

体で 2 段構成になっておりまして、一つ目が独立役員制度の意義でございます。会社にはたくさんのステークホルダーがいますけれども、上場会社と非上場会社を分けるものであり、かつ上場会社について常に共通しておりますのは、一般株主という人たちが存在することですよということ、また、通常、一般株主というのは、株主であるという以外に上場会社との間に何の関係も持っていないことを想定しておりますので、一般株主の利益は上場会社の利益と一致するはずであって、そうだとすると、一般株主の利益に配慮して経営をすることは、当然ながら上場会社がその事業目的を遂行したり企業価値を持続的に高めたりすることと一致し、極めて重要なのだということが、独立役員制度の意義として説明された内容となります。

そのうえで、二つ目の独立役員は何をするのかということに関しましては、上場会社の意思決定のプロセスにおいて、一般株主の利益に配慮した観点から発言をする、あるいは問題点の指摘をする、問題意識が他の役員にも共有されるようにする、そういう役割を果たしたうえで、取締役会で最終的な判断が行われるように努めていただく。これを一つの例としまして、一般株主の利益保護のために行動してくださいということを求めております。

4. その後の動向

これが 2010 年から適用されました独立役員制度でございます。独立役員制度の導入自体、もともと社外取締役の選任を狙いとして議論がスタートしたという経緯もございますので、皆様よくご存じのところではございますが、社外取締役の選任についてのその後の動向を、最後に備忘的にご紹介しております。

先ほどご紹介しました 2012 年の法制審議会会社法制部会の附帯決議の中で、「取締役である独立役員を一人以上確保するよう努める」という規律を取引所の規定の中に入れなさいということになりました、企業行動規範の中に、1 名以上確保

するよう努めなければいけないという内容を追加してございます。

さらには、2015年にコーポレートガバナンス・コードが策定されまして、2名以上の社外取締役を選任すべきだということが示されました。そのうえで、直近では、改めて会社法改正の議論がされているなど、独立役員制度が段階的に発展してきているというふうにも理解をしております。

VI. 支配株主との取引に関する対応（子会社上場）

これは少数株主保護の観点から我々が継続的に取り組んできているテーマでございます。折しも、経済産業省ではMBO指針の見直し作業が始まっていますけれども、我々としても非常に強い関心を持って議論の状況を見ているところでございます。

1. 背景

上場会社に支配株主が存在する。これ自体は、流通市場で株式が売買されているわけですので、我々がそれを禁止するとか制限するとかという筋合いのものではないと思っております。ただ、一方で、あらかじめ支配株主が存在する会社を上場することにつきましては、子会社上場という観点から、昔から賛否両論の指摘がございます。足元のところでも、大きな携帯電話通信会社が子会社上場という形で上場してございますし、数年前にも国営事業が子会社上場という形で銀行と保険の子会社を上場させるというようなことも行っておりまして、いろいろな論評があるところでございます。

改めて子会社上場のメリットとデメリットをマーケットの運営者の立場から考えますと、まずメリットといたしましては、親会社のビジネスと関連が薄くて、グループとしてはノンコアであるビジネスを子会社が営んでいるような場合に、その子会社が独立の資金調達力を持つ、あるいは人材獲得力を高めることによって、ビジネスの成長を実現できる。結果として、産業の新陳代謝といつ

た視点で見たときに、日本ではかねてからベンチャー育成が必要と言われているものの、なかなかそれが実を結ばない実態がある中で、企業内ベンチャーから新規の産業が生み出されてくることが、日本の産業構造を考えていくうえで非常に重要な役割を果たしてきたのではないかと考えられるところです。

もう一つのメリットとしまして、新しい投資対象が投資家に提供されるという面も実は無視できないと考えております。実際、海外機関投資家とこのテーマについて話をする機会が過去にも何度かございましたが、彼らから「子会社上場を禁止しろ」という声を聞くことはほとんどありません。彼らは基本的には「買うか買わないかは自分が決める」と言っているということでございます。

一方で、デメリットもあるわけでございまして、支配的な株主が存在することにより、また、その支配的な株主と子会社との間にはビジネス面でも強い影響関係があるというような場合には、様々な懸念が発生いたします。一つは、当然ながら、親会社と子会社の他の少数株主の間では深刻な利益相反の関係が生ずる可能性がある。具体的に見てまいりますと、例えば、親会社による事業調整、子会社側が伸ばしたいビジネスがあるといったとしても、その伸ばし方について親会社から制約を受けてしまうといった懸念でありますとか、撤退したいと思う事業も親会社の都合でやめられないというような事態が想定されます。あるいは、個々の取引の場面におきまして不利な条件をのまれるというようなことが実際に起る懸念がございます。また、子会社が独自の資金調達力を持っておりますので、例えば、親会社のために代理調達が行われる懸念がある。さらに、これはやや極端なケースでございますけれども、高値でIPOを行いまして、値段が安くなったところでマーケットから買い戻す。それが短期間で行われることになりますと、マーケットに対する投資家の信認が毀損されてしまう懸念があることも、デメリットの一つとして挙げることもできるかと思っておりま

す。

こういう問題はかねてからいろいろな場面で指摘されてきたところでございまして、私どもとしましても、上場審査の場面におきまして、子会社上場について慎重に審査するものとしておりましたが、実際に問題として指摘された事例があつたことを踏まえまして、上場制度整備懇談会でご議論いただいたという経緯がございます。

2. 上場制度整備懇談会による提言

30 ページに、2007 年 3 月に上場制度整備懇談会から頂戴しました中間報告の内容を記載しております。赤字でハイライトしたところを御覧いただきますと、まず、子会社上場を禁止する必要はないという整理がございまして、その一方で、少数株主との利益相反が生ずるような場合の弊害、問題点を防止するための措置を充実させる方向で上場制度を整備した方がいい、入り口をコントロールするだけではなくて、上場した後においても一定のコントロールを働くかせた方がいいのではないかといったことをご提言として頂戴し、それについて我々自身の課題として検討していくものいたしました。

ただ、この問題に関しましては、リーマンショックの直後ということもございまして、子会社上場に対する規制を厳しくすることが、市場全体の活力を損なうのではないかというような事情もございまして、最終的に制度化するまでには少し時間がかかるております。

3. その後の意見・提言

上場制度整備懇談会における検討の後も、我々に対し、子会社上場に関して幾つかご意見をお寄せいただきました。31 ページで海外機関投資家からの具体的なアイデアを三つご紹介しております。例えば、公平性を担保するための手続を開示せたらどうか、あるいは、その公平性を担保する手続についてはベストプラクティスを作ったらどうか、さらには、支配株主と重要な取引を行う場合

には、特別な委員会の承認決議を受けなければいけないということにしてはどうか、といったご意見をいただきました。

また、同じような観点ではございますが、2009 年に金融審議会のスタディグループでご議論いただいた際にも、同様に少数株主保護のための措置が講じられる必要があるのではないかというようなご指摘をいただき、早くやれというふうに背中を押していただいたところでございます。

当時の背景としましては、例えは、とあるアメリカの投資ファンドが大手電気機器メーカーの子会社である半導体の会社の株を持っておりまして、その半導体を製造する上場子会社と親会社との間の取引が子会社の側の成長を阻害しているので、親子会社間の取引をやめるべきだということを当該子会社に申し入れたり、その申し出が聞き入れられないと、今度は自分が子会社の株を買ってやると親会社のほうに申し入れたりといったことが、大きく新聞紙面等で取り上げられたような事例もございました。また、グループの効率経営の観点から、キャッシュ・マネジメント・システムを導入する事例が増え始めました。具体的には、グループ会社が持っております余剰資金を 1 か所に集めて、それをグループ内で資金が足りないところに低利で貸付けをする。そうすることによって、外部の資金を取り入れなくとも、グループ内部で金融が実現できる訳でございます。リーマンショック後で金融環境が悪化しそうなときに、そういう形でグループ内部で資金調達をすることを考える上場会社グループが増えたところ、上場している子会社の余っているお金を親会社が吸い上げることについて、けしからんと子会社の少数株主が憤慨するといった事例もございました。

4. 上場制度の改正

そういう中で、ようやくと言うべきかもしれませんのが、2010 年に制度改正を実施いたしました。具体的な内容を資料に記載しておりますけれども、企業行動規範の中におきまして、支配株主を有す

る上場会社が支配株主等に関連する重要な取引を決定する場合は、これは少数株主にとって不利益なものではないということについて利害関係のない者から意見をもらって、かつその意見を開示してくれということを明記したということでございます。

ここでいう重要な取引とは何かということにつきましては、細々と資料の32ページに記載しております。こうした取引を行う場合には、取引条件は公正だということについて意見を入手させる、あるいは十分に開示をさせることによって手続の透明性を担保させる、そういうことを狙った制度改正ということになってございます。

VII. 議決権種類株式の上場制度の整備

1. 背景

2006年頃から上場制度整備懇談会で、まず前提となる事項の整理のご議論をいただいております。当時の時代背景としましては、会社法の改正に代表される規制緩和の流れがある中で、買収防衛の観点から拒否権付種類株式の発行が上場会社に認められるのかということが最初に論点となりまして、上場廃止事由になりますという整理を行っております。

一方で、海外に目を転じますと、グーグル（現在は持株会社のアルファベット）という会社があって、デュアルクラス・シェア・ストラクチャーというものが利用されている。A株、B株という2種類の株式を発行していて、A株は創業者ががっちり持っておりますし、流通しているのはB株で、実は議決権は10分の1しかありません。それによって、創業者が高い議決権比率を維持しながら多額の資金調達を可能にしている。そういうことが注目されまして、日本でも同様のケースを認めるのかどうなのかということが論点として浮上いたしました。その時点での我々の制度は、種類株式について具体的に規定をしているものがほとんどなく、例外的に優先株についての規定のみが存在しておりますし、上場株式は普通株だという

ことが当然の前提であったわけでございます。そういう中で、2002年の商法改正、あるいは2006年の会社法の施行によりまして種類株式に関する法制度が柔軟化され、実際にそれを使いたいという要望も強く寄せられたことで議論が始まったという経緯でございます。

2. 上場制度整備懇談会の提言

議決権種類株式の上場は、支配権の移動を妨げることをダイレクトに目的としているものでございますので、リスクの負担と支配が比例しないということからしますと、コーポレート・ガバナンスに歪みをもたらすので、望ましいものではないのではないかというのが大前提でございます。

一方で、法制度の柔軟化を背景に、こうしたニーズが生じていることは理解できるので、一律に制限をすることは適当ではない。それでは、具体的にどのような範囲で認めていくかというときに、当時のニューヨーク証券取引所の制度に範をとつて、新規上場の場合について例外的に許容することが考えられました。

そうはいっても、新規上場の場合であれば何でも認めるということによいかといえば、一定のスキームの範囲内とすることが適當であるということでございまして、議決権種類株式を使うことによって生ずるデメリットに一定の配慮をしたスキームの場合に限って認めることがよい。そこで、具体的な制度設計を検討するために実務者懇談会が別途組織されました。

3. 実務者懇談会の提言

種類株式の上場制度整備に向けた実務者懇談会で様々な論点に関しましてご議論いただいた結果、最終的に2008年1月に頂戴しました「議決権種類株式の上場制度に関する報告書」で示された要件が、資料の36ページに記載している内容でございます。具体的には、五つの項目を満たしているものについて上場を認めることとしてはどうかということでございます。

一つ目が、既公開会社である場合には、既に上場している株式よりも議決権の多い株式、より有利な株式を上場させる場合に当たらないこと。逆に言えば、上場後に議決権の多い株式を新たに発行、上場させることはできないこととするものでございます。

二つ目に、極めて小さい出資割合で会社を支配する状況が生じた場合に、議決権種類株式のスキームが解消されるというような方策がとられるべきであるということ。

三つ目としまして、種類株主の間の利害が対立する場面において、株主保護の適切な方策がとられていること。

四つ目としまして、支配株主と会社との間の利益相反が生じた場合に、流通しております方の少数株主の保護の方策がきちんととられていること。

五つ目としまして、新規公開時に議決権の少ない株式を上場させる場合において、議決権の多い株主、例えば創業者に割り当てられております株式が譲渡される場合には、議決権が多いまま譲渡されないという条項が必ず付されていること。

以上の五つの要件が整理されました。

4. 上場規則の主な改正内容

そして、その内容に基づく制度改正を資料の37ページに記載されておりましたとおりに実施したということでございます。

5. その後の見直し①（具体的な事案の発生）

制度改正は2008年に実施したわけでございますが、実際には事案がずっと発生しなかつたところ、2014年にサイバーダインの議決権種類株式が初めて上場いたしました。実はその裏側では、サイバーダインに續けとばかりに複数の案件の検討が進んでおり、これまでのところ、それぞれの様々な事情で上場には至っていないわけでございますけれども、複数の検討事例も生じてきました。そういう中で幾つかの論点が新たに発生いたしましたので、2014年に改めて上場制度整備懇談会で

ご議論いただきました。

具体例として書かせていただいておりますのは、当初の制度検討段階では想定していなかったような事例が出てきてしまったということでございました。制度導入時に、アメリカのグーグルを念頭に我々がイメージしていた議決権種類株式というのは、個人の創業者がいて、その創業者の支配権を安定させて長期に経営にコミットしていただく必要があり、そのために議決権の多い株式を創業者である個人が保有する、というスキームでございます。

特に優れた創業者の方が長期に経営にコミットすること、それを支配権の安定という形で実現することによりまして、株主共同の利益としての企業価値の向上を実現することが、議論しておりましたときの前提がありました。ところが、実際には、個人ではなくて法人、親会社が議決権の多い株式を保有するという事案が生じました。個人が保有している場合でありますと、その個人が亡くなりますと、そのスキームは解消される訳ですが、法人でありますと、議決権が多くて支配が固定されている状況が永続してしまう。その永続することについてどう考えるかが新しい論点として発生したということでございます。

また、なぜ支配を固定化する必要があるかといえば、それは世界平和のためだと主張する事例が発生いたしました。そういう目的ももちろんあり得るかもしれません、問題はどういうものまで許容されるべきなのだろうかということでございまして、それが新しい論点として発生したということでございます。

6. その後の見直し②（必要性と相当性の審査）

2008年の制度導入前の実務者懇談会では、やや技術的に、議決権種類株式の内容にフォーカスしてご議論いただいたわけですけれども、実際の事例を踏まえた見直しでは、むしろ議決権種類株式の利用の必要性とか相当性について、これが株主共同の利益に適うのかという観点から審査上評価

をしていくこととしてはどうかという内容になつてございます。

具体的な審査の観点として、必要性の面に関しましては、株主共同の利益の観点から、議決権種類株式を利用した上場を行うことが必要だと言えるかどうかということでございます。典型的には、経営者の、ある特殊な能力というものがビジネスプラン遂行の前提として存在していて、かつ上場後、そのビジネスプランを実行しようとすると多額の資金調達が必要になり、結果的に上場前から保有していた経営者の持分が希薄化して、支配権を失うリスクがある。こうしたケースを、あらかじめ支配権を固定化する必要性が認められる事例として想定するものでございます。

結果としまして、この必要性の観点に照らしますと、例えば、法人が持りますという場合には、個人と違って、独自の資金調達能力が恐らくあるだろうということからいたしますと、法人の支配を固定化する必要性を認める必要はないのではないかということが念頭にございます。

相当性に関しましては、その必要性に照らして相当かという観点でございまして、例えば、経営者がスペシャルな方であるということを前提といたしますと、その経営者がお亡くなりになつたらスキームが解消される。これが必要性に照らして相当なものということになりますが、法人が議決権の多い株式を所有する場合につきましては、必要性の根拠がなくなったときに解消する条項がなければ、それは認められない案件であると整理させていただいたという経緯がございます。

予定の時間を超過いたしましたが、以上でございます。ありがとうございました。

~~~~~

## 【討 論】

○伊藤 どうもありがとうございました。それでは、どこからでもご質問、ご意見をいただければと思います。よろしくお願ひします。

### 【取引所規則の法的根拠】

○川口 本日は特にガバナンスの点で取引所の規則についてご説明いただいたのですけれども、その規制の法的な根拠というのはどこにあると考えればよいでしょうか。資料の9ページで「有価証券上場規程の根拠」が書かれています。金商法84条1項は「金融商品取引所は、……取引所金融商品市場における有価証券の売買及び市場デリバティブ取引を公正にするため、自主規制業務を適正に行わなければならない」とあります。しかし、ガバナンスの規制はこれに当てはまりません。そうすると、「投資者を保護するために自主規制業務を行う」という点に求めるということでしょうか。

他方で、同条2項では「自主規制業務」の定義があり、そこでは、「上場及び上場廃止に関する業務」と書いてあるのですが、ここにガバナンスも含めるという解釈ができるのでしょうか。

○林 解釈ができるのかどうかを私がお答えする立場かどうかは微妙でございますが、解釈ができるという前提でないと、恐らくこのような規則改正はできないことになってしまいますので、一応できるという考え方には立ってございます。

一つの考え方としましては、先生ご指摘のとおり、投資者保護というものに対して我々は一定の責任を負っております、それを実現する手段が有価証券上場規程であるということだといたしました場合に、流通市場で株式を取得いたしました少数株主の保護のための対応をとることについて、投資者保護の範疇に含まれてくるのではないかと考えております。

一方で、資料の11ページに、金融審議会のスタディグループの報告を記載しております、そこでは、具体的に第何条の何をこう解釈するとこのような表現になるのかは明示されていないですが、市場の運営の適正を確保するという取引所の役割を果たすという観点からは、ガバナンスに関して規律付けを行うことは当然のことで、そこは

解釈できるのかという異論を唱えるまでもないというふうな整理がされております。

○川口　　近年、「何でもかんでも取引所の規則で」という流れになっているような気がしています。これに歯止めが要るのではないかと感じています。逆に言うと、附帯決議だと言って、合意に至らず法制化ができなかったことを、取引所の規則に投げてしまうというような姿勢でよいのかというような気がして、金商法の規制の根拠から説明できるのかといったことをお尋ねしたわけです。

投資者保護という点ですが、この会社のガバナンスが非常に悪いから、投資家に対して上場会社としての品質保証ができません、ですから上場を認めませんというのであれば分かるのです。けれども、例えば、独立役員といった実証研究でも十分な成果が出ていないようなものについて、投資者保護のために必要だと言うのは、ちょっと行き過ぎではないかとも思います。これは取引所を責めているではありません。取引所としては、やれと言われた以上はやらざるを得ないという面もあることは承知しています。

○行澤　　金融商品取引所は、基本的に自主規制機関ですから、ある意味では、別にやらなければならないことだけを規定するのではなくて、やることが望ましいことであっても自主規制としてルールメイキングができるというのが原則ではないかと思うのですが、いかがでしょうか。

○川口　　自主規制といつても、金商法を根拠にするものですよね。そのため、金商法の趣旨に反することはやはりできないのではないでしょうか。

○行澤　　もちろん、そうですが。

○川口　　したがって、根拠を求めるすると、投資者保護しかないのですね。しかし、全てが、これで説明可能かという話なのですが。

○行澤　　なるほど、一連の取引所規則の内容が、投資者保護として整理できるかどうかということですね。よくわかりました。

○川口　　金商法 110 条でも、「取引所金融商品

市場は、……投資者の保護に資するように運営されなければならない」とありますね。

○林　　お答えになっているかどうかはちょっと自信がないのですけれども、今の両先生のお話を前提としますと、自主規制業務として定められない内容に関して上場会社に規律付けを行うということについて、仮に金商法上には根拠がなかったとしても、契約上は行うことができるということになりはしないでしょうか。

○川口　　金融商品市場の運営は免許業務で、自主規制業務の中身も法定されていますし、契約で定めれば何でもできるということではないのではないかでしょうか。業務内容にも一定の制約があるのではないかでしょうか。そのキーワードが、取引の公正化や投資者保護ではないのかということなのですが……。

○林　　ご指摘のとおり、その点を前提としまして、先ほどご紹介しました資料の 11 ページのスタディグループの報告の中では、「取引所の使命」という、非常に口語調の言葉になっておるのですけれども、マーケットの公正性を確保する、あるいは投資者を保護する役割の中に含まれ得るものとして、金融審議会ではご議論をいただいているところでございます。

○川口　　それはそうかと思います。しかし、金融審議会が言っていることが必ずしも全て正しいとは限らないですし……。(笑)

○黒沼　　一定の歯止めがなければならないというのは、そのとおりだと思います。それは、基本は金商法の定めるところが歯止めになるのだろうと思います。そこで、取引所は具体的にどこまでをなし得るかというのは、ある意味では金商法の解釈問題であって、その解釈は我々が考えていかなければいけない問題だと思います。

川口先生がここまでやるのは金商法の解釈を逸脱しているとおっしゃるのであれば、そういうふうにおっしゃっていただく方がいいと思います。

○川口　　私の言い方が悪かったのかもしれません。これまで、投資者保護の範囲をかなり拡大し

てやられているという印象を持ったということです。

○林 そこは我々も意図的に拡大してきたという歴史がございますので、ご指摘のとおりかと思います。

### 【企業行動規範の効果】

○前田 ご説明くださいました企業行動規範の内容は、多岐にわたっており、これらによる規律付けがどこまで功を奏しているかということは、取引所からもなかなか見えにくいものも少なくないと思います。例えば、独立役員の制度ですとか、支配株主の取引についての開示規制があることによって、真に一般株主とか少数株主の保護が向上したかということは、なかなか取引所も把握しにくいところではないかと思います。他方で、第三者割当増資に関するルールの導入については、これによる規律付けが功を奏したかどうかということは、市場への影響を通じて取引所からも比較的見えやすいところではないかと思うのです。かつてよく言われました不適切な第三者割当増資というのでしょうか、不公正ファイナンスというような言葉でも呼ばれていたと思いますけれども、そういうものは今は企業行動規範によって十分に抑えられているという認識でよいのか、もし感触をお持ちであれば、ご教示いただければと思います。

○林 我々の制度も万能ではございませんので、今は世の中から不公正ファイナンスが根絶されているかといいますと、恐らくそういう状況ではないと思っております。ただ、例えば払込みを行うと称して増資の決議をして、最終的に払込期日の前日に払込みをやめたというような形でマーケットを混乱させる事例というのは、大きく減っているというふうには思います。ですから、全く効果がなかったということではないと思います。

○前田 ありがとうございます。

### 【支配株主による権限濫用の防止】

○森田 いろいろと日ごろ我々があまり分からぬようなことを説明していただきまして、大変わかりやすくてよかったです。

質問は、マーケットは株式の分散化の機能が一番大事だろうということで、アメリカもそれで一応動いていると思うのですが、他方、私も今割に大きな会社の社外役員をしているのですけれども、企業の推進力が分散化だけの中でやっているだろうかということは非常に疑問に思います。そういうときに、アメリカの或るロースクールの雑誌で見たのですけれども、支配株主というか、安定株主というか、そういう人たちのコストがそれほどかからないのならば、そういう人たちがいた方が、結局、持分価値の上昇という点ではプラスになるのではないかというような議論もあります。

そうすると、上場会社にとっての喫緊の課題は、支配株主の持っている株式を売れということで、それが資本コストだとおっしゃるのですけれども、他方で本当に資本コストの問題ですかねと思ひます。今ご説明になりました子会社上場も認めている。そこでは持分が3割、4割あってもいいことになるかとも思います。あるいは種類株式のところでおっしゃったように何かコアになる経営理念みたいなものを守っていくことが必要だというのであれば、そのコストも認めるという上場政策もあると思います。ですから、あまりに簡単に分散がいいのだというスタンスで安易な改革を推進してもらうのはいかがなものか思っております。

意見でございます。本日のご報告で、日本としても可能性としては種類株式というのは難しいと思いますね。それよりは今の方がうまいこといっていますよ。銀行とかが持っていて、何となしきちんとしなさいよというふうになっていまして、

(笑) 日本の一番いいところではないかと私は思っているのですけれども、それをそう簡単にけなさないでほしいなと、こういうのが私の実感です。

○林 ご指摘いただきました支配株主が存在した方が会社の企業経営としては安定していて企業価値向上にも寄与しているという研究成果という

のは、恐らく日本でも同じようなものが観測されるのではないかと思っております。オーナー経営者が存在する方が経営としては安定しているというような研究は、柳川先生や宮本先生の実証研究成果にもあったのではないかと記憶しております。

ですので、我々も支配株主が存在すること自体を否定するつもりはございません。ただ、その支配株主が強大な株主権を有していることが結果として何か逸脱を生んでしまうケースというのが仮にあるのだとするならば、それに対する安全弁が必要なのではないかという趣旨でございます。

○森田 そうですね、それは子会社上場よりもずっと安心ですよ。また、日本には利益供与禁止規定というのがありますから、それが非常に機能すると思います。ですから、あまり株主に利益を与えるというようなコストは生じないようになっていると思いますね。かなり株主平等原則を徹底している会社法だと思います。

○林 おっしゃっていただきました利益供与に関しては、株主総会の議決権の行使に関連して利益を供与するようなケースを念頭に置いた規定という説明が多いようにも思われますが、親会社が支配権を濫用するケースというのは、株主総会の議決権よりも、日常の営業取引のような場面の方が多うございまして、それを恐らく利益供与として取り締まるということは難しくて、それほどどのように公正さを確保していくのかというところが、実務的には課題になっております。

○森田 それはもうそのとおりだと思います。子会社上場まで認めているのならば、それよりもはるかに弊害の少ない持合いでもいいのではないかと。日本はそれでうまくやってきたのですよ。ですから、その成果をきちんと認めないとけないのでないですかということです。

○林 ありがとうございます。持合株主の問題に関しては、これも我々として一律に持合いは不可であるということは必ずしも申し上げておりません。実務的な弊害として想定されておりまでは、持合株主が議決権の行使に関して発行会

社の総務部長に一任するというような実務があつて、株主としての規律を果たすという場面では十分に機能していないのではないかという疑いが、かねてから海外機関投資家などのご意見としてございまして、株を保有するということであれば、株主としての立場で経営にきちんと規律をもたらしていただくことが期待されるところではあるかと思っております。

○森田 そうですね。だから、そういう方向でご指導をしていただければいいかなと思うのですけれども、資本コストとかまでは言ってほしくないと、こういうことです。

○林 ありがとうございます。

#### 【議決権種類株式に係る上場制度】

○小出 大変勉強になりました。ありがとうございます。

やや個別的な、しかし全体ともつながる点かとも思うのですけれども、議決権種類株式の上場制度について二つほど質問させていただければと思います。

まず一つ目は、こういう制度設計における取引所のインセンティブというか、考え方についての質問です。私は新聞記事しか見ていませんけれども、例えば今年になってシンガポールや香港の証券取引所が議決権種類株式の上場を容認する方向に舵を切ったというニュースがありました。他方で、昨年以降アメリカでは、Snapchat や Facebook で、議決権種類株式の発行や上場に関するいろいろな動きがあって、実現した例もあれば投資家の反対でうまくいかなかった例もあるというような話も新聞で読んだところです。こういう、賛否両論というか、いろいろな意見がある状況の中で、東京証券取引所について言うと、こういった議決権種類株式の上場制度をかなり早いうちからある程度整備されておられて、上場自体は不可能ではないわけですが、実際に使われている例はサイバーダイン 1 社であるということを踏まえると、やはりシンガポールや香港のように、ベンチャー企

業のようなものがもう少し使うことを想定して、呼び込んだ方がいいのではないかという考え方もあるとは思うのですね。そのような国際間競争のようなところのインセンティブと、投資者保護のために規制をしっかりした方がいいというインセンティブの話との間で、どのように折り合いをつけておられるのかなという、ちょっと漠然とした質問です。

要するに、今後香港やシンガポールのようにとか、ある意味でそれらに負けないようにとか、もう少し議決権種類株式の上場を拡大していく方向のお気持ちがおありなのかどうかというのが一つ目の質問です。

二つ目は、やや細かい話ですけれども、資料の38ページから39ページのところ、これまで想定されていなかつた使い方が出てきたということで、大変興味深かったですけれども、そのうちの一つに、法人が議決権を持つことについて、望ましくないとまではおっしゃっていないかもしませんが、若干問題があるのではないかという指摘をされていました。永続的にずっと持たれる可能性があることが望ましくないというのは、何か分かるような一方で、本当にそうなのかというのはよく分からぬところもあります。

確かに、英米法の世界では、昔から死手譲渡とか永久拘束禁止則のように、永久的な財産の固定に対する禁止といった考え方はあるとは思うのです。しかし、こういう株式を法人の株主がずっと持ち続けて支配権を持ち続けているというときに、もしその法人が経済合理性のある目的で株式を持っているのであれば、将来的に合理性があれば、適切なオファーがあったときに支配権を譲渡するだろうと思うのです。ですので、確かに法人が議決権種類株式を通じて支配権を持ち続けて、かつ、目的のところでも、例えば世界平和などと言っていたら経済的に合理的ではない使い方をされるだろうというのは何となく分かるのですけれども、そこは目的の方で縛ればいい話であって、法人であるからといって、必ずしもこういったサンセッ

ト条項のようなものがないと認めないと認める必要まであるのかなとちょっと思ったということです。これも非常に漠然とした質問ではあるのですけれども、以上2点です。よろしくお願ひいたします。

○林 我々の政策上の問題としまして、海外マーケットとの競争の関係から規制をより一層緩和する方向で検討していく場面がありやなしやという点でございますが、あるかないかといいますと、当然あり得るという話にならざるを得ないだらうと思います。

と申しますのも、ご指摘のように香港証券取引所が議決権種類株式の制度をこの度見直した背景には、アリババ（阿里巴巴）をアメリカに持つていかれたことがトリガーになっているところでございますので、我々の立場からしましても、種類株式に関しまして非常に制限的な制度の運用の仕方をした結果としまして、日本を代表するような巨大な企業が上場市場として香港やシンガポール、あるいはもっと遠い国の市場を選ぶようなことがあれば、日本を代表するような企業でございますので、当然、日本人の投資家はその会社に対して投資をしたいと思うであろうと想像されますが、投資をするためには、投資者保護の水準が日本と同等と言えるかどうかは分からぬマーケットにわざわざ出かけていって株を買う、場合によつては時差のある世界の中で好きなタイミングで売り買いができるかどうかかも分からぬ、多額のコストを負担しなければいけないというようなことが起こつてしまふ。そういうことが現実に起こつてしまつた場合に、現状の運用でいいのだろうかという見直しのバイアスがかかるのは当然ではないかと思われます。ただ、現状におきましては、幸いにもと言いますか、議決権種類株式を使ってIPOをしたいという会社はそれほど多くないという事情もございまして、香港やシンガポールが見直しをしたことに伴つて競争上我々も見直しをしなければいけないという状況にはないと思っております。

2点目、これもご指摘いただきましてありがと

うございます。説明をややはじょうたところでもございますが、現在の我々の制度上も、法人が持つことを一切禁止しているというわけではございません。資料の39ページの相当性のところにも記載させていただいておりますけれども、目的、必要性の部分に関しては、その根拠がなくなつたにもかかわらず解消されない、つまり、いかなる状況になったとしても永続的に持たれてしまう可能性があるということについてはノーサンキューであるという運用を想定しております。そうではない範囲内で法人が持つということは一応あり得るという想定ではございます。

典型的にそういう事例としてご紹介するのがいいのかどうかは分からぬのですが、現に上場しておりますサイバーダインという会社は、筑波大学の山海氏という方が体につけるロボットパーツを開発しておられて、それは非常に特殊な技術で、彼の研究成果が遺憾なく活かされているということですが、その議決権種類株式の一部は山海氏が設立した財団法人が保持しております。山海氏がサイバーダインの経営から離れることになった場合には、その財団が株式を保有し続けることについて他の少数株主が了解しない限りはスキームを継続できなくなることをもって上場を承認しているという状況にございます。

○小出 これは多分、解消条項の例だと思うのですけれども、要するに解消でもいいし、例えば譲渡できるということでもいいのですか。

○林 そうですね。ただ、譲渡をする場合には、必ず1議決権株に戻すという条項を同時につけていますので、10倍株の方を譲渡することはできないということにはなっております。

○小出 解消条項というものは、客観的な事由によるものでなければだめなのですね。つまり、必要がなくなれば解消できますというのでよければ、それはどのような議決権種類株式も該当し得ると思うのですけれども、そのレベルではだめであって、もう少し客観的に、こういうときには必ず解消されるというレベルでなければだめだとい

うことですか。

○林 必要性が失われたのかどうか、これもまた客観的に評価するのは実務的には難しい場面がございまして、サイバーダインのケースに関して言いますと、5年ごとに種類株主総会を開きまして、議決権10倍株を持っていない株主に対してスキーム継続の是非を問うというような、一定の事由が満たされた場合にはそうなるというような規定を設けております。

ただ、それ以外のどういうパターンが認められるのかというのは、残念ながらまだ実施例がございませんので、これから検討に委ねられているものもあるかなと思っております。

サンセット条項に関しては、直近のところで、アメリカの機関投資家団体が7年で種類株式スキームを解消する制度設計にしろということをNYSEとNASDAQに要求したというような話もございまして、議決権種類株式の発行によって支配が固定化されることが正当化されるのは、どうも上場から7年ぐらいまでらしいという、そういう理解が最近のアメリカにはあるようございます。

#### 【議決権種類株式の利用の必要性と相当性】

○白井 小出先生と同じく議決権種類株式のところで、資料の39ページを拝読させていただいたのですが、そこでは、議決権種類株式の利用の必要性と相当性について、株主共同の利益の観点から確認することを明確化したとのご説明がございました。そうしますと、議決権種類株式の利用の必要性と相当性のうちの特に必要性の部分で、現在の運用としては、株主共同の利益という観点にある意味限定をして必要性を判断するという運用をされているということでしょうか。

○林 さようございます。

○白井 わかりました。株式を今まで創業者がまとめて保有していたところ、それを上場して会社が分散株主構造になった場合に、株主の合理的無関心の問題を除けば、恐らくはそれまでの経営と比べて株主共同の利益という観点、言い換え

ば企業価値という観点を重視する方向で経営が図られるようになっていくのではないかと思われます。しかし、それでは創業者が望ましいと考えている経営理念が実現できなくなるおそれが生じる場合に、種類株式を発行し、株主共同の利益という観点に拘泥した経営からの逸脱を一定程度は認めるということは、いろいろな考え方があり得るところだとは思うのですけれども、個人的には、こうした創業者の経営理念というものがステークホルダー全体の利益等から見て合理的なものであって、かつ投資家に対して十分な開示がされるのであれば、あってもいいのではないかという感想を持っています。また、投資家の立場から見ても、株主共同の利益という観点からは、仮に創業者の経営理念に拘束されることに必要性が認めにくくとしても、こうした経営理念がステークホルダー全体の利益からは合理的であると言い得る場合には、多様な投資商品が提供されるという観点からすれば、こうした経営理念に共感する人がその投資商品を購入することが可能になるという形で、メリットがあるのかもしれません。先ほどの質問はこのような問題意識を踏まえてのことだったのですが、株主共同の利益の観点から議決権種類株式の利用が必要であると認められるかどうかという審査基準の運用について、もう少し具体的に教えていただくことができれば幸いです。特に、必要性を判断する際の議決権種類株式の利用目的について、株主共同の利益という観点に必ずしも拘らないというような形で広げていく可能性はあるのだろうかということに関し、もし何かお考えのことがありましたら教えていただけるとありがたいです。

○林 私の申し上げ方が不十分だったということをおわびして訂正させていただきながら、ご説明したいと思います。

我々として上場申請をしてくる会社がどういう目的を議決権種類株式の導入について掲げるか、会社がどのようにそれを投資家に対して説明しようとするか、ここに関しては実はあまり制約を置

いておりません。先生がおっしゃいましたように、ステークホルダーの利益を追求せんがためにこのような議決権種類株式を採用しますということを開示してはならないというふうに申し上げるつもりは毛頭ございません。

我々の審査上の観点にしたいと考えておりますのは、会社の意図している目的がどうであるかは置いておいて、そのうえで議決権種類株式スキームを使ってある特定の株主に支配権を固定化することが会社にどのような利益をもたらすのかをいろいろとお伺いしている中で、それは株主の共同利益にかなうものである、反するものでないと申し上げるとずいぶん消極的な感じになってしまいますが、かなうものであると積極的に評価できるかどうかを審査上確認していきたいということで運用させていただいております。

○白井 ありがとうございます。

○松尾 今のお話で大分分かったところもあるのですけれども、もう少し具体的にサイバーダインの例をもとにお伺いしたいと思います。

サイバーダインの例は、山海氏が特別な方であるということが議決権種類株式を発行する目的になっている一方で、軍事転用されるおそれがあるので、そういうことのないようにということでこういうスキームを入れたいということだったと思います。山海氏が引退された後も、技術が軍事転用をされないようにしたいと考える——議決権種類株式を保有する財団も議決権行使は軍事転用を認めない方向でしかできないように縛られていたと記憶しています——にもかかわらず、他の一般株主が、もうけたいから軍事転用も許すという判断をすると、スキームを解消せざるを得ないような設計になっていたと思うのです。そういう意味では、先ほど白井先生が言われたように、軍事転用できないという縛りのある企業として上場することはお認めにならなかったというふうに理解してよろしいのでしょうか。

○林 そこが審査上の論点になっていたかというと、正直に申し上げると論点にはなっていないなか

った気がいたしますが、スキームを検討していく中で、山海氏が亡くなった後においては、他の一般の普通株式を持っている株主の意思によってスキームが解消されてしまうことでいいのかということを確認し、そこまでは死んだ後のことだから私は知らないということなのかどうかは別としまして、（笑）そういうスキームを山海氏自身が承諾されてこのようになったということかと思ひます。

ただ、一方で、もう未来永劫軍事目的では利用させないために、これはとにかく固定化したいということをおっしゃった場合には、ちょっと難しかったかもしれません。定款に軍事転用不可とうたって、その条項の改正は株主全員一致でなければできないといった案件として持ちこまれたときにどのように判断すべきかについては、未体験の領域ではあります。

○松尾 今の逆のような話ですけれども、当初、山海氏であれば議決権種類株式を認めますと言っていたのが、山海氏が引退して後継者を指名したとします。その人を他の一般株主が、この人ならば議決権種類株式を持たせてもいいと判断すれば、スキームは解消しなくて済むというようなこともお考えですかね。先ほど、7年たつたらという話がありましたけれども、当初は山海氏が保有するということで発行をしたのですが、山海氏が別の方に譲るからこのままスキームは継続してほしいと頼んで、他の株主がオーケーを出しましたという場合には、取引所としては特にノーということはしないのでしょうか。

○林 それはまだ直面していない問題なので、どうお答えしたものか分からぬのですが、現状におきましては、種類株式に関しましては、譲渡に際して常に解消しなければいけないということを前提としておりますので、そういうことは今の制度上は実現できないのではないかと。

○松尾 ただ、財団の場合だと起こってしまいますよね。

○林 財団が全てを持っていてということです

か。

○松尾 軍事転用阻止という目的がなくて、単に山海氏なりその指名した人が議決権、支配権を握れるようにしたいという目的で財団に持たせておくと、後継者に指名した人については、財団は当然賛成して選任するわけですよね。そうすると、譲渡のところはクリアできると思うのですけれども。

○林 株式を保有している者と後継者を選ぶ人間を別にしておくということでございますか。

○松尾 山海氏の例も、山海氏だけだと過半数には足りないのでなかつたですか。個人で持正在らっしゃる分では足りなかつたように思ひます。

○林 ご指摘のとおりで、財団の保有分を足さないと議決権の半分を超えてこないということになっております。

○松尾 そうすると、他の一般株主が、それでもいいよ、解消しなくていいよと言えば、事実上存続しますよね。

○林 それは今回のサイバーダインのスキームでも恐らく想定されている事態ではあります、財団が保有している議決権種類株式を解消するかしないかについては、株主の意思に委ねられておりますので、仮に山海氏が亡くなられまして、財団の持っている議決権のスキームを解消しますかということが問われたときに、財団の側が、後継者を立てて、この方であれば山海氏の全てを受け継いでいるので、この方で引き続きやっていきたいということをおっしゃって、他の株主がそれを是とした場合には、財団の10倍株を保有した状態というのが一応維持し得るスキームではなかつたかと。

○松尾 そうすると、必ずしも軍事転用を禁止するという目的がなくても、何年後かに株主の意思を問うて解消する仕組みさえとつていれば、財団に持たせるというスキームは構わないと。

○林 結果的には、現在上場している事例では認めているということでございます。スキームの

必要性と相当性については、個別の判断ということをご理解いただければと存じます。

【取引所制度に対する個人投資家の要望 ほか】

○加藤 3点、コメントします。1点目は、想定する投資家像が明確になったというご説明に関して、主に海外機関投資家のことをおっしゃったのですけれども、例えば近年のこういった有価証券上場規程の改正につながったか否かを問わず、個人投資家の要望が取引所に寄せられて、何らかの対応がなされたことはあるのでしょうか。

2点目は、海外機関投資家の具体的な中身ということなのですが、最近はパッシブ運用の方が増えていると思います。その結果、海外機関投資家のニーズもパッシブ運用の増加に応じて変わってきてているのではないかという気がしています。

先ほど小出先生が挙げられたアメリカにおける議決権種類株式に関する機関投資家の要望も、恐らくパッシブ運用を主に行っている人たちからの要望ではないかと推測しています。彼らは議決権種類株式を発行している会社の株式を買いたくないのだけれども、パッシブ運用だから買わざるを得ないと考えているのではないでしょうか。しかし、インデックス運用を行う際に指数を構成する全ての銘柄を保有する必要はないと思います。議決権種類株式を発行している会社の株式を保有せずに指数と連動する運用成果を達成することはできるにも関わらず、彼らは責任を取引所に押しつけているような面もあると思います。パッシブ運用を主に行う機関投資家の要望を認め過ぎると、多様性が犠牲になります。ですから、このような要望に対して取引所が慎重に対応していただくことが、資本市場の健全な発展に資すると思います。

3点目が、支配株主に関する上場規則についてで、東京証券取引所の規制は、上場子会社を念頭に置いて、いわば上場している親会社と子会社との関係を規律することを念頭に置いていると思います。これに対して、先ほど言及があった経済産業省におけるMBO指針の見直し作業では、完全子

会社化が検討対象に入っています。この作業の中では、完全子会社化の対価が、親会社の株式の場合とそれ以外の場合を比べると、株式を対価とする場合の方が、明らかにプレミアムが小さいということが報告されています。MBO等を対象とした上場規則の中でも、親会社の株式を対価とする場合は規制対象外になっていますが、株式を対価とする場合と現金を対価とする場合で規制の中身を変えるということが本当に合理的なのか、今後問われていく気がします。この点について、何かコメントをいただければと思います。

○林 まず1点目の個人投資家、あるいは個人株主からのご指摘を踏まえて制度改正をするということがあるかという点ですが、私の記憶しているところでは、実務的には今までそういう事例はありませんように思います。

その理由はなぜかといいますと、恐らく個人投資家の意見というものを我々として吸い上げる仕掛けもなく、またそれを代弁する人たちもいないというのが実態としてはあります。広い意味では、例えば国内の年金基金の人が意見を述べたときに、最終受益者である個人の年金受給者を意識して意見を言っていただいているのかもしれません…。そうですね、何か思いつきますか、菊池さん。

○菊池（東京証券取引所上場部課長）※ 当該回の研究会に傍聴者として出席

投資家の意見を聞かないというわけではなくて、当然、パブリックコメントなどで寄せられてくれれば、それはきちんと内容を拝見して判断をさせていただきます。ただ、個人投資家の意見は様々といいますか、やはり一致していないことが多いという言い方をさせていただければと思うのですけれども、例えばほとんどの投資家と同じことを言っていれば、それは当然それを踏まえた制度改正とかというのは、どれがそれかと言われるとちょっと申し上げられないのですけれども、そういうのは多分大いにあるとは思っております。ただ、どこの何がしさんからの要望でこれを変えましたという、そういう具体的なものはないということ

だと思います。

○林 そういうことでご質問にお答えしたことになっているかどうか……。

○加藤 ありがとうございました。

○林 パッシブ投資の件はご指摘のとおりかと思います。パッシブ投資の投資家は、自分が売れないことを根拠にスクリーニングを指数算出会社でありますとか取引所に要求するというのが最近の傾向ではあります。それは本来投資家が自己責任でやるべき銘柄選別の機能を自ら放棄しているということなので、純粋な意味での投資家、我々が価格発見機能を達成するために、そこに十分なエネルギーを割いてくれる投資家が、我々が本来尊重すべき投資家なのだろうという気持ちを持ちながら話をしているというところでございまして、

(笑) ご指摘ありがとうございます。

それから、最後の株対価のケースと現金対価のケースということですが、伝統的な我々の立場からしますと、株対価で上場会社同士が合併をするという場合に、我々の建前論としましては、マーケットで実際についている市場価格、これが公正価値そのものだという前提がございます。逆に市場価格で算定された割合ではないもので合併比率を決定する場合、例えば、かつては上場会社同士の合併では「対等の精神」という、気持ちだけ対等でやってくれていればいいのですけれども、本当に合併比率が1対1に、それもマーケットでついている市場価格を全く無視して合併比率が決定される事例が存在していて、そういうものに対しては、市場価格を尊重してくれというのが、我々の伝統的な立場ではあります。

### 【MBO 後の再上場】

○船津 今回、テーマとして取り上げていただいていなかったところについてお聞きしたいのですが、MBOに関して、再上場の問題があるかと思います。MBOの場合、私は、相場が低いとき、全体が低迷しているときに買っておいて、相場が全体として上がっているときに再上場するだけでき

やがとれるという取引なのが問題なのではないかと思っております。まさにMBOで再上場を無制限に許すとそういうことになってしまうわけですけれども、まず、そういうような相場全体のトレンドをアビトラージするために個別銘柄のMBOをするのは問題なのか、問題でないのかという点についてお考えをお聞きしたいです。それとの関係でいくと、やはりMBOというのは何らかの形で計画なり何なりというのを実施してある程度企業価値を上げて再上場するのですよというのが一応の建前ということになっていると思いますので、再上場の際にどこまで実施内容の審査をされているのかも、可能であればお聞きできればと思います。

○林 ご指摘のような問題意識は、我々も何度かこれまで対外的にも表明したことがございます。ゆえに、MBOをする際に割安と判断して当然買い集めをされるわけですけれども、その場合にはきちんとフェアな開示をして情報の非対称性を解消する努力を経営者の側に求めていくというのが、現在、我々が取り組んでいるところでございます。

ただ、金主でありますPEファンドがいて、彼らが安値で株を買い集めて高値で売り払うことに関しては、それ自体は投資家の行動としては一応合理的なものであるということでもございますので、情報の非対称性を活用して、何か不当な利得を得ているように見えるものであってはならないということが我々の期待であります。

再上場の場合の審査では、当然ながら、市場から出ていくときに立てた計画がそのとおりに進捗しておるのか、何か理由があつて計画を変更しているようなケースについては、その変更の背景事情が合理的かといった点をかなり詳細に審査している状況でございます。

○船津 ありがとうございました。

○伊藤 それでは、本日の研究会を終わらせていただきたいと思います。ありがとうございました。