

平成 18 年 4 月 24 日

株式会社東京証券取引所 御 中

日本取締役協会 資本市場を正しく使う委員会  
委員長 金子 昌資

## 「上場制度の改善に向けたディスカッション・ペーパー」に対する意見

平成 18 年 3 月 22 日に公表された「上場制度の改善に向けたディスカッション・ペーパー」(以下「本提案」といいます)に対する当協会の意見は、次のとおりです。

### 1. 健全性の確保

#### (1) 企業行動と市場規律の調和に対する意見

#### ○ 著しく低い投資単位に変更することを目的とした株式分割及び1単元の株式数の変更の取扱い

##### [意見]

投資単位の最低額について、規制することには反対する。また、投資単位の最低額を定める場合でも、最低額は5万円程度とすることが望ましい。取引約定件数の増加については、取引所のシステム増強で対応することを検討すべきである。

##### [理由]

新株式が発行されるまでの間の需給の偏りに起因する問題について概ね解決したことからすれば、投資単位の最低額について規制する必要は乏しいと考える。仮に、投資単位の最低額を定める場合であっても、少額の資金しか有していない個人投資家が現物株式を購入してポートフォリオを組成しようとする場合等を考えれば、10万円ではなお高額にすぎるのであって、5万円程度が適当である。なお、投資単位の低下により取引約定数が増加することによるシステムが不安定化することを憂慮されているのだとすれば、それは貴取引所のシステム増強によって解決されるべき問題である。

○ 望ましい投資単位の額及び関連する上場規則の見直し

**[意見]**

売買単位の統一化については、賛成する。

**[理由]**

売買単位が混在している現状は、投資家の混乱を招くものであり、誤発注の原因ともなるので、3種類程度にまで統一されることが望ましいものとする。

○ 上場会社が行う企業行動において、上場会社が尊重すべき事項の明確化

**[意見]**

買収防衛策に限らず、大幅な株式分割、一定の種類の M&A、MSCB の発行、第三者割当増資の実施、等の株主の権利内容や株式の価格形成に大きな影響を与える可能性のある企業行動について、貴取引所が情報提供を行うことについては、賛成する。

**[理由]**

上場企業は、資本市場からの資金調達を目的として上場したものであるから、その資金調達については、できる限り公募で行うことが望ましい。特に、エクイティによる資金調達については、経営状態が悪化して公募が困難である場合や業務提携に伴う場合など、経営上合理的な理由がある場合を除き、できるだけ公募方式によって行われるべきである。特に、昨今は、経営状態が健全な企業においても、安易に MSCB の発行や第三者割当増資が行われており、かかる現状を規制するためには、貴取引所が、一定の指針を示すことが望ましい。

○ 株主の権利に影響のある企業行動を決定する場合の透明性の向上

**[意見]**

発行完了後ベースで発行済株式総数の 50%を超える株式の発行につながる、株式、新株予約権又は新株予約権付社債についての公募方式や株主割当方式によらない発行(すなわち、発行後の株式ベースで 3 分の 1 を超える場合)に関しては、5 年間程度の一定の経過措置を設けた上で株主総会への付議を必要とすることが望ましいが、会社法との整合性に留意すべきである。

**[理由]**

会社上は、授権資本枠の限界(最大で 300%)までは、取締役会決議のみで新株を発行することが可能とされている。しかし、既存株主に与える影響を鑑みれば、公募方式や株主割当方式によらない大規模な株式発行等のエクイティ・ファイナンスについては、株主総

会に付議し、既存株主に対する説明を尽くさせるべきである。なお、NYSE や NASDAQ では公募方式や株主割当方式によらない 20%以上の新株等の発行につき株主総会の付議が要求されているが、従前の実務からの激変緩和措置として一定の経過措置を設けることが必要であると考えられるほか、数値基準についても 20%ではなく 50%程度を基準とすることが適当と考える。なお、会社法の下では、取締役会設置会社については、定款に授權規定がない限り、株主総会は新株発行に関して会社を法的に拘束するような形で決議を行うことはできないとされている(会社法 295 条 2 項)ため、本制度の創設については会社法に関して所要の整備が行われることが前提となるものと思料される。

## (2) 既上場会社に対する経営管理面の確認の継続

### ○ マザーズ上場会社の成長段階に合わせた体制整備の確認

#### [意見]

上場後も経営管理体制の整備を促すことについては、賛成である。また、マザーズ上場企業には、上場の前後を問わず、2名かつ取締役総数の 20%以上の独立取締役を義務付けるべきである。さらに、貴取引所が率先してかかる制度を導入すると共に、JASDAQ、ヘラクレス、セントレックス、アンビシャス、Q ボード等の他の新興市場においても同様の制度を導入することを呼びかけるべきである。

#### [理由]

新興市場に上場する新興企業に、コーポレート・ガバナンスと適切な情報開示を貫徹させるためには、独立取締役を義務付けて、外部者による監視を導入すべきである。なお、取引所についても競争原理は必要であるが、最近の新興市場上場企業による相次ぐ不祥事の発覚などに鑑みると、現在は、上場基準を緩和して新興企業を呼び込むための底辺への競争(race to the bottom)が行われているのではないかと懸念される。貴取引所が厳格な基準を導入することによって、ガバナンスの欠落した企業が他の新興市場に上場することとなつては問題の解決につながらないため、貴取引所の呼びかけによって、他の新興市場にも同様の制度を導入させるべきである。

### ○ 改善報告書の記載内容に関する点検制度の整備

#### [意見]

改善報告書の記載内容に関する点検制度の整備については、賛成する。

### ○ 組織再編その他の経営体制等の大幅変更に対する点検制度の整備

**[意見]**

経営体制等の大幅な変更に対する点検制度の整備については、賛成する。

**[理由]**

上場後に反社会的勢力に事実上乗っ取られてしまっているのではないかと懸念される上場会社も存在していることからすれば、かかる点検制度は必要である。

○ 法令違反により企業の内部統制等に問題が生じている場合の対応策の導入

**[意見]**

内部統制等に問題が生じている場合の対応策の導入については、賛成する。

○ 親会社からの独立性に関する開示内容等の強化及び開示内容の点検の実施

**[意見]**

親会社からの独立性に関する開示内容の強化及び開示内容の点検の実施には、賛成する。また、開示に加えて、いわゆる上場子会社については、上場の前後を問わず、2名かつ取締役総数の20%以上の独立取締役を義務付けるべきである。

**[理由]**

一般の上場会社と異なり、親会社が存在するいわゆる上場子会社については、親会社と少数株主との間で利害相反の問題が常に生じ得る状況にある。そこでこのような会社については、少数株主を保護するために、独立取締役を義務付けて、外部者による監視を導入すべきである。

(3) 公認会計士との連携強化

○ 公認会計士へのヒアリング等に関する上場会社の協力義務の拡大

**[意見]**

公認会計士との連携強化には、賛成する。但し、「上場管理の必要から当取引所が認める場合」では、範囲が不明確であるので、予測可能性や取引所による恣意的運用を防止するためにもどのような場合に協力義務が発生するのかを具体例を可能な限り限定列挙する形で明確化すべきである。

#### (4) 上場制度全般に係る検討課題の整理

##### ① 適時開示の基準について検討すべき点があるのではないか

当協会としては特段の意見なし。

##### ② 新興企業向け市場（マザーズ）の位置づけを整理する必要があるのではないか

###### [意見]

マザーズから一部市場に上場する場合に設けられている優遇措置を廃止すべきである。また、二部市場については、廃止も検討すべきである。

###### [理由]

一部市場への上場基準が、直接一部市場に上場する場合とマザーズから上場市場を変更する場合とで異なることには、合理的な理由が見出せない。新興市場上場会社において不詳事案が続発している現状に鑑み、マザーズから一部市場に上場する場合に設けられている優遇措置を廃止すべきである。また、二部市場については、独自の存在意義が見出せないため、廃止した上で、投資上の上場会社は、一部市場又は新興企業向け市場に分類してはどうかと考える。

##### ③ 実情に合わせて上場廃止基準を見直すべき点があるのではないか

###### [意見]

実情に合わせた上場廃止基準の見直しには、賛成する。

###### [理由]

実情を加味してケース・バイ・ケースで行うべきである。例えば、信託銀行等にカストディ業務が委ねられている場合には、特定少数株主の持株比率は、実質株主を基準に議論すべきである。

##### ④ 親会社を有する上場会社における、コーポレート・ガバナンスの強化等が必要ではないか

###### [意見]

上場子会社については、上場の前後を問わず、2名かつ取締役総数の20%以上の独立取締役を義務付けるべきである。

###### [理由]

上場子会社の少数株主を保護するためには、独立取締役を義務付けて、外部者による監視を導入すべきである。

⑤ 上場会社のチェックにあたっては公認会計士の果たす役割が大きく、その役割に応じた制度の見直しが必要ではないか

当協会としては特段の意見なし。

⑥ 不適切な開示や証券取引法違反については、機動力があり実効性のある制裁措置が必要ではないか

**[意見]**

数億円単位の過怠金を導入すべきである。

**[理由]**

過怠金制度を導入した場合、機動性のある制裁措置の発動による法令等違反行為の抑止が期待できるほか、過怠金の支払いは株主代表訴訟による責任追及にもつながり得るため、経営者が不適切な開示や証券取引法違反を行うことを抑制する効果があると考えられる。

⑦ 上場廃止されてもなお経営が存続する会社に対し、東証市場とは別に最低限の流通の場を提供する必要があるのではないか

**[意見]**

上場廃止になった会社について、流通の場を提供することには、反対する。

**[理由]**

上場廃止になった会社についてまで、現状の証券会社における店頭取引の場を超えて流通の場を提供する必要はない。また、かかる場を設けた場合、投資家の自己責任が形骸化するおそれがある。

## 2. 透明性の向上

(1) 株式交換、株式移転、合併、会社分割(承継)に関する開示内容の充実

**[意見]**

組織再編に関する開示内容の充実については、賛成する。

#### (2) 株式、新株予約権又は新株予約権付社債の発行に関する開示内容の充実

##### [意見]

株式等の発行に関する開示内容の充実については、賛成する。

##### [理由]

発行の適法性について法律専門家の意見を要求した場合、少なくとも、いかなる法律専門家も適法意見を書かないような違法性の顕著な発行は抑制される。また、専門家によって適法・不適法の意見が異なり得る発行についても、どの専門家が意見を書いたかということ自体が、投資家に対する情報提供になると考えられるので、発行の適法性に関する法律専門家の意見の開示を含め、提案に係る開示内容の充実については積極的に賛成する。

#### (3) 業績予想における背景についての説明の充実及び適切な修正開示の実施

##### [意見]

業績予想における背景についての説明の充実及び適切な修正開示の実施については、賛成する。

### 3. 不正行為の未然防止に向けた監視体制の強化

#### (1) 証券取引等監視委員会との連絡体制の強化

##### [意見]

証券取引等監視委員会との連絡体制の強化については、賛成する。

#### (2) 公認会計士協会との共同プロジェクトに基づく施策の推進

##### [意見]

公認会計士協会との共同プロジェクトに基づく施策の推進については、賛成する。

#### (3) 上場審査・上場管理業務の自主規制委員会への付議

##### [意見]

上場審査・上場管理業務の自主規制委員会への付議には、賛成する。

## 結 語

本提案を行うに至ったこと自体、取引所における自主規制強化の取組みとして十分に評価されるべきものとするが、本提案の内容自体が貴取引所内部における議論のみを基礎として定められていることについては違和感がある。透明性のあるオープンな場において議論を尽くすべきである。また、そもそもコーポレート・ガバナンスに関しては、上場会社に対してその強化を働きかける立場にある貴取引所自身が、一般の上場会社に率先して、範を示すべきであろう。貴取引所は、独立取締役を取締役総数の過半数に至るまで導入する等、貴取引所自体のコーポレート・ガバナンスを適切に実践する必要があると考える。

加えて、形式的な基準に基づいて判断される社外取締役によるモニタリング機能に懸念が指摘されている現状を踏まえ、上場会社からの実質的な独立性が要求される、独立取締役の概念につき各界の意見を十分に踏まえた上で、透明性のある場においてオープンに議論し、その要件の定義が早期に確立していくよう、努力すべきであるとする。

以 上



## 資本市場を正しく使う委員会

委員長： 金子 昌資 (日興コーディアルグループ会長)  
共同委員長： 北尾 吉孝 (SBI ホールディングス CEO)  
副委員長： 奥山 章雄 (中央青山監査法人理事長)  
副委員長： 山浦 久司 (明治大学大学院会計専門職研究科専属教授、研究科長)  
副委員長： 上村 達男 (早稲田大学法学部・大学院法務研究科教授)  
副委員長： 久保利 英明 (日比谷パーク法律事務所代表、弁護士)

## 意見書に係るワーキングチーム

主査： 太田 洋 (西村ときわ法律事務所パートナー弁護士)  
仁平 隆文 (西村ときわ法律事務所弁護士)

本件に関する問い合わせ先

担当：

〒105-6239 東京都港区愛宕 2-5-1 愛宕森タワー39階

電話 03-5425-2861

協会ホームページ <http://www.jacd.jp>