

## 上場制度の改善に向けたディスカッション・ペーパー

平成 18 年 3 月 22 日  
株式会社東京証券取引所

東京証券取引所は、上場会社における活力ある企業行動と投資者保護の確保のための上場制度の調和を推進することにより、市場に対する投資者の信頼の向上と国際競争力の強化を図ることが重要な責務のひとつであると考えています。

とりわけ、上場会社において十分に整備された経営管理体制の下で社会的責任に照らして健全な経営が行われ、かつ、それが分かりやすく開示されることによって、株主・投資者が上場会社を信頼できる環境が整備されることが大切であると考えられます。

東京証券取引所では、この目的を達成するための方策として考えられる基本的な検討事項を、「健全性の確保」、「透明性の向上」、「不正行為の未然防止に向けた監視体制の強化」という側面から以下のようにディスカッション・ペーパーの形で整理いたしました。上場制度の改善に向け、当ディスカッション・ペーパーで提起した諸課題に対して幅広い関係者からの意見を求め、寄せられた皆様の意見を踏まえて具体的な方策をまとめていきたいと考えています。関係各位のご意見、ご指摘をお願いするものです。

## 1. 健全性の確保

企業法制において企業行動の自由が増していく中、証券市場の健全性をどのように確保していくかということは上場制度上の喫緊の課題であり、特に以下に掲げる事項について、具体的な上場規則の策定を検討したいと考えています。

- (1) 企業行動と市場規律の調和
- (2) 既上場会社に対する経営管理面の確認の継続
- (3) 公認会計士との連携強化
- (4) 上場制度全般に係る検討課題の整理

## 【検討事項とその趣旨】

## (1) 企業行動と市場規律の調和

昨今の商法改正を通じて企業行動における自由度が増す中、会社法制の抜本的な見直しとなる会社法の施行を5月に控え、企業行動と市場における規律との調和が重要な課題になってきています。

特に、流通市場の攪乱要因となる企業行動、株主に不測の事態を招くような企業行動については、仮に法律上の問題が存在しない場合であっても、市場運営者として一

定の規律、投資者への注意喚起の実施が求められています。

当取引所では、こうした観点から以下の施策について実施を検討してはどうかと考えています。

※会社法改正に伴う既存の上場制度に関する所要の改正については、3月22日付で制度要綱を別途公表しています。

#### ○ 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

一時的な需給の偏りにより株価の乱高下を招くおそれのある1対5を超える大幅な株式分割及び投機的な売買を助長するおそれのある投資単位が1万円を下回ることとなる株式分割については、平成17年3月よりその実施の自粛を求めてまいりました。

しかしながら、本年1月以降、新しい株券が発行されるまでの間(約50日)においても株券が証券保管振替機構に預託されている場合には、効力発生日の翌日より株式分割を反映した形で売買することが可能となり、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は、概ね解決することとなっています。

そこで、従来の自粛要請を見直し、著しく低い投資単位への変更を意図的に行うことの弊害に的を絞った対策として、当該株式分割や1単元の株式数の変更によって計算上投資単位が著しく低い水準となる(例えば10万円を下回ることとなる)場合については、上場規則として禁止することが考えられます。

#### ○ 望ましい投資単位の額及び関連する上場規則の見直し

平成13年以降、個人投資者が投資しやすい環境を整備するために、望ましい投資単位の水準を50万円以下と明示し、上場会社は50万円以下の投資単位とするよう努力義務を課しています。

しかしながら、過度な投資単位の引下げによって、投機的な売買が助長されて流通市場に悪影響が現れる事例も見られることから、単純に投資単位が50万円以下であればよいこととするのは、現状にそぐわないのではないかとの指摘がなされています。

そこで、望ましい投資単位の水準については下限を設け、例えば10万円以上50万円以下とするように現行の上場規則を見直すことが考えられます。

なお、このような見直しを行う場合には、併せて上場廃止及び市場第二部への指定替えにおける所要株主数に係る基準(発行済株式数あたりに必要な株主の数)についても整合的な対応(10万円以下の投資単位の会社を対象とした株主数基準の優遇的な特例の見直し等)を図る必要があります。

加えて、現在7種類ある売買単位についても、投資者にとって種類が多すぎて分かりにくいのではないかとの指摘もあることから、その統一化に向けて、商法上の単元

株制度との関係等を含め検討が必要と考えられます。

#### ○ 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

上場会社が行う企業行動については、まず、商法や証券取引法への準拠が求められますが、仮に法令上の問題がない場合であっても、上場会社は、株主・投資者に不測の損害を与えることのないよう、配慮することが求められます。

既に、上場会社が行う企業行動の中で「買収防衛策」を導入する場合には、「開示の十分性」、「透明性」、「流通市場への影響」、「株主権の尊重」の各項目について尊重することを求め、尊重していないと当取引所が判断する場合にはその旨を公表し、投資者の判断に委ねる方法が採用されています。

今後、買収防衛策に限らず、大幅な株式分割、M&A、MSCBの発行、第三者割当増資の実施といった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各種企業行動においても、最低限尊重すべき事項として「流通市場への影響」、「株主権の尊重」があることを上場制度上明確にし、当取引所としても投資者向けに必要な情報提供を行うことが考えられます。

#### ○ 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

特定の株主への株式、新株予約権又は新株予約権付社債の発行（例えば大規模な第三者割当、MSCBの発行）は、既存の株主の権利に大きな影響を及ぼす事項であり、米国のニューヨーク証券取引所やNASDAQではこうした決定を企業が行う場合には、株主総会に付議することを上場規則で求めています。我が国でも特定の株主への株式、新株予約権又は新株予約権付社債の発行が件数、規模ともに拡大傾向にあり、上場会社は既存株主を多数抱えていることを踏まえれば、当取引所でも同様の措置をとるべきではないかとの指摘がなされています。

そこで、特定の株主（例えば10名以下）への一定の議決権割合以上の株式、新株予約権又は新株予約権付社債の発行については、原則として株主総会に付議する旨を定めた規定を上場規則に明記することが考えられます。

#### (2) 既上場会社に対する経営管理面の確認の継続

新規上場時においては、経営管理体制等について新規上場審査基準に基づく詳細な確認をする一方で、上場後においてはこうした確認が財務内容に関する公認会計士の監査と適時開示に対する上場管理のみに委ねられている現状について、証券取引所がもっと積極的に関与すべきではないかとの指摘がなされています。

国際的にみて、上場後の会社について証券取引所が包括的な点検を行う事例はありませんが、当取引所としても、特に経営管理体制や適時開示の適切な執行に問題が生じた場合又は生じる懸念がある場合において、何らかの点検を行うことは重要であると認識し、以下の施策について実施を検討してはどうかと考えています。

#### ○ 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

いわゆる新興企業が公開するマザーズ市場においては、一般に、その事業のみならず経営管理体制についても成長途上の段階にあり、上場後においても、継続的な整備・改善を経て経営管理体制が確立されていくことが期待されることです。中には、上場審査の当時において確認した経営管理体制が、上場後の企業の成長に十分追いついていない場合があるのではないかとの指摘もあり、確かに、数十人規模でスタートしたベンチャー企業が株式公開を通じて数百人、数千人規模の会社に成長する過程で、それに相応しい経営管理組織が整備されていない可能性は否定できません。

こうした点を踏まえ、マザーズ市場に上場し一定期間以上経過した上場会社（既に市場第一部、第二部に市場区分を変更した会社を除く）については、定期的に経営管理体制の整備状況についての報告書を提出し、その内容について当取引所による確認を受けることをマザーズ上場会社の義務とする上場制度の整備を行い、当該確認・フィードバックを通じて会社の体制整備が適切に進められるように努めることが考えられます。

#### ○ 改善報告書の記載内容に関する点検制度の整備

当取引所では、不適正な適時開示に対し、改善の必要性が高い場合には、上場規則に基づく改善報告書の提出と公衆縦覧を義務付けています。こうした中、上場会社が約束したとおりの適時開示体制の見直しがとられているか、改善のための努力を継続しているかについて、より積極的に証券取引所が確認していく必要があるのではと指摘されています。

そこで、改善報告書の記載内容について適切に実施されているかどうかを確認する観点から、当該改善報告書が提出されて一定期間経過後に、改善報告書の記載内容について当取引所による確認を受けること（当該確認により問題が指摘された場合には、追加的な改善報告書の提出を求めること）を上場会社の義務とする上場制度の整備を行うことが考えられます。

#### ○ 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

組織再編その他の企業行動によって、経営体制や事業内容の大幅な変更が行われた場合には、例えば、上場会社の企業経営の健全性、開示体制等について点検することが適当ではないかと考えられます。なお、その際には、上場会社に実質的存続性がない合併等が行われた場合に3年以内に新規上場審査並みの審査を行うことにしている現在の制度の在り方も含めた検討が必要と考えられます。

#### ○ 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

上場会社（上場会社の代表者を含む）が、商法、証券取引法、独占禁止法等の経済

法規に反する行為を行ったとして摘発されるケースが少なからずあり、上場会社に対する投資者の信頼を著しく傷つける事態となっています。こうした企業のコンプライアンスについては、証券取引所として上場会社の社会的責任の自覚を促し、内部統制やコーポレート・ガバナンスの改善、充実を求めていくべきではないかとの指摘がなされています。

そこで、こうした経済法規に違反したことを理由に起訴又は行政処分等がなされた上場会社に対して、上場会社としての社会的責任を果たすことを促す観点から、内部統制等に関する問題点と対応の公表を上場制度上求めることが考えられます。

#### ○ 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

新規上場審査においては、親会社を有する上場申請会社については、当該親会社からの独立性を強く求めています。これは、子会社上場制度というものが、投資者に魅力ある投資物件を提供するという良い側面と、親会社が資本を支配し、一般株主が不利益を被るリスクが高いという側面のバランスをとる上で非常に重要な役割を担っています。

しかしながら、上場した後及び上場会社が第三者割当等を経て新たに親会社を有する状態となった場合には、親会社からの独立性が十分担保されていないのではないかと指摘されています。

そこで、親会社を有する上場会社については、既に決算発表資料で開示を求めている「親会社等の企業グループにおける上場会社の位置づけその他の上場会社と親会社等との関係」の記載内容を充実させるとともに、独立した開示書類として上場制度上の位置づけについても明確化することが考えられます。

また、親会社等を有する上場会社については、独立性の確保状況について、改善報告書の記載内容の点検と同様、定期的に当取引所による確認を受けること（当該確認により問題が指摘された場合には、追加的な改善報告書の提出を求めること）を上場会社の義務とする上場制度の整備を行うことが考えられます。

#### (3) 公認会計士との連携強化

上場会社の財務内容を監査する公認会計士は、証券市場のディスクロージャーを支える重要な柱であり、今後財務報告に係る内部統制についても財務報告と同様に監査対象となることが予定されているなど、その役割に大きな期待がよせられています。

当取引所としても、財務報告の信頼性は上場制度の基盤であり、今後一層公認会計士との連携を強化するために、以下の施策について実施を検討してはどうかと考えています。

#### ○ 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

公認会計士は、直接的には上場会社と監査契約を結んでいることから、上場会社が

許可しない限り、当取引所からの調査協力要請には守秘義務の関係で応えられないこととなっています。

しかしながら、当取引所が上場会社の上場規則違反の有無等を確認するにあたって、当該上場会社の監査を担当している公認会計士に適宜ヒアリング等を行うことは、上場規則の適正な執行及び証券取引法上の不法行為の端緒の発見に非常に重要な役割を果たしています。

そこで、上場廃止基準上の審査にあたってのみ、上場会社が監査担当の公認会計士が当取引所の調査に協力するよう働きかけるという現在の市場規則上の義務に加え、上場管理の必要から当取引所が認める場合にも範囲を広げ、同様の協力義務を上場会社（間接的に公認会計士）に課すことが考えられます。

#### (4) 市場制度全般に係る検討課題の整理

上記以外にも、例えば

##### 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

〔現在市場規則で求めている適時開示は、企業行動毎に形式的に開示すべき情報、レベルを規定しているが、投資者にとって必要な情報を過不足なく開示されるという意味で、現状の形式的基準の内容は適切か。また、適時開示の範囲について、形式基準+包括規定による現行の規制体系と、欧米と同様、投資判断に重要なものは開示するという実質基準による規制体系について比較検討してはどうか〕

##### 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

〔マザーズ市場と他の証券取引所の新興市場の新規市場審査基準やその運用の相違が、上場会社の規律の回避に利用される側面があり、新興市場における規制や市場運営のあり方、既存の一・二部市場との関係について検討すべきではないか。〕

##### ③実情に合わせて市場廃止基準を見直すべき点があるのではないか

〔例えば、少数特定者持株数に係る市場廃止基準については、信託銀行等にカストディ業務を委ねる外国人投資者が増加する中で、正確な数字の把握が困難なケースが生じつつあるため、何らかの対応が必要なのではないか〕

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

〔親会社を有する又は 50%超の支配権を持つ特定の株主を有する市場会社においては、株主全体の利益を代表する立場で経営を監視する意識も、それを担保する体制も脆弱であり、親会社又は支配株主と人的、資金的関係のない立場で、経営者を一般株主の立場から監視することを目的とした社外取締役の選任のようなコーポレート・ガバナンスの強化策を検討してはどうか。また、親会社を有する市場会社について、例えば筆頭株主の比率を市場制度の中で考慮するなど、制度上の位置づけを幅広く見直す必要があるのではないか。〕

##### ⑤市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

### じた制度の見直しが必要ではないか

[昨今、担当監査人と上場会社の長期に渡る関係が問題点として取り上げられており、担当監査人のローテーションについて取引所としても積極的な対応が必要なのではないかと。特に新規上場会社については、上場時点で少なくとも同一の公認会計士による継続監査が2期以上（マザーズ上場会社で1期以上）実施されており、当該監査人から株式公開の過程で様々なアドバイスが行われている可能性を踏まえれば、上場後により短い期間で、新規上場審査時点の監査人を交代させることで上場会社の透明性を向上させることができるのではないかと。]

### 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

[適時適切な開示や証券取引法の遵守は証券市場の健全性の根幹であり、これらについての違反行為については、従来よりも厳しく対応することが必要であり、上場廃止基準を厳格にする又は再発防止に繋がる何らかの制裁措置を設けることとしてはどうか]

### 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と

[上場会社としての質の向上を図ることは、経営が破綻又は企業が消滅することに適用される上場廃止基準とは別に、企業としてはなお経営が存続する会社について上場廃止基準が適用される事例が増加することを意味している。仮にこのような上場会社について、何らかの形で流通の場が提供されない場合には、既存株主の保護という観点でかえって上場廃止基準の適用そのものが慎重にならざるを得なくなるおそれがあるのではないかと。また、既存株主に与える影響が上場廃止より緩やかな制裁措置（流通の場を残す形の措置）を考える必要があるのではないかと。]

といった指摘がなされています。当取引所ではこのような問題に対しても、具体的な対応案の策定に向け、関係各位を交えて引続き検討してまいりたいと考えています。問題設定あり方やその解決の方向性について幅広いご意見を頂戴いたしますようお願いするものです。

## 2. 透明性の向上

投資者に対する適時、適切な会社情報の提供は証券市場の信頼性の基礎をなすものであり、当取引所でもその充実に向け、上場会社に必要な要請を実施してきました。

適時開示を巡っては、昨今、株式交換の際の会社情報が十分開示されているかどうか、時価よりも相当低い価額で新株予約権が発行されているかどうか、投資事業組合が利用されている場合に実態が不透明ではないかと、業績予想の際に前提となる条件やリスクが十分説明されているかどうかといった点について社会的関心が高まっています。

当取引所では、こうした指摘を踏まえ、以下の点について東京証券取引所代表取締役社長名による要請を上場会社代表者に実施することを考えています。

- (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
- (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
- (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

#### 【検討事項とその趣旨】

- (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

上場会社が株式交換、株式移転、合併、会社分割（承継）により上場株式を相手方会社の株主に割当てる場合には、既存の株主にとって扱いが不利になる懸念があり、その実態をよりわかりやすく投資者に開示し、不透明な取扱いを防止することが求められています。

そこで、上場株式を相手方会社の株主に割り当てる株式交換、株式移転、合併、会社分割（承継）の開示にあたっては、従来の開示すべき事項に加え、①株式交換等の比率算定根拠の記載の充実、②第三者機関が交換比率等を算定する場合における第三者機関との関係の開示、③上場会社と相手方会社グループ又は相手方会社の大株主との関係（資本関係、人的関係、取引関係）の開示、を上場会社に要請したいと考えています。

- (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

株式、新株予約権又は新株予約権付社債の発行にあたっては、発行価額が時価よりも相当程度に低く設定される場合が散見され、投資者から商法上禁止されている有利発行に該当するのではないかとの疑念が寄せられるケースもあります。

そこで、こうした疑念を適切な開示を通じて払拭するために、発行価額が時価よりも相当程度低い価額で設定されている株式、新株予約権又は新株予約権付社債の発行にあたっては、その開示資料において、「当該発行の適法性についての法律専門家の意見」、「割当先の選定理由」、「保有方針」についても記載することを上場会社に要請したいと考えています。

また、割当先がいわゆるファンドである場合には割当先の実態がわかりづらいため、開示の充実について検討が必要と考えられます。なお、ファンドについての親会社、子会社等の関係会社への該当性の認定にあたっては、上場会社が監査人に上場会社との関係について十分な情報を提示して協議するようにすることを、上場会社に要請することも考えています。

- (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

業績予想の開示は、業績の見通しに関して最も詳細かつ正確な情報を有すると考えられる上場会社自身により見通しが示されるものであるため、投資者が投資判断をする上で大変重要な情報となっています。ただし、その前提となる根拠や背景が十分に説明されず、また修正すべき事項があるにもかかわらず適切に修正が開示されないよ



うなことがあると、かえって投資者の誤解を招くおそれがあります。

そこで、業績予想の開示を行う場合においては、その背景として、業績に大きな影響を与える可能性のある重要な経営上の施策やセグメント別の見通し等についての十分な説明、及び適時、適切な修正の開示の実施を上場会社に対して要請することを考えています。

上記内容につきましては、準備が整ったものから速やかに実施に移してまいります。が、内容について付け加えるべき点がないか、あるいは上記以外にも取り上げるべき点がないかご意見を頂戴したいと考えています。

### 3. 不正行為の未然防止に向けた監視体制の強化

証券市場に対する不正な行為が放置されていると投資者に疑念を持たれるということは、証券市場の信頼性を著しく低下させるものであり、当取引所は、証券市場の開設者として、こうした不正行為を未然に防止するための啓蒙活動を行い、定められた上場規則を適正に執行し、不正行為の端緒を見逃さず証券取引等監視委員会によって適切な法令上の措置がとられるよう協力することが非常に重要な役割と考えています。

一方、有価証券報告書の虚偽記載に代表される上場会社が主体となる証券取引法違反事案については、証券取引等監視委員会が直接開示書類のチェックを担当することになって日も浅いことから、証券取引所及び関連諸機関との間で十分な連携がとられていないのではないか、上場会社の開示情報と日常的に接する証券取引所の体制、専門性が十分ではないのではないかとの指摘がなされています。

当取引所では、こうした指摘を踏まえ、上場会社の開示内容等を中心とした監視体制の強化に向けて関係諸機関との連携等以下の対応を検討していきたいと考えています。

- (1) 証券取引等監視委員会との連絡体制の強化
- (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
- (3) 上場審査、管理業務の自主規制委員会への付議

#### 【検討事項とその趣旨】

##### (1) 証券取引等監視委員会との連絡体制の強化

適時開示等の実務において、例えば大幅な決算発表資料の修正が行われるなど、有価証券報告書の開示内容の審査等に連関する事案や大量保有報告書等の虚偽記載・不提出につながる事案を発見した場合には、直ちにその内容を報告し、問題となる会社の情報を関係者間で共有するなど、実効性のある連携を実現するために証券取引等監視委員会との必要な連絡体制を早急に強化したいと考えています。

## (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

公認会計士協会との間では、適切なディスクロージャーの推進という同じ目的を共有する自主規制機関として、一昨年から共同プロジェクトを実施しています。共同プロジェクトにおいては、情報ホットラインの開設など既に実施に移している施策もありますが、今後、合意された施策（例えば、公認会計士交替時の対応のあり方、問題発生時における双方で連絡・協力する体制の整備、上場会社・公認会計士双方への情報提供の充実等）について早急に実施したいと考えています。

## (3) 上場審査・上場管理業務の自主規制委員会への付議

証券取引所における自主規制機能の強化を求める声に応え、新規上場審査に係る業務及び上場廃止の執行等の上場管理業務については、原則として当取引所の自主規制委員会の諮問事項に加えることを早急に実施したいと考えています。

上記内容につきましては、準備が整ったものから速やかに実施に移してまいります。内容について付け加えるべき点がないか、あるいは上記以外にも取り上げるべき点がないかご意見を頂戴したいと考えています。

また上記内容だけでなく、信用機関や証券アナリスト等幅広い関係者からの情報の取得や、上場審査・上場管理の各業務の体制の強化及び法律、会計の専門家の積極的な採用を通じた専門性の向上についても鋭意取り組んでまいります。

加えて今後の上場制度の一層の改善に向けて、有識者に意見を聞く場を常設することとします。

## 今後の予定

以上の内容につきましては、3月22日（水）から4月28日（金）まで、パブリックコメントという形で投資者をはじめ広く内外の関係各位のご意見を募るものです。

今後頂戴したご意見を参考として、当ディスカッション・ペーパーで提示した内容を中心に、速やかに実行すべきもの、具体案の作成に向け検討を進めるべきもの、当面基礎的な研究を継続すべきものに分類し、5月を目途にこれを実行計画としてとりまとめることを予定しています。

引き続き皆様のご支援、ご協力を重ねてお願いいたします。

以 上