

日本取引所金融商品取引法 研究

第 17 号

2019年7月26日 開催

有価証券上場規程の具体的検討(3)—MBO等に関する規律—

東京大学大学院法学政治学研究科准教授 飯田 秀総

1

2019年9月27日 開催

有価証券上場規程の具体的検討(4)—上場廃止—

学習院大学法学部教授 小出 篤

41

2019年10月25日 開催

有価証券上場規程の具体的検討(5)—適時開示—

甲南大学大学院法学研究科教授 梅本 剛正

85

2019年11月22日 開催

有価証券上場規程の具体的検討(6)—子会社上場審査と上場子会社管理—

同志社大学法学部教授 船津 浩司

123

2019年12月27日 開催

有価証券上場規程の具体的検討(7)—議決権種類株式の上場—

同志社大学法学部教授 白井 正和

181

2020年10月

株式会社日本取引所グループ

日本取引所グループ金融商品取引法研究会メンバー（五十音順）

2020年4月1日現在

氏名	所属
飯田 秀総	東京大学大学院法学政治学研究科准教授
石田 眞得	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	甲南大学共通教育センター教授
片木 晴彦	広島大学大学院人間社会科学研究科実務法学専攻教授
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
北村 雅史	京都大学大学院法学研究科教授
久保 大作	大阪大学大学院高等司法研究科教授
黒沼 悦郎	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
齊藤 真紀	京都大学大学院法学研究科教授
志谷 匡史	神戸大学大学院法学研究科教授
白井 正和	京都大学大学院法学研究科教授
洲崎 博史	京都大学大学院法学研究科教授
高橋 陽一	京都大学大学院法学研究科准教授
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
松井 秀征	立教大学法学部教授
松尾 健一	大阪大学大学院高等司法研究科教授
山下 徹哉	京都大学大学院法学研究科准教授
山下 友信	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
若林 泰伸	早稲田大学大学院法務研究科教授

特別会員

氏名	所属
龍田 節	京都大学名誉教授

日本取引所グループ金融商品取引法研究会

有価証券上場規程の具体的検討(3)

—MBO等に関する規律—

2019年7月26日(金) 15:00~16:58

大阪取引所5階取締役会議室及び東京証券取引所3階301会議室

出席者(五十音順)

飯田	秀総	東京大学大学院法学政治学研究科准教授
石田	眞得	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
北村	雅史	京都大学大学院法学研究科教授
黒沼	悦郎	早稲田大学大学院法務研究科教授
志谷	匡史	神戸大学大学院法学研究科教授
白井	正和	同志社大学法学部教授
洲崎	博史	京都大学大学院法学研究科教授
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

【報 告】

有価証券上場規程の具体的検討（3）

—MBO等に関する規律—

東京大学大学院法学政治学研究科准教授

飯 田 秀 総

目 次

I. はじめに	1. MBOの目的～上場コストの削減
II. 対象会社の意見表明の適時開示	2. 有価証券報告書提出義務の免除を得る場合
1. 根拠条文となる上場規程・規則	3. 上場廃止のみの場合
2. ガイドブック（会社情報適時開示ガイドブック 2018年8月版）	4. キャッシュ・アウトの上場廃止事由
III. MBO後の再上場	5. 株主総会決議の取消・売渡株式等の取得の無効と上場廃止
IV. MBOによる上場廃止の局面で、上場規則を守るインセンティブはあるか？	討 論
V. 上場廃止の一般論	

○伊藤 それでは、定刻になりましたので、7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。

本日は、「有価証券上場規程の具体的検討（3）—MBO等に関する規律—」というテーマで飯田先生からご報告をいただきます。よろしくお願いいたします。

○飯田 それでは、お手元のレジュメに沿って報告したいと思います。

I. はじめに

本報告では、有価証券上場規程（以下「上場規程」といい、同規程施行規則は以下「規程施行規則」という）におけるMBO等に関する規律の概要を紹介したいと思います。

なお、本報告では、MBOのみならず、支配・従属会社間の二段階買収のキャッシュ・アウトの規

律も含まれることとなります。なぜならば、適時開示規則等において両者がまとめて「MBO等」と規定されているからです。また、理論的にも利益相反の問題は共通してありますし、情報の非対称性の問題があること、それから対抗提案が事実上登場しにくいといった共通点がありますので、これらを統一的に取り上げるということにも理論的な根拠はあるだろうと思われま

す。MBO指針の改訂版である経済産業省の公正なM&Aの在り方に関する研究会（以下「公正研」という）の「公正なM&Aの在り方に関する指針—企業価値の向上と株主利益の確保に向けて—」（2019年6月28日）でも両者が取り扱われています。

いずれにしても、本報告では、そのうちの特にMBOにフォーカスを当てて——しかもその対象となるのはもっぱら開示の話ですけれども——その内容について検討したいと思います。

MBO 等に関する上場規程については、会社法及び金融商品取引法（以下「金商法」という）と同じくらいの実際の重要性があるように思われます。もっとも、MBO の局面で上場規程のルールが現実的な影響力を持っているということは、ある意味では不思議なことです。というのも、上場規程に違反した場合の最大のサンクションとして上場廃止があるわけですが、MBO においては、当事者は上場廃止を希望しているわけですから、上場廃止がサンクションとして事実上機能しないのではないかとも思えるわけです。

そこで、MBO 等に関する上場規程のエンフォースメントというか、なぜ多くのケースでこれが遵守されているのかということについて最後のほうで検討したいと思います。

II. 対象会社の意見表明の適時開示

1. 根拠条文となる上場規程・規則

MBO 等に関する上場規程においては、対象会社に対するルールがあるだけです。ですから、MBO 等を行う買収者についてのルール等は存在しません。これはある意味当然でして、東証が規律できるのは上場会社に対してであるということだろうと思われます。

具体的には、レジюмеにありますとおり上場規程 441 条でして、MBO に関して対象会社が意見を公表又は株主に対する表示を行う場合の適時開示は必要かつ十分に行わなければならないというルールです。

上場規程 441 条ですけれども、条文をご覧くださいとわかりますとわかるとおり、2 パターンのケースがカバーされています。一つは、公開買付者が対象会社の役員であるケースです。括弧書きにあるのが、例えば社長がファンドと組んで買収目的会社を設立して行うようなケースにおける公開買付けということになります。

この上場規程 441 条は、東証の「2008 年度上場制度整備の対応について」（平成 20 年 5 月 27 日）に基づく改正の一環として新設されたものです。

その「2008 年度上場制度整備の対応について」

では、コーポレート・ガバナンスの強化により国際的に遜色のない株主の権利保護を目標に設定し、特に少数株主の権利保護について強化するという方針が示されていました。もっとも、具体的に MBO に関する規律を強化するといったことまでは記載されておらず、MBO に対する言及などありませんでした。ただ、その後、この「2008 年度上場制度整備の対応について」に基づく上場制度の整備などが行われまして、上場規程が 2009 年に改正されて、この上場規程 441 条が導入されたという流れになります。

同条は、必要かつ十分な適時開示を要求するだけです。どういう開示が必要かつ十分なものなのかということについては、具体的には、会社情報適時開示ガイドブックで具体的な内容が記載されているという形になります。その関係箇所は、資料 1 のとおりです。

その 2009 年改正のときは、この改正の趣旨として、従前から東証が要請している対価の公正性や株主との利益相反回避措置などに関する説明を充実することなどが求められることになるという説明がされていまして、従来の東証の運用が明確化されたという関係にあります。

その後改正があったようでして、細かい改正の経緯は追っていないのですが、レジюме 5 ページの注 3 で紹介していますタイミング、2013 年頃に重要な改正がありました。それは、算定書の提出など具体的な DCF 等の内容についての開示についてです。このような改正を経て、現在のルールはどうなっているかを今日は主に見ていきたいと思えます。

2. ガイドブック（会社情報適時開示ガイドブック 2018 年 8 月版）

ガイドブックを見ますと、資料 1 にあるとおりですけれども、一般の公開買付けにおける意見表明の場合が一般原則として記載され、その特則として、MBO 等の場合はこうなさいという規定が点在しています。ですので、以下でも、一般的なルールも概観しつつ、特に MBO 等の場合の特則が

ある場合には、そこを重点的に紹介することにし
たいと思います。

（1）上場規程に基づく開示義務

一般的なルールとしまして、上場会社の業務執行を決定する機関が、公開買付け等に関する意見表明等を決定した場合には、直ちにその内容を開示しなければいけません（上場規程 402 条 1 号 y）。特則として、MBO の場合には必要かつ十分に行うことが義務付けられる（上場規程 441 条）。こういうパターンの規定が今後も続きます。

それから、同じような特則としまして、支配株主その他施行規則で定める者による公開買付けについても、MBO と同様に、必要かつ十分な開示が義務付けられています（上場規程 441 条の 2 第 2 項）。

ガイドブックによりますと、MBO と支配株主その他施行規則で定める者による公開買付けをまとめて「MBO 等」と呼ぶことになっていまして、基本的に統一的なルールが定められています。

定義として「支配株主その他施行規則で定める者」というのは、条文として引用していますが、大まかに言って、支配株主というのは、基本的に過半数の議決権の有無を基準とするということになります。ですから、40%程度を所有していても、ここでいう支配株主には該当しないということがあるということで、現在のルールは規律範囲がやや狭めの設定になっているという側面があるかとは思いますが。

（2）開示に関する注意事項

まず、事前相談が必要だという規定があります。公表予定日の 10 日前までの事前相談が必要なのは次の三つの場合です。

- ①MBO 等に関して意見表明を行う場合
- ②上場廃止となることを見込まれる公開買付けに関して応募することを勧める旨の意見表明を行う場合（二段階買収の予定がある場合を含む）
- ③その他開示上特に考慮を要する事情があると

判断される場合

次に、一般的な規定として、公開買付け後の二段階買収については、公開買付けに関する意見表明の時点で——要するに一段階目の時点で——できる限り二段階目の行為に係る内容を開示することが求められています。

レジュメに矢印を書いているのは私のコメントでして、多くの二段階買収は、公開買付けの時点で二段階目の内容についても決定しているはずですから、この規律はまさに合理的と思われる。また、二段階買収であっても、二段階目の内容が不確定であるということもあり得るわけですが、この要請がありますので、対象会社としては二段階目の内容がどうなるかについて意識的に検討するようになるといった事実上の効果も期待できると思われる。そうであれば、公開買付けの強圧性の原因たる、二段階目がどうなるかわからないという不安を取り除くことにも一定の意味があると思われる。

（3）その他の注意事項

①算定書の提出（MBO 等の場合、上場廃止が見込まれる場合）

これは要するに、第三者算定機関の算定書を対象会社が取得することが義務付けられて、それを東証に提出することも義務付けられているということです。この規律の根拠条文は上場規程 421 条でして、先ほどの必要かつ十分に適時開示せよというのとは違う条文です。ここで注意すべきことは、したがってこのルールは公表を予定しているものではないということです。

上場規程 421 条により提出される書類の中には、公衆縦覧に付されるものと付されないものがあることになっていまして、公衆縦覧に付されるものについては、条文上その趣旨が明確に規定されています。しかし、この算定書についてはその文言は使われていませんので、これについては開示の対象にはなりません。ですので、算定書それ自体は、東証には出すけれども、公衆縦覧対象にはな

りません。

東証に提出すべき算定書の内容については、具体的なルールがあります。すなわち、算定書には具体的な過程及び算定の前提条件が記載されていなければなりません。ですから、結論だけが載っているようなものを出すのでは不十分だということです。

具体的な過程とは、具体的な算定方式、それを採用した理由、算定結果の数値などをいうとされています。算定の前提条件とは、算定において前提とした重要な要素として、具体的には、算定手法ごとに必要な項目がリストアップされています。

この算定書は、結論から言って、東証が確認するだけということではあるのですけれども、後に見ますように、実質的には、適時開示事項でもほとんどこれらの内容がカバーされますが、それは後で紹介します。

②MBO等に関する意見表明の適時開示について

まず、必要かつ十分に行うことというのが繰り返されていますが、そのみならず、「MBO等には該当しないものの、これに準じる公開買付け(例えば上場会社の40%以上の議決権を有する者による公開買付けなど)に関する意見表明を行う場合には、MBO等の場合と同様に充実した開示を行うことが考えられます」と書いてあります。

これは恐らく事実上の要請で、推奨事項だと思われるのですが、いずれにしろ支配株主の概念がやや狭めに規定されていることから、その漏れを拾おうとする趣旨ではないかと思われます。

(4) 開示事項及び開示・記載上の注意

①公開買付けの開始時の開示

まず、自社に対して公開買付けが行われる場合、対象者は、公開買付けの発表等があった旨を適時開示しなさいということになっています。

この規律は、公開買付公告とか、公開買付届出書の提出があった場合のみならず、それ以外の方法によって公開買付けを行う旨の発表があった場合にも適用されます。ですから、金商法では、公

開買付開始公告前には対象者の行為を規制する明文の規律はないわけですがけれども、適時開示規則ではここを規律することになります。それは単にこういうことがあったということを発表するだけです。ですから、全く妥当・必要な開示だと思われません。

②公開買付けに関する意見表明の決定時の開示

これが開示に関して最も重要な箇所ということになります。

<意見の内容、根拠、理由>

第一に、公開買付けに関する意見等を書きなさいということになります。基本的には、意見表明報告書と同様の記載がされることが想定されています。ただ、幾つか上乘せ事項がありますので、金商法では必ずしも要求されていないことが東証の適時開示規則の中では要求されることとなります。

すなわち、対象者が賛否・中立を表明している場合には、MBO等の実施による上場会社の企業価値の向上に関する判断の内容を含め、その理由をわかりやすく具体的に記載しなさいと書いてあります。ここで注目すべき点は、公開買付け自体に対する賛否や中立という意見表明の判断基準として、対価の高低だけではなくて、企業価値の向上に焦点を置くことが前提となっていることです。

これは単なる投資家保護を超えて、社会的に意義のあるMBO等であることを、上場廃止しようとする会社ではありますけれども、東証も、公共的な観点からと言えいいのでしょうか、確保しようとしているといえます。

それから、応募推奨意見の場合ですけれども、買付け等の価格に関する判断の理由、それから公正な手続を通じた株主利益への配慮に関する説明を含めて、株主に対して当該MBO等に応募することを勧めるに至った考え方について記載しなければならないと書いてあります。

ここでいう判断の理由については、算定結果の合理性を確認したうえで、算定結果と比較して買付価格が合理的な水準かどうかという観点から説明するというのが例示されています。

また、算定の前提条件において考慮されていない事象がある場合や特殊な前提条件がある場合は、これを踏まえて記載せよということも例示されています。

例えば、算定結果が市場株価法を用いている場合で、公開買付けに関する意見表明と同時に業績予想の大幅な上方修正を行う場合です。この場合には、対象者が参照した株価、あるいは算定結果の株価が割安だったこととなります。ですから、買付価格が不十分であっても、周りはその価格を参照していますから、見かけ上は高いプレミアムに見えるということがあり得ますから、そのような問題があることを開示させることによって、株主が誤解しないようにするものと思われます。

その逆パターンもあるということですが、省略します。

<算定に関する情報>

株式価値算定書などを取得した場合の規律がありまして、一般論としては、取得していない場合はその旨を記載すればよいことになっているのですが、MBO等の場合には、先ほど見たとおり算定書の取得が義務付けられていますから、それについて事細かに開示することが求められるということになりますが、これも幾つか重要な点があるかと思えます。

①算定機関の名称並びに上場会社及び公開買付者との関係

重要な利害関係がある場合は、その関係の内容の開示が必要であるということになります。そして、その重要な利害関係がある算定機関に依頼する理由を開示せよということになります。さらに、弊害防止措置があるときはその内容を開示しなければいけません。

ここでいう重要な利害関係の例としては、次の四つが挙げられています。①算定機関が関連当事者に該当する場合、②公開買付者（その株主、役員、フィナンシャルアドバイザー等を含む）から斡旋又は紹介を受けた算定機関に対象会社側が依

頼している場合、③算定機関が上場会社・公開買付者の双方から依頼を受ける場合、④算定機関の関係会社から当事会社が投融資を受けている場合など、です。

ここでは恐らく、本来的には算定機関に重要な利害関係がない方が好ましいという規範を前提にしていると思われます。つまり、この開示規制というのは、実質的には Comply or Explain として機能するものと思われます。一般論として、算定機関の利益相反状況を開示したうえで株主の判断に委ねるということは、まさに妥当な規律だと思われる。

このルールについて、特に MBO 等の特則はありません。ですので、この規律のみということになるわけですが、少しでも私見を申し上げますと、公開買付者自体の利益相反関係が典型的に見られる MBO 等の場合には、特に②とか③のような場面というのは、かなり問題があるのではないかと思われるわけです。つまり、買収側から紹介を受けるとか、買収者と共通で選定した算定機関が出してくる算定書というのは、典型的にはかなり歪むおそれが高い、あるいはアメリカなどの経験から言えば、少なくともそういうおそれはあるということになるかと思われます。

ですから、こういうのはむしろ禁止するとか、あるいはせめてそれが必要であるということを積極的に基礎付ける事項を開示させるとか、何らかの規律の強化が必要なのではないかというような疑問があります。

②算定の概要

先ほど見ました算定書で求められているようなこととほぼ同様のことが開示する事項です。

一般の場面と MBO 等の場面に分かれるわけですが、MBO 等の場面の方がより詳細な開示が求められることとなります。

市場株価法、類似会社比較法、DCF 法の三つが例示されています。

類似会社比較法を例にとりますと、一般の場合、つまり MBO 等ではない場合は、そもそも類似会社

比較法についての言及はないわけですが、類似会社比較法を使った算定書を受け取っているとき、MBO 等の場合には、比較対象として選択した類似会社の名称及び当該会社を選択した理由の開示が求められます。要するに、類似会社比較法においてはどのような意味で類似しているのかがまさにこの結論を左右し、そこをかなり恣意的にやろうと思えばできてしまうわけですから、それが開示されるのは重要です。それから、マルチプルとして用いた指標（EV/EBITDA、PER、PBR など）が重要であるのは言うまでもありません。

DCF 法の算定書については、かなり詳細な事項が求められます。まず、算定の前提とした財務予測（売上高、営業利益、EBITDA、フリー・キャッシュ・フローを含む）の具体的な数値、例えば典型的には4、5年開示されている例が多いと思いますけれども、その具体的な数値を記載しなければいけません。ただし、上場維持を前提とする場合を除くと書いてあります。

まず、開示の是非ですが、DCF 法の将来の財務予測については、少なくとも金商法上はこの開示を求める記述はないわけですから、東証の上乗せ規制ということになります。したがって、これの是非が問題になると思うのですが、理論的には、将来情報の開示という側面と営業秘密の開示という側面があるわけですから、これが余りにも厳しいと、MBO の萎縮効果が懸念されます。

しかし、営業秘密といっても、ノウハウの開示等と比べれば、所詮は財務予測にすぎないわけですから、要保護性の程度は落ちるのではないかと思います。また、将来情報ということですが、より詳細な開示がされているアメリカで MBO が萎縮しているという話も余り聞こえてこないもので、それほど懸念することはないのではないかと思います。

また、むしろ日本の現状からしますと、買取価格あるいは買取価格の公正性を支えるのは主として株式価値算定書であることが多いように思われ、他方で DCF の財務予測は不正が行われやすく、そ

してその影響も大きいところですから、それについて開示を要求するのは、まさに妥当な記述だと思います。

但書の例外の話ですが、これは上場維持を前提とする場合ですから、MBO の場合というよりは、支配・従属会社間の公開買付けなどが前提に置かれているのだと思いますけれども、こういう例外があることの理由としては、少数株主として株式を保有し続けることが可能であること等を考慮したという説明がされているところです（注5）。その意味するところが、これらの情報を開示すると、公開買付け後の市場価格に悪影響が生じるということであれば、非常に説得的な理由なのでありますが、他方で利益相反問題への対応という観点から見ますと、上場廃止の場合と上場維持の場合とで差をつける必要性があるかについては疑問です。

それから、財務予測の出所も開示せよとあります。また、より重要なこととして、財務予測が当該取引の実施を前提とするものか否かということも開示することになります。

実例としては、ほとんどが取引の実施を前提としないもの、つまりスタンドアローンの企業価値評価をしているわけです。ですから、シナジー効果を分配しなければいけないとか、あるべきシナジーの分配ということが会社法の方では一般的に必要と言われてはいますが、この算定書の実務とは大分違うわけです。ですから、算定書のレンジ内に入っているというだけでいいのかとか、そういう問題が本来的には会社法の方であるはずですが、いずれにしても、どういう前提で数字を出しているのかを開示させるのは、まさに株主の誤解を防ぐ意味でも重要だと思います。

それから、DCF 法のときの割り算の分母の方ですが、割引率の具体的な数値なども開示することになります。

この割り算の話は結果を大きく左右しがちだということもありますので、これらの開示を要求するのは非常に重要だと思います。しかし、果たしてこれで十分かというところは、やや疑問の余地

もあるように思います。

例えば、小規模リスクプレミアムなどは「特殊な前提条件」に該当するので、そういうものを入れているときには開示せよと説明されていますが、他方で割引率の計算過程については開示不要とされています。しかし、ここは端的に計算過程、どういう項目を考慮して割引率を出したのかという程度の意味の計算過程で、要するに回帰分析というようなものは要らないということですが、もう少し細かい項目の開示程度は要求してもいいのではないかという気がします。

<いわゆる二段階買収に関する事項>

ガイドブックでは、全部取得のケースが例示されています。

一般的な規律として、二段階目の株式の全部取得の予定時期、完全に買収される手段及びその対価、及び一段目の買付価格と二段目の対価に差がある場合はその内容及び差額を設ける理由が開示事項になります。

最後の点は、恐らく公開買付けの強圧性に関する規律だと思いますけれども、この問題を Comply or Explain で対応するというのは難しいのではないかと、これはむしろ原則禁止にして、例外的な特殊な事情があるときには東証と相談のうえで許可するという制度にした方がより妥当なのではないかと思われま

す。MBO 等の場合の特則として、二段階目の行為に買取請求権等が確保できないスキームは使うべきでないという趣旨のものがあるわけですが、これは平成 26 年会社法改正後は余り問題にならないのではないかと思いますので、省略します。

<公正性を担保するための措置>

一般的なルールが大分長くありまして、その後 MBO 等の特則があります。一般的なルールとして、公正性を担保するための措置についての開示が要求される場合には、その措置の例として、算定機関の見解を取得したこと、弁護士等の独立したアドバイスを取得したこと、公開買付期間を 30 営業

日以上に設定することにより、対抗的 TOB の機会を提供すること、取引保護条項の合意を行わないこと、フェアネスオピニオンを取得することなどが例示されています。

例えば 30 営業日で対抗的 TOB が登場すると期待することができる場面もあるでしょうけれども、そうでない場面もあるはずですので、余り説得力がないように私には思われるところです。ただ、これは一般的な規律で、必ずしも利益相反問題はないという場面ですから、それはそれで構わないという気がします。それについては後でもう少し述べます。

それから、取引保護条項の場合の話ですが、これは MBO 等の場合の特則ということになります。すなわち、MBO 等の場合の公正性担保措置の例示は、先ほどの一般的な場面と違いまして、まず算定書を取得したことということですから、これは先ほど申し上げたとおり義務化されていることになります。それから、独立したアドバイスを得た場合にはその旨という点は同じですが、取引保護条項の合意をした場合には、その内容及びその理由、それから、公開買付期間が短期間に設定されている場合において、公開買付期間の延長請求を行わない場合はその理由ということになります。

取引保護条項は使わない方が好ましいという規範を、この規律は前提にしていると思われま

す。一般論としては正しいのだらうと思いますけれども、常に正しいかというと、そうとも言い切れな

いわけです。なぜかといえば、例えば事前のマーケットチェック、事前のオークションをやった、その結果として買収者を決めるという場面においては、事前のマーケットチェックを実質的に機能させるために取引保護条項をセットで約束しておくことがむしろ有益であるということも有り得るわけ

です。しかし、そういう細かい話はガイドブックにわざわざ書くようなことでもないのかもしれない

です。それから、公開買付期間の長短ということですが、特に MBO の場面においては、例えば 30

営業日を確保するというだけで果たして対抗的 TOB の機会を確保したと実質的に言えるのかについては、かなり疑問があるように思われます。対抗的 TOB を日本でも時々見かけますけれども、類型的にこの場面においては対抗的 TOB はしにくいということです。例えば、潜在的買収者にデューデリジェンスの機会を与えたり、買収者間の情報の不平等といったものに対処する仕組みの導入を促すような方向の開示、Comply or Explain 的な開示ルールを導入することも一考に値するのではないかと思います。

それから、次の「利益相反を回避するための措置」ということで、ガイドブックでは項目が(6)公正性担保措置と(7)利益相反回避措置に分かれて規定されていますが、実質的には両者をトータルで考える必要がありますので、余り分けて考える必要はないのではないかと思います、レジュメのなお書きのところです。

ただ、実際の最近の MBO の適時開示を見てみると、ここはまとめて書かれていますので、これはあえて申し上げる必要もないのかもしれません。

<利益相反を回避するための措置>

利益相反を回避するための措置として求められる開示は次のとおりです。

まず、MBO 等の場合の措置というのは、例えば利害関係のある取締役・監査役の関与の排除、それから特別委員会の設置及び諮問・交渉の委託などです。

今申し上げたのは一般的なルールとして、利益相反回避措置の開示が必要な場合は、MBO 等の場合と、意見表明に関し利益相反を回避する必要があると判断される事情がある場合ということになります。

それに加えて、レジュメ 11 ページの下半分に書いていることが、MBO 等の特則としてあります。

MBO 等の場合は、次の内容を含める必要があります。すなわち、利害関係のある取締役・監査役の利害関係の内容及び意思決定過程への関与の有無です。それから、取締役・監査役が公開買付者

との間で公開買付後の役職員への就任等に関して合意している場合には、その内容です。これは、いわゆる潜在的利益相反問題への対応ということになります。

それから、取締役会から独立した特別委員会を設置した場合には、その概要を開示することになります。また、特別委員会の構成に途中で変更があった場合も実務上よく見かけますけれども、何かあったということが疑われますので、その旨及びその理由も開示せよということになっています。

ここで、「取締役会から独立した」と書いているのですが、これは取締役会からの独立を問題にする話ではなくて、買収者からの独立性及び当該ディールの成否からの独立性を問題にすべきだと思います。

それから、独立性を確保する、あるいは投資者に独立性があるかどうかを評価できるようにするために、各委員を選任したプロセスの開示があった方がよいのではないかと思います。

さらには、これは公正研の指針の発想でもありますけれども、今は、特別委員会を設置した時期と、当該取引の検討を開始した時期の開示などが求められていないわけですが、この項目なども一考に値するのではないかと思います。なぜかといえば、一般論として、初期の段階から特別委員会がその検討過程をコントロールしておく方が好ましいからです。

それから、取締役会から特別委員会等に対して意見表明に関する諮問をした場合には、諮問の内容等を開示せよということになっています。

また、特別委員会に対し公開買付者との間で交渉を行うことを委嘱した場合には、その旨を開示せよということになります。

この点についても、基本的に特別委員会が交渉の責任者となっていなければ、特別委員会はお飾りにすぎないという懸念を払拭できないのではないかと思います。ですから、原則として特別委員会に交渉の権限を与えるということを原則として、特別委員会に交渉を委嘱しない場合には、委嘱しない理由の説明を開示

するという Comply or Explain 的な発想を入れてみてはどうかという感想を、ガイドブックを読んでいて持ちました。

④公開買付者と自社株主・取締役等との間における公開買付けへの応募に係る重要な合意に関する事項

これは、応募契約のことが書かれるのが一般的だと思います。ほかの契約があるときにはそれも書かれますけれども、この文脈では応募契約の話が重要だと思います。これは応募契約があるということを書けということなのでしょうけれども、実質的には、ほかの対抗的 TOB が来たときに乗り換えるということをする場合に、その応募契約違反に際して何らかの違約金が発生するのかどうかということが一番問題であると思います。つまり、取引保護条項はありませんとか、対抗的 TOB ができるように 30 営業日を確保しましたと言っておきながら、ここの④のところで、応募契約があって違約金は非常に高額ですということが書いてありますと、対抗的 TOB は現実には起き得ないということになってくるわけです。

ただ、違約金条項の有無については、フォーマットがあるわけではないので、それについて書いている例も多々あるわけですが、その有無それ自体について、そもそも開示事項にした方がよいのではないかと思います。

また、この話は、前述のように公正性ないしは利益相反回避措置と一体として評価すべきものですから、この④の話は、②、③の話と欄としては続いて出てくるわけですが、その相互参照というのがより重要なのではないかという気がします。この話は実は公開買付規制の方で対処すべき話のような気もしますが、同じ問題が東証の開示規則にもあるように思われます。

以上が開示に関する規律でありまして、会社法や金商法で求められているものよりもかなり上乘せ規制が含まれているということがご理解いただけたのではないかと思います。

冒頭で申し上げたとおり、このような規律を守るインセンティブはどの辺にあるのだろうかというのが今日の報告の二つ目の問題意識でありまして、それに関連するのは第3と第5の話ですので、その二点からお話しして、もし時間が余れば、第4の点を少し取り上げることにはしたいと思います。

III. MBO 後の再上場

MBO 後の再上場が、実はこの規律を遵守するときのインセンティブの一つになるのだらうと思います。資料2は上場審査等に関するガイドラインです。

MBO 後の再上場に関して、東証では、2016年12月2日に「MBO 後の再上場時における上場審査について」という文書を発出しています。その内容が資料2に反映されているということになっています。Q&A などがあります。上場審査の視点は二つということになります。これは資料2をご覧ください。

①MBO と再上場の関連性

上場審査では、主導者（経営者・株主）の同一性・連続性、MBO から再上場までの期間の長短などを確認するとされています。

関連性のある再上場は認められにくいということになるのだらうと思います。ただ、若干疑問を呈しますと、関連性があるということだけで再上場を認めるべきでないという方向の議論に果たして理屈があるのかというと、やや疑問があるようにも思われます。確かに、ここでは、MBO の買収者が割安で買収し、高値で再上場して売り抜けることを防ぐことに狙いがあるのは明らかでありまして、その規制目的は非常に合理的です。ただ、MBO によって直ちに経営改革を行って、短期間のうちに再上場したとしても、何ら問題がないわけです。ですから、これを上場審査の際に見抜けない可能性があるからといって、非上場の期間が短いということだけでネガティブに評価すべきではないと思われます。ただ、これは総合判断だと思いますので、ここだけを取り出して批判するのは

フェアではないことではあります。

②プレミアム配分の適切性・MBO実施の合理性

具体的には、MBO時の手続のMBO指針への準拠性などを確認するとされています。

これは、10年前のMBO指針の話ですけれども、MBO指針はいわゆるベストプラクティスを例示するもので、ベストプラクティスをとっていないと再上場をしにくくするというわけですから、やや厳しいという側面もあるわけですが、私としては、これは非常に好ましい規律ではないかと思われま

す。ただ、改定後の公正研の指針は両論併記がかなり目立つわけですね。原則としてこういうのは望ましいけれども、そうでない場面もあるだろうというタイプの記述が目立つわけですね。そうだとしますと、これに準拠しているかどうかというのはなかなか一概には評価しにくいのではないかと思われま

す。その意味では、今後はMBOの当事者が、例えば改定後の指針の精神をよく理解して、実質的にその精神を生かして取引を行ったかと、ちょっと精神論ですけれども、そのような形になるのではないかと思われま

す。MBO時の計画、こういうことをするので上場廃止にするのですという計画を発表してやるのが一般的ですけれども、その後の実際の進捗に乖離があるケースも少なくないと言われています。そのような場合であっても、一律に拒否するというのではなくて、再上場の審査のときにその理由を合理的に説明できるのであれば問題視しないということ

です。いずれにしても、MBO後の再上場というのはケースバイケースの総合判断によるということになるわけですから、形式的な制限はしない(MBO後、一定期間は再上場を認めないといったルールはない)という方針はまさに適切なものと思われま

す。以上が概要ですけれども、では、先ほど見たMBOのときの適時開示規則違反があった場合に、果たしてそのことは再上場審査でどのように評価され

るのかということでもあります。もし違反があった場合には、次の2点で再上場が認められにくくなる要素として働くということです。

1点目は、MBO実施時のプレミアムの適切性、MBO実施の合理性の審査の中で開示違反があったということはネガティブに評価されるということ。2点目は、一般的な上場審査基準の一つであるところの「企業内容等の開示を適正に行うことができる状況にあること」という審査項目についてもネガティブに反映されるということです。ですから、再上場を考えているケースにおいては、適時開示規則を守るインセンティブは非常に強いということになるかと思

IV. MBOによる上場廃止の局面で、上場規則を守るインセンティブはあるか？

上場規則を守るインセンティブはあるのかということについて、思いつきを雑多に5点並べてい

ます。

①ルールに違反すること自体に対する心理的な抵抗感(良心が痛むということ)があるのかもしれない

です。

②上場廃止後も企業は存続するので、上場規則あるいは東証の指導を無視してMBOを行った会社、といった評判の低下を避けるために、上場規則を守るインセンティブがあるのかもしれない

です。

③上場契約違約金制度があるから(最大9,120万円)ということもあるのかもしれないわけですが、果たしてこれに実効性があるのかというと、よくわからないところがあります。

④再上場時にサンクションがかかる可能性があるということです。特にファンドが参画して行うMBOや、LBOファイナンスによって資金調達をしたMBOであれば、ある程度のところでexitするのが一般的だと思います。その出口戦略としては、再上場か、M&Aかというのが大きな二つの選択肢だと思うのですが、そのうちの一つの再上場を行う可能性がある場合には、東証の規則に従うインセンティブがあると思われま

します、でも子会社は言うことを聞きませんでしたというケースにおいては、親会社として何もできないということがあり得るわけですから、そういう場面においてどうなのかというのは若干気になりますけれども、いずれにしろ、そういう場面でも恐らく親会社がきちんとその後も関係を持つということから、守らせるということになるのだろうと思います。

それはさておきまして、MBO の話で特に典型的なのが次の⑤で、これが実質的には一番重要なかもしれません。すなわち、⑤公開買付けの資金を融資する銀行等が、融資の前提条件や期限の利益喪失事由に上場規則の遵守を入れているケースが、数件見ただけですけれども、多いように思われます。

例えば、レジュメに記載のケースであれば、前提条件と期限の利益喪失事由において、取引所のルールに違反したとか、そういう指摘がないことを前提に融資しますということになっており、これを守らないとそもそも公開買付けはできないということになりますから、買収者側、そして取引所の規則を守るのは対象会社ではあるのですが、そこは MBO ですから友好的にやっていますので、そこについては協力的に遵守するというのが一般的な現象なのではないかと思われる。

V. 上場廃止の一般論

1. MBO の目的～上場コストの削減

MBO の目的の一般論の話から入るわけですが、様々な目的があるわけですが、その一つの理由として、上場コストの削減というのが掲げられるのが一般的だと思います。その上場コストの削減という中にもいろいろな意味があると思いますけれども、大きく次の二つに分けられると思います。

- ①東証に対して支払う金銭などの直接的なコストや、上場規程の遵守など東証から受ける指導に従わなければいけないことなどから生じる間接的なコスト
- ②有価証券報告書を提出することなど金商法上

の継続開示規制に服することに関する直接・間接のコスト

2. 有価証券報告書提出義務の免除を得る場合

有価証券報告書の提出義務を免れるというのが一般的には重要な話だと思いますから、そのためには一定の要件を充たす必要があります。普通は上場会社であれば新株発行等を過去にしていますので、金商法 24 条 1 項 3 号ルートでの提出義務が及んでいますから、そちらの免除の要件も充たす必要があるということになると思います。ですから、株主数を 25 名未満にする必要があるということになりまして、これは普通はキャッシュ・アウトをするということになるわけです。

3. 上場廃止のみの場合

他方で、上場廃止だけすればよくて、有価証券報告書は継続的に出してもいいという会社は、論理的にはあり得ないわけではないわけです。そういうような上場廃止はするけれどもキャッシュ・アウトはしないということは、そもそも認められるのかということです。

上場規程を見ますと、608 条で、上場廃止申請書を提出すれば上場廃止できるかのように読めるわけですが、東証の実務では、上場廃止する旨の株主総会決議をするだけで上場廃止することは認めていないというふうに教えていただきました。担当の方によりますと、上場廃止する旨の株主総会決議をするだけで上場廃止できますかという問い合わせがあった場合には、レジュメ 15 ページに記載のような回答をするということです。要するに、株主保護の措置を十分に講ずる必要があるのではないか、そういう配慮をせずに上場廃止申請をしても受理しないということだそうです。

その理由は、上場会社が自発的に上場廃止を行って、かつほかの取引所などでも売買機会がない、流通市場がないということになりますと、これは一般株主から流通の場を奪うことになるわけです。ですから、事前に公開買付けを行うなど不特定多数の株主に売却機会を与えるというのが重要だと

ということです。

確かに、上場廃止をいきなり公表することになりますと、非流動性ディスカウントを前提にした株価が形成されるということになるはずですから、株価は突如下落することになるはずですが、それはまさに投資者に不測の損害を与えるおそれが高いわけですから、この運用というのはまさに正当な取扱い、妥当な取扱いと言ってよいと思います。

ただ、上場規程に明文の根拠があるのかというのはよくわからないところです。解釈論としては、プロ向け市場である TOKYO PRO Market の場合は、上場廃止する旨の株主総会決議があるだけで上場廃止申請を認めるという規定が、レジユメ 15 ページに記載のとおりあるわけですが、それについては本則市場のところには規定がないので、その反対解釈をするということなのかもしれません。いずれにしても、ここはもう少し明示的に規定しておいた方がわかりやすいということかと思えます。

4. キャッシュ・アウトの上場廃止事由

キャッシュ・アウトするというのは一般の実務ですが、その手法は、過去は全部取得条項付種類株式の全部取得、現在であれば、株式等売渡請求又は株式併合ということになります。対応する規定が上場規程 601 条 1 項 18 号、18 号の 2、20 号です。

具体的にいつの時点で上場廃止事由に該当することになるのかということについては、規程施行規則 601 条で規定されています。全部取得条項付種類株式の全部取得については、規程施行規則 601 条 15 項 2 号によるということです。

すなわち、上場会社から株式の全部を取得することが確定した旨の書面による報告を受けた日に上場廃止基準に該当したこととなります。実際には、株主総会決議で承認された日となるのが実務ということです。この時点で上場廃止が決定されるということです。

上場廃止事由の存在を判定する日と実際に上場廃止となる日は区別されていまして、全部取得の場合は効力発生日の 2 営業日前に上場廃止となる

ということが規程施行規則 604 条 6 号に出てきます。

株式等売渡請求の場合については、以上の話について 18 号と言っていたのを 18 号の 2 という形で読み替えていただきますと、全く同じ話ということになります。違うのは、総会決議ではなくて承認の日になるということですが、その点を除けば、スケジュールは全部取得の場合と同じということになります。

株式併合の場合については、実は明文の規定がないそうでありまして、上場規程 601 条 1 項 20 号の一般規定を使って処理しているという整理だと伺っています。ただ、運用としては、全部取得のケースと全く同様の取扱い・スケジュールで運用しているということです。

5. 株主総会決議の取消・売渡株式等の取得の無効と上場廃止

株式併合についての株主総会決議があつたけれども、後で取消判決が出たとか、あるいは売渡しの無効判決が出たとか、そういった場面ではどうなるのかということのを少しだけ検討したいと思います。

株式併合を例にとりまうけれども、実際には、いわゆるアムスク事件で全部取得条項付種類株式の株主総会決議が取り消されたことがあると思えますけれども、そういう場合に果たして上場廃止の判断はどういう影響を受けるのか、あるいは受けないのかという話です。

通説・判例によれば、決議取消判決には遡及効がありますから、会社法上の議論としては、当該株主総会決議はなかったことになるわけです。そのことと東証の上場廃止事由該当性はどのような関係に立つのだろうかという問題です。取消判決には対世効（会社法 838 条）もあるということも考えますと、東証の上場廃止決定にも影響を及ぼさないのだろうかということです。

論理的には、判決のタイミングで二つの場合に分けることができまして、一つ目は、判決が非常に早く出て、上場廃止日までに取消判決が確定す

る場合ですけれども、これは非現実的ですから省略しまして、二つ目の、上場廃止日の後に決議取消判決が確定する場合が検討対象になるかと思えます。

この場合、もう既に上場廃止になって、株主に対しては現金が渡っているというようなことになった後で、忘れた頃に取消判決が出るわけです。ですから、非常に困難な状況に陥るわけですが、取消判決には遡及効があると言ってみたくて、取消判決確定と同時に上場が遡及的に復活するなどというのは非現実的ということになると思えます。そうだとしますと、遡及効の制限をしておくのが妥当な結論なわけですし、それについては、これは会社法の問題なのか、それとは別の問題として東証の上場廃止の判断においては余り遡及効云々の議論は及ばないと考えるのか、どういう処理にせよ、いずれにせよ、取消判決があったからといって上場廃止事由がなかったという判断をすべきではないという結論は言えるのだろうと思えます。

ただ、そうであれば、端的に遡及効を制限するような規定を用意しておいてもらえれば本当はよかったです。平成 26 年改正では、キャッシュ・アウト目的の株式併合の規律を整備したわけですが、事前・事後備置期間などは 6 か月間という規律になっているにもかかわらず、無効の訴えはないので、要するに取消訴訟の 3 か月を超えたところの残りの 3 か月分の開示の趣旨は何だろうか、そういういろいろな議論があるわけです。いずれにしましても、ここはやや気持ち悪いところはあるのですけれども、結論としては、復活することはないということになると思えます。

ただ、会社がその後決済の巻き戻しをしまして株主数が増えたということになったとき、しかもその後もう MBO はさすがにできないということになったときには、やはり上場を復活したいと考えることもあり得ると思えます。そういう場合には、再申請するのではないかとということにして、このあたりの処理の仕方については、これもまた東証の方に教えていただいたところをベースに報告し

ています。

いずれにせよ、上場の復活はないとしても、遡及的にその株主総会決議がなかったということになると、東証の上場廃止の決定は、上場廃止事由がないのに行われたこととなって、業務規程に違反した上場廃止の決定をしたのではないかということになって、金商法 127 条の問題が生じるのではないかという疑問はあり得るように思います。

私からの報告は以上とさせていただきます。

~~~~~

#### 【討 論】

○伊藤 どこからでも結構ですので、ご質問、ご意見をいただければと思います。

#### 【上場規則を守るインセンティブ、取引保護条項】

○白井 飯田先生、ご報告ありがとうございます。大変勉強になりました。

二点ございまして、一点が意見で、一点が質問ということになります。

まず、意見の方からですが、レジュメの項目第 5 の MBO の場面における上場規則を守るインセンティブの有無に関する分析ですけれども、飯田先生がご指摘くださった五つの点、特に第 5 点目が実務上効いているのではないかというご指摘は、私も同感です。そのうえで、飯田先生が挙げられたそれぞれの点が遵守させるインセンティブになっているということは私も同感ですけれども、ひょっとしたらそれ以外にも、遵守のインセンティブを与える可能性がある要因と考えられそうなものとして、価格決定とか買取請求の場面では手続の公正さが裁判における重要な争点になるわけですが、手続の公正さを判断するうえで上場規則の遵守というのが考慮要素の一つになる可能性があるのかもしれないと思いました。つまり、MBO の場面であっても上場規則を適切に遵守することで、後の価格決定のリスクを多少なりとも下げることができると思う余地があるのであれば、それが遵守のインセンティブになるのではないか



ということです。

さらには、取締役・役員の実務責任の文脈でも、MBOの場面では善管注意義務の一環として適正情報開示義務があるというのが、近年、日本でも判例法理として確立しつつあるように思いますので、適正情報開示義務という観点からも、上場規則を遵守しない、そして求められている開示をしないというのはマイナスに評価される可能性が十分にありますから、そのことを踏まえ、取締役・役員の実務責任という観点からも、一定程度は遵守させるインセンティブがあるのかもしれませんが。

もちろん、飯田先生の分析が、今回は金商法上の議論のみで整理して、会社法上の観点はあえて除いたということであれば、すみません、蛇足ということになるのですが、個人的には、以上述べたような会社法の観点からのインセンティブ付けというのがあるのかもしれないと思った次第です。

次に、質問の方ですが、レジユメの10ページで、取引保護条項の合意をした場合にはその内容及び理由を開示するというルールについて、飯田先生は、このルールは取引保護条項を使わない方が望ましいという規範を前提としているのではないかと分析されたうえで、それに対する批判として、取引保護条項の中にも企業価値とか株主利益といった観点から望ましいものもあるもので、使わない方が望ましいと一概に決めつけることができるのだろうかとか指摘されているように拝読いたしました。取引保護条項の中には望ましいものもあれば望ましくないものもあるという部分は、私も同感ですが、そもそも締結された取引保護条項の内容と理由を開示するという以上のルールが、使わない方が望ましいという規範を前提とするものであると果たして言えるのだろうかとか、やや疑問に思いました。

つまり、飯田先生が書かれているように、取引保護条項の中には望ましいものも確かにあるのですが、一方で、強力な取引保護条項が締結された場合には弊害が生じ得ることもまた事実で、対抗提案を完全に排除してしまったり、株主の判断機

会を奪ったりするといった問題が生じ得るわけです。その点を考慮しますと、仮に飯田先生のお立場、これは私も同じ立場なのですから、取引保護条項の中には望ましいものもあるし、望ましくないものもあるという立場に立ったとしても、むしろそうであるからこそ、望ましくない取引保護条項の可及的排除の観点から、取引保護条項の内容と理由を開示するという規制は正当化する余地もあるように思います。そのように考えますと、使わない方が望ましいという価値判断に一方的に立ったルールであるという評価が妥当かどうかという点で若干疑問に思いましたので、質問させていただければと思います。

○飯田 上場規則を遵守するインセンティブの話は、全く白井先生の意見が正しいのではないかと思いますけれども、議論の余地はあるのだらうと思います。要するに、東証の上場規則は法律よりかなり上乗せの規制ですから、それに従わないことが、例えば価格決定の公正性の評価でどこまでネガティブに評価されるのか。従っていれば加點事由になるのは明らかだと思うのですが、従わなかったときにどこまでネガティブに評価されるのか。従わないというのは現実的にはあまり想定しにくいのですが、例えばDCFの算定書で余り明確なことを書いていない場合というものはあるかもしれません。いずれにせよ議論の余地はあると思いますけれども、私は白井先生の指摘に全く賛成ですから、ご指摘内容をレジユメで⑥として記載すべきだったなと思います。

それから、ご質問の点については、確かにそうですね。ちょっと Comply or Explain の発想だけで整理しようとし過ぎていたのはそのとおりですので、これは端的にその内容と理由を開示せよということで、いい面もあれば悪い面もあるということから見ればそういうことになるのかなと思います。そこは白井先生の意見に全く賛成です。

ただ、何となくこういう書き方をしたのは、金商法の公開買付届出書の開示とか、あるいは公正研の指針とかもそうかもしれませんが、割と取引保護条項は、当然によくはないものではない

かということ为前提に議論されていることが少なくないのかしらという気もしまして、そこをちょっと言いたかったというだけでありまして、実質的には白井先生の意見と全く同じだと思っております。

○白井 ありがとうございます。

○伊藤 ほかにいかがでしょうか。

○白井 それでは、もう一つ、同じく取引保護条項のところで、取引保護条項の開示ルールは私も適切であると思うのですが、そもそも取引保護条項という言葉がどこまでのものを含むのかというのがよくわからないこともありまして、ご質問させていただければと思います。

飯田先生から事前に送っていただいたガイドブックの215ページでは、「上場会社による対抗者との接触等を過度に制限するような内容の合意等」を「いわゆる取引保護条項」と規定する部分があるのですが、一応「等」という言葉がありますので、接触を過度に制限するノートークとかノーショップのような条項だけではなくて、解約金条項なども含まれるのではないかとおもうのですが、それではそれを超えて、どこまでのものを含んでいると読むべきなのかということをお教えいただければと思います。

そのような質問をする理由ですが、最近読んだアメリカの論文（Fernan Restrepo & Guhan Subramanian, *The New Look of Deal Protection*, 69 *Stan. L. Rev.* 1013 (2017)）の中で、近年のアメリカの取引保護条項の実務は、合併契約の中に取引保護条項を盛り込むだけではなくて、合併契約とは別のサイドアグリーメントを結んで、そのサイドアグリーメントの中で実質的に取引保護条項と同等の機能を果たすようなものを盛り込むケースが散見されるようなのですが、後者の条項は、機能としては前者と変わらないにもかかわらず、ほとんど開示されないという問題があるということが指摘されていました。このあたりのことが、取引保護条項に関する近年のアメリカの問題意識の一つとして位置付けられるのかもしれない。

例えば、合併契約の締結とあわせて買収者が対象会社に対して多額の貸付けをし、貸付契約において、仮に合併が完了しなかった場合には貸付債権は対象会社の株式に転換するというような条項を付けておく。そうすると、結局のところ、貸付契約を通じてストック・ロックアップと同じことが実質的にできてしまうのですが、合併契約とは別の契約であるので、形式的には取引保護条項に関する規制が及ばないかもしれないという議論がアメリカであるようです。あくまで海外の話ですが、そうした問題意識も踏まえ、日本では開示対象になっている取引保護条項というのはどの範囲のものであると考えられるのか、実質的に取引保護条項の機能を果たすものを広く含むという解釈は可能なのだろうかということについて、ご感想等を教えていただければと思います。

○飯田 ガイドブックはどのような法的な根拠があつてこういうことが書いてあるのか実はよくわからないのですが、これを読む限りは、そのようなものは入っていないのではないかとおもう気がします。つまり、ノートークとか、その程度はカバーするのでしょうか、サイドアグリーメントで実質的に取引保護条項的に機能するものをカバーしているのかは必ずしも明らかではありません。特に「接触等を過度に制限するような」というフレーズがあるので、解約金も本当に入っているのかも、このフレーズからはよくわからないと思います。

ただ、解釈としては、いずれにしろ公正性を担保するための措置なので、そういう実質的に学術的な意味での取引保護条項があるにもかかわらず、それを開示していない場合、このガイドブックの趣旨に反しているのかも、よくわからないところもあります。その他の場面では非常にネガティブに評価されるのは明らかだと思います。

いずれにせよこのフレーズだけでは、そういう先端的なサイドアグリーメントによる取引保護条項というのは、まだ想定はされていないのかなという気はします。

○白井 ありがとうございます。

【上場廃止と株式併合の株主総会決議の取消、株主総会決議のみによる上場廃止】

○前田 最後にご報告くださいました株式併合決議が取り消された場合の上場廃止の扱いについて、私も飯田先生がおっしゃったように、一旦上場廃止となってしまうと、株式併合決議が取り消されたからといっても、上場を遡及的に復活させるのは非現実的であって、再度上場申請をさせるという形をとらざるを得ないのではないかと思います。

ただ、このことは、決議取消に限らず、決議無効の場合も同じに考えていいのでしょうか。つまり、上場廃止になった後で判決によって無効が確認されるという場合があり得ると思うのですが、決議無効の場合は、初めから当然に決議はないのですね。それでもやはり一旦上場廃止になってしまったら、上場廃止は覆らないと、同じように考えていいのか、やや細かなところなのですが、お考えをお聞かせいただければ幸いです。

○飯田 非常に悩ましいのですが、例えば株式併合についての株主総会決議があったというのが、東証の規則でいうところの上場廃止基準、上場規程601条1項20号に該当するというような整理になるわけですから、それが総会決議はなかったということになると、本来的には上場廃止事由は存在しないにもかかわらず、東証は上場廃止を決定したということになるので、理屈だけで考えますと、それは株主総会決議の有効性は問わずに、外形的にそういう株主総会決議というものが存在すれば上場廃止事由に該当するのですというテクニカルな解釈をすれば、東証の判断は全く正当だと言い切れると思います。しかし、ある程度そういう決議の有効なものがないと、当然前提になっているということだとしますと、決議の無効とか、あるいは取消しの場合には遡及効があるとか、決議が存在しないという場面においては、これは実は上場廃止事由はなかったということに

どうしてもならざるを得ないのではないかと気がしています。

ですので、法律論をせずに、レジュメの18ページで現実的に無理ですと書くだけにとどめましたのは、そこもありまして、外形的に株主総会決議らしきものがあって、それらしい議事録などが提出されて、それを東証が確認したという手続を踏んだのであれば、それはまさに上場廃止事由の判断としては適法だったというふうな解釈をうまくひねり出すのが必要なのではないかと感触です。先生にも何かご意見があれば、ぜひ教えていただければと思います。

○前田 ありがとうございます。今飯田先生の話をお聞きして、本来は上場規程でそういうことを定めておくのがいいのではないかと思います。つまり、瑕疵があっても株主総会決議をした以上、上場廃止は覆らないということを、上場規程で定めておくことはできると思うのですね。いやしくも株式併合決議をした以上は、上場廃止との関係ではもう後から覆りませんよと定めておく。現行の上場規程のままですと、確かに飯田先生のおっしゃったように、上場が復活しない理屈を考えるのはなかなか難しいように感じました。

それから、飯田先生のご報告の中で、平成26年改正では株式併合無効の訴えの制度が設けられなかったことが指摘されましたけれども、当時の議論では、もし株式併合無効の訴えの制度を設けて遡及効を否定してしまいますと、締め出された株主の救済にならないと考えられたからではなかったかと思います。

つまり、遡及効を否定してしまいますと、まとめた端数分の株式売却は有効だと解さざるを得なくなると、もとの株主は株式を回復できない。結局のところ、株式併合無効の訴えの制度を設けて無効判決が確定しますと、将来に向かって、その状況から反対の比率で株式分割をやるのと同じような処理をせざるを得なくなると、本来株式併合を無効にするのは株主を救済するためであるにもかかわらず、何も株主の救済にならないということで、無効の訴えの制度をやむを得ず断念したと

ということではなかったかと思えます。

○飯田 ありがとうございます。

○伊藤 上場廃止事由の該当性ですが、今の規定を前提にした解釈であれば、再々議論に挙がっているように、会社法上の決議の効力と上場廃止事由の該当性は全く関係ないと解釈するしかないと思えますし、上場規程でルールをつくった方がいいと思えます。

ここは、会社法上の考慮を一切遮断しないと、かなり困るのではないかと私は思っています。といますのは、会社法には決議の効力の遡及効を否定するルールはありますけれども、その場合も将来効はあるのですね。会社法上の行為が無効になれば、遡及効を否定するルールがあるなら、遡及的には無効にならないけれども、将来的には無効にするというルールのはずなのですね。

売渡株式の取得の無効についても、将来的には無効にしますので、そういう考慮を上場廃止事由該当性の方に持ち込まないようにする必要があるかと思えます。

○飯田 なるほど。遮断すべきということで、このことに関しては全くそうすべきだなという気がします。

しかし、将来効は、上場廃止事由の該当性を判断した時点での判断の適切性というか適法性というか、根拠があるかという観点で考えると、将来効だけというか、遡及効がなければ、過去の東証の判断はその時点では正しかったということになるのではないかなという気がしてまして……。

○伊藤 いえ、それは、判決が確定したとき以降、正しくなくなるということになるのではないのでしょうか、遡及効を否定する場合は。

○飯田 上場廃止の決定というのがある時点でなされたら、そこで完結しているのではないかなと思うのです。

○伊藤 ええ、もちろん。

○飯田 そうすると、その後になって、ここから先はその根拠の上場廃止事由はありませんでしたよということになったとしても、そこは過去の上場廃止の決定には影響を及ぼさないのではない

のかなという気がします。が、あまりこれは議論を詰めるべき論点なのかという……。

○伊藤 ええ、結論については特に争いはないです。

○北村 確認と質問が一点ずつです。

一点は、レジメの17ページの下から2行目に「遡及効の制限が必要」と書かれている部分です。これは、上場規則で遡及効を制限する何らかの手当てをすべきということでしょうか。例えば株主総会決議がいったん行われれば、それに従って上場廃止を決定すればよく、決議取消しは上場廃止の効力に影響しないという意味の遡及効の制限なのか。あるいは会社法上の手当てが必要であるという趣旨のことをおっしゃっているのか、どちらなのでしょう。

もう一点は、15ページの「上場規程に明文の根拠があるか？」というところです。14ページから15ページにかけて、東証の実務では、上場廃止する旨の株主総会決議だけでは上場廃止を認めないと述べられています。ただ、会社法上、上場廃止というのは重要な業務執行であり、機関決定としては取締役会決議で行うことができ、ただ、それを決議してしまうと、取締役の善管注意義務違反が問題となる、ということだろうと思います。それを前提に「上場規程に明文の根拠があるか？」という問題提起に対し「PRO-Marketの規定の反対解釈」とありますが、反対解釈をしたらどうなるのかというのがよくわからなかったので、お教えいただければと思います。

○飯田 遡及効の話ですけども、ここで書いてあることは、要するにさかのぼって上場廃止事由はなかったことになるという結論を避けるためには、遡及効を制限する必要があるということを書いただけですので、そのルートとして、先ほど来の議論のように、上場廃止事由の該当性のところでは、会社法の世界と切り離されたものとして考えるというルートにしておけば、差し当たりは影響の少ない、広がり少ない議論になって、余り異論のないところかなという気がしています。

ただ、一般論として、株主総会決議の遡及効で、

特に第三者との関係で、取引の安全について表見法理の規定を適用して安全を図りますとか、そのような議論をしてきたわけですが、昔の学説のようにここは本来的にはもう少し議論する余地のあるところではないかなという意味も含んでおりますが、少なくとも会社法上どう解釈すべきかということについては、留保というふうに回答させていただければと思います。

それから、上場廃止の申請の話ですけれども、要するに反対解釈と書いたのは、TOKYO PRO-Marketであれば、株主総会特別決議を経れば上場廃止申請できると書かれてある。その裏返しとして、それが書かれていない場面においては、それはできない。上場廃止申請の、上場規程 608 条が親の規定であって、その特則のところ、本則市場の場面とプロ向け市場の場面があって、TOKYO PRO-Market の方にはそういうことが総会でできると書いてあるのだったら、それを書いてない本則市場の方ではそれはできないということが含意されていると読み込めばいいのかもしれないということです。けれども、そこまでして、東証の実務を擁護する必要があるのかというのはちょっとわからないところです。

ただ、結論としては、要するに総会決議だけでは受け付けないという処理の方が好ましいような気がするので、そういう価値判断先行型の議論しております(笑)。

○伊藤 今の北村先生の二つ目のご質問ですけれども、今おっしゃったような反対解釈はやはり無理があって、端的に上場規程にルールはないと捉えるべきではないかと考えます。

上場廃止をすれば、株主の利益が害されることは確かです。だからこそ株主総会の決議のみならず、株主保護のために必要な措置はやはりとられる必要があると思います。大事なのは売却機会の確保でしょう。ただ、そういう考慮は、会社法上の株主保護であるとか、あるいは金商法上の投資者保護という考慮です。本来は会社法ないし金商法に適切なルールが設けられなければならない事柄ではないかと思えます。

しかし、現状そのようなルールが会社法にも金商法にも明示的には存在しないわけですね。そういう状態で会社からの上場廃止をこのように制限しようと思えば、これは上場契約にきちんと書いておくか、上場規程にその旨を定める必要があるのではないかと思います。

これは、上場会社側からの上場契約の解除を制限するという話ですので、取引所の担当者がこれは受け付けないことにしていますと言うだけで済ませてよいのかはかなり疑問なのですけれど。

○飯田 全くおっしゃるとおりだと私も思っております。そもそも抽象的には完全に上場会社と東証の間の契約なわけですから、それをやめたいと言っているときに、契約のどこにも根拠がなさそうなことを理由に解約を制限することはできないのではないかということについては、全く伊藤先生のご議論に賛成です。

会社法に書くとか、金商法に上場の是非について書くというのが書いてあれば、そちらに委ねることになるのですけれども、そうでない現状においては、結局のところ、上場規程のところで、及び取締役の義務などのところで、考えざるを得ないのだらうと思います。

そういう意味で、先ほどの繰り返しですけれども、価値判断先行的に言えば、無理な解釈をして妥当な結論を導こうとしているというふうにご理解いただければと思います。

### 【公開買付価格の公正性の開示と買付価格の変更】

○梅本 大ざっぱな話で恐縮ですけれども、今日のご議論だと、上場規程で、算出根拠ですとか、算出機関についてですとか、結局のところ、公開買付価格の正当性というか、これが公正な価格だよといったことをきちんと説明しろということだったのではないかと思います。

また、金商法上もそういったことが求められると思うのですけれども、ただ、あまり企業価値の見地からこういう価格が公正だということを言ってしまうと、最近ありますように、対抗的な TOB

が出てきたときどう説明するのだろうと疑問に思うのです。対抗相手が高値で TOB 価格を提示すると、あとから自らも TOB 価格を引き上げたりしますが、そうすると、最初提示していた額は何だど。最初はこれが公正だと言っていたのに、対抗者が出てきたら、またこれよりも高い買付価格を出すというのは何かおかしくないのかなという気がしないではない。このあたりはどう考えればいいですか。対抗的な TOB が出てきた後に、買付価格を引き上げるに当たって、その価格も公正な価格だという説明をする必要があるのか、いや、それはまた別の段階になるので、そこはもう自由にやってくれという話なのか、どうなのでしょう。

○飯田 確かにそうですね。100 円が公正だと言っておいて、後で対抗馬が来たから 120 円が今度は公正ですと言うのは、いかにも二枚舌な感じはします。けれども、結局、公正性は幅のある概念で、最低限 100 円以上であれば公正だとかというふうな整理をしておけばいいのかなという気がします。

先生がおっしゃったことは、むしろ、価格が公正だから応募すべきだとかといった意見を表明させるということは、そもそもオークション状況が予定されている公開買付けの場面では、制度の本質的なものと矛盾するというご意見でしょうか。

○梅本 DCF みたいなものを使って、企業価値からしてこれが公正な価格だと言うと、あれ、最初言っていたのと違うではないかという話になります。市場価格にこの程度のプレミアムを乗せるので応募してよと言うのなら、相手が出てきた場合には、またこれにも若干上乗せというのは、何となくわかるような気がするのですけれども、企業価値、これが公正な価値だと言いながら、なぜ上げるのという素朴な疑問を常々感じているのです。全く法律的な話ではなくて恐縮です。それは私の感覚がおかしいと言われれば、そうかもしれないです。

○飯田 でも、DCF でレンジを出していて、もともと最高値でオファーしなければいけないという規範があるわけではないので、DCF のレンジの

中のある程度買収者もそれなりの利益が得られる価格で最初オファーを出して、対抗オファーが来たので、ぎりぎり利益を出せるところまでは上乗せできますよということですから、必ずしも DCF を使ったからといって、矛盾するとか、おかしいというふうに私は感じません。

○梅本 瑣末な話ですが、レンジを超えて相手方がオファーしてきた場合、それを上回って価格を提示するという場合があると、やはり何か差し障りはありますか。

○飯田 そういうときは確かに買収者側の振り舞い方——そもそも買収者が DCF のレンジを出すかというのがあります。仮に出していたとして、——としては、やはり事情が変わったので DCF を取り直しまして、高い評価をしてもらって買収するというのがよくあるケースではないかなという気はします。

いずれにしても、買収者としても赤字を出すような買収は普通しないと思うので、そうだとすると、よほどのケースではそういう対応をするのではないかなと。それはそれで、別に問題視するようなことではないような印象を持っております。

○梅本 ありがとうございます。

#### 【上場規則による少数株主保護の実効性】

○黒沼 MBO 等に関する上場規則のうち企業行動規範と言えるのは、株価算定書を出せというものだけで、あとは開示ルールになっているわけですね。また、MBO の場合には、どうせ上場廃止になってしまうから、これを守るインセンティブは余り大きくないと考えられる。そうした場合に、少数株主を保護するために上場規則でルール付けていくことは有効なのか。今後それを広げていくべきなのか。そのあたりをどうお考えなのか、お聞かせいただければと思います。

○飯田 取引所はこの MBO の場面の規律を非常に厳しくしていますが、それを守るインセンティブがあるのかというのがそもそもの疑問だったのです。ただ、他方で、先ほど白井先生との議論でもあったように、こういう実務が積み重なるこ

とで、ほかの会社法上の制度での評価とか、公正性の評価とか、そういうところに影響を与えてくれるというかなり間接的な形ですけれども、長い目で見れば有意義なものなのかなという気はします。

ただ、本質的には、この話というのは、いずれも会社法ないしは金商法で——特に開示に関しては——書いておいてしかるべき話がほとんどだと思います。算定書の提出については、会社法上の議論なのではないかなという気がしております。

○黒沼 例え公開買付けの際に、少数株主の過半数が応募しなければ次の段階に進まないというような条件を付けて、それを守らせるというのは、少数株主の保護にとって意味のあることだと思います。ただ、それは買付側のルールですから、対象会社のルールにはしにくいのです。

ですが、例えばそういう条件が付いていないような、そういうことを買付者に約束させられなかったような場合には、ちょっと暴論ですけれども、たとえ MBO が行われて全部取得されても上場廃止にしないというルールをつくっておけば、その会社は東証にお金を払い続けなければならないし、上場会社はディスクロージャーの義務がありますから、開示費用も節約できないわけです。そうすれば、公開買付者に対する行為規範も入れられるのではないかと思うのですが、ちょっと突拍子もない考え方ですかね。

○飯田 株主一人であっても上場し続けるというケースですね。論理的にはあり得ます。そこまで東証で規律を頑張る必要があるのかというところが問題でして、確かに、ほかの規律が非常に緩やかであって、しかし東証としては、少数株主保護はもっと充実する必要があるという経営判断というか、自主規制法人の判断としてそういう判断をすれば、そういうことはあっても、別に論理的にはおかしくない話だとは思いますが。

しかし、現状でそこまでやる必要はあるかというのは、私はそこまで必要ないのではないかなと、もう少し緩やかなものでも大分実効性を持っているのではないかと思っています。

### 【支配株主】

○片木 細かな点ですが、2ページから3ページにかけての用語のところを教えてくださいいいですか。

支配株主の定義が3ページに出ていて、これは上場規程2条42号の2だろうと思うのですが、「親会社又は議決権の過半数を直接若しくは間接に保有する者として施行規則で定める者」、すなわち親会社プラスこの規則で定める者とある。その親会社というのは、上場規程2条2号の定義で、財務諸表規則8条3項に規定する親会社ということで、同規則8条3項、具体的には8条4項1号・2号・3号で、50%の場合、40%の場合、40%未満の場合という三つを会社法施行規則と同じように規定しているかと思うのですが、それで、過半数を大体原則としているのだというご理解のようですが、そこについて教えていただけませんか。

○飯田 確かに40%でも親会社基準を充たす場合もありますけれども、ここで申し上げたかったのは、例えば35%とかで実質的に支配株主である場合——それを支配株主と評価するかは疑問もあり得ますけれども、理論的には支配権を握っているという場面であれば——それは恐らく取りこぼすのではないかということです。東証のルールの基本的な発想は過半数基準なのですけれども、実質基準も入れているところがありますから、先生がおっしゃるとおりで、レジュメとしてはややミスリードで誤解を招く記述があります。が、例えば38%で従属会社を買収するというときには、これは恐らくMBO等の定義の対象外になるのだと思うのですが、果たしてそれでいいのかという問題はあり得るかというものが報告の趣旨でした。

### 【算定書の審査、開示】

○加藤 取引所がどこまでMBO等の問題に関与すべきかという話について、金商法には、主に買付者側の規制であるという限界が存在するように思います。ですから、取引所がMBO等の問題に

関与することの意義として一番重要なのは、対象会社側の行動を実効的に規制することが可能になるという点ではないかという気がします。

具体例を挙げると、東証による MBO 等を対象とした規制の中に、対象会社側が入手した算定書を東証に提出することが含まれていることは、非常に重要であると考えています。算定書の存在は、対象会社を買収者を相手方として実質的な交渉を行うことを可能にする手段としての意味もあると思います。ただ、算定書の原本を適時開示といった形で一般に開示することを求めるのではなく、東証への提出を義務付けることに留まっているので、規制の実効性を別に検討する余地があると思います。

例えば東証が算定書を突き返した例はあるのでしょうか。仮に東証が算定書の割引率の算定の仕方などについて実質的な審査を行っているのであれば、算定書の東証への提出義務にはそれなりの意味があるように思います。もし内部事情を飯田先生がご存じであれば、教えていただきたいのですが。

○飯田 知りませんが（笑）。まあ、実質審査までしていなくても、こういう項目の載ったものを取得しなさいよということを義務付けること自体にも意味があるのではないかという気はします。

私の意見では、これは本来的には意見表明報告書の添付書類とかにして、しかしそれは開示しないとか、そういうぐらいのレベルの話であって、本来的には金商法で解決し、また、その場合は金融庁がまた実質審査するのかという問題はありますけれども、実質的にパネルのようにやるのかとか、そういう論点はあるとは思いますが。他方で、例えば割引率で怪しげな計算をしていることが発覚した、つまり東証は気がついたというときにどう対応されているのかというのは、確かに興味深い問題だと思います。

○加藤 ありがとうございます。

○洲崎 レジュメ 7 ページの算定機関の利害関係に関する話ですけれども、重要な利害関係の例

として①から④まで挙がっています。②と③は、公開買付者が算定機関の決定に関与している場合かと思うのですが、MBO の場合は、会社が算定機関に依頼する場合でも、事実上は会社の経営陣イコール公開買付者なので、会社が依頼する場合だと、利害関係はその時点であるといえます。だから、MBO の場合は、利害関係がありそうだとすることを前提にして、その後の実際の算定のところで非常に詳しい開示をさせているのかなと思ったのです。

そのような理解からしますと、7 ページの下 3 分の 1 あたりにある「←MBO 等の特則は不要か？」というところで、「上記②と③のうち」として、②と③に限定して、算定機関が MBO の成否に関して利害関係を有する場合を取り上げておられるのですが、MBO の場合は、別に②・③ではなく、対象会社が算定機関を選定して依頼する場合でも、特別委員会にその選定をさせるのでない限りは、基本的に利害関係が非常に強くあるのではないかなと思ったのですが、いかがでしょうか。

○飯田 全くおっしゃるとおりです。私の想定では、当然特別委員会が算定機関に依頼しているという場面を想定しても、なお②、③というのは本当にだめなのではないかと、そのような気持ちでいましたが、おっしゃるとおり、そのような前提はどこにも書いてありません。ですから、特別委員会ではない人が、要するに対象会社の普通の取締役会のレベルで①から④のような重要な利害関係があるようなケースの人に算定機関を依頼するというのは、本来的にはやはり、特に MBO 等のときにはおおよそ好ましくないと思っております。ですから、そういう意味では、この←のところは不十分な記載だったと思います。

○洲崎 ありがとうございます。

【会社情報適時開示ガイドブックの法的な根拠】

○志谷 先ほど飯田先生がご報告の中で少し触れられたのですが、それは会社情報適時開示ガイドブックであるとか、あるいはほかにも、ご報告の中に上場審査等に関するガイドラインとかいう



のがあるのですけれども、それらの法的な根拠、つまり、なぜこれは守らなければいけないのかということについて、もし何かお考えがあるようであれば、もう少し教えていただきますとありがたいのですが、いかがでしょうか。

○飯田 関係性は、恐らく開示規則の詳細を会社情報適時開示ガイドブックで定めるとか、あるいは上場審査基準の詳細を上場審査等に関するガイドラインのようなもので書いてあるという関係だったのではないかと思います。

ですから、いずれにしろ、ある種行政解釈というか当局解釈が示されているという関係性なのだろうと思います。

○志谷 上場会社と取引所との間には上場契約があるわけですね。私は文言を直接存じ上げないのですけれども、その上場契約の、ひょっとすると包括的に取引所が定めるルールについては、守りなさいよというような趣旨の文言が入っているのかどうかということ、取引所の方で教えていただけましたらありがたいのですが、いかがですか。

○飯田 入っているそうです。

○志谷 それがまあ根拠だということなのでしょう。

○飯田 適時開示の一般論については、10月の会でご議論いただくのがよろしいのではないのでしょうか（笑）。

○伊藤 去年の12月の研究会のご報告によれば、取引所が定める上場規程等を遵守することは上場契約で約束されていたかと思えます。

ただ、志谷先生のご質問に関連して気になるところが、会社情報適時開示ガイドブックは、例えば上場管理等に関するガイドラインとはやはり違うのではないかと思います。上場管理等に関するガイドラインというのは、取引所がそのような業務を遂行するときに、自分でこういうのに従いますよと言って約束しているものですが、ガイドブックというのは、東証ホームページの説明によれば、上場会社の実務担当者向けのマニュアルとして利用されることを目的につくられてい

るもので、適時開示や企業行動規範に係る実務上の取扱いを体系的に取りまとめたものとされているだけです。

つまりこれは、本来は上場会社向けのマニュアルにすぎないもので、これが取引所の自主規制の根拠になるのかというのは、怪しいと思うのです。私は、こういう MBO 等についての重要なルールは、やはり、上場規程であるとか規程施行規則に定められるべきではないかと思うのですが。

○飯田 明確化という観点からは、それがいいのだと思います。ちなみに、東証の規則集の1014ページに、株券上場契約書がございます。その1項目のところを読みますと、「取引所が現に制定している、及び将来制定又は改正することのある業務規程、有価証券上場規程、そのほかの規則及びこれらの取扱いに関する規定のうち、上場株券等に適用のある全ての規定を遵守する」というのが上場契約書の1項に入っておりますから、ガイドブックも含めて、これらの取扱いに入るのではないかというふうに思われますから、これでいいのではないですかね。

○伊藤 いやいや、私はそれではよくないと思います。だって、規定ではないですから、ガイドブックは。

○飯田 取扱い……。

○伊藤 しかし、上場契約書の文言からしても、取扱いを単に記しているものであればよいのではなく、取扱いに関する規定でなければいけないと思います。上場管理等に関するガイドラインは、取扱いに関する規定と位置付けられますけれども、ガイドブックは、取引所の説明によれば、上場会社の担当者向けのマニュアルにすぎないものです。それを規定だと言うのはおかしいように思います。

そういうことをやっていると、上場会社の管理が不透明になるのではないか、ということ私はいいたいです。

○飯田 確かに、例えばガイドブックはそもそも書籍でしか売っていないとか、不透明だというのは全く同感でして、私もこれを準備するのに非常に苦労したわけです。初めてこれを購入して開

いたので、伊藤先生のご意見に全く同感で、これはぜひ規則化するのが本来あるべき姿であるということは、全くおっしゃるとおりだと思います。

#### 【MBO後の再上場】

○松尾 13ページの「MBO後の再上場」に関して書いておられるところで、再上場を認めないことが抑止力的に働いている、MBO時の規則遵守を促すとお書きになっています。再上場を認めるか否かの審査の視点として、主導者の同一性・連続性というのがあります。これは同じ会社が再上場する場合には、MBO時に規則に違反していたりすると、再上場は認められにくくなるということだと理解しています。そうすると、例えば再上場直前ぐらいの段階で別のファンドにそれなりの値段で売って、そのファンドが再上場申請すると通りやすいということにならないでしょうか。だとすれば、規制の目的として書いておられる、MBOの買収者が割安で買収して再上場で高値で売り抜けるのを防ぐということは、潜脱されてしまうようにも思います。

○飯田 ちょっとご質問の趣旨を聞き漏らしてしまったのですが、要するに、MBOのときのファンドがM&Aとかで株式を譲渡して、そのファンドが上場申請を主導したときに、それがこの審査基準ではすり抜けられるのではないかということでしょうか。

○松尾 そういことです。すり抜けやすくなるという理解でいいのですかね。

○飯田 そうですね、きっとそうなのでしょうね。主導者の同一性とか連続性という観点からいくと、同一性がなくなるという意味では、上場しやすくなるという方向に働くのだらうと思います。

ですから、やはりこれは、あまり個別の項目を取り出すというより、全体的な評価なのではないかなと想像するところではありますけれども。

○松尾 そうすると割安で買収して高値で売り抜けることを防止するというのは、今のように審査をすり抜けられるとすると、再上場して得られるときと同じぐらいの価格で第三者に売って、と

いうことも可能になるかなと。

ここで書いておられる、割安で買収して高値で売り抜けることを防ぐというのは、どういうケースを具体的に想定されているのか……。

○飯田 これは単に、要するにフェアバリューから見て割安で買収して、何もせずに時期が来たら高値で、フェアバリューでIPOして、そのさを抜くという何の価値も生まないMBOみたいなものはこれで防げるのではないかということです。

○松尾 そうすると、必ずしも積極的に買収時の価格を低く抑えようとしたというようなことまでは含んでいない。MBO時に規則違反していなくても、市場の評価がかなり低いときに買収して、時期が来て評価が戻れば売ると、こういうケースを想定されているということですね。

○飯田 それも含むということですね。

○松尾 これも規制することは合理的である、こういうルールを設けておけばそういうことがしにくくなるだろうということなのですね。

○飯田 そういことです。

○松尾 ありがとうございます。

#### 【特別委員会】

○石田 レジュメの11ページから12ページにかけて特別委員会のことに触れられていまして、メンバーの選出のプロセスの開示があった方がよいというのは、私もそう思いますが、12ページの頭のところで、特別委員会に交渉権限を与えるべきだというようなご提案をなされています。そうすると、この特別委員になった者というのは、会社にとって最もよい条件を取り出してくるようなメンバーを想定されているのかなと。そうだとすると、会社の利害関係のない取締役以外に、例えばどういう方を想定されているのでしょうか。もう少し具体的なメンバー像をご説明いただけたらありがたいと思います。よろしくお願ひします。

○飯田 私のイメージでは、独立社外取締役が主たる想定する者です。そういう人がいないということであれば、外部のM&A交渉プロフェッショナルみたいな人たちを呼んでくればいいのではな

いかという話です。そういうつてがないとか、そもそもそのようなことをするまでもなくいい値段ですということであれば、諮問型でもいいと思うのですけれども、そういう理由を開示すればいいということを想定しています。

○石田 ありがとうございます。

○伊藤 それでは、今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。

有価証券上場規程の具体的検討 (3) ～MBO等に関する規律  
 日本取引所グループ金融商品取引法研究会  
 2019年7月26日  
 東京大学 飯田秀総

**第1 はじめに**

・MBO+支配・従属会社間の二段階買収のキャッシュ・アウトの規律  
 適時開示規則 「MBO等」

利益相区、情報の非対称性、対抗提案が事実上登場しにくい  
 経済産業省「公正なM&Aの在り方に関する指針—企業価値の向上と株主利益の確保に向  
 けて— (2019年6月28日)」

・MBO等の規律のエンフォースメント：規則を遵守するインセンティブはあるか

**第2 対象会社の意見表明の適時開示**

**1 根拠条文となる規程・規則**

(MBOの開示に係る遵守事項)  
 第441条  
 上場会社が、公開買付者が公開買付対象者の役員である公開買付け（公開買付者が公開買付対象者の役員の依頼に基づき公開買付けを行う者であつて公開買付対象者の役員と利益を共通にする者である公開買付けを含む。）に關して、第402条第1号yに定める意見の公表又は株主に対する表示を行う場合の適時開示は、必要かつ十分に行うものとする。  
 [平成21年8月24日]、一部改正 [平成22年6月30日]

(会社情報の開示)  
 第402条  
 上場会社は、次の各号のいずれかの場合（施行規則で定める基準に該当するものその他の投資者の投資判断に及ぼす影響が軽微なものと当該引所が認めるものを除く。）は、施行規則で定めるところにより、直ちにその内容を開示しなければならない。  
 (1) 上場会社の業務執行を決定する機関が、次のaからarまでに掲げる事項のいずれかを行うことについての決定をした場合（当該決定に係る事項を行わないことを決定した場合を含む。）  
 …

x 法第27条の2第1項に規定する株券等の同項に規定する公開買付け（同項本文の規定の適用を受ける場合に限る。）又は法第24条の6第1項に規定する上場株券等の法第27条の2の2第1項に規定する公開買付け  
 y 当該上場会社が発行者である法第27条の2第1項に規定する株券等に係る前x前段に規定する公開買付け若しくは当該株券等に係る施行令第31条に規定する買集め行為（以下このyにおいて「公開買付け等」という。）に對抗するための買付けその他の有償の譲受けの要請又は公開買付け等に関する意見の公表若しくは株主に對する表示

東京証券取引所「2008年度上場制度整備の対応について（平成20年5月27日）」  
 コーポレート・ガバナンスの強化により国際的に遜色のない株主の権利保護を目標に設定し、特に少数株主の権利保護について強化する  
 MBOへの言及はなかった

「従前から東証が要請している対価の公正性や株主との利益相反回避措置等に関する説明を充実することなどが求められることになる」<sup>1</sup>

**2 ガイドブック(会社情報適時開示ガイドブック 2018年8月版)**

**(1) 上場規則に基づく開示義務**

一般ルール：上場会社の業務執行を決定する機関が、公開買付等に関する意見表明等を決定した場合、直ちにその内容を開示しなければならない（上場規程402条1号y）。  
 MBOの場合：必要かつ十分に行うことが義務づけられる（上場規程441条）。  
 支配株主その他施行規則で定める者による公開買付け：必要かつ十分の開示が義務づけられている（上場規程441条の2第2項）。

MBO+支配株主支配株主その他施行規則で定める者による公開買付け=MBO等

支配株主その他施行規則で定める者

上場規程施行規則436条の3

- (1) 上場会社と同一の親会社をもつ会社等（当該上場会社及びその子会社等を除く。）
- (2) 上場会社の親会社の役員及びその近親者
- (3) 上場会社の支配株主（当該上場会社の親会社を除く。）の近親者

<sup>1</sup> 伊藤昌夫「有価証券上場規程等の一部改正の概要——「二〇〇八年度上場制度整備の対応について」に基づく改正——」商事法務1878号28頁（2009）。

(4) 上場会社の支配株主(当該上場会社の親会社を除く。)及び前号に掲げる者が議決権の過半数を自己の計算において所有している会社等及び当該会社等の子会社(当該上場会社及びその子会社等を除く。)

支配株主＝親会社又は議決権の過半数を直接若しくは間接に保有する者として施行規則で定める者

施行規則で定める者＝上場規程施行規則 3 条の 2

自己の計算において所有している議決権と次の各号に掲げる者が所有している議決権とを合わせて、上場会社の議決権の過半数を占めている主要株主(親会社を除く。)をいう。

- (1) 当該主要株主の近親者(二親等内の親族をいう。以下同じ。)
- (2) 当該主要株主及び前号に掲げる者が議決権の過半数を自己の計算において所有している会社等(会社、指定法人、組合その他これらに準ずる企業体(外国におけるこれらに相当するものを含む。))をいう。以下同じ。)及び当該会社等の子会社

親会社＝財務諸表規則 8 条 3 項<sup>2</sup>に規定する親会社をいう(上場規程 2 条 2 号)

要するに、支配株主の定義は、基本的に過半数の議決権の有無が基準となる  
→40%程度を所有しているも支配株主には該当しない

**(2) 開示に関する注意事項**

- ・公表予定日の 10 日前までの事前相談
- ①MBO 等に関して意見表明を行う場合
- ②上場廃止となることが見込まれる公開買付けに関して応募することをお勧めする旨の意見表明を行う場合(二段階買収の予定がある場合を含む)
- ③その他開示上特に考慮を要する事情があると判断される場合
- ・(一般)公開買付け後の二段階買収については、公開買付けに関する意見表明の時点、できる限り二段階目行為に係る内容を開示することが求められている
- ←多くの二段階買収は、公開買付けの時点で二段階目の内容についても決定しているはずだから、この規程は合理的である。また、仮に二段階買収であっても、二段階目の内容が不確定の場合であっても、この要請があることから、対象会社としては二段階目の内容

<sup>2</sup> 財務諸表規則 8 条 3 項：「この規則において「親会社」とは、他の会社等の財務及び営業又は事業の方針を決定する機関(株主総会その他これに準ずる機関をいう。以下「意思決定機関」という。)を支配している会社等をいい、「子会社」とは、当該他の会社等をいう。親会社及び子会社又は子会社が、他の会社等の意思決定機関を支配している場合における当該他の会社等も、その親会社の子会社とみなす。」

がどうなるかについて意識的に検討するという事実上の効果も期待でき、そうであれば、公開買付けの強圧性の原因たる、二段階目がどうなるかわからないという不安を取り除くことにも一定の意味がある。

**(3) その他の注意事項**

①算定書の提出(MBO 等の場合、上場廃止が見込まれる場合)

【上場規程 421 条】

(書類の提出等)

第 4 2 1 条

上場会社は、施行規則で定めるところにより、当取引所に対して書類の提出等を行うものとする。

2 上場会社は、前項のほか、当取引所が正当な理由に基づき請求する書類を遅滞なく提出するものとし、当該書類のうち当取引所が必要と認める書類について当取引所が公衆の閲覧に供することに同意するものとする。

一部改正〔平成 2 0 年 4 月 1 日〕

【上場規程施行規則 417 条】

上場会社は、規程第 4 0 2 条第 1 号に掲げる事項のうち次の各号に掲げる事項については、決議又は決定(取締役会で決議したこと(代表取締役の専決事項である場合)にあっては、代表取締役が所要の手續に従い決定したことをいい、監査等委員会設置会社にあつては、取締役が決定したことを含み、指名委員会等設置会社にあつては、執行役が決定したことを含む。)をいう。以下この条及び次条において同じ。)を行った場合には、当該各号に定めるところに従い、当取引所に書類の提出を行うものとする。ただし、規程第 2 編第 4 章第 2 節の規定に基づき行う会社情報の開示により、当取引所に提出すべき書類に記載すべき内容が十分に開示されていると認められる場合であつて、当取引所が適当と認めるときは、当該書類の提出を要しないものとする。

(1 4) 規程第 4 0 2 条第 1 号<sup>2</sup>に掲げる事項

当該上場会社が発行者である株券等の公開買付けにより当該株券等が上場廃止となる見込みがある場合又は公開買付け者が当該上場会社の役員、当該上場会社の依拠に基づき公開買付けを行う者であつて当該上場会社の役員と利益を共通にする者若しくは当該上場会社の支配株主である場合は、当事会社以外の者であつて、企業価値又は株価の評価に係る専門的知識及び経験を有するものが、買付け等の価格に関する見解を記載した書面作成後直ちに

ただし、上場外国会社である場合には、提出を要しないものとする。

自社に対して公開買付けが行われる場合、対象者は、公開買付けの発表等があった旨を適時開示しなければならぬ。

一 公開買付けの公告または公開買付届出書の提出があった場合のみならず、それ以外の方法によって公開買付けを行う旨の発表があった場合にも適用される。つまり、金商法では、公開買付開始公告前には対象者の行為を規制する規律はないが、適時開示規則にはここを規制する規律がある。

② 公開買付けに関する意見表明の決定時の開示

- ＜意見の内容、根拠、理由＞
  - ・ 基本的には意見表明報告書と同様
  - ・ 上乗せ事項
- 意見表明報告書：MBOまたは支配会社による公開買付けの場合であって、利益相反を回避する措置を講じているときは、その具体的内容を記載しなければならぬ（記載上の注意）(3) b-d)

適時開示：

対象者が賛否・中立を表明している場合には、MBO等の実施による上場会社の**企業価値**の**向上**に関する判断の内容を含め、その理由をわかりやすく具体的に記載しなければならない。

応募推奨意見の場合、買付け等の価格に関する判断の理由、及び、公正な手続を通じた株主利益への配慮に関する説明を含め、株主に対して当該MBO等に応募することを勧めるに至った考え方について記載しなければならない。

算定結果の合理性を確認したうえで、買付価格と算定結果の比較による合理的な水準かどうかという観点から説明する。

算定の前提条件において考慮されていない事象がある場合や特殊な前提条件が存在する場合は、これを踏まえて記載する。

たとえば、算定結果が市場株価法を用いている場合で、公開買付けに関する意見表明と同時に業績予想の大幅な上方修正を行う場合。←この場合、対象者が参照した株価が割安だったこととなるから、買付価格が不十分であっても高いプレミアムに見えてしまうので、そのような問題があることを開示させることで、株主が誤解しないようにするものといえる。

・ 算定書自体の公衆縦覧義務はない

： 施行規則上、公衆縦覧の対象となる場合は、「上場会社は、・・・書類を当取引所が公衆の縦覧に供することに同意するものとする。」(規則 417 条 6 号など) という文言で明示されている。その文言が用いられていない条文は、公衆縦覧の対象外という意味だから。

・ 東証に提出すべき算定書の内容

具体的な過程及び算定の前提条件が記載されていないといけない

具体的な過程＝具体的な算定方式、当該算定方式を採用した理由、各算定結果の数値など

算定の前提条件＝算定において前提とした重要な要素をいう。算定手法ごとに必要な項目がリストアップされている。

市場株価法の場合：①計算対象期間、②算定基準日、③算定基準日が算定書作成日当日またはその前営業日でない場合には、当該日を基準日とした理由、④計算方法（終値単純平均か加重平均かの別）、⑤その他特殊な前提条件がある場合には、その内容

類似会社比較法の場合：①比較対象として選択した類似会社の名称および当該会社を選じた理由、②マルチプルとして用いた指標（EV/EBITDA、PER、PBR など）、③その他特殊な前提条件がある場合にはその内容

DCF 法の場合：①算定の前提とした財務予測（売上高、営業利益、EBITDA、フリー・キャッシュ・フローを含む）の具体的な数値、②算定の前提とした財務予測の出所、③割引率の具体的な数値（レンジ可）、④継続価値の算定手法及び算定に用いたパラメータの具体的な数値（レンジ可）、⑤その他特殊な前提条件がある場合には、その内容

② MBO等に関する意見表明の適時開示について

- ・ MBO等の場合には、必要かつ十分に行うこと
- ・ MBO等には該当しないものの、これに準じる公開買付け（例えば上場会社の40%以上の議決権を有する者による公開買付けなど）に関する意見表明を行う場合には、MBO等の場合と同様に充実した開示を行うことが考えられます。
- ←この事実上の要請・期待は、あくまでも推奨事項であって、義務ではない。支配株主の概念がやや狭めに規定されているから、<漏れ>を拾おうとする趣旨と推測される。

(4) 開示事項および開示・記載上の注意

① 公開買付けの開始時の開示

<sup>3</sup> 佐川雄規「MBO等に関する適時開示内容の見直し等の概要」商事法務 2006 号 (2013) 83 頁注 (16)。

取引の公表前短期間に業績の大幅な下方修正その他株価が大幅に下落する開示を行った場合には、これを踏まえて判断の理由記載すること←この場合は、株価を意図的に下げて、プレミアムを高いと見せかけのおそれがあるから、このような規程があると理解できる。

<算定に関する情報>

- ①算定機関の名称並びに上場会社及び公開買付者との関係
- ・重要な利害関係がある場合は、その関係の内容
- ・その重要な利害関係がある算定機関に依頼する理由
- ・弊害防止措置があるときはその内容
- ・重要な利害関係の例
- ①算定機関が関連当事者に該当する場合
- ②公開買付者（その株主、役員、フィナンシャルアドバイザー等を含む）から幹旋または紹介を受けた算定機関に依頼した場合
- ③算定機関が上場会社・公開買付者の双方から依頼を受ける場合
- ④算定機関の関係会社から当事会社が投融資を受けている場合などである。

←<本来的には算定機関に重要な利害関係がない方が好ましい>という規範を前提にしている。この規程は、実質的には **Comply or Explain** として機能する。一般論として、算定機関の利益相対状況を開示した上で、株主の判断に委ねることは妥当。

←MBO等の特則は不要か？上記②と③のうち、特に当該算定機関が、当該MBOの成否に関して利害関係を有する場合は、当該算定機関に依頼した算定書に基づいて意見表明を行うこと自体を禁止する、あるいはそのようなゆがみのおそれがないことを基礎づける事情の開示を要求した方がいいのではないか？

②算定の概要

- ・具体的な算定方式、それを採用した理由、各方式の算定結果の数値（レンジ可）、算定の重要な前提条件

＝東証に対して提出する算定書が備えておくべき情報のほとんどが適時開示の対象

・（一般）

市場株価法：計算対象期間、算定基準日、算定基準日が算定書作成日当日またはその前営業日でない場合には当該日を基準日とした理由

例：リーク報道、株価の大幅な変動がない場合で他の算定手法の算定基準日とあわせるときなど<sup>4</sup>

DCF法：算定の前提とした財務予測で大幅な増減益（30%が目安）を見込んでいるときは、前提とした財務予測の概要と増減益の要因など算定の前提条件

・（MBO等）：より詳細な開示

市場株価法：算定基準日、計算対象期間、算定基準日が算定書作成日当日またはその前営業日でない場合には当該日を基準日とした理由の開示＝一般の場合と同様

+

計算方法（終値単純平均か加重平均かの別）

その他特殊な前提条件がある場合にはその内容

類似会社比較法：（一般の場合にはそもそも開示事項ではない）+

比較対象として選択した類似会社の名称および当該会社を選択した理由

マルチプルとして用いた指標（EV/EBITDA、PER、PBRなど）

その他特殊な前提条件がある場合にはその内容

DCF法：一般の場合と比較して、圧倒的に開示事項が増える

・算定の前提とした財務予測（売上高、営業利益、EBITDA、フリー・キャッシュ・フローを含む）の具体的な数値の記載をしなければならぬ。ただし、上場維持を前提とする場合を除く。

←【開示の是非】このルールに対しては、理論的には、将来情報の開示・営業秘密の開示という側面があるから、MBOの萎縮効果が懸念される。しかし、ノウハウの開示等と比べれば、財務予測は所詮は将来予測に過ぎない情報であって、要保護性は程度は落ちる。また、より詳細な開示がされているアメリカで、あれだけ証券訴訟が多いにもかかわらず、MBOが萎縮したという話はあまり聞かえてこない。日本の現状からすれば、買取価格の公正性を支えるものは主として株式価値算定書であるように思われるから、その信用性を確保するためには、もつとも不正が行われやすい（そしてその影響の大きい）財務予測の開示を要求するのは妥当である。

←【例外的是非】他方、上場維持を前提とする場合が除外される理由は、少数株主として株式を保有し続けることが可能であること等を考慮したとされている。その意味が、これらを開示すると、公開買付け後の市場価格に悪影響が生じるという意味であれば説得力

<sup>4</sup> 佐川雄規「MBO等に関する適時開示内容の見直し等の概要」商事法務 2006 号（2013）78頁。

<sup>5</sup> 佐川雄規「MBO等に関する適時開示内容の見直し等の概要」商事法務 2006 号（2013）79頁。

・(MBO等)二段目の行為に株式買取請求権または価格決定請求権が確保できないスキームを採用する場合は、その理由を記載しなければならぬ。そして、MBO等において大多数の株式を取得した場合であっても二段目の株式の全部取得等の行為を実施しない場合は、その理由を記載しなければならない。

←Comply or Explain. しかし、後者の場合、キャッシュ・アウトを推奨する理論的な根拠があるのかはやや疑問がある。

<公正性を担保するための措置>

・(一般)公正性を担保するための措置についての開示が要求される場合：

上場廃止のTOBに応募推奨する場合

MBOの場合

意見表明の公正性を担保する必要があると判断される事情がある場合

・(一般)公正性を担保するための措置の例

算定機関の見解を取得したこと

弁護士・アドバイザー等の独立したアドバイスを取得したこと

公開買付期間を30営業日以上に設定することにより対抗的TOBの機会を提供すること

取引保護条項の同意を行わないこと

フェアネスオピニオンを取得すること

←【30営業日】30営業日で対抗的公開買付けが登載すると期待することは、あまり説得力が無い。必ずしも利益相反問題が無い場面であるから、やや緩やかな規律となるのもやむを得ない面はある。しかし、30営業日という例示をすることで、この数字が一人歩きしてしまわないかという懸念がある。30営業日は、意見表明報告書における延長請求の数字に過ぎず、対抗的TOBの機会を実質的に提供したといえるかどうかは、個別の案件ごとに異なるはずだから、例示として具体的な数字を出す必要がそもそもあるのかには疑問がある。

・(一般)特段の措置を講じていない場合は、その旨

←Comply or explain

・(MBO等)公正性を担保するための措置

算定書を取得したこと

独立したアドバイスを得た場合にはその旨

取引保護条項の同意をした場合には、その内容及びその理由

公開買付期間が短期間に設定されている場合において、公開買付期間の延長請求を行わない場合はその理由

があり得るが、利益相反問題への対応という視点から見ると、上場廃止の場合と上場維持の場合とで差をつける必要性があるのか疑問がある。

・財務予測の出所

対象会社を作成した

算定機関が修正した

アナリストコンセンサスを使用したなど<sup>6</sup>

・財務予測が当該取引の実施を前提とするものか否か

←実例としては、ほとんどが取引の実施を前提としないものを用いているはず。金商法や会社法の立法論として、この適時開示規則と同様の事項の開示をそれぞれ求めるべき。

・割引率の具体的な数値(レンジ可)、継続価値の算定手法及び算定に用いたパラメータの具体的な数値(レンジ可)、その他特殊な前提条件がある場合には、その内容

←これらの開示も重要であるが、はたしてこれで十分か？割引率の計算過程は不要とされているが、疑問がある。たとえば、小規模リスクプレミアムなどは「特殊な前提条件」に該当するとされているが、端的に計算過程を開示せよ。ここを開示させた方が、割引率の算定において、不当な操作が行われることを予防できる。怪しげな項目を加算するなどの操作が行われていけば、一目瞭然となるはずだが、結論が開示されるだけではこれを予防する機能は弱くなってしまふ。

<いわゆる二段階買収に関する事項>

・適時開示ガイドブックは全部取得を例示して規定を起案

・(一般)二段階目の株式の全部取得の予定時期、完全に買収される手段及びその対価、および、一段目の買付価格と二段目の対価に差がある場合はその内容及び差額を設ける理由

←最後の点は、公開買付けの強圧性に関する規律だが、この問題をComply or Explainでは対応できないはずだから、この規定は疑問がある。原則禁止とした上で、例外的なケースでは裏証と相談の上で許可するなどとした方が好ましい。

<sup>6</sup> 佐川雄規「MBO等に関する適時開示内容の見直し等の概要」商法務 2006 号 (2013) 79 頁。

<sup>7</sup> 佐川雄規「MBO等に関する適時開示内容の見直し等の概要」商法務 2006 号 (2013) 79 頁。

<sup>8</sup> 佐川雄規「MBO等に関する適時開示内容の見直し等の概要」商法務 2006 号 (2013) 79 頁。



←さらに、特別委員会を設置した時期と、当該取引の検討を開始した時期の開示が求められていないが、この項目を追加した方がいいように思われる。なぜならば、一般論として、初期の段階から特別委員会が検討をコントロールしておく方が好ましいからである。一種の **Comply or Explain** の提案である。

- ・取締役会から特別委員会・独立役員に対し、意見表明に関する諮問をした場合には、諮問の内容及び諮問に対する答申の内容

- ・特別委員会に対し、公開買付者との間で交渉を行うことを委嘱した場合には、その旨←基本的に、特別委員会が交渉の責任者とならないければ、特別委員会はお断りに過ぎないという疑念を払拭できない。原則として、特別委員会に交渉の権限を与えるべきである。特別委員会に交渉を委嘱しなかった場合には、委嘱しない理由の説明を開示させてはどうか (**comply or explain**)

- ・利害関係を有する取締役・監査役を除く取締役・監査役全員の承認を受けている場合には、その旨。受けていない場合には、その理由。

- ←特別利害関係者の議決権排除を超えて、全員一致を原則とするもの。なお、取締役と監査役を並列的に位置づけてよいのかには疑問がある。1円でも高い価格を獲得するという役割は、取締役にはなじむが、監査役にはなじまない。

④公開買付者と自社株主・取締役等との間における公開買付けへの応募に係る重要な合意に関する事項

- ←公正性担保措置において、対抗的 **TOB** の機会の確保のため、買付期間を長くすることと取引保護条項の合意を行わないという事項の開示が求められているが、本来的には、応募契約がある場合にはその内容の開示を公正性担保措置の箇所でも要求した方がよい（公開買付届出書にも同じ問題がある）。応募契約は、買収者と大株主との間の合意であって、買収者と対象者の間での合意ではないから、取引保護条項には含まれない。しかし、大株主が対抗的 **TOB** に乗り換える際の違約金の定め方によっては、事実上、対抗的 **TOB** は登場しようがないこともある。だから、応募契約の実務が広がった今日においては、この点について開示もセットで要求しないと、実は公正性を担保するための措置の開示としてはかえって誤解を招くおそれがある。

その他の事項については、意見表明報告書と同等の内容を記載する

5. 公開買付者またはその特別関係者による利益供与の内容
6. 会社の支配に関する基本方針に係る対応方針
7. 公開買付者に対する償還
8. 公開買付期間の延長請求

12

←【取引保護条項】取引保護条項は使われない方が好ましいという規範を前提にしているようであるが、この規範が正しいとは言いがたい。なぜならば、事前のマーケットチェックの結果として買収者を決める場合には、事前のマーケットチェックを実質的に機能させるために取引保護条項が必要となることもあり得るからである。

- ←【公開買付け期間の長短】30営業日を確保することで対抗 **TOB** の機会を確保しても、構造的に、対抗 **TOB** はかきりにくい。潜在的買収者に **DD** の機会を与えるなど、買収者間の情報の不平等に対処する仕組みの導入を促す方向の規則 (**Comply or Explain**) を検討すべきではないか。

なお、(7) の利益相反回避措置と (6) の公正性担保措置とを分けて規定することにも疑問がある。なぜならば、両者をトータルで考える必要があるからである。

<利益相反を回避するための措置>

- ・利益相反回避措置の開示が必要な場合：

**MBO** 等の場合

意見表明に関し利益相反を回避する必要があると判断される事情がある場合

- ・利益相反を回避するための措置の例

利害関係のある取締役・監査役の関与の排除

特別委員会の設置および諮問・交渉の委託など

(**MBO** 等)

- ・利害関係のある取締役・監査役の内容および意思決定過程への関与の有無

- ・取締役または監査役が公開買付者との間で公開買付け後の役員への就任等に関して合意している場合には、その内容

- ←**MBO** 後の役員への就任は、いわゆる潜在的利益相反問題への対応。

- ・取締役会から独立した特別委員会を設置した場合には、その概要

- ・特別委員会の構成に途中で変更があった場合には、その旨及びその理由

- ←「取締役会から独立」？買収者からの独立性および当該ディールの成否からの独立性を問題にすべき。

- ←また、独立性を確保する、あるいは、投資者が独立性の有無を判断できるようにするには、各委員を選任したプロセスの開示があったほうが好ましい。

11

9. 今後の見通し

**第3 MBO後の再上場**

2016年12月2日、「MBO後の再上場時における上場審査について」上場審査等に関するガイドライン II6(6)「その他公益または投資者保護の観点から適当と認められること。」に反映

新規上場ガイドブック（市場第一部・第二部編）100頁

Q6：MBOやEBOなどにより非公開化を行い、再度、議決権種類株式を導入して上場することは可能でしょうか。  
 A6：普通株式を上場している会社がMBOやEBOなどにより非公開化を行い、再度、議決権種類株式スキームを用いて上場申請を行う場合には、市場利用目的の健全性などを踏まえ、投資者保護の観点からより慎重に確認を行います。  
 なお、MBOにより非公開化した会社の再上場申請の取扱いとして本章「5その他公益又は投資者保護の観点から当該引所が必要と認められる事項（規程第207条第1項第5号）」の「(5)その他公益又は投資者保護の観点から適当と認められること。(ガイドラインII6.(6))」をご参照ください。

2つの上場審査の視点

①MBOと再上場の関連性。上場審査では、主導者（経営者・株主）の同一性・連続性、MBOから再上場までの期間の長短などを確認する。

←関連性があるからといって、再上場を認めるべきでないという理屈があるのかは疑問がある。たしかに、この視点の目的は、MBOの買収者が割安で買収して、再上場で高値で売り抜けることを防ぐことに狙いがあり、その規制目的は合理的である。しかし、MBOによって直ちに経営改革を行い、短期間のうちに再上場したとしても、問題は無いはずである。それを見抜けない可能性があるからといって、非上場の期間が短いということだけでネガティブに評価されるというのはあまり好ましいことではないように思われる。もちろん、総合判断になるはずだから、ここだけを取り出して批判するのは公平ではないかもしれない。

②プレミアム配分の適切性・MBO実施の合理性。具体的には、MBO時の手続のMBO指針への準拠性などを確認する。

←同論併記の指針についてどう取り扱うのか？<sup>9</sup> 指針の趣旨・精神の尊重

<sup>9</sup> 同様の問題は、買収者への融資契約において、「MBO指針の趣旨の尊重」が表明保証事項になっている場面でも生じるが、趣旨の尊重という方が同論併記型に対応しやすいだろう。

・MBO時の計画とMBO後の進捗に乖離がある場合、再上場時にその理由を合理的に説明できるのであれば、問題視しない

MBO後の再上場の審査は、ケースバイケースの総合判断による。形式的な制限はしない(MBO後、一定期間は再上場を認めないといったルールはない) という方針は適切。

MBO時の適時開示規則に違反していた場合の取り扱いは？

もし違反があったとすると、次の二つの点で再上場が認められにくくなる方向にはたらく。第1は、MBO実施時のプレミアムの適切性、MBO実施の合理性の審査の中で、ネガティブに評価される。第2は、一般的な上場基準の一つである、「企業内容等の開示を適正に行うことができている状況にあること」という通常の実質審査基準への適合性の審査においてネガティブに評価される。

**第4 上場廃止の一般論**

**1 MBOの目的～上場コストの削減**

①東証に対して支払う金銭などの直接的なコストや、有価証券上場規程の遵守など東証から受ける指導に変わらなければならないことなどから生じる間接的なコスト、

②有価証券報告書を提出することなど金簡法上の継続開示規制に服することに関する直接・間接のコスト

**2 有価証券報告書提出義務の免除を得る場合**

24条1項3号の有価証券報告書提出義務の免除の要件(24条1項但書、施行令4条1項・2項3号、開示府令16条2項・3項1号)→株主数を25名未満にする  
 外形基準の免除の基準=300名未満(24条1項但書、施行令3条の5第2項)

**3 上場廃止のみの場合**

少数株主をキャッシュ・アウトせずに、上場廃止申請をすることは可能か？

(上場廃止申請)  
 第608条  
 上場会社がその発行する上場株券等の上場廃止を申請しようとするときは、当該引所所定の「上場廃止申請書」を提出するものとする。

**第601条**  
 本則市場の上場内国株券等が次の各号のいずれかに該当する場合には、その上場を廃止するものとする。この場合における当該各号の取扱いは施行規則で定める。  
 (18) 全部取得  
 上場会社が当該銘柄に係る株式の全部を取得する場合  
 (18) の2 株式等売渡請求による取得  
 特別支配株主が上場会社の当該銘柄に係る株式の全部を取得する場合  
 (20) その他  
 前各号のほか、公益又は投資者保護のため、当取引所が当該銘柄の上場廃止を適当と認めた場合

いつ上場廃止事由に該当することになるのか？  
 全部取得条項付種類株式の全部取得の場合

**【有価証券上場規程施行規則】**

**601条**  
 15 規程第601条第1項第18号に該当する日は、次の各号に定めるところによる。  
 (1) 株式の取得と引換えに他の株式が交付される場合であって、規程第303条の規定の適用を受け、当該株式に係る株券等が速やかに上場される見込みのあるときは、原則として、株式の取得がその効力を生ずる日の3日前（休業日を除外する。）の日  
 (2) 前号以外の場合は、上場会社から、株式の全部を取得することが確定した旨の書面による報告を受けた日  
 16 規程第601条第1項第18号の2に該当する日は、上場会社から、株式等売渡請求に関して承認した旨の書面による報告を受けた日とする。

実務＝株主総会決議で承認された日の当日

上場廃止となる日：全部取得の効力発生日の2営業日前

(上場廃止日の取扱い)

第604条

規程第609条に規定する上場廃止日は、原則として、次の各号に掲げる区分に従い、当該各号に定めるところによる。  
 (6) 規程第601条第1項第18号（規程第602条第1項第1号、同条第2項第3号、規程第603条第1項第6号、規程第604条第1項第2号、同条第2項第1号、規程第604条の2第1項第3号、規程第604条の3第2号、規程第604条の4第1項第2号又は規程第604条の5第2号による場合を含む。）に該当する上場株券等  
 株式の取得がその効力を生ずる日の2日前（休業日を除外する。）の日

東証の実務：上場廃止する旨の株主総会決議だけで上場廃止をすることは認めない  
 「株主総会決議のほかにも十分な株主保護措置を講ずる必要があるのではないか、そうした配慮のないまま上場廃止申請されても受理できない」

∴ 上場会社が自発的に上場廃止を行う場合（かつ他の取引所等での売買機会もない場合）には一般株主から流通の場を奪うことになるから、事前に公開買付けを行うなど不特定多数の株主に対して適切に売却等の機会を与えることが投資者保護上重要

上場廃止→非流動性ディスカウント＝株価下落

上場規程に明文の根拠があるか？

Pro-Market の規定の反対解釈

**【特定上場有価証券に関する有価証券上場規程の特例の施行規則】**

(上場廃止申請書)

第130条

特例第143条の規定に基づき株券等の上場廃止を申請しようとする上場会社は、上場廃止を希望する日の20営業日前までに、当取引所に対して当取引所所定の「上場廃止申請書」を提出しなければならない。この場合において、当取引所が同意する場合を除き、上場廃止について株主総会の特別決議を経るものとする。

**【特定上場有価証券に関する有価証券上場規程の特例】**

(上場廃止申請)

第143条

上場会社とその発行する上場株券等の上場廃止を申請しようとするときは、施行規則で定めるところにより、当取引所に当取引所所定の「上場廃止申請書」を提出するものとする。

2 当取引所は、上場会社から「上場廃止申請書」を受理した場合、その旨及び上場廃止日について公表するとともに、上場廃止申請に係る上場株券等を整理銘柄に指定するものとする。

**4 キャッシュ・アウトの上場廃止事由**

全部取得条項付種類株式の全部取得、株式等売渡請求、株式併合

上場規程 601 条 1 項 18 号、18 号の 2、20 号

(上場内国会社の上場廃止基準)

(6)の2 規程第601条第1項第18号の2(規程第602条第1項第1号、同条第2項第3号、規程第603条第1項第6号、規程第604条第1項第2号、同条第2項第1号、規程第604条の2第1項第3号、規程第604条の3第2号、規程第604条の4第1項第2号又は規程第604条の5第2号による場合を含む。)に該当する上場株式会社等の株式の取得がその効力を生ずる日の2日前(休業日を除外する。)の日

株式等売渡請求の場合  
 上場廃止事由に該当する日：上場会社から、株式等売渡請求に関して承認した旨の書面による報告を受けた日(施行規則 601 条 16 項)  
 上場廃止となる日：効力発生日の2日前(施行規則 604 条 6 号の2)  
 株式併合の場合  
 スケジュールについて上場規程に明示的な定めはない  
 東証の実務：全部取得のケースと同様の取扱い・スケジュールで運用

**5 株主総会決議の取消・売渡株式等の取得の無効と上場廃止**

全部取得条項付種類株式や株式併合の株主総会決議が裁判で取り消された場合、通説・判例によれば、取消には遡及効があるため、会社法の効力としては、当該株主総会決議はなかったこととなる。このことと、東証の上場廃止事由該当性はどのような関係に立つか。取消判決には対世効(会社法 888 条)もあることから、東証の上場廃止決定にも影響を及ぼさないか。

<上場廃止までに決議取消判決が確定する場合>  
 既に上場廃止の決定はなされているとはいえ、そのまま上場廃止とすることが適切か、それとも上場廃止の決定も取り消して上場を維持することが適切かどうか、個別事情に照らして慎重に判断する必要があることは考えられる

東証の上場廃止決定の判断における上場廃止事由の有無に関しては、決議取消判決の遡及効・対世効は無視  
 第三者との関係では取消判決の遡及効を制限する解釈

<上場廃止の後に決議取消判決が確定する場合>

現実的に、上場廃止になっている、株主だったものにはおそろく対価の支払いなどの一連の決済も行われているはず→取消判決確定と同時に上場が遡及的に復活させるのは非現実的＝遡及効の制限が必要

決済の巻き戻し→対象会社が上場を復活したいならば、再度、上場申請をする

売渡株式等の取得の無効の訴え  
 対世効はあるが(会社法 846 条の7)、遡及効はない(会社法 846 条の8)  
 cf. 平成 26 年改正でキャッシュアウト目的の株式併合の規定を整備した際に、なぜ株式併合無効の訴えを作らなかったのか?

**第5 MBOによる上場廃止の局面で、上場規則を守るインセンティブはあるか?**

①ルールに違反すること自体に対する心理的な抵抗感(良心が痛む)がある  
 ②上場廃止後も企業は存続するので、上場規則を無視したMBOを行った会社>という評判の低下を避ける

③上場契約違約金制度があるから(最大9120万円)?

④再上場時にサンクションがかかるとの可能性がある。特にファンドが参画して行うMBOや、LBOファイナンスによって資金調達をしたMBOであれば、ある程度のところでは、出口戦略が必要となる。その出口戦略は、再上場するか、それともM&Aで企業を売却するかが有力な方法である。再上場を行う可能性がある場合には、東証の規則に従うインセンティブがある。

⑤公開買付けの資金を融資する銀行等が、融資の前提条件や期限の利益喪失事由に、上場規則の遵守を入れていていることもある。

例：株式会社BCJ-34による株式会社廣済堂に対する公開買付けの融資証明書(三井住友銀行)

(前提条件)「本公開買付けに関する対象会社による意見表明に係る意思決定に関する金融庁、証券取引等監視委員会、関東財務局若しくは金融商品取引所からの法令又は金融商品取引所規則に違反する旨の指摘の不存在(解決済みのものを除く。)。但し、貸付人の与信判断に重大な悪影響を及ぼすものに限る。」

(期限の利益喪失事由)「本公開買付けに関する対象会社による意見表明に係る意思決定に關して、①行政機関又は金融商品取引所により違法である旨の指摘がなされた場合、又は②行政機関又は金融商品取引所により正式な処分が下された場合(除外事由あり)」

## 13. 公開買付け等に関する意見表明等

## (1) 上場規程に基づく開示義務

上場会社の業務執行を決定する機関が、「公開買付け等に関する意見表明等」を行うことについての決定をした場合は、直ちにその内容を開示することが義務付けられています。

【上場規程第402条第1号y】

なお、上場会社が、MBOに関して、上場規程第402条第1号yに定める意見の公表又は株主に對する表示を行う場合の適時開示は、必要かつ十分にすることが義務付けられています。

【上場規程第441条】

また、支配株主その他旅行規則で定める者による公開買付けについても、MBOと同様、必要かつ十分な開示が義務付けられています。

【上場規程第441条の2第2項】

(注1) 公開買付け等に関する意見表明等とは、当該上場会社が発行者である金融法第27条の2第1項に規定する株券等に係る上場規程第402条第1号x前段に規定する公開買付け若しくは当該株券等に係る金融法施行令第31条に規定する買集め行為（以下「公開買付け等」という。）に對抗するための買付けその他の有償の譲受けの要請又は公開買付け等に関する意見の公表若しくは株主に對する表示のことをいいます。

(注2) MBOとは、公開買付けが対象者の役員である公開買付け（公開買付けが対象者の役員の依頼に基づき公開買付けを行う者であつて対象者の役員と利益を共通にする者である公開買付けを含む。）のこととをいいます。

※ 公開買付け等に関する意見表明等には、適時開示上の義務基準を設けられていません。

※ MBO及び支配株主その他旅行規則で定める者による公開買付けを併せて「MBO等」といいます。

## 【開示に関する注意事項】

① 開示を行う際には、本項目の内容と併せて「第1編第2章 適時開示に関する実務要領」も確認してください。

## ② 事前相談について

公開買付け等に関する意見表明等のうち、次のいずれかに該当する場合には、公表予定日の遅くとも10日前までに、東証まで事前相談を行うようにしてください。なお、事前相談の際には、開示資料（案）又は当該意見表明等の内容を記載した書面及び算定機関からの算定書（案）を提出してください（説明の便宜のため必要がある場合は、スキームの概要・特徴点、あるいは、当該公開買付け後の経営計画などの説明を記載した書面をご用意ください）。なお、開示資料に十分な記載が行われない場合については、必要に応じて上場規程に基づき追加開示を求めることがありますので、十分に留意してください。

- ・ MBO等に関する意見表明を行う場合
- ・ 上場廃止となることが見込まれる公開買付けに関して応募することを勧める旨の意見表明を行う場合（二段階買収の予定がある場合を含む）
- ・ その他開示上特に考慮を要する事情があると判断される場合（不明な場合は東証までお問合ください）

※ 事前相談の際に、その時点で算定機関から正式な算定書の提出を受けていない場合は、算定機関における算定の前提条件及び算定の具体的な過程を記載した参考資料を事前相談に提出してください。

## 決定事実

## 決定事実

## ③ 公開買付け後の二段階買収について

公開買付け後の二段階買収の場合については、当該二段目の行為を行うことについての決定をした時点において、当該二段目の行為に係る開示が必要となりますが、公開買付けに関する意見表明を行うことについての決定をした時点においても、「合併等の組織再編行為」、「株式の併合」、「全部取得条項付種類株式の全部の取得」、「特別支配株主による株主等売渡請求等に係る承認又は不承認」に係る取扱い等をご参照のうえ、当該二段目の行為に係る内容をできる限り開示するようにしてください。

④ 「公開買付け等に関する意見表明等」と併せて他の適時開示項目（例えば、「業務上の提携又は業務上の提携の解消」、「主要株主又は主要株主である重要株主の異動」、「親会社の援助、支店株主（親会社を除く）の異動又はその他の関係会社の異動」等）に該当する場合があります（公開買付け者による公開買付けの結果に関する開示（公開買付け報告書の提出）の際に、あわせてこれらの適時開示項目に該当する場合があります）。また、公開買付けの結果が経営放棄等と与える影響の程度を踏まえて、当該会計年度等の予想値を新たに算出した場合には、「業績予想の修正等」の開示が必要となることも考えられます。なお、他の適時開示項目の詳細については、当該他の項目に係る取扱い等を参照してください。

⑤ 公開買付けに関する意見表明においては、公開買付けに応ずるか否かを選択すべき状況にある株主の立場を十分に考慮し、意見の内容に加え、意見の根拠及び理由（意思決定に至る過程や、意見の内容の基礎となる具体的な理由など）をわかりやすく具体的に述べるなど、株主による公開買付けへの応募の是非の判断に資するものとなるように留意してください。

## 【その他の注意事項】

## ① 算定機関の作成する算定書について

上場会社が公開買付け等に関する意見表明等を行う場合であつて、次のいずれかに該当するときは、上場規程に基づき、算定機関（※1）が作成した算定書（※2）を東証に提出することが義務付けられています。算定書は、算定の具体的な過程（※3）及び算定の前提条件（※4）が記載されたものを提出していただきます（算定書に当該内容が記載されない場合には別途書面を提出することでも差し支えありません）。

- ・ MBO等に関して意見表明等を行う場合
- ・ 上場廃止となることが見込まれる場合

【上場規程第421条第1項、施行規則第417条第14号】

（※1）「当会社以外の者であつて、企業価値又は株価の算出に係る専門的知識を有する者」をいいます。

（※2）「買付け等の価格に関する見解を記載した書面」をいいます。

（※3）具体的な算定方式、当該算定方式を採用した理由、各算定結果の数値などをいいます。

（※4）算定書において前提とした重要な要素をいいます。以下の算定手法に関しては、通常、各項目に掛ける内容が記載された算定書を提出してください。その他の算定手法を用いる場合においても、これらに準じた前提条件が記載された算定書を提出してください。

- ①市場株価法
  - ・ 計算対象期間
  - ・ 算定基準日及び算定基準日が算定作成前日又はその前営業日でない場合には、当該日を基準日とした理由
  - ・ 計算方法（終値単純平均加重平均法の別）
  - ・ その他特殊な前提条件がある場合には、その内容
- ②類似会社比較法
  - ・ 類似対象として選択した類似会社の名称及び当該会社を選択した理由
  - ・ マルチプルとして用いた指標（E.V./E.B.I.T.D.A.、P.E.R.、P.B.R.など）
  - ・ その他特殊な前提条件がある場合には、その内容
- ③ディスクオンデマンド・キャパシティ・フロー法
  - ・ 算定の前提とした財務予測（各事業年度における売上高、営業利益、E.B.I.T.T.D.A.及びフリー・キャパシティ・フローを含む。）の具体的な数値

- ・算定の前提とした財務予測の出所
- ・割引率の具体的な数値(レンジ可)
- ・継続価値の算定手法及び算定に用いたパラメータの具体的な数値(レンジ可)
- ・その他特筆すべき事項がある場合には、その内容

② MBO等に関する意見表明の適時開示について  
 企業行動規範上、MBO等に関する意見表明の適時開示は、必要かつ十分に行うことが義務付けられています。開示を行う際には、「(2) ② 公開買付けに関する意見表明の決定時の開示」のうち、[MBO等]に関する意見表明を行う場合[において記載することとされている事項を含め、充実した開示を行うようにしてください。]

※ MBO等には該当しないものの、これに準じる公開買付け(例えば上場会社の40%以上の議決権を有する者による公開買付けなど)に関する意見表明を行う場合には、MBO等の場合と同様に充実した開示を行うことが考えられます。

③ 金商法施行令第30条第1項第4号の規定に基づく公開買付け等事実の当取引所への通知について  
 本項目に基づく適時開示に際して金商法施行令第30条第4号の規定に基づく公開買付け等事実の当取引所への通知を行う場合は、「第5章 7. 公開買付け等事実の当取引所への通知」を合わせて参照してください。

(2) 開示事項及び開示・記載上の注意

開示資料には、所定の開示事項を掲載し、開示・記載上の注意を参照のうえ、投資者が会社情報を適切に理解・判断できるような記載してください。また、所定の開示事項に限らず、投資者が会社情報を適切に理解・判断するために必要な事項も記載してください。  
 なお、(1)(1) [開示に関する注意事項] ② 事前相談についてに掲げる場合に該当する場合には、必ず東証まで事前相談を行うようにしてください。

① 公開買付けの開始時の開示

自社の株券等に対する公開買付けが行われる場合で、公開買付けを行う者によって公開買付けを行う旨の発表、公開買付けの公告又は公開買付け届出書の提出のいずれかが行われたことを知ったときは、その旨を開示してください(公開項目は、「公開買付けに関する意見表明等」を選択してください)。

※ 公開買付けを行う者が上場会社である場合を除き、当該者による公開買付けを行う旨の記者発表資料を入手できる場合には、これを自社の開示資料に参考資料として添付して開示を行うようにしてください。

※ この開示において、当該公開買付けに関する意見を表明するものではない場合は、その旨を記載してください。また、この開示により当該公開買付けに関する意見を表明する場合は、「② 公開買付けに関する意見表明の決定時の開示」の開示事項及び開示・記載上の注意に基づき開示を行ってください。

※ 開示資料の表題は、買付者の名称及び買付者による公開買付けの開始であることが判別できる表題としてください。  
 (例) [〇〇〇〇株式会社による当社株券に対する公開買付けの開始に関するお知らせ]

※ 公開買付け期間の延長や買付け等の条件の変更が行われた場合には、それを知った時点で、その内容について「開示事項の経過」として開示してください。

決定事実

② 公開買付けに関する意見表明の決定時の開示

|                    |                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                           |
|--------------------|---------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| <p>開示事項</p>        | <p>開示・記載上の注意</p>                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                          |
| <p>開示資料の表題</p>     | <p>買付者の名称及び意見表明であることが判別できる表題とする。<br/>                 (例) [〇〇〇〇株式会社による当社株券に対する公開買付けに関する意見表明のお知らせ]</p>                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                     |
| <p>開示資料の注書き</p>    | <p>[MBO等]に関して意見表明を行う場合<br/>                 ・ MBO等であることが判別できる表題とする。<br/>                 (例) [MBOの発及及び応募の推奨に関するお知らせ]<br/>                 [公募株主である〇〇〇〇株式会社による当社株券に対する公開買付けの発及及び応募の推奨に関するお知らせ]</p>                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                         |
| <p>1. 公開買付者の概要</p> | <p>公開買付者がいわゆる二段階買取りを行うこと及び上場会社の株式等の上場廃止することを予定している場合には、その旨を併せて意見表明として記載すること。<br/>                 [金銭を対価とする公開買付けが行われる場合]<br/>                 ・ 公開買付者の概要として、名称、所在地、代表者の役職・氏名、事業内容、資本、設立年月日、大株主及び持株比率、上場会社と公開買付者との関係(※)を記載する。<br/>                 (※) 上場会社と公開買付者の関係は、以下の事項を記載する。また、その他特筆すべき関係者若しくは関係会社との間の関係を含む。)がある場合には以下の事項に限らずその内容も含めて記載する。<br/>                 ・ 資本関係として、最近日における上場会社と公開買付者との間の出資の状況(個人的所有権を含む)を記載する。該当がない場合は、その旨を記載する。<br/>                 ・ 人的関係として、両当事者の役員に兼任する上場会社と公開買付者との間の役員又は従業員の前職又は出向の状況を記載する。該当がない場合は、その旨を記載する。<br/>                 ・ 取引関係として、直前直後年度における上場会社と公開買付者との間の取引について概要を記載する。該当がない場合は、その旨を記載する。<br/>                 ・ 会社と当事者への取次状況として、直前直後年度の末日において、公開買付者が上場会社との間で当事者に関する(開示事項)に該当しない場合は、その旨を記載する。)</p>                                                                                                                                                                           |
| <p>2. 公開買付けの目的</p> | <p>※ 公開買付者が個人である場合は、氏名、住所(市区町村まで)、上場会社と当該個人の関係(上場会社と当該個人(その近親者、当該個人及びその近親者が過半数所有している会社並びにその子会社を含む。))との資本関係・人的関係・取引関係)を記載する。また、その他特筆すべき関係(上場会社又は上場会社の関係者若しくは関係会社又は当該個人又は当該個人との関係者若しくは関係会社との間の関係を含む。)がある場合には上記の事項に限らずその内容も含めて記載する。<br/>                 ※ 公開買付者がファンドである場合は、名称、所在地、設立根拠等、組成目的、組成日、出資の総額、出資者・出資比率、出資者の概要、業務執行組合員の概要(名称、所在地、代表者の役職・氏名、事業内容、資本金)、(海外ファンドの場合)には、当該ファンドの本邦内における事務連絡先(国内代理人)の概要(名称、所在地、代表者の役職・氏名、事業内容、資本金)、上場会社と当該ファンドとの関係(資本関係・人的関係・取引関係)を可能な範囲で記載する。また、その他特筆すべき関係(上場会社又は上場会社の関係者若しくは関係会社と、当該ファンドの出資者(既出資者を含む)又は業務執行組合員・国内代理人若しくは業務執行組合員・国内代理人との関係者若しくは関係会社との間の関係を含む。)がある場合には、上記の事項に限らずその内容も含めて記載する。<br/>                 (上場株券等)を対価とする公開買付けが行われる場合<br/>                 ・ 上場会社及び公開買付者について、名称、所在地、代表者の役職・氏名、事業内容、資本金、設立年月日、発行済株式数、決算期、従業員数、主要取引先、主要取引銀行、大株主及び持株比率、上場会社と公開買付者の関係(※1)、最近3年間(※1)の上場会社と公開買付者の関係は、以下の事項を記載する。また、その他特筆すべき関係(上場会社と公開買付者若しくは関係会社と当該株券の発行元との関係を含む)がある場合には以下の事項に限らずその内容</p> |

決定事実

| 開示事項                                                   | 開示・記載上の注意                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                           |
|--------------------------------------------------------|---------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| <p>(3) 算定に関する事項</p> <p>① 算定機関の名称並びに上場会社及び公開買付者との関係</p> | <p>開示・記載上の注意</p> <p>関する判断の理由を含め、株主に對して当該買付け等に応募することを勧めるに至った考え方についてわかりやすく具体的に記載する。</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>・ 現況以外を対面として選択した公開買付けに対して当該買付け等に応募することを中心とする理由をわかりやすく具体的に記載する。特に、流動性が低いなど株主が困難と考えられる財産を対価として選択した場合には、他の財産による代替可能等の観点も踏まえて理由を記載する。</li> </ul> <p>(MB O等) 等に関する意見表明を行う場合</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>・ MB O等に関する意見表明を行う場合において、算定・中立を表明している場合には、MB O等の実施による上場会社の企業価値の向上に関する判断の内容を含む。その理由をわかりやすく具体的に記載する。</li> <li>・ MB O等に関する意見表明を行う場合において、当該公開買付けに応募することを中心とする意見である場合には、買付け等の価格に関する判断の理由(※)、及び、公正な手続を通じて株主利益への配慮に関する説明を含め、株主に對して当該MB O等に応募することを勧めるに至った考え方についてわかりやすく具体的に記載する。</li> </ul> <p>(※) 例えば、算定結果の合理性を確認したうえで、買付け等の価格が算定結果と比較して合理的な水準にあるかといった観点から判断の理由を説明することとが考えられます。なお、算定の前提条件において考慮されていない事象がある場合(例えば、市場株価法を用いる場合で、公開買付けに関する意見表明と同時に算定手続の大幅な上方修正を行う場合など)や、特殊な前提条件が存在する場合には、これらを踏まえて買付け等の価格に関する判断の理由について記載してください。</p> <p>また、当該取引の公表前期間に算定の大幅な下方修正その他株価が大幅に下落する開示を行った場合には、これらを踏まえて買付け等の価格に関する判断の理由について記載してください。</p> |
| <p>② 算定の概要</p>                                         | <p>算定機関から算定書を取得した場合には、以下の事項を記載する。</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>・ 算定機関の名称並びに上場会社及び公開買付者との関係</li> <li>・ 算定機関の名称並びに上場会社及び公開買付者との関係</li> <li>・ 算定機関の名称並びに上場会社及び公開買付者との関係</li> </ul> <p>(※) ① 算定機関が関連当事者に該当する場合、② 公開買付者(公開買付者の株主、役員、フィナンシャルアドバイザー等を含む)から勧誘又は紹介を受けた算定機関に依頼した場合、③ 算定機関が上場会社・公開買付者の双方から依頼を受けた場合、④ 算定機関が上場会社から当事者が投資を受けている場合、⑤ 重要不利関係がない場合には、その旨を記載する。</p> <p>② 算定の概要</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>・ 具体的な算定方式、当該算定方式を採用した理由、各算定方式の算定結果の取扱い(レンジ可)及び各算定方式の算定の重要な前提条件(※)を記載する。また、それに加えて、主として用いた算定方式がある場合にはその旨及び当該算定方式を主として用いた理由を記載する。</li> <li>・ (※) ① 市場株価法を用いた場合は、市場価格の計算対象期間、算定基準日及び算定基準日が算定書作成の日当日又はその前営業日でない場合には当該日を基準日とした理由を記載する。また、② デイスクワリテンション・キヤンセル・フロート法を用いた場合であって、買付け等の価格の算定の前提とした財務予測で大幅な増減益を見込んでいいるときは、前提とした財務予測の概要(併数を含む)と増減益の要因(大幅な増減益を見込んでいないときは、その旨)など算定の前提条件を記載する。</li> </ul> <p>(注) 「大幅な増減益」に該当するかどうかについては、各当事会社の当該公開買付け実施後5事業年度のいずれかにおいて、各々の前事業年度と比較して、利益の増加又は減少見込額が30%未満であるか否かを目安とする。</p>                     |

決定事実

| 開示事項                                               | 開示・記載上の注意                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                          |
|----------------------------------------------------|----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| <p>2. 買付け等の価格</p>                                  | <p>開示・記載上の注意</p> <p>含めて記載する。</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>・ 算定結果として、最近における上場会社と公開買付者との間の出資の状況(開示要件を考慮)を記載する。該当がない場合は、その旨を記載する。</li> <li>・ 人的関係として、直前事業年度の末日における上場会社と公開買付者との間の変異又は役員等の関係の状況に記載する。該当がない場合は、その旨を記載する。</li> <li>・ 取引関係として、直前事業年度の末日における上場会社と公開買付者との間の取引について概要を記載する。該当がない場合は、その旨を記載する。</li> <li>・ 四半期報告書の該当状況として、直前事業年度の末日において、公開買付者が上場会社の関連当事者に該当する場合は、関連当事者である旨及び関連当事者に該当する事由を記載する(関連当事者に該当しない場合は、その旨を記載する)。</li> </ul> <p>(※2) 純資産、総資産、1株当たり純資産、1株当たり配当金</p> <p>(※) 運用指標等が異なる場合であって、かつ、子会社等がある場合には、上場会社と公開買付者の本体と子会社等の指標を異次元化した形で開示に記載する。</p> <p>※ 上記開示事項について、追加投資、役員派遣、財政状態・経営成績の急激な変動、取引条件変更などにより最近日までに重要な状況の変化がある場合は今後重要な状況の変化が見込まれる場合は、その内容も追加記載する。</p> <p>※ 複数の者が共同して公開買付けを行っている場合には、それぞれの者について記載する。</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>・ 買付け等をする株券等の種類ごとに買付け等の価格を記載する。株式については1株当たりの買付け等の価格を記載するものとし、その他の株券等についても同様に記載する。</li> <li>※ 有価証券等を対価とする場合には、以下の内容を記載する。 <ul style="list-style-type: none"> <li>・ 当該対価とする有価証券の種類</li> <li>・ 交換比率</li> <li>・ 有価証券等に加えて現金を対価とする場合には、交付する金額の額</li> </ul> </li> </ul> |
| <p>3. 当該公開買付けに関する意見の内容、根拠及び理由</p> <p>(1) 意見の内容</p> | <p>当該公開買付けに関する意見の内容については、意見表明報告書と同等の内容を含め、わかりやすく具体的に記載する。</p> <p>※ 公開買付けに関する意見の内容としては、①「公開買付けに応募することを中心とする理由を記載する」、②「公開買付けに応募しないことを勧める」、③「公開買付けに對し中立の立場をとる」、④「意見の表明を留保する。」などが想定されています。</p> <p>(意見表明報告書の記載上の注意 [採択])</p> <p>a. 意見の内容については、例えば「公開買付けに応募することを中心とする理由を記載する」、②「公開買付けに對し中立の立場をとる」、④「意見の表明を留保する。」等わかりやすく記載すること。</p> <p>・ 当該公開買付けに関する意見の根拠及び理由について、意見表明報告書と同等の内容を含め、わかりやすく具体的に記載する。</p> <p>※ 意見決定に至った過程については、上場会社における検討が開始された時期、上場会社における検討の経緯、公開買付者との間の公開買付けの条件に関する交渉の概略を記載してください。</p> <p>※ 意見決定に至った過程について、当該公開買付けの発議に至った背景や、公開買付者の意思決定過程について公開買付者から確認した内容を記載することも考えられます。なお、公開買付者の意思決定過程を記載する場合、上場会社の意思決定過程と公開買付者の意思決定過程が区別できるように記載してください。</p> <p>(意見表明報告書の記載上の注意 [採択])</p> <p>b. 根拠については、意見決定に至った過程を具体的に記載すること。</p> <p>c. 意見の理由については、算定・中立を表明している場合にはその理由を、意見を留保する場合にはその時点において意見が表明できない理由及び今後表明する予定の有無等を具体的に記載すること。</p> <p>・ 当該公開買付けに応募することを勧める意見である場合には、買付け等の価格に</p>                                                                                                                                                                     |

決定事実

| 開示事項                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                  | 開示・記載上の注意                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                             |
|-----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|-----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| (MBO等)に関して意見表明を行う場合)<br>・MBO等に関する意見表明を行う場合には、算定の重要な前提条件として、上記の(*)に代えて、市場価値法、類似会社比較法及びディスカウントネット・キャピタル・フロー法(純資産平均加重平均法)のいずれかについて、以下の内容を記載する。その他の算定手法については以下の内容に準じて重要な前提条件を記載する。<br>① 市場価値法<br>・算定基準日、計算対象期間及び算定基準日が算定作成日当日又はその前営業日でない場合には、当該日を算定とした理由<br>・計算方法(純資産平均加重平均法の場合)<br>・その他特異な前提条件がある場合には、その内容<br>② 類似会社比較法<br>・比較対象として選択した類似会社の名称及び当該会社を選択した理由<br>・マルチプルとして用いた指標(EV/EBITDA、PER、PBRなど)<br>③ ディスカウントネット・キャピタル・フロー法<br>・算定の前提とした財務予測(各事業年度における売上高、営業利益、EBITDA及びフリー・キャッシュ・フローを含む)の具体的な数値<br>※ 上場維持を前提とする場合を除く。<br>・算定の前提とした財務予測の出所<br>・算定の前提とした財務予測が当該取引の基準を前提とするものか否か<br>・算定の前提とした財務予測で大體な増減益を見込んでいるときは、当該増減益の要因<br>※ 上場維持を前提とする場合は、算定の前提とした財務予測で大體な増減益を見込んでいるときは、その概要(許数を含む)及び留保益の要因を記載し、算定の前提とした財務予測で大體な増減益を見込んでいないときはその旨を記載する。<br>※ 「大體な増減益」に該当するかどうかについては、各当事会社、当該公開買付け実施後5事業年度のいずれかにおいて、各々の前事業年度と比較して、利益の増加又は減少見込額が30%未満であるか否かを目安とする。<br>・割引率の具体的な数値(レンジ可)<br>・純資産の算定手法及び算定に用いたパラメータの具体的な数値(レンジ可)<br>・その他特異な前提条件がある場合には、その内容を記載する。また、対価が上場株式(東証以外の国内金融商品取引所に上場している株式を含む)である場合は、その旨も記載する。<br>※ 上場停止となる見込みがない場合には、その旨を記載する。<br>・当該公開買付けにより上場停止となる見込みがある場合であって、当該公開買付けに応募することを勧める意見であるときは、下記事項を記載する。<br>・ 上場停止を目的とする理由<br>・ 少数株主への影響及びそれに対する考え方<br>・ 買付け等の後、株式の全部取得等の行為を行うことにより、上場会社が買収される予定があることを把握している場合には、その旨及び予定されている二段目の株式の全部取得等の行為に関する、原則として、以下の事項を記載する。<br>・ 完全に買収される手段及びその対価<br>・ 一段目(公開買付け)の買付け価格と二段目(株式の全部取得等)の対価に二段階買収については、一段目・二段目それぞれ対価等の条件や株主への条件の提示方法によっては、公開買付けへの応募を事実上強制するような威圧的買収と受け止められる場合があり得る。二段目の条件が一段目の条件と同等であれば問題は生じにくいものと思われるが、二段目の条件が一段目の条件よりも株主にとって不利となる場合には問題が生じると考えられるため、十分な検討が |                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                       |
| (4) 上場停止となる見込み及びその事由                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                  | (MBO等)に関して意見表明を行う場合)<br>・MBO等に関する意見表明を行う場合には、算定の重要な前提条件として、上記の(*)に代えて、市場価値法、類似会社比較法及びディスカウントネット・キャピタル・フロー法(純資産平均加重平均法)のいずれかについて、以下の内容を記載する。その他の算定手法については以下の内容に準じて重要な前提条件を記載する。<br>① 市場価値法<br>・算定基準日、計算対象期間及び算定基準日が算定作成日当日又はその前営業日でない場合には、当該日を算定とした理由<br>・計算方法(純資産平均加重平均法の場合)<br>・その他特異な前提条件がある場合には、その内容<br>② 類似会社比較法<br>・比較対象として選択した類似会社の名称及び当該会社を選択した理由<br>・マルチプルとして用いた指標(EV/EBITDA、PER、PBRなど)<br>③ ディスカウントネット・キャピタル・フロー法<br>・算定の前提とした財務予測(各事業年度における売上高、営業利益、EBITDA及びフリー・キャッシュ・フローを含む)の具体的な数値<br>※ 上場維持を前提とする場合を除く。<br>・算定の前提とした財務予測の出所<br>・算定の前提とした財務予測が当該取引の基準を前提とするものか否か<br>・算定の前提とした財務予測で大體な増減益を見込んでいるときは、当該増減益の要因<br>※ 上場維持を前提とする場合は、算定の前提とした財務予測で大體な増減益を見込んでいるときは、その概要(許数を含む)及び留保益の要因を記載し、算定の前提とした財務予測で大體な増減益を見込んでいないときはその旨を記載する。<br>※ 「大體な増減益」に該当するかどうかについては、各当事会社、当該公開買付け実施後5事業年度のいずれかにおいて、各々の前事業年度と比較して、利益の増加又は減少見込額が30%未満であるか否かを目安とする。<br>・割引率の具体的な数値(レンジ可)<br>・純資産の算定手法及び算定に用いたパラメータの具体的な数値(レンジ可)<br>・その他特異な前提条件がある場合には、その内容を記載する。また、対価が上場株式(東証以外の国内金融商品取引所に上場している株式を含む)である場合は、その旨も記載する。<br>※ 上場停止となる見込みがない場合には、その旨を記載する。<br>・当該公開買付けにより上場停止となる見込みがある場合であって、当該公開買付けに応募することを勧める意見であるときは、下記事項を記載する。<br>・ 上場停止を目的とする理由<br>・ 少数株主への影響及びそれに対する考え方<br>・ 買付け等の後、株式の全部取得等の行為を行うことにより、上場会社が買収される予定があることを把握している場合には、その旨及び予定されている二段目の株式の全部取得等の行為に関する、原則として、以下の事項を記載する。<br>・ 完全に買収される手段及びその対価<br>・ 一段目(公開買付け)の買付け価格と二段目(株式の全部取得等)の対価に二段階買収については、一段目・二段目それぞれ対価等の条件や株主への条件の提示方法によっては、公開買付けへの応募を事実上強制するような威圧的買収と受け止められる場合があり得る。二段目の条件が一段目の条件と同等であれば問題は生じにくいものと思われるが、二段目の条件が一段目の条件よりも株主にとって不利となる場合には問題が生じると考えられるため、十分な検討が |
| (5) 1) 上場停止となる見込み及びその事由                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                               | (MBO等)に関して意見表明を行う場合)<br>・MBO等に関する意見表明を行う場合には、算定の重要な前提条件として、上記の(*)に代えて、市場価値法、類似会社比較法及びディスカウントネット・キャピタル・フロー法(純資産平均加重平均法)のいずれかについて、以下の内容を記載する。その他の算定手法については以下の内容に準じて重要な前提条件を記載する。<br>① 市場価値法<br>・算定基準日、計算対象期間及び算定基準日が算定作成日当日又はその前営業日でない場合には、当該日を算定とした理由<br>・計算方法(純資産平均加重平均法の場合)<br>・その他特異な前提条件がある場合には、その内容<br>② 類似会社比較法<br>・比較対象として選択した類似会社の名称及び当該会社を選択した理由<br>・マルチプルとして用いた指標(EV/EBITDA、PER、PBRなど)<br>③ ディスカウントネット・キャピタル・フロー法<br>・算定の前提とした財務予測(各事業年度における売上高、営業利益、EBITDA及びフリー・キャッシュ・フローを含む)の具体的な数値<br>※ 上場維持を前提とする場合を除く。<br>・算定の前提とした財務予測の出所<br>・算定の前提とした財務予測が当該取引の基準を前提とするものか否か<br>・算定の前提とした財務予測で大體な増減益を見込んでいるときは、当該増減益の要因<br>※ 上場維持を前提とする場合は、算定の前提とした財務予測で大體な増減益を見込んでいるときは、その概要(許数を含む)及び留保益の要因を記載し、算定の前提とした財務予測で大體な増減益を見込んでいないときはその旨を記載する。<br>※ 「大體な増減益」に該当するかどうかについては、各当事会社、当該公開買付け実施後5事業年度のいずれかにおいて、各々の前事業年度と比較して、利益の増加又は減少見込額が30%未満であるか否かを目安とする。<br>・割引率の具体的な数値(レンジ可)<br>・純資産の算定手法及び算定に用いたパラメータの具体的な数値(レンジ可)<br>・その他特異な前提条件がある場合には、その内容を記載する。また、対価が上場株式(東証以外の国内金融商品取引所に上場している株式を含む)である場合は、その旨も記載する。<br>※ 上場停止となる見込みがない場合には、その旨を記載する。<br>・当該公開買付けにより上場停止となる見込みがある場合であって、当該公開買付けに応募することを勧める意見であるときは、下記事項を記載する。<br>・ 上場停止を目的とする理由<br>・ 少数株主への影響及びそれに対する考え方<br>・ 買付け等の後、株式の全部取得等の行為を行うことにより、上場会社が買収される予定があることを把握している場合には、その旨及び予定されている二段目の株式の全部取得等の行為に関する、原則として、以下の事項を記載する。<br>・ 完全に買収される手段及びその対価<br>・ 一段目(公開買付け)の買付け価格と二段目(株式の全部取得等)の対価に二段階買収については、一段目・二段目それぞれ対価等の条件や株主への条件の提示方法によっては、公開買付けへの応募を事実上強制するような威圧的買収と受け止められる場合があり得る。二段目の条件が一段目の条件と同等であれば問題は生じにくいものと思われるが、二段目の条件が一段目の条件よりも株主にとって不利となる場合には問題が生じると考えられるため、十分な検討が |

決定事実

| 開示事項               | 開示・記載上の注意                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                |
|--------------------|------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| (6) 公正性を担保するための措置  | 必要となります。また、やむを得ず、一段目の開示時点において二段目の条件を決定できない事情がある場合においても、できる限り二段目での対価等の条件を決定するための要約や決定時期の見込みに関する説明を記載するなど、透明性の向上に努めてください。<br>(MBO等)に関して意見表明を行う場合)<br>・二段目の行為に株式取得権又は価格決定請求権が確保できないスキームを採用する場合や、MBO等において大多数の株式を取得した場合であっても、二段目の株式の全部取得等の行為を奨励しない場合は、これらの理由をわかりやすく具体的に記載する。<br>・ 次に掲げる場合には、公正性を担保するための措置の内容をわかりやすく具体的に記載する。特段の措置を講じていない場合にはその旨を記載する。<br>・ 上場停止となることの見込まれる公開買付けに関する説明を記載することを勧める旨の意見表明をする場合<br>・ MBO等に関して意見表明を行う場合<br>・ その他特に当該公開買付けに関する意見表明の公正性を担保する必要がありと判断される事情がある場合<br>※ 公正性を担保するための措置の例としては、意思決定過程における恣意性を排除する観点から、算定期間から当該意見表明の内容に関する見解を記載した書面(公正性に関する評価を含む。)を取得することや、意思決定方法に関し、非親士・アドバイザー等による独立したアドバイザーを取得し、その非親並びに公開買付け者及び上場会社との間における重要な利害関係の有無及びその内容を明らかにすること、また、必要に応じてそのアドバイザーの内容を説明することなどが考えられます。<br>また、価格の適正性を担保する客観的状況を確保する観点から、公開買付け期間を比較的最長(30営業日以上)に設定することにより対抗的TOBの機会を確保することや、公開買付けの期で、上場会社による対抗者との接触を過度に制限するよう内容の命令等(いわゆる取引保護条項)を行わないことなどが考えられます。<br>※ 算定期間から公正性に係る評価(いわゆる「フェアネス・オピニオン」)を取得している場合にはその内容を記載する(取得していない場合にはその旨を記載する。)<br>(MBO等)に関して意見表明を行う場合)<br>・ 公正性を担保するための措置に関し、それぞれ以下の内容を合わせて記載する。<br>・ 算定期間から算定書を取得した旨。<br>・ 非親士・アドバイザー等による独立したアドバイザーを取得した場合に、その名称並びに公開買付け者及び上場会社との間における重要な利害関係の有無及びその内容、非親士・アドバイザー等による選任に際しての公正性を担保する旨及びその理由。<br>・ 公開買付け者との間で、上場会社による対抗者との接触等を過度に制限するよう内容の命令等(いわゆる取引保護条項)をした場合には、その内容及び当該命令等をした理由。<br>・ 公開買付け期間が短期間に設定されている場合には、公開買付け期間の延長請求を行わない場合は、その理由。<br>・ 次に掲げる場合には、利益相反を回避するための措置の内容をわかりやすく具体的に記載する。特段の措置を講じていない場合にはその旨を記載する。<br>・ MBO等に関して意見表明を行う場合<br>・ その他特に当該公開買付けに関する意見表明に関し利益相反を回避する必要があると判断される事情がある場合<br>※ 利益相反を回避するための措置の例としては、当該意見表明に至る意思決定の過程において利害関係を有する取締役及び監査役が職務を執行することや、当該意見表明に利害関係を有しない社外監査役は公開買付けに関する意見表明に関し後発から独立した特別委員会を設置し、当該公開買付けに関する意見表明を審問すること、当該特別委員会に公開買付け者との間で交渉を行うことを要請することなどが考えられます。 |
| (7) 利益相反を回避するための措置 | 必要となります。また、やむを得ず、一段目の開示時点において二段目の条件を決定できない事情がある場合においても、できる限り二段目での対価等の条件を決定するための要約や決定時期の見込みに関する説明を記載するなど、透明性の向上に努めてください。<br>(MBO等)に関して意見表明を行う場合)<br>・二段目の行為に株式取得権又は価格決定請求権が確保できないスキームを採用する場合や、MBO等において大多数の株式を取得した場合であっても、二段目の株式の全部取得等の行為を奨励しない場合は、これらの理由をわかりやすく具体的に記載する。<br>・ 次に掲げる場合には、公正性を担保するための措置の内容をわかりやすく具体的に記載する。特段の措置を講じていない場合にはその旨を記載する。<br>・ 上場停止となることの見込まれる公開買付けに関する説明を記載することを勧める旨の意見表明をする場合<br>・ MBO等に関して意見表明を行う場合<br>・ その他特に当該公開買付けに関する意見表明の公正性を担保する必要がありと判断される事情がある場合<br>※ 公正性を担保するための措置の例としては、意思決定過程における恣意性を排除する観点から、算定期間から当該意見表明の内容に関する見解を記載した書面(公正性に関する評価を含む。)を取得することや、意思決定方法に関し、非親士・アドバイザー等による独立したアドバイザーを取得し、その非親並びに公開買付け者及び上場会社との間における重要な利害関係の有無及びその内容を明らかにすること、また、必要に応じてそのアドバイザーの内容を説明することなどが考えられます。<br>また、価格の適正性を担保する客観的状況を確保する観点から、公開買付け期間を比較的最長(30営業日以上)に設定することにより対抗的TOBの機会を確保することや、公開買付けの期で、上場会社による対抗者との接触を過度に制限するよう内容の命令等(いわゆる取引保護条項)を行わないことなどが考えられます。<br>※ 算定期間から公正性に係る評価(いわゆる「フェアネス・オピニオン」)を取得している場合にはその内容を記載する(取得していない場合にはその旨を記載する。)<br>(MBO等)に関して意見表明を行う場合)<br>・ 公正性を担保するための措置に関し、それぞれ以下の内容を合わせて記載する。<br>・ 算定期間から算定書を取得した旨。<br>・ 非親士・アドバイザー等による独立したアドバイザーを取得した場合に、その名称並びに公開買付け者及び上場会社との間における重要な利害関係の有無及びその内容、非親士・アドバイザー等による選任に際しての公正性を担保する旨及びその理由。<br>・ 公開買付け者との間で、上場会社による対抗者との接触等を過度に制限するよう内容の命令等(いわゆる取引保護条項)をした場合には、その内容及び当該命令等をした理由。<br>・ 公開買付け期間が短期間に設定されている場合には、公開買付け期間の延長請求を行わない場合は、その理由。<br>・ 次に掲げる場合には、利益相反を回避するための措置の内容をわかりやすく具体的に記載する。特段の措置を講じていない場合にはその旨を記載する。<br>・ MBO等に関して意見表明を行う場合<br>・ その他特に当該公開買付けに関する意見表明に関し利益相反を回避する必要があると判断される事情がある場合<br>※ 利益相反を回避するための措置の例としては、当該意見表明に至る意思決定の過程において利害関係を有する取締役及び監査役が職務を執行することや、当該意見表明に利害関係を有しない社外監査役は公開買付けに関する意見表明に関し後発から独立した特別委員会を設置し、当該公開買付けに関する意見表明を審問すること、当該特別委員会に公開買付け者との間で交渉を行うことを要請することなどが考えられます。 |



決定事実

| 開示事項                                             | 開示・記載上の注意                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                             |
|--------------------------------------------------|---------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
|                                                  | <p>(WBO等)に関して意見表明を行う場合]</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>利益相反を回避するための措置に関し、それぞれ以下の内容を含めて記載する。当該意見表明に利害関係を有する取締役及び監査役に関する、利害関係の内容及び上場会社の意思決定に至る過程への関与の有無。</li> <li>取締役又は監査役が公開買付者との間で公開買付け後の役員への就任等に関して合意している場合には、その内容を記載する。</li> <li>取締役会から独立した特別委員会を設けた場合には、その概要(特別委員会を構成する各委員の氏名、職掌など)、特別委員会の構成に途中で変更があった場合には、その旨及びその理由。</li> <li>取締役会から独立した特別委員会又は独立役員に対し、当該公開買付けに関する意見表明に関する諮問をした場合には、諮問の内容及び回答に対する答申の内容(その理由を含む。)</li> <li>取締役会から独立した特別委員会又は独立役員に対し、公開買付者との間で交渉を行うことを委嘱した場合には、その旨。</li> <li>利害関係を有する取締役及び監査役を除く取締役及び監査役委員の承認を受けている場合には、その旨、受けていない場合には、その理由。</li> </ul> |
| 4. 公開買付者と自社株主・取締役等との間における公開買付けへの応募に係る重要な合意に関する事項 | <ul style="list-style-type: none"> <li>公開買付開始前、公開買付者と自社の株主との間における、公開買付けへの応募に係る重要な合意の有無について、上場会社が把握している範囲で記載する。</li> <li>公開買付者と上場会社の取締役との間における公開買付けへの応募に係る重要な合意に関する事項の有無及びかかる合意がある場合はその内容を記載する。</li> <li>意見表明報告書と同等の内容を記載する。</li> </ul>                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                |
| 5. 公開買付者又はその特別関係者による利益供与の内容                      | <p>(意見表明報告書の記載上の注意 [抜粋])</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>公開買付者又はその特別関係者(金融第27条の5第2号の規定による申出を金融庁長官に行なった者を除く。)が報告者の役員に利益供与を約している場合には、その内容を記載すること。</li> </ul>                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                 |
| 6. 会社の支配に関する基本方針に係る対応方針                          | <ul style="list-style-type: none"> <li>意見表明報告書と同等の内容を記載する。</li> </ul> <p>(意見表明報告書の記載上の注意 [抜粋])</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>財務及び事業の方針の決定を支配する者の持り方に関する基本方針に照らして、適切な者によって余剰の配付及び事業の方針の決定が支配されることを防止するための取組み(いわゆる買収防衛策)等を行う予定の有無及び予定がある場合にはその内容を具体的に記載すること。</li> </ul>                                                                                                                                                                                                                                                                                                    |
| 7. 公開買付者に対する質問                                   | <ul style="list-style-type: none"> <li>意見表明報告書と同等の内容を記載する。</li> </ul> <p>(意見表明報告書の記載上の注意 [抜粋])</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>公開買付者に対して当該公開買付けに関する質問がある場合はその質問の内容を記載すること。ない場合には「該当事項なし」と記載すること。</li> </ul>                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                |
| 8. 公開買付期間の延長請求                                   | <p>(意見表明報告書の記載上の注意 [抜粋])</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>金融第27条の3第1項の規定による公開買付開始公告に記載された買付け等の期間を改めて定める期間に延長することを請求する場合はその旨、金融第27条の10第3項の規定による延長後の買付け等の期間が30日(行株機関の休日の日数は、算入しない。)となる旨、延長後の期間の末日及び延長請求する理由を具体的に記載すること。請求しない場合には「該当事項なし」と記載すること。</li> </ul>                                                                                                                                                                                                                                                                                                                   |
| 9. 今後の見通し                                        | <ul style="list-style-type: none"> <li>公開買付け後における経営体制の予定、方針、計画等がある場合は、その内容を記載する(外報説明において目録、計画などを用いる又は用いることを想定している場合は、原則としてそれらを含めて記載する。)</li> </ul>                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                    |
| その他投資者が会社情報を適切に理解・判断するために必要な事項                   | <ul style="list-style-type: none"> <li>当該取引が支配株主との取引等である旨を記載する。</li> <li>当該取引の「支配株主との取引等を行う際における少数株主の保護の方策に関する措置」との適合状況を記載する。</li> <li>公正性を担保するための措置及び利益相反を回避するための措置に関する事項について記載する。</li> </ul>                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                        |

決定事実

| 開示事項           | 開示・記載上の注意                                                                                                                                                        |
|----------------|------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
|                | <ul style="list-style-type: none"> <li>当該取引等が少数株主にとって不利なものではないことに関する、支配株主と利害関係のない者から入手した意見の集約について記載する。</li> <li>意見の入手日、入手先、内容(その理由を含む)の概要がわかるように記載する。</li> </ul> |
| ○ (参考) 買付け等の概要 | <ul style="list-style-type: none"> <li>上場会社が公開買付者との間においてあらかじめ当該公開買付けに関して合意を行っている場合には、当該公開買付けの概要を参考として記載又は当該公開買付けに係る調査資料を添付する。</li> </ul>                         |

③ 公開買付者からの対価回答報告書の提出時の開示  
 自社の株券等に対する公開買付けに関して、公開買付者から対価回答報告書の提出が行われたことを知った時点で、その旨を開示してください(公開買付けは、「公開買付けに関する意見表明書」を選択してください)。

※ 公開買付けを行う者が上場会社である場合を除き、当該者による記者発表資料を入手できる場合には、これを自社の開示資料に参考資料として添付して開示を行うよううしてください。

※ 開示資料の表題は、買付者の名称及び対価回答報告書が提出されたことが判別できる表題としてください。  
 (例)「〇〇〇〇株式会社による当社株券に対する公開買付けに係る対価回答報告書の提出について」

(注) 金融第27条の10に規定する対価回答報告書による回答以外に、公開買付けに係る対象者からの質問に対する回答等を行う場合であって、投資者が買付け等への応募の是非を判断するために情報提供することが有用と考えられるときは、適時かつ適切に開示することが求められます。

【上場審査の視点】

①MBOと再上場の関連性

・MBOと再上場はそれぞれ独立した行為であり、両者の間に必ずしも高い関連性があるとは限らない。

⇒ 上場審査では、主導者（経営者・株主）の同一性・連続性、MBOから再上場までの期間の長短などを確認。

②プレミアム配分の適切性・MBO実施の合理性

・プレミアム配分の適切性やMBO実施の合理性を一時的・客観的に判定することはできないものの、MBO時に株主の判断の前提となる手続きが公正に行われた上でMBOが成立していれば、大多数の株主が納得して取引に応じたものということができ、プレミアム配分の適切性やMBO実施の合理性を問う必要性は低い。

⇒ 上場審査では、MBO時の手続きのMBO指針への準拠性などを確認。

・再上場時から見ると、MBO時の計画とMBO後の進捗との間にかい離がある場合であっても、再上場時にその理由について合理的に説明することができるのであれば、プレミアム配分の適切性やMBO実施の合理性を問う必要性は低い。

⇒ 上場審査では、MBO時の計画とMBO後の進捗との間にかい離についての説明が十分に説明力のあるものかどうかなどを確認。

【上場審査の運用】

上場審査では、上記①及び②の視点に基づき確認を行い、MBOと再上場の関連性が高くないか、プレミアム配分の適切性やMBO実施の合理性が低くないかを審査します。

そのうえで、再上場時のコーポレート・ガバナンスの体制や再上場に至るまでの経緯の説明・開示などを勘案し、総合的に再上場の可否を判断することとします。

Ⅲ

日本取引所グループ金融商品取引法研究会

有価証券上場規程の具体的検討(4)

—上場廃止—

2019年9月27日(金) 15:00~17:01

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)

|    |    |                    |
|----|----|--------------------|
| 飯田 | 秀総 | 東京大学大学院法学政治学研究科准教授 |
| 石田 | 眞得 | 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         |
| 小出 | 篤  | 学習院大学法学部教授         |
| 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     |
| 松井 | 秀征 | 立教大学法学部教授          |
| 松尾 | 健一 | 大阪大学大学院高等司法研究科准教授  |
| 山下 | 友信 | 同志社大学大学院司法研究科教授    |

【報 告】

有価証券上場規程の具体的検討（４）

—上場廃止—

学習院大学法学部教授

小 出 篤

目 次

- |                              |                   |
|------------------------------|-------------------|
| I. 上場廃止基準の内容                 | 14. 上場契約違反等       |
| 1. 株主数（＝売買単位 1 単位以上を有する株主の数） | 15. 株式事務代行機関への委託  |
| 2. 流通形式                      | 16. 株式の譲渡制限       |
| 3. 売買高                       | 17. 完全子会社化        |
| 4. 時価総額                      | 18. 指定振替機関における取扱い |
| 5. 債務超過                      | 19. 株主の権利の不当な制限   |
| 6. 銀行取引停止処分                  | 20. 全部取得          |
| 7. 破産手続、民事再生手続又は会社更生手続       | 21. 株式等売渡請求による取得  |
| 8. 事業活動の停止                   | 22. 反社会的勢力の関与     |
| 9. 不適当な合併等                   | 23. その他           |
| 10. 支配株主との取引の健全性の毀損          | 24. 売上高           |
| 11. 有価証券報告書又は四半期報告書の提出遅延     | 25. 株価            |
| 12. 虚偽記載又は不適正意見等             | 26. 業績            |
| 13. 特設注意市場銘柄等                | 27. 利益計上          |
|                              | II. そのほかの論点       |
|                              | 討論                |

○伊藤 それでは、定刻になりましたので、9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。

今日は「有価証券上場規程の具体的検討（４）—上場廃止—」というテーマで小出先生からご報告をいただきます。

よろしく申し上げます。

○小出 学習院大学の小出でございます。本日

は報告の機会をいただきまして、ありがとうございます。

冒頭に、今回の検討の対象といたしますか、どういう考え方で検討したかについて少しだけ申し上げたいと思います。

有価証券上場規程（以下「上場規程」といい、同規程施行規則は以下「規程施行規則」という）の、上場廃止に関する規定を読みますと、非常に詳細に様々な要件が決まっています、上場廃止

の一般論や制度設計を考える前に、そもそも何が上場廃止事由となっていて、各論的にどのような問題があるのかということを見えていくところから始めなければ何も報告できないなと思うに至りました。そういうわけで、今回は、上場廃止の主に要件のところについて若干細かめに見ていき、その中で、疑問に思ったこと、あるいは論点と思ったところを幾つか紹介させていただいて、先生方から様々なご教示をいただきながら議論を進めていただければと思っています。

ご案内のとおり、上場廃止については、本則市場、マザーズ市場、JASDAQ スタンダード、JASDAQ グロースごとに上場廃止基準の規定があります。かつ、各市場において、内国株式と外国株式で若干規定が違うところがあります。

最近、外国株の上場廃止の事例——そのほとんどが申請による自主的な上場廃止ですけれども——がよく見受けられますが、今回は対象を内国株式に限定して話をさせていただくことにしたいと思います。ですので、今後見ていただくデータ等も含めて、外国株式に関しては今回の報告には含まれていないということです。

お手元の資料ですけれども、レジюмеに加えて、表をお配りしています。これは、2010年から直近までの、東証において上場廃止になった銘柄とその理由の一覧表です。データをエクセルに落とし込んで、市場ごとにどういう理由で上場廃止になったのかということをもとめてみました。「一部」「二部」はそれぞれ本則市場の「一部」「二部」、「マ」はマザーズ市場、「ス」はJASDAQ スタンダード市場、「グ」はJASDAQ グロース市場を示しています。若干計算ミスなどもあるかもしれませんが、大方間違っていないだろうと思います。

2009年以前のものについて過去の文献などを見ますと、ある弁護士さんが2011年頃の資料版商事法務に上場廃止に関するデータを載せていらっしやうて、そこでは2002年ぐらいまで遡れるのですけれども、今回は、東証のホームページに掲載されている2010年以降のデータをベースに表をつくらせていただきました。

まず、一番左の縦列が上場規程で定められている上場廃止基準です。その右横に「一部・二部」「マ」「ス」「グ」と書いてあって、それぞれ縦に○を打っていますけれども、この○は、市場ごとにその上場廃止事由が定められているということを表しています。たとえば、東証一部・二部に関しては、下の四つの「売上高」「株価」「業績」「利益計上」以外のところは全て○が打っていて、つまりそれらについてはいずれも上場廃止事由が定められているということです。「マ」「ス」「グ」については、○と\*がありますが、\*は一部・二部の本則市場の上場廃止事由と若干要件の内容が異なっていること、○は本則市場の上場廃止事由の要件の内容と基本的に同じであることを表しています。

表中の数字は、データをもとに、その上場廃止事由に該当する上場廃止がその年に何件あったかというのを、当時のプレスリリースなどを見ながらカウントしたものです。東証の過去のホームページ上の記載だと、現在の上場廃止事由と必ずしも一致しない記載となっているものもありますが、プレスリリースや詳細を見ますと、根拠条文がきちんと書いてありますので、それも参照して集計しました。

基本的には数字どおりですけれども、2017年の「グ」のところに「1\*」と書いてあるのが2個あります。これは、上場廃止になったのは1社だけなのですが、それが債務超過基準と業績基準の両方に該当するというので\*印を打っています。ですので、会社としては1社であるということの意味しています。

また、上から8行目に事業活動停止という項目があるのですが、事業活動停止を理由とする上場廃止には、合併によって事業活動が停止されるものと、合併以外によって事業活動が停止されるものの2種類があります。ですので、合併によるものと合併以外によるものとに分けて記載しています。実は、合併によって消滅して事業活動停止に該当するものは比較的多く見られるのですけれども、合併以外の理由で事業活動停止に該当するも

のはほとんどありません。私が見た限りでは、2017年に1社あるぐらいだったと思います。

下から5・6行目に、その他公益・投資家保護の必要という要件がありまして、これも非常に多いのですが、ほとんどは株式併合によってスクイズアウトが起こったという事例です。これは最近是非常に多くなっています。株式併合以外で公益・投資家保護の必要によって上場廃止になったものはやはり非常に少なく、2010年と2015年にそれぞれ1社ずつとなっています。ですので、こちらを分けて記載した次第です。

ここからは、要件ごとに確認しながら見ていきたいと思います。

## I. 上場廃止基準の内容

上場廃止事由は非常に多いわけですが、本則市場に関するものは主に上場規程601条に列挙されています。

### 1. 株主数（＝売買単位1単位以上を有する株主の数）

この株主数というのは、売買単位1単位以上を有する株主の数ということになります。

#### [趣旨]

株主が少なくなってしまうと、今後売買も余り行われまいであろうということで、流動性の維持に欠けるというようなことが言われているようです。

#### [要件]

本則市場については、株主数が400人未満となった場合です。マザーズについても同様ですが、上場後10年間については150人未満でよいとされています。JASDAQについては150人未満です。一部から二部への指定替えにも株主数の要件がかかっていて、これは2,000人となっています。

上場審査基準に関して言うと、本則市場は800人ですが、一部に直接上場する場合は2,200人です。マザーズは200人ですが、上場時まで

に500単位以上の公募が必要とされています。JASDAQもやはり200人となっています。たとえば本則市場を見ると、上場時は800人の株主が必要だけれども、上場廃止要件は400人未満となっており、ここに乖離が見られるということが指摘されているところです。

株主数だけではありませんけれども、上場廃止事由に該当したら即上場廃止というわけではありませんで、猶予期間が設けられており、猶予期間は1年間となっています。

#### [実例]

2010年以降に株主数の基準に該当した上場廃止銘柄は0件、猶予期間入り銘柄については、2015年以降のデータしかなかったのですが、こちらもやはり0件ということで、株主数が基準に満たないという理由で上場廃止にされた銘柄は、最近は見られないと思われます。

### 2. 流通株式

発行株式のうち、実際にマーケットにおいて取引されるであろう株式の数や規模を意味しています。

したがって、固定的な株主、例えば役員が保有している株式や発行者自身が保有している株式、あるいは親会社を含めた支配株主（当該有価証券の数の10%以上を保有している者）が保有しているような株式は、流通株式からは除かれることとなります。ただし、当該有価証券の10%以上を保有する者でも、機関投資家やカストディ名義のものは流通株式に該当するということとなります。

#### [趣旨]

これは流動性の維持というところにポイントがあるのだと思います。どれだけ時価総額や株主の数が多くても、株式のほとんどが実際には売買されていないということであるならば、市場の流動性に欠けまして、一般投資家が害されるというところがあるのだと思います。

## [要件]

本則市場については、流通株式数が 2,000 単位未満、あるいは流通株式時価総額 5 億円未満、あるいは流通株式の上場株券等の数に対する比率が 5%未満の場合という三つの要件のどれかを満たす場合ということになっています。時価総額に関しては、2009 年から 2010 年の市況が悪かった時期においては、3 億円未満に緩和されていたということがあります。

マザーズも、上場後 10 年間は少し緩和されますけれども、同様の要件があります。

JASDAQ に関しては、流通株式数が 500 単位未満、あるいは流通株式の時価総額が 2 億 5,000 万円未満とされています。

こちらに関しましても、上場審査基準と比べますと、例えば流通株式数で言えば、上場基準は 4,000 単位以上となっているところ、廃止基準は 2,000 単位未満になっており、時価総額に関しても、上場基準は 10 億円以上、廃止基準は 5 億円未満となっています。流通株式数比率に関しても、上場基準は 30%以上とされているものが廃止基準は 5%未満というように、違いが見られます。

## [実例]

この流通株式の基準についても、やはりそれほど実例は多くありません。2010 年以降のデータにおいては、2016 年に上場廃止になった東証二部の東福製粉の 1 件だけです。2008 年までさかのぼりますと、どうももう 1 件あったようですけれども、2010 年以降は東福製粉だけということになっています。

参考までに、東福製粉について見てみますと、もともとこの会社は小規模な会社で、後に述べる時価総額基準にも抵触していました。そのため、経営改善のために日本製粉という上場会社と資本・業務提携をし、その関連会社になりました。その後、2014 年に TOB によって日本製粉の子会社になりました。日本製粉の持株は流通株式には該当しないわけです。2014 年の日本製粉の持株比率は 51%、それから取締役会長の持株比率も

10.05%ですので、要するに 61.05%の株式は流通株式に該当しないことになります。ただでさえ小規模な会社でしたので、流通株式時価総額 5 億円未満という上場廃止基準を簡単に割り込んでしまったということです。

公募売出しなどをして流通株式を増やす方法もあったのかもしれませんが、日本製粉の子会社になったという状況を考えますと、流通株式を増やすのは現実的ではないということで、そのまま上場廃止になったということです。

このような事例は、今後も出てくる可能性はあるかもしれません。

## 3. 売買高

## [趣旨]

これは現実に成立した売買の単位数を見ているということで、こちらの趣旨もやはり流動性の維持であろうと思います。

## [要件]

上場維持に必要な売買高は比較的小さいものになっていまして、本則市場ないしはマザーズにおいては、12 月末日以前 1 年間の月平均売買高が 10 単位未満である場合、あるいは毎月の末日以前 3 か月間に売買が成立していない場合ということになっています。こういったことはほとんどないようで、2010 年以降に該当したものは 1 件もありません。

売買高が月に 10 単位さえあれば上場を維持していいのかという問題はあるような気はしますが、今はこちらになっているということです。

## 4. 時価総額

## [趣旨]

こちらの趣旨は必ずしも流動性の維持ということではなさそうです。いろいろと見てみますと、平成 16 年の東証の「時価総額に係る上場廃止基準の見直しについて」という文書では、時価総額が低い銘柄は「市場評価が著しく低く当取引所の投資対象物件としてふさわしくない」ということに

なっています。

なぜふさわしくないのかということについては、もう少し検討する必要があるかと思えますけれども、後ほど、ほかの項目とあわせて少し検討してみたいと思います。

#### [要件]

本則市場・マザーズについては、月間平均時価総額と月末時価総額のいずれについても、a. 時価総額が10億円未満である場合、あるいは、b. 当該株券等の時価総額が上場株券等の数に2を乗じて得た数値未満である場合、毎月これらの基準をチェックして、いずれか一方にでも該当すると上場廃止になってしまうということになっています。

aの基準はわかりやすいのですが、bについては、要するに株価が2円を割った場合ということになります。これは平成16年の上場規程改正で追加されたものらしいのですが、当時の議論を見ますと、株価1円といった超低位株が、公募増資を繰り返して資金調達をし、上場を維持しながら資金繰りに充てるというような一種の不正行為に近いものが見られたということです。株価が1円であっても、例えば15億株の発行済株式総数があれば、時価総額は15億円になるわけです。そうしますと、時価総額10億円未満という基準には該当しないことになってしまいますので、やはりそれはまずかろうということで、株価2円という基準を新設したということになります。

実際に、当時は現在の本則市場と同様の時価総額基準を定めていたJASDAQ市場のイチヤという会社が、2009年に株価が1円になってしまったためにこの要件に該当し、上場廃止になっています。イチヤという会社は、最後の最後まで上場を維持しようと頑張ったみたいでして、株式併合をすれば株価は基本的には上がりますので、それで株価を上昇させてこの基準の適用を免れようとしたわけですが、月間平均時価総額基準の方は満たさないということで、上場廃止になりました。

株価2円であっても、公募増資を繰り返して無理矢理上場を維持することは不可能ではないので、

果たして株価2円という基準で本当によいのかということとは問題になるような気がします。

株価基準に関しましては、今のJASDAQスタンダード及びグロース市場においては10円という株価基準が存在しますので、本則市場・マザーズ市場においても同じような株価基準があってもよいのではないかという気がします。

#### [事例]

かつてのJASDAQ市場銘柄だったイチヤは別にして、時価総額基準に関して言いますと、2011年に3社が上場廃止となっていますが、それ以降は上場廃止事例はありません。ただ、猶予期間入りする銘柄は非常に多く、2015年以降でも、私の計算が正しければ、37回の猶予期間入りがかウントされています。ただ、1社が猶予期間入りと解除を繰り返している場合もありますので、社数はそれ以下です。しかし、37回も猶予期間入りしながら、上場廃止になる例はゼロだということです。様々なことをして時価総額が維持されているということで、これが本当にいいことなのかどうかは、よくわからない部分もあるような気がします。

しかし、時価総額基準は別のところで機能している可能性もあって、時価総額基準の猶予期間中にほかの理由で上場廃止になった銘柄も多くあるわけです。例えば、有価証券報告書提出の遅延といった形で上場廃止になるとか、あるいは特設注意市場銘柄に該当したとか、時価総額が低い会社はほかの基準にも該当しやすいということで、一つのシグナルとしては機能しているということも言えるのかもしれません。

ちなみに、時価総額基準で2011年に上場廃止になってしまったメルクスとレイテックスという会社については、その後、フェニックス銘柄という上場廃止になった株式を売買できる日本証券業協会が開設しているところに移行していますけれども、いずれもその後、民事再生あるいは破産ということで、結局破綻しています。そういう意味では、株価というものはある程度会社の将来性を反



映しているということは言えそうだと思います。

## 5. 債務超過

### [趣旨]

これはやはり企業の継続性への懸念なのではないかと思われまます。すなわち、債務超過になった企業を上場させておいたとしても、恐らく近い将来破綻することになり、そうだとすると、結局その時点で投資家である株主の利益が害されるということを考えますと、早い段階で手を打っておく、すなわち、企業の継続性に懸念がある段階で上場廃止にして、一般投資家が買わないようにしておく、そういう趣旨ではないかと考えられます。

### [要件]

本則市場では、事業年度末日において債務超過であれば、猶予期間が1年ありますけれども、上場廃止ということになります。

ただし、債務超過になった後に、民事再生・会社更生・事業再生・私的整理などの方法によって債務超過でなくなることを計画している場合には、猶予期間がさらに1年間延ばされることになっています。この場合は、東証がそれを判断することになりますので、そこには東証の裁量・判断が介在しているということになります。

債務超過は、一部銘柄については二部への指定替え要件にもなっています。この指定替えについては猶予期間がありませんので、結局一部銘柄に関しては、年度末に債務超過になりますと、自動的に二部に指定替えされまして、その後1年間の上場廃止猶予期間内に債務超過を脱しないと、上場廃止となります。

最近ですと東芝や千代田化工建設が二部に指定替えになりまして、東芝はその後債務超過を脱しましたがけれども、千代田化工建設はまだわからない状況で、現在猶予期間中だと理解しています。

マザーズも基本的に同一ですが、市場の性格上、上場後3年間の債務超過については上場廃止事由とならないことになっています。新興企業であるということ踏まえて、しばらく様子を見るとい

うような規定になっていると思われまます。

債務超過基準は、一見、客観的な基準であるかのように思われまます。規定では連結貸借対照表の純資産額が負である場合ということになっていまますが、連結貸借対照表の数字には会計上の評価が含まれることになりまます。したがいまして、その会計上の評価をどのように考えるのかというところで、そこには判断の余地が介在することになりまます。

後ほど見まますペイントハウス事件は、まさにこの債務超過に該当したことで上場廃止になった会社です。しかし会社は、債務免除を受けられる蓋然性が非常に高かったので、したがってその分の額は債務から除いてもよいのだとして、債務超過ではないと主張していたわけです。しかし、それに対して東証は、蓋然性が高いというだけではなく、あくまでも現実に債務の免除がされてそれが貸借対照表上で計上されるまでは、債務超過を脱したとは言えないとして、結局上場廃止にしたという事例になります。

これについての裁判所の判断ですけれども、東証側の主張を容れままして、近々債務超過が解消される高度の蓋然性がある場合でも債務超過の解消と同視できるとすると、どのような場合がこれに該当するか明確な基準がなくなってしまう、ひいては証券市場の取引の安定性を害する、したがって、これは客観的に出てきた連結貸借対照表の数字で判断されるのだというふう述べていまます。

なお、債務超過の判断をする上で、公認会計士の監査意見によって純資産額が修正された場合は、修正後の純資産額によって判断されるということも規程施行規則には規定されています。

### [実例]

2017年に1社、2016年に2社、債務超過によって上場廃止となっています。ペイントハウスはもっと前ですけれども、それなりに債務超過の例はあるということなんです。

これも猶予期間入り銘柄が非常に多くて、猶予

期間中にほかの事由で上場廃止になっている銘柄もかなりあると思います。

債務超過による猶予期間入り銘柄が多いということは、特に新興企業などにおいて、瞬間的に債務超過になることが多いということなのかと思います。それで、また後ほど見ますけれども、債務超過という基準が本当に上場廃止基準としてふさわしいのかどうか、そもそも企業の継続性というもの、このような客観的な基準というか一律の基準で判断すべきなのかどうかということが、特に最近議論されるようになってきています。

すなわち、今この瞬間債務超過であったとしても、将来的な期待が高いと投資家が判断するのであれば、引き続き市場において取引されてもよいのではないか。すなわち、継続性については、まさに投資家自身が判断すべきなのではないかというような指摘がされているわけです。

債務超過基準のみならず、後ほど出てきます売上高基準とか業績基準、あるいは利益計上基準といったものにも同様のことが言えると思いますけれども、このような基準を設けるのはある意味ではお節介で、企業の継続性に関しては、あくまでも投資家の判断、すなわち株価あるいは時価総額といったものをベースに判断されるべきではないのかというような意見が、特に最近の市場構造の見直しにおける議論では見られるところ です。

## 6. 銀行取引停止処分

### [趣旨]

こちらも恐らく企業の継続性への懸念というのが趣旨かと思います。

### [要件]

銀行取引停止処分になりますと、事実上、会社はそのまま法的整理に行くというのが通常ですので、これは懸念といいますか、継続性というものはほぼ想定できない状態になります。そういう意味では、債務超過以上に継続性はほぼ想定できないものになっているかと思います。

### [事例]

非常に珍しいのですけれども、2011年に1件、一部上場会社で上場廃止になったものがあります。債務超過とは異なりまして、銀行取引停止処分の場合には、その後企業を継続することはほぼ想定できないということがありますので、こちらに関しては、基準として残しても問題はないのではないかという気がします。

## 7. 破産手続、民事再生手続又は会社更生手続

### [趣旨]

こちらも同様のことが言えます。法的整理に入るということ、企業の継続性の懸念といいますか、継続性が想定できない可能性が高くなっているということになります。ただ、再生や更生の場合ですと、企業の継続の可能性がまだ残っていますので、したがって、それらと破産とは分けて考える必要があるだろうと思います。

### [要件]

破産、再生・更生、これに準ずる状態になった場合というのが上場廃止要件ですけれども、その後再建するというのであれば、その再建計画の開示を行った後、猶予期間1か月間で時価総額が10億円以上となった場合については、上場は維持されるという仕組みになっています。

再建計画を申請できなかった場合については、そのまま上場廃止されるということで、これは非常にスピーディーに上場廃止される要件となっているかと思います。

法的整理という要件については、客観的に明白ですけれども、それに準ずる状態とは、債務超過又は支払い不能の理由によって私的整理を行う場合、事業活動継続が困難であるので、その事業の全部若しくは大部分の譲渡又は解散することを株主総会に付議する取締役決議を行った場合、また、これは一種の私的整理かなと思いますけれども、債務免除などの合意を債権者で行った場合です。これらについては、いずれも会社側からの報告に基づいて上場廃止事由に指定されることになりま

すけれども、これらのほかにもこれに準ずると認められる場合があるのかどうかということは、必ずしも明らかではありません。どういったことが事由となるのかということに関しては、もう少し見てみる必要があるのかもしれないと思ったところです。

#### [実例]

上場会社が法的整理に行くことはしばしばあり、2010年以降でも17件上場廃止されています。

### 8. 事業活動の停止

#### [趣旨]

こちらもやはり企業の継続性への懸念といえますか、ほぼ継続性が見込まれないという状態なのかと思います。

#### [要件]

上場会社が事業活動を停止した場合又はこれに準ずる状態になった場合ということで、結局、その判断は東証がすることになっています。

#### [実例]

合併による解散は事業活動の停止に該当しますので、比較的多く見られるところです。

#### [手続]

解散については、上場株式対価の合併による場合と、それ以外の場合、すなわち非上場株式対価又は金銭対価の合併による解散や合併以外の理由による解散の場合とで、手続きの流れが分かれています。

上場株式対価の合併の場合は、消滅会社は事業活動を停止するわけですがけれども、しかしながら、対価として別の上場株式が消滅会社株主に渡されますので、消滅会社株主から見ると基本的に上場が維持されるのと同様であるということになります。したがって、消滅会社株式の上場廃止自体はもちろんされますけれども、合併効力発生日の3日前に上場廃止となって、合併効力発生日には新

たな上場株式が交付されるという形でスムーズに移行するようになっています。

しかしながら、非上場株式対価や金銭対価の合併、あるいは合併以外の解散というような場合については、実質的にも上場廃止を意味しますので、他の上場廃止と同様に慎重な検討が必要であるということで、取締役会決議の段階で監理銘柄に指定し、その後、合併・解散の総会決議などがされた場合に上場廃止が決定され、整理銘柄に指定されることになっています。

例として、TASAKIの例が挙げられていますけれども、これは非上場会社を相手としてTASAKIを消滅会社とする合併がなされたという事例です。

### 9. 不適当な合併等

#### [趣旨]

これは少しややこしい話になりますけれども、いわゆる裏口上場の抑止という趣旨と考えられます。

#### [要件]

要件は二つありまして、一つは、上場会社が吸収合併等を行った場合、基本的にはそのまま上場が維持されるはずですが、例えば吸収会社に比べて消滅会社の方が極めて大規模であり、そして消滅会社の方は非上場会社であって、結果的に吸収合併を行った上場会社の方が実質的には存続性がないと認められた場合です。この場合は結局、非上場会社が合併をすることで裏口上場をすることを意味する可能性がありますので、このように上場会社の方に実質的な存続性がないと認められるような吸収合併と東証が認定した場合については、その後3年以内に新規上場審査と同等の基準に適合しない場合には上場が廃止される、そういう扱いになっています。

いわゆるテクニカル上場についても、同様のことが定められています。

「吸収合併等」と書いていますけれども、具体的にどういう行為が該当するのかということが明記されていまして、株式交換、会社分割、事業譲

渡、それから場合によっては第三者割当や業務上の提携といったものも含めて、幅広くこれに該当し得るということが定められています。

#### [手続]

実際にどうやって吸収合併等が実質的な存続性が失われたと判断されるのかということですが、手続としましては、まず、合併をする際、上場会社は事前相談を東証に行います。これに基づいて東証は、不適當合併等に該当するかどうか、すなわち上場会社の実質的な存続性が失われたかどうかについての審査を開始することになっています。

不適當合併等に該当するとされた場合については、前述の3年間という猶予期間に移行することになります。この猶予期間終了までの間に、対象会社が自ら申請をすることによって、新規上場審査と同等の基準で審査がなされ、それに合致しなければ、その会社は上場廃止されるということになります。

この場合、申請が出されなかった場合も上場廃止ということになります。この申請については、新規上場と同等の行為なので、主幹事証券会社の確認書が必要であるとされていて、この確認書を証券会社に書いてもらえないということになりますと、これは審査できないことになります。そうしますと自動的に上場廃止ということになりまして、後ほど見ますアドバックス事件は、この証券会社の確認書が得られずに、結果的に新規上場と同等の審査の申請ができずに上場廃止になった事例です。

#### [実質的存続要件]

そうしますと、これは2段階の判断がされています。一つは、吸収合併会社が実質的な存続性を失ったかどうか、すなわち不適當合併等に該当するかどうかということ。もう一つは新規上場審査に合格したかどうかということ。この二つの段階があるわけです。

言い方を変えますと、不適當合併等に該当して

猶予期間入りをしたからといって、それは全て裏口上場であるというわけではありません。したがって、まずその初めの段階、不適當合併等に該当するかしないのかということが問題となります。これについては、規程施行規則上、明文で不適當合併等に該当しない要件が定められているものがあります。一つは、合併相手が連結子会社であり、結局グループ内の合併ということであれば、これは不適當合併等には該当しないと考えられています。それから、相手方の規模（連結総資産額、連結売上高、連結経常利益金額など）で判断し、相手方の規模が小さいのであれば、3年以内に相手方と会社分割や共同株式移転などをしていないのであれば、やはり不適當合併等には該当しないとされています。

しかし、例えば事前に上場会社と非上場会社とであらかじめ事業譲渡などをして、非上場会社の方の規模を小さくしておいてから合併するということ認めては意味がありませんので、そういったものについてはこの要件に該当しないというふうになっています。

それからもう一つは、前述のとおり、「吸収合併等」の中には、例えば会社分割、事業譲渡、業務提携、第三者割当と様々なものが含まれているのですけれども、その後、裏口上場的な、すなわち非上場会社が実質的に上場するというようなことがなければ、問題は生じないわけです。したがって、非上場会社の法人格が上場会社と必ずしも一緒になるわけではないこういった行為のうち、上場会社からの会社分割等や業務提携につきましては、3年以内に相手方と会社分割や共同株式移転などを行っていないのであれば、裏口上場の効果は生じないとされて、不適當合併等には該当しないとされています。

さらに、実質的な審査もなされます。つまり、規程施行規則の条文上明確に不適當合併等に該当しないという類型以外であっても、東証が判断して不適當合併等に該当しないとすることはあり得ます。その基準は上場管理ガイドラインに書いてありまして、経営成績、役員構成、株主構成、商

号又は名称など様々な要素を考慮するということが書いてあります。

この実例を分析している文献として、鈴木広樹『検証 裏口上場』（清文社、2013年）という、開示情報をもとに様々な実質的な存続性の判断の事例を紹介しているものがあります。

繰り返しですけれども、実質的な存続要件がなく、不適當合併に該当したからといって、その後新規上場審査と同等の基準の審査を通れば上場廃止になるわけではありません。全てが全て上場廃止になるわけではなく、むしろほとんどは上場廃止になっていないわけです。上場廃止となった事例の分析を見てみると、経営成績や財務状態、つまり相手方の規模が大きいとか、あるいは株主構成、つまりこれらの行為の結果として上場会社側のもともとの株主の持株比率が非常に低くなってしまったり、相手方の株主が実質的な支配株主になってしまうといったことを重視しているものが多そうです。

しかしながら、一つ変わった例がありまして——これ一つだけではないかもしれませんが——ジャレコ・ホールディングの事例では、吸収合併の相手方会社の非上場会社の方がはるかに規模も小さく、上場会社のジャレコ・ホールディングの株主構成もほとんど影響を受けなかったにもかかわらず、商号を相手方の会社に変更した、それから代表取締役が相手方の出身者になったということから、実質的な存続要件を満たさないとされました。その後ジャレコ・ホールディングは、結局新規上場審査の申請ができずに廃止になっています。

ジャレコ・ホールディング自身がこの判断をどう受け止めたかはわからないのですが、相手方がはるかに小さく、そして株主構成も影響を受けないといった合併も本当に裏口上場と言えるのかどうか。もちろん、代表取締役が変わるとか名前が変わったということは、相手方がそれなりに力を持ったことを意味するのかもしれませんが、規模はもともと存続する上場会社側の方が大きかったという状況のもとでも果たして不適當合併と言えるのかどうかということについては、

もしかしたら議論があるのかもしれませんが。

これの何が問題かといいますと、不適當合併等に該当すると判断されてしまいますと、新規上場審査を申請できない限り、上場廃止になってしまいうわけです。もちろん、新規上場審査に落ちても廃止になるわけですが、新規上場審査が妥当だったかどうか以前の問題として、そもそも不適當合併等に該当するのかどうかという指定の段階で争う手段は要らないのかということが若干問題になるように思います。ここそこが恐らく一番初めに東証が判断するタイミングだからです。ですので、後ほどお話ししますが、こういったところについて、例えば東証内部における異議申立て、あるいは聴聞手続のような一種のデュープロセスといったものを置く必要はないのだろうかという気がします。不適當合併については不適當合併等に該当するかという段階、それから新規上場審査の段階、この2段階において争う手段が与えられてもよさそうにも思います。

#### [アドバックス事件]

最近の事例ですけれども、アドバックス事件という東京高裁の平成22年の決定があります（東京高決平成22年8月6日金法1907号84頁）。

こちらは前述のとおり、不適當合併に該当した後、証券会社の確認書を提出できなかったために上場維持の審査がなされず上場廃止になった事例です。これはちょっと変わった事例ですけれども、そういった確認書を求めるような上場規程自体が公序良俗違反で無効（民法90条）であるとして上場廃止処分の差止めを求めたという事例です。

まず、問題になりますのは、そもそもこういう上場契約というものがなぜ効力を有するのかといういわゆる約款論にかかわる問題です。この平成22年の決定のときには、上場契約を締結した際に規則遵守を約しているの、上場会社の同意があるのだというようなことを言っています。そうしますと、民法90条によって公序良俗違反と判断される余地自体はあり得ると言っているようです。このような議論はあり得ると思いますけれども、

ご存じのとおり、債権法改正によって、民法にいわゆる定型約款の規定が入りました。そうしますと、恐らくこの上場契約というものの、上場規程というものは定型約款の一種であるというふうに見られやすいのではないかと考えています。そうしますと、信義則に反するような、相手方を一方的に害する条項は無効となり得るわけです。それと公序良俗の判断の違いは本当はあるのかもしれませんが、アドバックス事件が実質的に示したのと同等の基準といったものは、今後は定型約款としての規定のもとで引き続き維持できるのではないかと考えられるように思います。

この決定では、こういった確認書を求めるという規定、あるいは上場廃止の規定は公序良俗違反には該当しないとされました。裏口上場の防止という趣旨には合理性があると判断できる、というのが理由です。

アドバックス事件は、不適當合併等に該当するかどうかというところが争われたわけではなくて、確認書を出させるということ自体がどうなのかという点が争われた、ちょっと変わった事例です。本来であれば、不適當合併等に該当するかどうかというところで争うべきだったのかもしれないということも指摘されているところではあります。

## 10. 支配株主との取引の健全性の毀損

### [趣旨]

こちらは既に加藤先生がご報告されたと同っていますので、繰り返すこともないのかもしれませんが、2009年に公表された上場制度整備懇談会報告書「安心して投資できる市場環境等の整備に向けて」に、株主・投資家の利益保護及び市場の信頼性維持の観点からは、上場後においても、支配株主等関連当事者との間で不当な取引が行われていないかどうかの確認が望ましく、特に第三者割当を行って支配株主の異動が生じたような場合については、上場審査時の前提が変わっていることがあるので、ここで確認をするべきなのだとということが書かれています。

したがって、これは、投資家の利益が害される

ことを防ぐ、あるいは市場の信頼性を維持するというところに趣旨があると考えられます。

もちろん、支配株主の異動というものは、第三者割当以外にもその可能性があるわけですが、あくまでも取締役会決議のみ、つまり経営者の意向限りでできるというところに問題があるということが言われていまして、当面は第三者割当が対象となるということが示されているところです。

### [要件]

第三者割当により支配株主が異動した場合において、3年以内に支配株主との取引に関する健全性が著しく毀損されてしまったときには上場廃止になるということで、これは毎年、事業年度ごとに支配株主との取引状況について記載したものを提出させて、それで審査を行うということが行われています。

ただ、事例がまだありませんので、具体的にどのようなものが健全性が著しく毀損された取引とされるのかということについては、判断基準はまだ不明です。上場審査時にも同様の基準がありますので、それと同等のものが求められるのか、あるいはそれとは異なるのかということについては、まだよくわからないところです。

前述のとおり「株主利益の保護」という趣旨から考えるならば、第三者割当による支配株主の異動から3年以内に限定してこのような取引の健全性の毀損の判断をしていることにつき、それだけでいいのかというのは、必ずしも合理的に説明できないように思います。すなわち、3年に限らず、およそ一般的に支配株主が存在するときに、支配株主との取引の健全性が毀損されたのであれば、それはやはり上場廃止にするべきだと思われしますので、支配株主の異動から3年以内に限定するような基準は設けなくてもいいのではないかとすることも言えそうな気がします。

そもそも、支配株主との取引の健全性が著しく毀損した場合というのは、もう少し一般的な条項、すなわち投資家保護の必要性というところでいけ

るのかもしれませんが。したがって、この3年以内というところは、それなりに注意して見ますよということかもしれませんが、やはり支配株主との取引の健全性については、これ以外を見る可能性があってもよいのかというふうには思います。

#### [事例]

事例は0件ということです。

### 11. 有価証券報告書又は四半期報告書の提出遅延

#### [趣旨]

有価証券報告書や四半期報告書の提出遅延の場合、その後1か月以内に提出できなければ上場廃止が決定されることとなります。これは、事例を見ますと、2010年以降に4件ほどあるようです。いずれも結局、公認会計士・監査法人との意見が合わずに辞任されてしまって、監査報告書ないしは四半期報告書が提出できなかったことが原因となっています。したがって、次の虚偽記載の可能性が高いと判断されているものが該当しているように思われます。

### 12. 虚偽記載又は不適正意見等

#### [趣旨]

虚偽記載に関しましては、なぜこれが上場廃止事由なのかということについては、実はよくわからない部分があります。まず、一つの説明としてあり得るのは、虚偽記載のあった有価証券は公正な市場価格形成が期待できない、したがって投資家を害するのではないかということです。でも、そうであるとするならば、もちろん虚偽記載があったときに、それによって損害を受けた投資家が害されたというのは間違いないのですけれども、上場廃止の趣旨を考えるならば、一旦訂正命令で訂正がされてしまったのであれば、もはや投資家は害されていないはずで、したがって、虚偽記載での上場廃止というのは、訂正命令による訂正があったことというのが要件になっていますので、訂正された後にそれを理由として上場廃止するというのは、投資家を害するのかどうかと言われて

みると、害さないような気もするわけです。

そうしますと、これはむしろ、今後投資家を害するからという理由ではなく、そのような虚偽記載をしてしまうことへの懲罰であり、虚偽記載への未然防止という意味合いがあるという説明の方が成立しやすいような気がします。

実際に虚偽記載があった会社について言うと、本来であれば、その懲罰の対象は会社自体であって、投資家はむしろ被害者なわけです。でも、上場廃止されてしまうと、換金可能性がなくなりまから、結局投資家が害されてしまうわけです。したがって、このような懲罰的な意味合いで上場廃止とするならば、余りこれを多くの場合に認めるべきではないように思います。上場廃止というのは、投資家の利益が害されてもやむを得ないほど悪性が高い、それに対する懲罰が必要であるという最後の手段であるべきと思われる。

他方で、一旦虚偽記載をやってしまった前科のある上場会社については、将来再びそのようなことをしてしまう可能性もあるわけです。そうであるとしても、それはいきなり上場廃止にするのではなくて、内部管理体制などの整備を行わせたいのでその経過観察をした方がよいであろうというふうには言えそうです。

後ほどお話をします特設注意市場銘柄というのは、まさにその経過観察の手続なのだと考えられます。したがって、まとめますと、虚偽記載があった場合については、全てが上場廃止に該当するというのは余り望ましくない。よほど悪性の高い、最後の手段として仕方がないという程度のものみがこの基準によって上場廃止になるべきであって、残りは特設注意市場銘柄として更生を図るのが望ましい制度設計のように思われます。

後ほど述べます 2013年の上場規程の改正はそれを狙っているわけですし、当時虚偽記載はしばしばあったわけですが、虚偽記載があってもなかなか上場廃止にならず、東証が甘いのではないかと批判されることがありました。それは、虚偽記載による上場廃止のシステムというものの趣旨が実は誤解されている部分があって、これは

やはりあくまでも最後の手段であるということは、実は東証はずっと意識していたことです。だから、一見甘く見えるのかもしれないけれども、虚偽記載をやってしまった会社に対しては、直ちに上場廃止にするのではなくて、将来的に経過観察のもとで更生させるのがもともと想定されたことなのだとするならば、それを明確化したというところには意味があり、それはそれなりに妥当な考え方ではないのかなと思います。

[要件]

虚偽記載のみならず、監査報告書に不適正意見、意見不表明、あるいは四半期レビュー報告書に否定的結論、結論不表明が記載された場合ということになります。虚偽記載の存否自体については、実際には東証自身が判断しているわけではありませんで、訂正命令、あるいは課徴金納付命令、あるいは証券取引等監視委員会による告発、あるいは会社自身が訂正報告書を提出した場合ということで、虚偽記載があったということが既に明白になっている場合に限られています。

問題は、前述のとおり、虚偽記載全てが上場廃止となるわけではなく、上場廃止されるかどうかは東証が判断するわけですが、その判断基準は、2013年改正後は、直ちに上場廃止しなければ市場の秩序を維持することが困難なことが明らかかな場合というものにされています。2013年改正以前は、その影響が重大である場合という非常に大まかな要件になっていました。その影響が重大であるというだけだとしますと、ある虚偽記載がそれに該当するかどうかは非常に判断し難い。大規模な会社の虚偽記載であれば、何となく影響が重大だと思われるので、やはりそれは上場廃止にすべきなのではないか、といった議論につながりやすかったわけです。また、影響が重大なものという基準がよくわからなかったので、虚偽記載があったときに、その株式が上場廃止になるかどうかというのが思惑によって市場で判断されるようになって、株価形成に悪影響がある。あるいは、監査人が不適正意見などをつけると、直ちに虚偽

記載として上場廃止になると思われているとすれば、監査人も不適正意見をつけにくくなるといったような問題が指摘されていました。

そうしますと、ここはあくまでも最後の手段として、つまり上場廃止もやむを得ない程度の重大な虚偽記載といったもののみを対象にすることを明白にするべきであるということが言えまして、この改正はそこを明らかにしたのだということが説明されているところです。ということは、表現は変わりましたが、東証としては恐らく旧基準と実質的には判断基準を変更していないのだというふうに考えた方がよいのではないかと思います。

実際に旧基準のもとでの事例を見てみます。安藤鉄工所事件という古い判例と、それからペイントハウス事件、インターネット総合研究所事件の三つを挙げていますが、例えば安藤鉄工所事件の判決文を見ますと、「本件虚偽記載は申請人の株式の適正な価額の形成についてのみならず、一般投資家の証券取引に対する信用を減じさせたことも容易に推認されうる」と言っていて、どうやらその銘柄の株価に対する影響だけではなく、マーケット全体に対する信用の喪失というところに重きを置いているように読めることが書いてあるわけです。

当時の様々な学説を見ましても、例えば神崎克郎先生の評釈などでは、ここでは有価証券市場への信頼の確保といったものがポイントとなるとお書きになっていて、森本滋先生も、上場廃止は最後の手段とするべきであるということを仰っているように、最近の議論、すなわち2013年のときにあった議論と同じことが、実は昭和45年当時からずっと議論されているわけです。

ですので、もともと虚偽記載の上場廃止基準というのは、株価などに重大な影響があるものの全てを対象にしようと思ったわけではなく、そういった虚偽記載が行われるような可能性のある会社が東証に上場されていることによってマーケットに対する信頼が失われたことがポイントとなるのであって、内部管理体制が是正されずに今後もそ



うということが起こるのであろう会社は上場廃止にすべきかもしれませんが、内部管理体制が整備されて是正されたのであれば、必ずしもマーケットに対する信頼が失われたとは言えないのではないかと、という説明ができるように思われます。

確かに旧基準と同様に、市場の秩序の維持の困難という新基準も具体的に明らかではない、したがってより明確な基準が必要だとの批判もあり得るところではありますが、旧基準と同様に、包括的な基準の方が望ましいとする考え方も、それはそれで一つ筋が通っているのかなという気はします。

それでは実質的な判断基準は旧基準と一緒なのかということですが、実は最近では虚偽記載による上場廃止というのはありません。2009年以前ですと西武鉄道やカネボウなどがあったのですが、特に2013年以降は一件もないということになります。

旧基準と新基準は一緒であろうと今お話ししたのですが、もしかしたら、やはり2013年改正が事実上影響を及ぼしている可能性はあるのかもしれません。実際、後ほど申しますとおり、虚偽記載があるということで上場廃止にはならず、特設注意市場銘柄に指定されたものはしばしば見られます。ということは、上場廃止とされる判断基準にもしかしたら実質的な変化があつて上場廃止がされにくくなったということも言えるのかもしれません。しかしながら、説明としては、やはり旧基準と新基準というものは、それほど実質的には変わらないと考えるべきで、そうでないと、なぜ虚偽記載が上場廃止事由になってしまうのかということが説明できないのではないかと考えています。

### 13. 特設注意市場銘柄等

これも既に先生方はご存じかと思いますが、2007年に導入されたときは、上場廃止には至らないけれども、内部管理体制不備に起因するような上場規程違反のあった会社について、内部管理体制の改善を求めて、所定の改善期間内に改善

されなければ上場廃止する制度だというふうに考えられていました。

当初の指定要件に関しましては、虚偽記載など重大な上場契約違反等のおそれがあるけれども、それには該当しないとされて上場廃止決定がされなかった場合、改善報告書が提出されたけれども改善が認められない場合という二つが指定要件として定められていました。

その後、内部管理体制の改善が認められなければ、上場契約違反という理由で上場廃止されるということになっていたわけですが、当時、特設注意市場銘柄に指定された銘柄は結構あったのですが、上場廃止された事例はほとんどありませんでした。

これも非常に批判が多かったところで、虚偽記載で上場廃止にされなければ、特設注意市場銘柄に入るのだけでも、ほとぼりが冷めたら指定が解除されるということで、これは結局何を見ているのだというようなことがしばしば批判されたところだと思います。

2013年に、先ほどお話をしたようにここが整理されました。虚偽記載はやはり相当重大なものしか上場廃止にしないよということを明確にし、そうでないものについては、特設注意市場銘柄できちんと内部管理体制の確認をする。そして、内部管理体制が整備されていないと判断されれば上場廃止とする、ということを明確にして、上場廃止要件の中に特設注意市場銘柄に係るものというのが加えられることになりました。

このほか、指定要件の拡大や改善期間の短縮など、こちらについては厳しくする方面での改正がなされています。

#### [特設注意市場銘柄等に係る上場廃止要件]

レジュメの17ページから18ページにかけて、具体的な上場廃止要件として2013年に入ったものを五つ書いてあるのですが、要は5段階でチェックをしていきますよということです。

まず、特設注意市場銘柄指定要件に該当する、すなわち虚偽記載などがあるのだけれども上場廃

止に至らないとされた場合についてですが、この場合でも、全てが特設注意市場銘柄に指定されるわけではなく、このような場合で、かつ、この会社はおよそ内部管理体制の改善の見込みがないとされた場合については、特設注意市場銘柄の指定を待つまでもなく上場廃止とするということになっています。

続いて、特設注意市場銘柄に指定された後は、1年後に内部管理体制確認書を提出することになるわけですが、それ以前の段階であっても、やはり改善の見込みがないとされれば、上場廃止とされる。

内部管理体制確認書が提出された後については、それに基づいて認定がされ、やはり改善されなかったと認められた場合は、上場廃止の可能性はある。ただ、指定から1年6か月後に再チャンスがありますので、特設注意市場銘柄指定が継続される可能性があるわけですが、その指定継続の場合についても同様に、次の内部管理体制確認書の提出前に改善の見込みがなければ上場廃止となる。最終的には、1年6か月後に内部管理体制確認書が提出されて再チャレンジのところでやはり改善されなかったと認められるのであれば上場廃止とされることになっています。要するに、特設注意市場銘柄の指定期間中においては不断に見ていくということになりました。

2013年の制度見直し後については、この理由によって2社が上場廃止になっています。フード・プラネットという会社とエル・シー・エーホールディングスという会社です。そのほか、旧制度のもとでは、グローバルアジアホールディングスと京王ズホールディングスという会社が、上場契約違反として上場廃止になっています。

それから、石山 Gateway Holdings という会社が、特設注意市場銘柄指定中に、公益・投資者保護要件という別の要件に該当して上場廃止になっています。後ほど、この理由については簡単に見ておきたいと思います。

フード・プラネットについて、なぜこれに該当するのかという説明を東証マーケット・ニュース

の記事をレジюмеにそのまま引用しておきました。内部管理体制確認書を確認した上で、かなり詳細に、そのガバナンスの仕組みですとか組織体制、内部監査体制といったものを見て、改善が進んでいるかどうかを判断したとされており、これは比較的明快に上場廃止が判断された一つの事例ではないかと思います。

他方で、東芝は、同様に特設注意市場銘柄に指定されながら、上場廃止にはなりません。すなわち、内部管理体制について改善があったと判断されたわけです。その辺の判断基準の詳細については、実は上場廃止にならなかった場合は理由説明が十分に開示されていないような気がするのです。ちょっと検討しにくいところがあるのですけれども、上場廃止になった場合との判断の違いの理由はどこにあるのかということについては、今後検討の必要があるだろうと思います。

#### 14. 上場契約違反等

今述べた、旧基準における特設注意市場銘柄指定後に上場契約違反とされた例は別にすると、上場契約違反に該当する事案としては、2010年のエフオーアイ事件があります。上場審査のときに出した宣誓書において違反があった、要するに、上場審査のときに財務諸表上の虚偽記載があって、それをもとに上場審査を通過してしまったという事例ですけれども、宣誓書における宣誓事項の重大違反だということで、上場契約違反に該当する事案とされています。これを除けば、2010年以降は生じていません。

#### 15. 株式事務代行機関への委託

これは0件です。

#### 16. 株式の譲渡制限

これも0件ですが、譲渡制限を行うこととするのは、ある意味当然の上場廃止事由かと思います。

#### 17. 完全子会社化

事案数が多いのは完全子会社化でして、先ほど

のデータを見ていただきますと、完全子会社化はほぼ毎年 10 件以上の上場廃止があるという状況です。ただ、これは当然ながら完全子会社化によって、一般投資家が不在となるという状況に基づくものでして、したがって、対価が上場株式なのか非上場株式なのかによって手続は変わります。上場株式が交付される場合は実質的に上場維持ですけれども、非上場株式対価の場合は、一般投資家に対する影響も考えるべきなので、監理銘柄指定や整理銘柄指定をすることが必要になります。しかし、これは、要件としてはあまり問題がないだろうと思います。

#### 18. 指定振替機関における取扱い

2010 年以後は 0 件です。

#### 19. 株主の権利の不当な制限

##### [趣旨]

敵対的企業買収策やいわゆる不公正ファイナンスなどによる投資家持ち分の希釈化に対する対処というのが趣旨かと思われまます。

##### [要件]

具体的要件が規程施行規則で規定されています(601 条 14 項)。非常に長いのですが、(1)、(2)、(3) 辺り、それから(4)や(5)も、いわゆる買収防衛策や黄金株的なものが想定されています。

他方で、(6)では、いわゆる希釈化率が高いもの、300%を超える第三者割当もこれに該当するとされています。(7)に、議決権を失う株主が生じることとなる株式併合などというものがありまして、したがって株式併合によるスクイーズアウトがあった場合はこれに該当するのではないかと思うのですが、実際は、なぜかこの株式の権利の不当な制限ではなくて、後に述べるその他公益・投資家保護の必要という要件の方で上場廃止されているようでして、なぜなのかはちょっとよくわかりませんでした。もしご存じだったら教えていただければと思います。

いずれにせよ、最近話題になっている既存株主

の保護ということがポイントとなっているものかと思えます。

#### 20. 全部取得

ご存じのとおり、平成 26 年の会社法改正まではスクイーズアウトの手段として非常に多く用いられていたのですが、それ以降はほぼ行われていませんので、平成 26 年以降はなくなっています。

#### 21. 株式等売渡請求による取得

代わって、株式等売渡請求による取得が、平成 26 年会社法改正以降はぼつぼつと見られるようになりました。数はそれなりに出ているかなと思われまます。

#### 22. 反社会的勢力の関与

これは幸いなことに 0 件となっています。

#### 23. その他

その他公益又は投資者保護の必要というものがあるわけですが、前述のとおり、これは非常に数が多いです。数は多いですが、ほとんどは株式併合によるスクイーズアウトとなっています。なぜこの要件で上場廃止されるのかはよくわかりませんが、株主の権利が失われて、投資者保護の必要性があるというのは、それはそうだろうと思います。

株式併合以外については、2010 年以降 2 件あります。2015 年の石山 Gateway Holdings、2010 年のユニオンホールディングスでして、いずれも金融商品取引法 158 条違反で経営者が告発・起訴されたというものでして、かなり悪性の高い、公益や投資家を害するものなのだろうと思います。

以上が全体についての上場廃止基準です。最後に、マザーズ、JASDAQ のみにある上場廃止基準が幾つかあります。

#### 24. 売上高

これはマザーズのみにあります。売上高が１億円未満になりますと上場廃止になってしまうわけですが、これは恐らく企業の継続性への懸念が問題とされているのだらうと思います。しかしながら、事例は余り多くなくて、多分１社しかないのではないかと思います。

前述のとおり、売上高１億円というところで機械的に切るべきなのかというところについては、恐らく検討すべきだらうと思います。

## 25. 株価

マザーズについては、上場後３年間で新規上場公募価格の１割未満となった場合が要件となっています。

他方、JASDAQの方は株価１０円という基準になっています。サハダイヤモンドという会社がこれに該当し、上場廃止になっています。

これも市場評価の低い銘柄は投資対象としてふさわしくないということなのだと思います。あるいは、企業の継続性と言い換えてもいいのかもしれませんが、先ほどの時価総額と同じような考え方になるのかと思います。こちらは投資家の評価です。投資家の評価が非常に低いものであるとするならば、それは公開市場において上場されるにふさわしくないという評価はできると思われますので、これは基準としてはあり得るのだらうと。

むしろ、時価総額基準におけるいわゆる２円要件はちょっと不十分ではないかというようなことも言えるかもしれません。

## 26. 業績

これはJASDAQにある基準です。

## 27. 利益計上

これはJASDAQグロースのみにあるものですが、申請年度の営業利益が負であって、かつ上場後９年間ずっと負であるという、要はずっと利益を上げていない会社は上場廃止になる、ということです。

しかしながら、これらも、機械的な基準でいいのか、ずっと利益を上げていなくても投資家が評価していればよいのではないかと、というようなことは言えそうな気がします。

## II. そのほかの論点

最後に、二つほど論点を挙げておきたいと思います。

一つは、先ほどの債務超過もそうかもしれませんが、あるいは不適當合併等などもそうなのかもしれませんが、東証の裁量の余地が条文に記載されているものが幾つかあります。そこで、どこまで東証には裁量が認められるのかということが、一つ問題として指摘されるところかと思います。

ここは過去の判例でも考え方が分れていまして、レジュメ14・15ページの安藤鉄工所事件、ペイントハウス事件、インターネット総合研究所事件、11ページのアドバックス事件、この四つは、結局東証の判断について実質的に争われたという事例ともいえるのですけれども、その裁量をどこまで認めるかについては、判例によって二つに分かれると言われています。

まず、安藤鉄工所事件とペイントハウス事件については、上場廃止はあくまでも虚偽記載などの影響が客観的に重大である場合に認められるものであって、客観的に重大でないときは東証の裁量で上場廃止にできるわけではない、すなわち、完全な裁量があるわけではないのだということが言われています。こちらは裁量を限定する方向で判示されているわけです。

他方で、インターネット総合研究所事件とアドバックス事件においては、東証に裁量があるということが比較的明確に書かれています。例えば、11ページのアドバックス事件の２段落目ですが、条文上裁量が認められているとしたうえで、「金融商品取引に関する専門的かつ技術的な知識を有し、かつ、金融商品市場の実態に精通している金融商品取引所で行うことが、金融商品市場に対する適正かつ迅速な規制を可能にすると考えられる

ことから、このような裁量が認められているとみられる」として、根拠も挙げて東証の裁量を認めているようです。実際、本件事案についても裁量の範囲内だとしています。もちろん、裁量があるといっても、著しく合理性を欠くようであれば、裁量が否定されることもあるということは言っているわけですが、それは本当に著しく不合理なものに限ると書かれているように思われます。

仮に後者の方、最近の判例ですけれども、裁量を広く認める方向で裁判所は今後も判断していくことになると、結局、裁判所で実質的な司法判断が得られるかという、得られない可能性が高く、実質的な判断は東証でされるということがあり得るわけです。そうしますと、やはり一方の当事者が判断権者で、もう一方の当事者がその影響を受ける者である場合に、一方の者が裁量的に判断して、司法においてもその裁量が許容されるとなると、その判断の妥当性を争う場合は、本来であれば、判断権者において判断されるまでの内部手続において行われるべきもののように思われます。したがって、異議申立て・聴聞手続のようなものを置くべきなのではないかということが、識者によって指摘されているところです。

二つ目ですが、最近の市場構造の見直しにおいて、いろいろな意見が出されています。特に上場廃止基準に関するところだけを四つ申し上げますと、①冒頭に述べましたとおり、上場審査基準と上場廃止基準が異なっているのはおかしいのではないかと、二つを合わせるべきではないかということ。②市場評価が低い場合の上場廃止については株価をベースにして考えるべきで、本則市場の株価2円基準は低過ぎるのではないかということ。

③それから、経営成績・財政基準というのは機械的なので、時価総額あるいは株価をベースに考えるべきではないかということです。

この点に関して、実際、なぜ経営成績や業績や利益計上が上場廃止基準になっているのかというのがよくわからないところです。例えば、継続企業的前提に関する注記というものがあるわけですが、ここではまさに企業の継続性の懸念が

あるはずですが、これは上場廃止事由ではないのですね。むしろこちらの方がよほど継続性に大きな影響があるかもしれないのですけれども、なぜか機械的な業績基準や利益計上だけが上場廃止基準になっているということを考えますと、やはり今の基準というものは見直される必要があるのではないかという気がします。

④最後に、これもよく指摘されますけれども、上場廃止というものは、投資家に対する影響が非常に大きいわけです。他方で、それが大きいからといって、本来上場廃止されるべきものを除外できないのは本末転倒とも言えます。したがって、今後特に、上場廃止基準と上場審査基準を合わせることによって上場廃止されて市場からお引き取り願う会社も増えるかもしれないということを考えていくと、上場廃止後の換金市場の整備を図るべきではないかということも指摘されているところです。現在はそこに上がっている銘柄はないのですけれども、フェニックス銘柄といったものを再度活用するというのも想定できるのではないかと、これも指摘されているところです。

私自身の意見があまりなくて、本当に雑駁な報告で申しわけありません。これらの論点について教えていただければと思います。

~~~~~

【討 論】

○伊藤 ありがとうございます。

ご報告の内容についてまとめて議論をさせていただければと思います。ご質問、ご意見をいただけますでしょうか。

【上場廃止決定における東証の裁量】

○前田 ご報告にございましたように、上場廃止基準と一口に言いますが、上場廃止基準に当たるといっても、上場廃止基準に当たるといっても、客観的に明らかであるものから、取引所に相当の裁量が認められているものまで、いろいろあるということだと思います。ただ、一旦上場廃止基準に当たるとなれば、取引所にはも

はや上場廃止にしないという裁量はなく、必ず上場を廃止しなければいけないということになるのでしょうか。

上場規程 601 条 1 項の柱書を見ますと、上場廃止基準に該当する場合には「上場を廃止するものとする」とありますので、文言を形式的に読めば、上場廃止基準に該当すれば必ず上場廃止にしなければならないというように読めます。しかし、実質的に考えれば、個々の上場廃止基準に取引所の裁量の相当広いものもあるわけですから、上場廃止基準に当たれば取引所に単に解除権が発生するだけだという解釈もあり得なくはないと思うのです。この点についてはどう考えればよろしいでしょうか。

○小出　私の理解では、前田先生のご指摘のとおり、上場廃止基準にもし該当するとなった場合には、基本的にはもう裁量の余地なく、上場廃止されるということではないかと思っていました。

ご指摘のとおり、そもそも基準自体の中に、東証が裁量をもって判断をするべき場合というのがあります。例えば、9号の2にあるような支配株主との取引の健全性の毀損というのであれば、「支配株主が異動した場合において、……健全性が著しく毀損されていると当取引所が認めるとき」と書いてあるわけですし、その他も、例えば虚偽記載などについて言うと、「直ちに上場廃止しなければ市場の秩序を維持することが困難であることが明らかである」と認めるときは裁量の余地があるということだと思いますので、裁量が認められるものと客観的に明らかなものというのは、割と書き分けられているのかなと思っていました。

基準に該当するときに裁量を働かせて上場廃止しなかったという事例があるのかどうかというと、内部的にどう判断されたか外からは見えない部分があるので、ちょっと分からないところもあるのですがけれども、私はそういうふうな理解をしていたところです。

○前田　ありがとうございました。

○伊藤　東証としてどう理解して運用をされているのかを伺った方がいいでしょうね。そのあた

りをお教えいただければと思います。

○菊池（東証上場部統括課長） ※ 当該回の研究会に傍聴者として出席

今、小出先生からお話がありましたように、裁量の余地のない上場廃止基準に該当した場合には、基本的に上場廃止ということになります。そういう制約がありますので、逆に言うと、規則を策定するときに、もしかしたら廃止すべきでないケースもあるかもしれないと思えば、裁量の余地を残しておきたくなるという面もあります。

○伊藤　裁量の余地のない基準にすると、それに該当すれば、廃止にしなければいけないため、形式的に上場廃止すべきかどうか決められないような事柄なのであれば、東証に裁量の余地があるような形で上場廃止基準をお書きになるという運用のようですね。

客観的な基準に該当したとしても、さらにそこから上場廃止を行うかどうかを決定する裁量を取引所が持っているというようなシステムも考えられなくもないと思うのですが、そういうシステムにしてしまうことが、東証に与えられている自主規制の権限を逸脱しないかということも問題になるかもしれないと思います。

一方で、東証は、自分で基準を決めて、自分のところに並べる商品を好きに選別できるというような、徹底した考え方はあり得るかもしれませんが、現状ではそこまでは考えられていないということなのかなと思いました。

【上場廃止基準としての債務超過要件の是非】

○川口　債務超過について、基本的には投資者が判断したらよいのではないかと、こういうものを上場廃止基準として定めるのはいかがなものかという議論があると伺ったのですが、小出先生はどのように考えられているのでしょうか。このような基準は、いわば取引所が上場株券について一定の品質保証をしているわけですね。このような品質保証は、債務超過に限らず、ほかにもいろいろとあると思うのですがけれども、そういうものについて、同様に投資家の判断に任せるべきとお考え

でしょうか。それとも、債務超過という基準は特別なものなのでしょうか。

関連して、上場廃止基準に限らず上場審査基準においても、取引所はこのような品質保証をいろいろとやっているわけです。例えば純資産は幾らなければならないとか、そういうものについても、本来は投資者が考えるべきで、取引所はお節介なことをやっているというふうに考えるのか、この辺のご意見をお聞かせいただければと思います。

○小出 品質保証ということをよく言われるわけですがけれども、これは多分異論もあるかと思いますが、ちょっと極論を申し上げると、東証が行うべき品質保証というのは、上場している会社の、例えば今後の期待と申しますか、事業に対する期待の品質保証なのだろうかというところについては、それは違うのではないかという気がします。すなわち、例えば特設注意市場銘柄の場合に明らかなように、内部管理体制のようなどころについては東証は品質保証をするのですが、しかし、その会社のビジネスが今後どうなるかというところについて東証が保証するものではないという考え方ができるような気がします。

そう考えると、先生のご指摘のとおり、上場審査基準の方でも、もしかしたら大きなお世話だということが理論的には言えるかもしれません。ただ、そこで、例えば年間売上高が1,000万円のような小さい会社であっても、きちんとやっていれば上場できるのかという、させてもいいのかもしれないと思いますが、東証のリソースの適切な配分ということを考えて、一定程度株式の取引がなされ、あるいは一定程度の規模の会社に対してリソースを割くということがより合理的であるという理由で、こういった業績や財政状態などの基準を設けるということは、もしかしたらあり得るのかもしれない。

したがって、企業の業績だとかそういったものも、企業の継続性の懸念というよりは、そういった考慮に基づくものであるというふうにするのであれば、あるいは今後も維持されるべきなのかも

しれないとは思いますが。

ただ、私は、まだちょっと疑問に思っていて、少なくとも上場廃止のところで、例えば債務超過などのところに関して言うと、それに該当した場合に直ちに上場廃止にするというのではなく、例えば株価と併せて見るだとか、時価総額と併せて見るだとか、そういった基準に修正するようなことはあってもいいのかなと思ったところです。

【上場審査基準と上場廃止基準の要件をそろえるべきか】

○川口 上場審査基準と上場廃止基準はそろえるべきとお考えですか。株主数の要件に関しては、上場廃止基準では400人ですがけれども、上場審査基準では800人ですね。株主数が600人の場合は上場できないのだけれども、一度上場すると、600人になっても上場が維持できるわけですよ。このような要件は、上場審査基準と上場廃止基準でそろえるべきでしょうか。あるいは、異なってもよいのでしょうか。その場合の理屈はどのようになるのでしょうか。

○小出 そうですね。特に品質保証と考えれば、本当はそろえるべきですよ。ただ、どうでしょうね、ちょっと難しいところで、そろえた方がいいというのが多分最近の議論なのではないかとは思いますが。例えば株主数基準で言うならば、流動性の維持が目的であるということは、そもそも800人以上となっているのは、800人以上いなければ市場の流動性が維持できないと考えるのであれば、やはり上場廃止基準の方もそろえないと本当はおかしいでしょうね。

○川口 でも、株主数は常に変動するので、上場廃止基準に該当して、いきなり上場廃止になるというのは気の毒ですよ。猶予期間を定めて、それでも基準を満たさない場合は廃止するということには合理性がありますね。

○小出 まあ、そうですね。確かに、おっしゃったように株主数800人以上で上場できるのであれば、例えば株主800人で上場したときに、1人でも減ってしまえば、その時点で上場廃止と。も

もちろん、猶予期間をおけば、そういうことはないかもしれませんがけれども。うーん、そうですね…。

○菊池 上場審査基準と上場廃止基準をそろえるべきという議論が出てきた一つの理由としては、株主数はちょっと微妙な感じなのですが、例えば、流通株式比率という、マーケットに発行済株式数のうち何%を出しているかという基準につきまして、新規上場のときには30%という水準を求めめるのに対し、一旦上場した後になると、それが5%未満にならない限りは上場廃止基準には当たらないというようなところが、市場区分のコンセプトがあいまいになってしまっている理由のひとつなのではないのかという指摘があり、そうした点からすると、それぞれの市場のコンセプトを明確にするためにも、入口と出口の基準はそろえた方がいいのではないかというような議論がなされておりました。

○小出 ありがとうございます。なるほど。確かに、これは随分と差があるんですね。

○川口 それはわかるのですが、それでは、800人と400人の違いというのは、取引所としてはどう説明されるのですか。

○菊池 上場してすぐに上場廃止などの猶予期間に入らないように、少しバッファを設けておこうというのが伝統的な考え方だったのですが、最近、いろいろな方々の意見を聞いている中では、そこまで配慮する必要はないのではないかという議論がございます。それは、株主数が400人なり800人を下回ったからといって、すぐ廃止になるのではなくて、猶予期間が1年間あるのだから、入口と出口の基準はそろえて、わかりやすくしてもいいのではないかという趣旨かと思います。

○川口 結構です。ありがとうございました。

○松井 今の部分で少し補足です。私も、今年4月に報告をした際にその点についていろいろと調べまして結構検討したのですが、流動性の維持というのは、それ自体が目的ではないのですね。

○小出 なるほど。

○松井 流動性というのは、これを維持して、投資家の投資機会を十分に確保するというを目的としているわけです。仮に厳密に入口の基準と出口の基準をそろえてしまいますと、入口では流動性を維持して十分に取引できるようにさせると言いながら、一定の基準を切ったらすぐに上場廃止ですということになると、結局、流動性の基準がかえって投資家にとってマイナスに働くことになってしまいます。ですので、そういう意味で申しますと、上場審査基準と上場廃止基準では、同じ概念を持つ要件であっても機能の仕方が変わるので、ある程度の平仄はとれていないといけないのですけれども、完全に一致させるというのは、実はそれほど単純な話ではないのだろうと思います。

今日の小出先生の話にもありましたけれども、そういう議論もあるのだなあと思いつつも、一般論として言うと、上場廃止のときの方が緩くならざるを得ないのだと思います。上場規程で基準を設けることの究極の目的は、まさに投資対象をコントロールすることによる投資家の保護ですから、上場を廃止することは、ある意味、究極の投資機会の喪失であるわけです。そういう意味で言うと、ある程度ずれが出るのはやむを得ないし、入口と出口の基準を一致させるという議論を突き詰めるのはいささか危険かなと思っておりました。

○小出 なるほど。ありがとうございます。確かにそうですね。確かに上場廃止は究極の流動性の喪失ですよね。

○松井 そうなのです。

○伊藤 たとえ上場審査基準と上場廃止基準をそろえたとしても、猶予期間がある程度あれば、実際上の問題は大きくは生じないだろうという話がまずありまして、一方で松井先生からは、上場廃止の場合、個々の投資家、つまりその会社に投資していた者からすると、流動性といいますか、実質的な取引機会を奪うことになるというお話がありました。

そうしますと、上場審査基準の方は、東証として、投資者に提供するにふさわしいと考える商品

を選別するという側面だけで大体説明できると思うのですけれども、上場廃止基準の方は、そこからはみ出す考慮があるというふうに考えるべきなのではないでしょうか。取引所としての品ぞろえの決定だけではなくて、一旦取引所に品物として出してしまった以上は、それを買って取引している人間がいるので、そういった投資者の利益を考えざるを得ない。あるいは、その投資者の利益を著しく毀損する行為を東証自身がやるわけですから、慎重にならざるを得ないというお話なのではないでしょうかね。

○松井 おっしゃるとおりだと思います。先ほど東証の方もおっしゃっていたとおり、もともと投資適格性というのは非常に幅があって、ここに達しないとおよそ投資適格性がないということは多分ないのでですね。ある程度幅のあるところで、比較的安全なところで入口の基準は設定するのだけれども、入った後はこの幅の中でやってあげればいいと。伊藤先生のおっしゃるように、入口のときと違う面があるという表現がいいのか、あるいはそもそもそこは入口のときよりも広く見るべきというのか、ちょっと言葉の問題があると思いますけれども、いずれにしても、入口のときのいわゆるリジッドな要件だけではないというのはあるのだらうと思います。

【2013年上場規程改正の含意・フェニックス銘柄の活用】

○船津 虚偽記載のところで少しお伺いしたいと思います。

2013年の上場規程の改正の前後で、東証の考え方は別に変わっているわけではないというのが小出先生のご報告の趣旨だったと思うのですが、これは変わっていないし、変わるべきではないという話なのか、あるいは東証が明確にそのように言っているのか、いま一つよく理解していないところですが、本当に変わっていないのでしょうか。私自身は、社会状況などが変わっていたら、実は基準を変えたのだということがあってもいいような気がしています。

先ほどの話にあったとおり、上場廃止になると

流動性が喪失するのだということがあると思うのですけれども、私の直感的な感想ですけれども、虚偽記載による上場廃止が問題だと言うときは、株を保有している人しか問題にならないわけではなく、これから買おうという人たちにとっては、むしろ上場を廃止してもらって、事故物件はなるべくつかまされないようにした方がいいというようにも思えます。そうしたときに、既に持っている人の保護をするのか、それともこれから持とうとする人を保護するのかというところのバランスを、2013年改正で変えたのだというのか、あるいは社会状況等の要請によって変わったのだというようなことであってもいいのではないかなというふうに感じております。

それとの関係で、持っている人が虚偽記載に遭ったとき、その人をいかに保護するかに関して、流動性を喪失させないために上場廃止をしないのだとすることが適切かどうかということが問題になるかと思えます。

その点からいきますと、最後のページにもありましたけれども、フェニックス銘柄を活用していくという方策も一つ考えられると思うのです。私はフェニックス銘柄をよく知りませんが、もしかしたら、そのあたりの活用等が充実すれば上場を維持する必要もないのではないかと。上場廃止後の換金の手段があれば、言ってしまうと遠慮なく廃止もできるわけです。ちょっととりとめのない話で恐縮ですけれども、2013年改正時にポリシーの変更があったか、なかったかという点について改めて小出先生のお考えをお伺いしたいということ、フェニックス銘柄の活用といったことについて小出先生はどのようにお考えかという2点について、お聞かせいただければと思います。

○小出 私の要領の得ない報告をよくご理解いただき、ありがとうございます。

船津先生の今の、仮説かもしれませんが、虚偽記載をしたような銘柄というのは、今後の投資家との関係では上場廃止した方がいいのだと2013年に変わったのだとすると、それはむしろ今の方が上場廃止はなされやすくなったというふう

にポリシーが変わったと。つまり、これまでよりも要件が緩くなったというふうなポリシー変更になるのでしょうか。

○船津 いえ、その逆で、2013年までがそうだったと。それで、2013年改正によって、東証が既に株を持っている人の方の保護を厚くするようにポリシーを変更したのではないかとということです。

○小出 その可能性は確かにあるのかもしれないとは思いますが。私が前とそれほど変わっていないのではないかと考えたことの趣旨というのは、これは分からないのですけれども、二つほど多分あって、一つは、東証のご説明の様々な文献を読んでいると、明確にしたものだという言葉がやたら出てくるのですね。つまり、これまでと変更したものではないということを言外に言っているのかなと。このあたりは私の勝手な勘繰りですが、恐らくその背後にあるのは、当時大型の粉飾事件が多くあって、しかしながら上場廃止にならなかったものがあって、東証の判断というものはどうなっているのだという批判をよくされていたということがあり、東証としては、別に粉飾の規模だけとか、あるいはその銘柄の株価に対する影響とか、そういうものだけで判断しているわけではないですよ。もともと、そういった粉飾の銘柄を放置しておくことで、今後マーケット全体に対する信頼性が失われていくところが問題だったので、これまでもその判断をしてきたのだけれども、それが、あたかも東証が同じような粉飾であっても、ある銘柄については上場廃止にしなくて、その辺の判断がぶれているのではないかとこのふうに見られているのだとすると、そこを明確化するために今回表現を変えたのだと、そういうことが改正の背景にあったのかというふうなことを勘繰ったわけです。一つはそういう理由です。

もう一つ、これまた過去のものを全部見たわけではもちろんないのですけれども、やはり過去の判例での表現、あるいは当時の文献などの表現、例えば15ページに挙がっている安藤鉄工所事件に関する判例とかを見ると、やはり有価証券市場への信頼の確保だとか、上場廃止は最後の手段に

すべきとか、そういうことがもう当時から書かれていて、既存の株主に対する影響というものを一方で考えながら、何でもかんでも虚偽記載のときに上場廃止にするわけではないのだということは、昔からやはり言われていたのではないかなと。そのような考え方は東証の判断基準にも影響を与えていただろうし、それでも上場廃止にするというのは、やはりマーケットに対する信頼を失わせる、つまりその銘柄をほっておくと、またやらかすであろうと。今風に言うと、内部管理体制があるとはとても思えなくて、今後もやらかすかもしれないというようなものを上場廃止にしていたというふうにも見えます。その二つのことから、判断基準は変わっていないのかもしれないということも申し上げたところです。

船津先生のおっしゃったとおり、かつてと今とでは、基準が変わったという可能性も確かにあり得るかもしれないと、そうだとすると、今の考え方のようにそこまで株主の換金可能性みたいなものを守る必要があるのかということについては、おっしゃるとおりフェニックス銘柄などがあることを考えれば、昔どおり、虚偽記載があったら上場廃止という判断を積極的にしていくべきだというのは、確かにあり得るのかもしれない。

ただ、その場合、守るべきものは何なのかというのはやはりわからなくて、虚偽記載があったときに、船津先生は、既存の株主だけではなくて、今後の株主にとっては上場廃止にされた方がいいのだからというふうにおっしゃったのですけれども、本当にそうなのかはよく分からないのですね。虚偽記載というのは、先ほど申し上げましたとおり、これが出た時点ではもう訂正されているので、これから買う投資家にとっては、今後虚偽記載が発生しないのであれば、別にその銘柄に対する期待は、公正に訂正されているはずなので、別に事故物件とは言い切れないかもしれないということだと思います。

もちろん換金市場があるからといって、何でもかんでも上場廃止にすればいいというものではないでしょうから、そう考えると、内部管理体制の

整備というもので更生の可能性があるものはそちらに持っていく。更生の可能性があるレベル、つまりほっておくと東証の信頼性が失われるというレベルのものだけを上場廃止にするという考え方というのは、仮にフェニックス銘柄があるとしても、十分にあり得るのではないかという気がしました。

ただ、最後にちょっと申し上げると、フェニックス銘柄に関して言うと、私は詳細に制度を知っているわけではないし、今日現在では上場したものがないのですけれども、虚偽記載は別としましても、一般的に株主の流動性を保護する観点から上場廃止されないというものがほかにもあるかもしれないと、それがいいかどうかというのはまた別問題なので、例えば先ほどの株主数要件だとか流通株式要件のようにまさに流動性の維持みたいなものを目的としているようなものだって、それこそフェニックス銘柄で売れるのだから別にいいではないですかといえば、確かにいいかもしれません。そうだとすれば、上場廃止基準を、厳しいかもしれませんが、上場基準と合わせていくという方向性も、猶予期間もあるしフェニックス銘柄もあるのであれば、比較的行きやすいのかなということにはちょっと思いました。

ただ、果たしてフェニックス銘柄がそこまで流動性を担保できるほどの換金可能性があるのかというと、当時のいろいろな売買の状況とかのデータが多分残っているので、それを見ないといけませんけれども、どこまで現実的なのかなという気はします。

○船津 ありがとうございます。

【東証におけるデュープロセスの要否】

○梅本 最後にご指摘になっている、デュープロセスは不要かということですが、私も東証の裁量について争うというか、それなりの手続が用意されていた方がよいのではないかと思っていたのですけれども、ただ、異議申立てなどの手続をとれたとしても、結局のところ、課徴金納付命令における審判手続と同じように、同じ判断が繰り返

返されるのではないかという気がしないではないです。

例えば、学校債で以前よく問題になっていたのは、単に、こちらの事案では影響が重大だ、あちらの事案では影響が重大でないという判断が示されるだけで、それについて異議を申し立てたところで、内容がよくわからない。そうであれば、むしろ東証が、最近はそのですけども、上場廃止するにせよ、維持するにせよ、その理由をかなり詳細に説明してくれた方が、後々裁判をするなり何なりのときに有益ではないかなという気がするのです、もしかしたら異議申立て手続というのは、実は設けたところであまり役に立たないのではないかという印象を持っているという、それだけの話です。

○小出 ありがとうございます。もちろん、異議・聴聞の手続をどういうふうに設計するかということにもよると思うのですけれども、先生ご指摘のとおり、現実的には、異議・聴聞の手続を設けたからといって、それほど——逆に言えば、東証はきちんと判断されたわけでしょうから、そう簡単に判断が覆るわけではないのではないかということについては、そのとおりかなというふうにも思います。

裁判所が、先ほどの判例の動向で述べたように、裁量をよく認めるという方向に行くのだとすると、裁判所のような第三者が評価できるところが、裁判所以外にもあっていいのかもしれない。そういうものとして、東証の上場管理部門の人がそのまま異議・聴聞手続をするというと、想定したものにならないのかもしれませんが、判断をしている部署とは別の部門、あるいは別の第三者といった者に判断をしてもらうという手続で実質的な判断をするということができればいいかと思いました。けれども、常に第三者的なパネルみたいなものを置くのは、現実的ではないかもしれませんが、どこまで判断が可能なのかなということもあります。

また、先生のおっしゃるとおり、東証のデータは非常に充実しているなど私も改めて感心したの

ですけれども、他方で判断の理由というのは、もちろんなかなか言えない部分というのがあると思うのですが、裁判の判決ほどにはきちんと書かれているわけではない場合もあるように思います。ものによるのですけれども。したがって、そういった判断の蓄積、あるいはその開示こそが求められるということは、確かにおっしゃるとおりという気はいたします。

それがあるからといって、裁量を広く認める裁判所が最終的に東証の判断を覆すことがあるかという、なかなか難しいような気もしますが、そういった開示があることで、東証の中での、すでに十分慎重にされていると思いますけれども、判断の慎重さが担保できるという効果もあるという気はしました。

私、今回は海外の文献を読めていないのですけれども、日本語の文献で海外のことを調べられた先生のものによると、ニューヨーク証券取引所などでは、異議手続が用意されているというようなことが紹介されていた文献もありました。ちょっとまた見てみたいと思いますけれども、制度設計としてはあり得ると思います。そこで実際にどう判断を下されているのかというのは、ちょっと見た方がいいかなということは思いました。

【聴聞手続の有無・上場契約は定型約款か】

○加藤 今のご質問とも関係するのですけれども、例えば日本証券業協会が会員に処分を行う際には、告知や聴聞といった行政処分類似した手続を経ていると思います。それと比較すると、東証による上場廃止の手続は、処分を受ける者に対する手続保障という観点からは改善の余地があるという評価も成り立ちそうです。また、その他の処分、例えば上場契約違約金の支払いを求める場合も、告知や聴聞といった手続は用意されていないのか、気になります。

加えて、上場廃止や上場契約違約金の支払請求の決定が自主規制法人の中でどういったプロセスで行われているかということも重要であるように思いました。

もう一点、不適當合併のところ、小出先生が上場契約は定型約款であるとおっしゃったのですが、東証ではそういう整理で債権法改正への準備をされているのかも、気になりました。

例えば上場契約の変更について、定型約款の規定に従うと、同意は不要となります。このような取扱いは、これまでの上場契約の変更の実務と何か異なるのでしょうか。また、上場契約が定型約款であるとした場合に、上場規程の改正手続にも何か影響が生じるのでしょうか。

○小出 違約金のところの手続などについては、すみません、私よりも東証の方に答えていただいた方がいいかもしれません。私が見る限りでは、そういう聴聞とかがあるようには読めないのですが、もしかしたらあるかもしれませんので、判断プロセスも含めて、後で教えていただければと思います。

定型約款、上場契約の法的性質の問題ですけれども、これももしかしたら変更の際には何か手続を踏んでいるのかもしれないのですが、少し調べたところでは、上場規程の変更が上場会社を拘束するという点については、現行の上場契約では、将来改正される上場規程についても遵守するということが契約に書いてあるということになっていて、それをもって同意したという、そういう構成をとっているようではあります。なので、もちろん変更内容は通知すると思いますけれども、恐らく個別に一々、同意をとっているわけではないと思います。

そう考えると、定型約款的にこれまでも上場規程、上場契約の変更はしてきたわけで、結局、通知をして、不当なものでない限りは、基本的には変更の効力が生ずるというようなことを前からやってきたので、多分東証内部でも、これは定型約款に該当するというふうに理解されているのかなと思ったのですけれども、これは私よりも東証の方にお聞きした方がいいと思います。

○伊藤 そうですね。上場契約の違約金について、上場規程や施行規則にはあまり手続が書かれていませんので、どういう手続をとられているの

か、概要だけでも教えていただければと思います。また、上場廃止基準を定型約款だと認識されているか、教えていただければと思います。

○菊池 上場規則の中で聴聞手続といったものが明定されていないというのは、ご指摘のとおりでございます。ただ、上場会社への措置の検討に際しては、何が事実だったのかということを上場会社自身によく説明していただいたうえで判断いたします。

定型約款のお話については、これも小出先生にご紹介していただいたとおり、新規上場の際に上場会社に上場契約書を差し入れていただきますが、その中に、現に制定されているものに加えて、将来改正されるものについても上場規則を遵守するという規定があります。このため、上場規則を改正するたびに了承文書を提出していただくといったことはなく、こういった改正をしましたという通知を新旧対照表とともに上場会社に送付するという手続を行っております。

○松崎（東証常勤監査役） ※ 当該回の研究会に傍聴者として出席

手続につきましては、加藤先生のおっしゃるように、取引所でも、取引所の取引参加者である証券会社の処分を決める際には、審問手続があり、規律委員会という委員会に諮って、通常1億円の上限、重大案件で最大5億円という範囲で処分の内容を決めるということをしております。これは日本証券業協会と同じ形です。

一方、上場会社に対する措置の決定については、規律委員会のような場に諮ることなく、自主規制法人の理事会で決定する手続をとっております。

そのような違いは、制裁等の裁量の幅が大きく違うというところに拠りまして、取引参加者に対する処分というのは、最高5億円から処分なしまでの範囲で過怠金を具体的に幾らにするということを決めるということで、処分内容には相当幅があります。その一方、上場会社に対する措置については、ご紹介がありましたように、基本的には上場廃止基準に該当するかどうか、投資者の投資判断や市場の信頼性に影響を及ぼす上場規則違反

があったかどうか、そういった判断をしているということでございますので、そうしたプロセスとなっております。

ただ、日本取引所グループでは、自主規制法人の組織形態を採っており、自主規制に関わる個別の意思決定については、自主規制法人の理事会で行うこととしております。自主規制法人の理事会については、理事長をはじめ過半が外部理事でなくてはいけないと金融商品取引法で定められており、そこで独立性・中立性・客観性が保たれております。現在、理事長は元金融庁長官の方で、他に外部理事として、企業法務を専門とする弁護士の方、企業分析を専門とする学者の方、会社法・金融商品取引法を専門とする学者の方にご就任いただいております。

また、自主規制法人の理事会では、重要な事案については、一回の審議で決めるということではなく、何度も議論を重ねたうえで最終結論を出すということにしています。それから、その前提となりますところの事実認定に関しては、菊池が申し上げましたように、会社側からの報告書や提出資料などを基礎としつつもかなり突っ込んだやり取りを重ね、会社側との間で見解の相違のようなものが生じないように、実務面で心がけてやっております。最終的な結論を出す上での事案の評価については総合判断となりますので、そこに一定の裁量のようなものはあるかもしれませんが、そういった形で、客観性に欠けることがないように努めております。

なお、取引所規則の改正については、菊池が申し上げたとおりですけれども、上場規程をはじめ取引所規則の改正については、上場会社や取引参加者への影響があるものについては、必ずパブリックコメントの手続をとることになっておりまして、通常は制度要綱を公表し、30日なりの期間をとって一般から広く意見募集をしたうえで、最終的に制度改正を決定することとしており、パブリックコメントに寄せられた意見に対する取引所の考え方も付して、関係者に通知・公表する、そういうプロセスとなっております。

○伊藤 ありがとうございます。

○小出 やはりその判断の過程までは開示されていないわけですね。

○松崎 対外公表文につきましては、従来はかなり簡素で結論だけしか記載していないようなものでしたけれども、最近の事例を見ていただいたと思います。裁判所のようにとはいきませんが、どういうところをポイントに判断したかということについては、可能な範囲でできるだけ説明するよう記載内容の充実努めているところとして、理由のところはかなり長文になっているなど、以前のもものと比較していただくと、相当な差があるのが分かっていただけるかと思います。

【取引所規則は定型約款か】

○山下 先ほどの定型約款の話ですが、上場契約書は取引所が上場会社との間で必ず調印して締結しており、そこにはあらかじめ契約条項がずらりと書いてある。これが定型約款であることは間違いないと思います。企業間取引でも、個別に一部交渉をするなんてことはあまりないでしょうから、これは定型約款でいいと思いますが、取引所の諸規則については、定型約款なのかどうか。

例えば受託契約準則は、昔から証券会社とお客さんとの間の約款であるとされています。あれは証券会社とお客さんとの関係に適用されるものですが、それを取引所がつくっているということだと思いますが、規則のたぐいは、直感的には定型約款とは違い、取引所の組織の中の自主規制という気がしているのですが、どうでしょうか。

○小出 確かに、上場契約は定型約款ですけれども、上場規程というのは契約ではないと言えば、確かにそのとおりだという気がします。あるとすると、解釈次第ですが、上場規程の中身というのが契約の中に取り込まれているというふうに読めるかどうかだと思います。

でも、そういうものは定型約款とは言えないのですかね。

○伊藤 上場会社の名前だけ変えて同じ契約を結んでいますので、それが取引基本契約書のよう

なもので、定型約款であるというお話なのですね。

ただ、その基本契約の中に、上場規程等の諸規則等を遵守しますと書いているところをどう理解するかということなのだと思います。たとえ定型約款でないとしても、定型約款と同様の規律を及ぼす必要があるかどうかという問題なのかなと思ったのですけれども。

○小出 私は、伊藤先生がおっしゃったようなところまで考えていなかったというのが正直なところですが、上場規則というものの中身が契約に取り込まれているというふうに考えていました。やはり上場契約の文言も見ないといけないと思うのですけれども。

上場契約書は物すごくシンプルな契約なのですね。1項の、適用のあるすべての上場規程などの規定を遵守すること、というふうに書いていて、これには、先ほどあったような今後変更されるものというのは……。

○伊藤 一番上のところ、将来制定又は改正することのある……。

○小出 なるほど、そうですね。

○山下 民法の定型約款の定義自体が、契約内容に組み入れることを目的としてつくった契約条項という定義ですが、上場規則のごときは組織の運営のルールで、これは別に取引所と上場会社の間だけの関係を規律するのではなくて、投資家にも広く関係するルールだろうと思うのですね。

○小出 なるほど。

○山下 だから、それはそれで自主規制の世界があるのであって、それが上場契約の中に取り込まれている。だから、幾ら取り込まれても、自主規制であるものが、それによって直ちに契約条項というか定型約款の条項になるというのは、ちょっと違うのかなというのが、今のところの私の直感ではあります。

○小出 そうしますと、アドバックス事件では、高裁が、本件上場規程の定めが民法90条によって無効とされる余地があると主張していますが、これは何か上場規程というものが東証との契約だということを前提にしたような主張のように見えま

すが、それとも……。

○山下 自主規制だとしても、やはりあまりにもひどいものは、公序良俗違反ということは、それはそれであり得るのではないですか。

○小出 なるほど。確かにそうかもしれません。

○山下 自主規制の適用される一番重要な関係者が上場会社であるのは間違いないから、その利益を不当に害するような自主規制というのは、公序良俗違反ということは当然あり得る話かなとは思いますがね。

○小出 判例は、本件上場規程の定めは、債権者と東証との間において原則として有効と、ちょっとあいまいな表現をしています。ちょっと考えてみます。

○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。どうもありがとうございました。

2019年9月27日

有価証券上場規程の具体的検討

(4) 上場廃止（601～612条）

小出篤（学習院大学）

*今回は対象を内国会社に限定する

<上場廃止基準の内容>

①株主数（=売買単位1単位以上を有する株主の数）

【趣旨】

流動性の維持

【要件】

・本則市場 400人未満

・なお、一部→二部の指定替え要件は2000人（311条）

・マザーズ 400人未満（上場後10年は150人未満）

・JQスタンダード、JQグロース 150人未満

Cf. 上場審査基準

・本則市場 800人 *一部直接上場 2200人

・マザーズ 200人（上場時までに500単位以上の公募が必要）

・JQスタンダード、JQグロース 200人（公募又は売出し株式数が1,000単位又は上場株式数の10%いづれが多い株式数以上）

・猶予期間 1年間

【手続き】

猶予期間中に条件を満たさないと監理銘柄（確認中）指定→上場廃止決定で整理銘柄→決定日から原則1ヶ月で上場廃止

【事例】

2015年以後のデータでは上場廃止銘柄は0、猶予期間入りした銘柄は0

②流通株式

【流通株式の意義】

新規上場申請に係る有価証券又は上場有価証券のうち、当該有価証券の数の10%以上を

所有する者が所有する有価証券その他の流通性の乏しい有価証券として施行規則で定めるものを除いたものをいう（2条96号）

→施行規則8条1項

(1)当該有価証券の発行者の役員、監査役、執行役の保有にかかるとの

(2)当該有価証券の発行者の保有にかかるとの

(3)当該有価証券の数の10%以上を所有する者又は組合等（ただし、機関投資家保有有価証券やカストディ名義のものは除く）の保有にかかるとの

【趣旨】

流動性の維持

【要件】

・本則市場

a 流通株式の数が、上場会社の事業年度の末日において2,000単位未満である場合（猶予期間1年間） * 指定替え要件は10,000単位未満

b 流通株式の時価総額が、上場会社の事業年度の末日において5億円未満である場合（猶予期間1年間）。ただし、市況全般が急激に悪化した場合において、当取引所がこの基準によることが適当でないときは、当取引所がその都度定めるところによる。 *

指定替え要件は10億円未満

cf.2009年～2014年においては、但し書きを適用し、3億円に緩和されていた

c 流通株式の数が上場会社の事業年度の末日において上場株券等の数の5%未満である場合であって、上場会社が施行規則で定める日（=有価証券報告書提出日）までに当取引所の定める公募、売出し又は数量制限付分売予定書を当取引所に提出しないとき。

・マザーズ

a 流通株式の数が、上場会社の事業年度の末日において2,000単位未満である場合（上場後10年間にあっては1,000単位未満）（猶予期間1年間）

b 流通株式の時価総額が、上場会社の事業年度の末日において5億円未満である場合（上場後10年間にあっては、2億5,000万円未満）（猶予期間1年間）。ただし、市況全般が急激に悪化した場合において、当取引所がこの基準によることが適当でないときは、当取引所がその都度定めるところによる。

c 流通株式の数が上場会社の事業年度の末日において上場株券等の数の5%未満である場合であって、上場会社が施行規則で定める日（=有価証券報告書提出日）までに当取引所の定める公募、売出し又は数量制限付分売予定書を当取引所に提出しないとき。

・JQスタンダード、JQグロース

- a 流通株式の数が、上場会社の事業年度の末日において500単位未満である場合(猶予期間1年間)
- b 流通株式の時価総額が、上場会社の事業年度の末日において2億5,000万円未満である場合(猶予期間1年間)。ただし、市況全般が急激に悪化した場合において、当取引所がこの基準によることが適当でないと認めるときは、当取引所がその都度定めるところによる。
- Cf.上場審査基準
- ・本則市場 a.流通株式数4,000単位以上(一部直接上場20,000単位)、b.流通株式時価総額10億円以上、c.流通株式数比率30%以上(一部直接上場35%)
 - ・マザーズ a.流通株式数2,000単位以上、b.流通株式時価総額5億円以上、c.流通株式数比率25%以上
 - ・JQスタンダード、JQグロース 流通株式時価総額5億円以上

【手続き】

猶予期間中に条件を満たさないと監理銘柄(確認中)指定→上場廃止決定で整理銘柄→決定日から原則1ヶ月で上場廃止

*基準日後2ヶ月以内に会社から提出される「株券等の分布状況表」(施行規則423条)をベースに判定

【実例】

- 2015年以後のデータでは上場廃止銘柄は1
- *なお、2008年にも上場廃止1件(流通株式比率5%基準(上記c)に該当)
- Ex.東福製粉(二部・福証)
- 2007~2008年頃に時価総額基準に抵触していた→経営改善のため、日本製粉と資本・業務提携(関連会社に)
- 2014年 TOBにより日本製粉の子会社に
- 2014年9月30日 流通株式の時価総額が5億円未満となったため猶予期間入り→日本製粉の持株比率51%、取締役会長の持株比率10.05%
- *公募・売り出しなどは、日本製粉との資本提携関係を踏まえると不可能と判断
- 2015年10月1日 監理銘柄指定
- 2015年12月1日 時価総額基準にも抵触し、猶予期間入り
- 2015年12月24日 上場廃止決定、整理銘柄入り
- *なお、福証への上場は継続されていたが、2016年に日本製粉が完全子会社化したため、上場廃止

- ③売買高
- 【趣旨】
流動性の維持
- 【要件】
- ・本則市場・マザーズ (JQ市場には本基準はなし)
以下のどちらかに該当した場合
 - a 毎年の12月末日以前1年間における上場株券等の月平均売買高が10単位未満である場合(上場後1年間は適用しない(施行規則601条2項1号)) *二部への指定替え要件は40単位未満
 - b 毎月の末日以前3か月間に売買が成立していない場合
- *ただし、3ヶ月以内に公募・売り出し等を行う場合は上場廃止とならない(必要な公募・売り出し等の数は、500単位以上で都度東証が決定)

【手続き】

猶予期間はなく、公募・売り出し等を行うか確認するために監理銘柄指定→上場廃止決定で整理銘柄→決定日から10日で上場廃止

【実例】

2015年以後のデータでは上場廃止銘柄は0

④時価総額

- 【趣旨】
時価総額が低い銘柄は、「市場評価が著しく低く当取引所の投資対象物件としてふさわしくない」(東京証券取引所「時価総額に係る上場廃止基準の見直しについて」(平成16年))

【要件】

- *毎月、月間平均時価総額と月末時価総額のいずれについても下記基準を満たす必要がある
- ・本則市場
 - a 時価総額が10億円未満である場合(猶予期間9か月)。ただし、事業の現状、今後の展開、事業計画の改善その他当取引所が必要と認める事項を記載した書面(事業計画改善書)を3か月以内に当取引所に提出しない場合(ただし、3か月)。ただし、市況全般が急激に悪化した場合において、当取引所がこの基準によることが適当でないと認めるときは、当取引所がその都度定めるところによる。 *指定替え要件は2

年に破産 *2010年には債務超過事由でも猶予期間入りしていた

⑤債務超過

【趣旨】

企業の継続性への懸念？

【要件】

・本則市場・JQスタンダード、JQグロース

事業年度末日における債務超過

* 猶予期間1年。ただし、民事再生・会社更生・事業再生・私的整理など、再生型手続に入り債務超過でなくなるときは猶予期間後さらに1年間の猶予→東証が適当と考える場合のみ（東証の判断が介在）

* なお、債務超過は二部への指定替え要件（猶予期間なし。一部銘柄は、年度末に債務超過となると二部に指定替えされ（ex.東芝、千代田化工建設）、1年間の上場廃止猶予期間内に債務超過を脱しないと上場廃止となる）

・マザーズ

本則市場と基本的に同一だが、上場後3年間の債務超過は上場廃止事由とならない

* 債務超過＝連結貸借対照表条の純資産の額が負である場合

ここには会計上の評価が含まれる→ベインントハウス事件

「債務超過状態が近々解消される高度の蓋然性がある場合でも債務超過状態の解消と同視できるとすると、どのような場合がこれに該当するのかわからないことには避けられないし、その解釈をめぐり、紛争状態のまま上場が継続される株券が生じることにも懸念される。そうした上場株式の廃止基準の持つ性質を考えると、公平の観点からされる、私人間の合意の一般的かつ実質的な解釈の基準を持ち込むことは不相当である」

* 公認会計士の監査意見に基づく修正後の純資産額が対象となる

* 裁判所の認可した再生計画・更正計画・産廃法の事業再生に従ったことを証する書面・私的整理ガイドラインに従ったことを証する書面と、1年以内に債務超過でなくなるための計画の前提である重要な事項について公認会計士が検討したことを記載した書面を元に審査

【手続き】

猶予期間中に条件を満たさないと監理銘柄（確認中）指定→上場廃止決定で整理銘柄→決定日から原則1ヶ月で上場廃止

0億円

cf.2009年～2014年においては、但し書きを適用し、6億円に緩和されていた

b 当該株券等に係る時価総額が上場株券等の数に2を乗じて得た数値未満である場合（猶予期間3ヶ月）。

→銘柄が2円を割った場合（平成16年改正で追加）。株価1円というような超低位株が、大量に公募増資を繰り返して上場を維持する（とともに投機的な投資家から資金調達して資金繰りにあてると）という例が見られるようになったが、発行済株式総数が多いと低株価でも時価総額基準に該当しないことが多いため、株価2円基準を新設。

* 2円でよいか？→公募増資の繰り返しは起こりうる

Ex.イチャ（2009年ジャヤダック市場上場廃止）→株式併合によって株価を上昇させてこの基準の適用を免れようとしたが、平均時価総額基準を満たさないとされた

・マザーズ

本則市場と基本的に同一だが、上場後10年間は時価総額が5億円未満である場合

・JQスタンダード・JQグロース

時価総額基準はなし（ただし、別に株価（10円）基準が存在）

Cf.上場審査基準

本則市場 20億円（一部直接上場250億円）

マザーズ 10億円

JQグロース・JQスタンダードはこの基準はなし（流通株式時価総額基準はあり）

【手続き】

* 猶予期間中に条件を満たさないと監理銘柄（確認中）指定→上場廃止決定で整理銘柄→決定日から原則1ヶ月で上場廃止

【実例】

2011年に3社（メルクス、レイテックス、デザインエクスチェンジ）が上場廃止となった後は、上場廃止事例はなし。猶予期間入りする銘柄は多い→2015年以後で37回（ただし、猶予期間入りと解除を繰り返している銘柄も少なくないため、社数はそれ以下）。また、時価総額基準猶予期間中に、他の事由で上場廃止となった銘柄もある（鋼鉄工所（有報提出遅延）、フードブラネット（特設注意市場銘柄）、東福製粉（流通株式時価総額））。

Ex.メルクス→フェニックス銘柄に移行後、2012年に民事再生により取引廃止

レイテックス→フェニックス銘柄に移行後、2014年に開示遅延により取引廃止、2017

上場会社が法律の規定に基づき株式会社の破産手続、再生手続若しくは更生手続を必要とするに至った場合又はこれに準ずる状態になった場合。施行規則で定める再建計画の開示を行った場合には、猶予期間1か月間の時価総額が10億円以上（マザーズの上場後10年間、およびJQスタンダード・JQグロースでは5億円以上）とならないとき。

- * 「必要とするに至った場合」→会社が必要と判断した場合（施行規則601条6項1号）
- * 「これに準ずる状態」→以下のa~cその他破産・再生・更生を必要とするに至った場合に準ずる状態になったと東証が認めた場合（同項2号）
 - a 債務超過または支払不能に陥りまたは陥る恐れがあるときなどで私的整理を行う場合
 - b 債務超過または支払不能に陥りまたは陥る恐れがあることにより事業活動継続が困難である旨または断念する旨を取締役会等で決議し、事業の全部もしくは大部分の譲渡または解散について株主総会に付議することの取締役会決議を行った場合
 - c 財政状態改善のために、債務総額の10%以上の債務免除・債務引受等の合意を債権者・第三者と行った場合（この場合、再建計画に当該債権者・第三者の合意が求められる。同項3号a(b)）
- * 以上のa~cはいずれも会社側からの報告に基づくが、これ以外に、東証の判断によって「これに準ずる状態」となることを認める場合はあるか？

* 再建計画を申請しない場合：（該当するおそれがあるとする場合、監理銘柄指定されることもある）上場廃止決定（605条1項）→整理銘柄となり、決定後10日で上場廃止

[実例]

2010年以後上場廃止17件、2015年以後再建計画を申請して猶予期間に入ったものは3件（曙ブレーキ工業は現在猶予期間中。残り2件は時価総額基準を満たして上場廃止されなかった）

⑧事業活動の停止

[趣旨]

企業の継続性への懸念

[要件]

上場会社が事業活動を停止した場合又はこれに準ずる状態になった場合

* 「停止した場合」→上場会社およびその連結子会社の事業活動が停止されたこと東証が認めた場合（天災などによる一時的な事業活動停止を除く）

* 「これに準ずる状態」→会社の解散その他事業停止に準ずる状態と東証が認めた場合

[実例]

2017年に1社（T&Cメディカルサイエンス（JQグロース）、2016年に2社（イーター電機工業、MAGねっとホールディングス（JQスタンダード））上場廃止。猶予期間入りする銘柄も多い（2015年以後で26回）。また、猶予期間中に、他の事由で上場廃止となった銘柄もある。

エルナー（二部、完全子会社化により2018年上場廃止）

フード・フライング（二部、特設注意市場銘柄条項で2017年上場廃止）

興鉄工所（二部、有価証券報告書提出遅延で2017年上場廃止）

雑貨屋ブルドッグ（JQスタンダード、株式移転による完全子会社化で2016年上場廃止（完全親会社（アクサスホールディングス）が新規上場（テクニカル上場））。なお、非上場会社との共同株式移転であり、雑貨屋ブルドッグが実質的存続会社でないとして猶予期間入りしたがその後、解除。

グローバルアジアホールディングス（JQスタンダード、上場契約違反（2013年改正前規程。特設注意市場銘柄における内部管理体制不備）で2015年上場廃止）

マツヤ（JQスタンダード。株式売渡請求により2015年上場廃止）

⑥銀行取引停止処分

[趣旨]

企業の継続性への懸念

[要件]

上場会社が発行した手形等が不渡りとなり銀行取引が停止された場合又は停止されることが確実となった場合（確実となった場合は、上場会社から書面で報告を受けた場合）

[手続き]

猶予期間なし→整理銘柄に指定、決定から1ヶ月で上場廃止

[実例]

2011年に1件（シルバーク工（一部））

⑦破産手続、民事再生手続又は会社更生手続

[趣旨]

企業の継続性への懸念

[要件]

* 合併による解散はこれに該当

【実例】

2010年度以後の本事由による上場廃止はすべて合併による解散

【手続き】

a. 上場株式対価の合併の場合：合併効力発生日3日前に上場廃止事由発生、ただちに上場廃止

b. それ以外の合併または解散の場合：合併・解散に関する取締役会決議を行ったとき等に監理銘柄に指定→合併決議について書面報告を受けただ日に上場廃止決定、監理銘柄に指定→合併効力発生日3日前に上場廃止

Ex. TAsAKI（一部）

2017年3月24日 スタダグスト（非上場）が実施する、TAsAKIの上場廃止を前提とした公開買付け（成立後、TAsAKIを消滅会社とする金銭交付合併を予定）に賛同する取締役会決議→監理銘柄に指定

2017年6月26日 TAsAKIの株主総会で吸収合併が承認（合併効力発生日は8

月1日）→上場廃止決定、監理銘柄に指定

2017年7月27日 上場廃止

⑨不適當な合併等

【趣旨】

いわゆる裏口上場の抑止

【要件】

次のa又はbに掲げる場合において、当該a又はbに該当すると当取引所が認めた場合
a 上場会社が吸収合併等を行ったときは、当該上場会社が実質的な存続会社でないこと
当取引所が認めた場合において、当該上場会社が3年以内に施行規則で定める基準（＝新規上場審査と同等の基準）に適合しないとき。

b いわゆるテクニカル上場において、上場会社が実質的な存続会社でないことと当取引所が認めた場合において、当該会社が3年以内に施行規則で定める基準（＝新規上場審査と同等の基準）に適合しないとき。

* 吸収合併等に含まれるもの

- a 非上場会社を完全子会社とする株式交換
- b 会社分割による非上場会社からの事業の承継
- c 非上場会社からの事業の譲受け

- d 会社分割による他の者への事業の承継
- e 他の者への事業の譲渡
- f 非上場会社との業務上の提携
- g 第三者割当による株式若しくは優先出資の割当て
- h その他非上場会社の吸収合併又はa～gまでと同等の効果をもたらすと認められる行為

【手続き】

「事前相談」（適時開示が必要な合併等には必ず求められる）により不適當合併に該当するかどうかの審査開始→「不適當合併等」に該当するとされた場合、猶予期間入り→猶予期間終了までの間に、申請に基づいて新規上場審査と同等の基準で審査→審査に合格しなければ上場廃止（申請が出されなくても上場廃止）

上場審査には、証券会社の確認書が必要→提出できなかつた例として、アドバックス

【実質的存続要件】

* 以下に該当すれば不適當合併等には該当せず（施行規則601条8項2号）

- a 相手が連結子会社
- b 相手の規模が小さい（連結総資産額、連結売上高、連結経常利益金額で判断）
cf. 事前に事業譲渡などをして上場会社の規模を小さくした場合は認められない
- c 会社分割、事業譲渡、業務提携、第三者割当については、その前3年以内に共同株式移転等を行っていないこと（この場合は裏口上場の効果を生じない）

* 上場管理ガイドラインにおける審査基準

- (1) 経営成績及び財政状態
 - (2) 役員構成及び経営管理組織（事業所の所在地を含む。）
 - (3) 株主構成
 - (4) 商号又は名称
 - (5) その他当該上場会社に大きな影響を及ぼすと認められる事項
- を総合考慮→実例の分析として、鈴木広樹『検証 裏口上場』（清文社、2013）
Cf. だいたいにおいて、(1)(3)が重視されるが、ジャレコ・ホールディングスでは、上場会社の方がはるかに規模も大きく、株主構成も影響をあまり受けけないのに、商号の変更や代表取締役異動などがあることから？実質的存続要件を満たさざるとされた（猶予期間入りし、新規上場審査を申請できず、2013年上場廃止）
→「不適當合併等」の指定段階で争う手段は不要か？

【アドバックス事件】

「新規上場審査においては、株主の利益を保護する観点から申請会社の企業グループが事業を公正かつ忠実に遂行しているか否かについて確認しており、その一要素として、申請会社の企業グループが、支配株主を含む関連当事者等との間で、取引等を通じて不当に利益を供与又は享受していないことなどを確認している。株主・投資者の利益保護及び市場の信頼性維持の観点からは、上場後においても機会をとらえて同様の視点からの確認を行うことが望ましいところであるが、中でも第三者割当を行うことにより支配株主の異動を生ぜしめ、会社の意思によって上場審査時の前提を変更することは、問題が大きいと考えられる。

したがって、第三者割当により支配株主の異動があったような場合には、支配株主との間で不当な取引等が行われていないかについて事後的に確認するプロセスを設けて、株主・投資者保護及び市場の信頼性の観点から問題が大きいい場合には、上場廃止措置をとることとする。そうした場合、その事後の未然防止を図ることが適当である」

* 第三者割当以外にも支配株主の異動が生ずる可能性があるが、経営者の意向（取締役会決議）限りのできるものとして当面は第三者割当を対象にしている

【要件】

第三者割当により支配株主が異動した場合において、3年以内に支配株主との取引に関する健全性が著しく毀損されると当該取引所が認めるとき

* 上場会社は、支配株主異動後、事業年度ごとに支配株主との取引状況等について記載した書面を提出する義務を負う（施行規則 601 条 9 項 3 号）→東証はこの書面および必要がある場合の照会（同項 4 号）に基づき審査（同項 5 号）

* 審査基準：「投資者保護の観点から必要かつ適当と認めるときに、施行規則第 601 条第 9 項第 3 号に規定する支配株主との取引の合理性、取引条件の妥当性その他の事情を総合的に勘案」（上場管理ガイドライン）→上場廃止事例はなく、具体的な判断基準は不明（上場審査時と同じ基準か？）

* 「株主利益の保護」の趣旨から考えれば、第三者割当による支配株主の異動から 3 年以内に限定せず上場廃止事由とするべきではないか？

【手続き】

該当するおそれがあるときであれば監理銘柄指定→上場廃止決定されると、監理銘柄入りして原則 1ヶ月で上場廃止

* 上場廃止とされなくても、内部管理体制の改善の必要性が高ければ特設注意市場銘柄に指定される

【実例】

0 件

12

東京高決平成 22 年 8 月 6 日金法 1907 号 84 頁

「債権者は、債務者東証との間で、本件上場契約を締結した際に、債務者の定める業務規程や本件上場規程等で、債権者及び債権者株主に適用のあるすべての規定を遵守することをお約束したから（前記第 2 の 1（2））、本件上場規程の定めは、債権者と債務者東証との間において、原則として有効である。もっとも、本件上場規程の定めが公序良俗に反する場合には、民法 90 条によって無効とされる余地があり、公序良俗に反するか否かを判断するにあたっては、金融法の定めと違反するかどうかを考慮することができる。」

「金融法は、金融商品取引所が、自主規制業務の一環として、業務規程において基準を定めて、上場及び上場廃止に関する業務を行うこととしているから、業務規程において、上場及び上場廃止に関する基準をどのように定めるかは、金融商品取引所の裁量を認めているというべきである。金融商品取引に関する専門的かつ技術的な知識を有し、かつ、金融商品市場の実態に精通している金融商品取引所が規制を行うことが、金融商品市場に対する適正かつ迅速な規制を可能にすると考えられることから、このような裁量が認められているとみられる。その上で、上場及び上場廃止に関する基準の当否は、金融商品取引所の開設に係る免許の申請や業務規程の変更の際に、金融庁長官が審査することとし、これによって、同基準の適正を確保しようとしていると見ることができよう。

以上からすると、金融庁長官の認可を得て、金融商品取引所が定めた業務規程については、原則として有効と解すべきであって、その定めが金融商品取引所及び金融庁長官の判断にもかかわらず、公序良俗に反すると解さざるを得ないような特段の事情のない限り、有効と解すべきである。」

「本件規定は、幹事取引参加者をして、当該会社が法令違反及び暴力団等の反社会的勢力との関係の有無について確認させることによって、いわゆる裏口上場という手段により、反社会的勢力に關係する会社が金融商品取引市場に参入することを防止しようとするものであると認められる。

このような趣旨の本件規定は、その目的が適切であるのはもちろんのこと、その手段においても、上場会社から独立した立場にあり、かつ、金融商品市場に精通している幹事取引参加者に調査を行わせるなどして当該上場会社の業務内容を把握させ、当該会社が法令違反及び反社会的勢力との関係がないことを確かめようとするものであるから、一応の合理性がある」と評価することができる。」

⑩支配株主との取引の健全性の毀損

【趣旨】

支配株主との不当な取引により、少数株主たる投資家の利益が害されることを防ぐ（支配株主が反社会的勢力であったり、不正ファイナンスによる不当な利益を得る一つの手段として不当な取引が行われたりすることもある）

Cf. 上場制度整備懇談会『安心して投資できる市場環境等の整備に向けて』（2009 年）

11

も繰り返されないようにするために、事後的に内部管理体制などの整備を行わせ、その経過観察をすすめるという手続きをとって是正を図ることが重要
 →この経過観察手続きとして「特設注意市場銘柄」を活用。他方で、内部管理体制の是正が期待できなければ上場廃止とするべき（11号の2の新設）
 ⇒2013年特設注意市場銘柄の積極的な活用等に係る有価証券上場規程等の一部改正

【要件】

第5.0.1条第1項第2号に該当する場合であって、直ちに上場を廃止しなければ市場の秩序を維持することが困難であることが明らかであると当該引所が認めるとき

- * 501条1項2号に該当する場合→①有価証券報告書等に虚偽記載を行った場合、または②監査報告書に「不適正意見」「意見不表明」または四半期レビュー報告書に「否定的結論」「結論不表明」が記載された場合
- ・①の「虚偽記載」→a.内閣総理大臣による訂正命令または課徴金納付命令、b.内閣総理大臣または証券取引等監視委員会による告発、c.訂正報告書を提出した場合でその内容が重要なもの（上場規程2条30号）
- ・訂正報告書を提出した場合(c)の「内容が重要」とは、訂正報告書を出していないか
 たら訂正命令を受けたであろうレベルのものであることを意味する

* 「直ちに上場を廃止しなければ市場の秩序を維持することが困難であることが明らかである」→実質的判断が求められる。2013年改正によって旧要件を改正して取り扱いを明確化

- ・旧要件（「その影響が重大である」）においては、それに該当するかが否かが外部から判断しがたくなり、市場に迷惑が広がりが株価形成に悪影響があったり、監査人の対応に影響が出たりするとの問題が指摘されていた
- ⇒相対程度重大な虚偽記載が対象となることが明らかに
 Ex.上場前から債務超過であったなど虚偽記載により上場基準の著しい逸脱があった場合、実態として売上高の大半が虚偽であったなど虚偽記載により投資者の投資判断を大きく誤らせた場合、などを例示（制度要綱）→判断要素は、虚偽記載等の期間、金額、態様、株主への影響その他の事情などの観点を総合考慮（上場管理ガイドライン）
- 旧基準と実質的な変更はないという趣旨？
- ex旧基準（「重大な影響」）の下で、虚偽記載要件に該当するかが裁判所で争われた事例

①安藤鉄工所事件（東京地判昭和46年11月15日判タ271号126頁。上場廃止処分停止を求めた地位保全仮処分申請）

①有価証券報告書又は四半期報告書の提出遅延

【趣旨】

必要な情報を得られなくなる投資家の保護

【要件】

2人以上の公認会計士又は監査法人による監査報告書又は四半期レビュー報告書を添付した有価証券報告書又は四半期報告書を、法第24条第1項又は法第24条の4の7第1項に定める期間の経過後1か月以内に、内閣総理大臣等に提出しなかった場合

*内閣総理大臣の承認を受けて提出期間を変更（延長）した場合は、その期限から8日目までに提出しなかった場合（施行規則601条10項1号）→2013年規程改正で追加（上場廃止リスクを恐れて十分な監査がなされなくなること防ぐ） cf.延長申請・延長承認の際に適時開示が必要（402条1号akの2）

【手続き】

提出遅延の見込みの開示がなされたとき or 期間までに提出しなかったときに監理銘柄指定（施行規則605条1項13号）→1ヶ月以内に提出できなければ上場廃止決定、整理銘柄に指定されて原則1ヶ月で上場廃止

*なお、天災などの理由による提出遅延については期限後3ヶ月以内の提出で可

【実例】

2016年に1件（モジュール、JQ グロース）、2014年に1件（インスパイア、JQ グロース グロース）、2013年に1件（クロニクル、JQ スタンドード）、2010年に1件（ゼクス、一部）→公認会計士・監査法人との意見が合わずに辞任され、監査報告書・四半期レビュー報告書を添付できないことが原因となっている

②虚偽記載又は不適正意見等

【趣旨】

虚偽記載があった有価証券は公正な市場価格形成が期待できず、投資家を害する？→もっとも、そうであるとするれば訂正命令などで訂正がなされればもはや投資家は害されず、その時点で上場廃止する必要はないといえる。すると、そのような虚偽記載がなされないよう未然に防止するための「懲罰」的な意味合い？

→「懲罰」だとしても、その対象は会社（経営者）であって、投資家はむしろ被害者であり、投資家の利益を害することは望ましくない→上場廃止は、株主にとって換金可能性の低下など重大な影響をもたらすため、「最後の手段」であるべき。他方で、虚偽記載が将来

(証券取引所に裁量があるとの主張について)「財務諸表に虚偽の記載があり、かつその影響が重大であると客観的に認められる場合には、はじめて被申請人(=証券取引所)は、上場廃止をすることができる。」(一完全な裁量は認められず、客観的に重大であることが必要)

「本件虚偽記載は、申請人の財産を過大に表示しただけではなく、第四四期の営業成績に虚偽の数字を計上したものであり、しかも、実際にはいづれも発行済株式の額面総額の二七〇パーセントに達する大幅な欠損金および一〇〇%を超える営業損失を生じているにもかかわらず、利益剰余金および営業利益が生じているようになっている、申請人の株式に関心を持つ投資家の申請人の株式の価額に対する判断に多大な誤りを与えたであろうことは経験則上容易に推認され得る。以上の点に申請人が故意に本件虚偽記載に及び、これをもとにして株主に対する違法な配当を実施したことを斟酌すれば、本件虚偽記載は申請人の株式の適正な価額の形成についてのみならず、一般投資家の証券取引に対する信用を減じさせたことも容易に推認されるところであつて、本件虚偽記載は前記上場廃止事由にいう「影響が重大なもの」といわざるを得ない。」

・虚偽記載のある株式を上場させたままにしておくことによる投資家の危険および有価証券市場への信頼の確保の要請と、上場廃止による投資家への不利益を比較衡量して決定すべき(神崎克郎・判タ2746号90頁)

・上場廃止は最後の手段とするべき(森本滋・新証券・商品取引判例百選51頁)

・判断基準は粉飾経理が証券の価格形成に及ぼした影響の程度、粉飾金額の大小・機関の長短等、反社会性の度合い、善後措置の内容と再発の可能性等を検討するべきとされていた(尾上・インベストメント23巻1号95頁)

②ベイトハクス事件(東京地判平成18年7月7日判タ1232号341頁。上場廃止の意思表示の効力停止等仮処分申立て)

「影響の重大性については、いかなる場合でも債務者(=証券取引所)が認めればこれに該当するという趣旨ではなく、客観的にみてその影響が重大であると判断される場合を指すものと解するのが相当」

上場会社側は債務免除益認識時に関する見解の相違であり、故意重過失はなかったと主張したが、「少なくとも虚偽の有価証券報告書が提出された場合には、その主観的意図にかかわらず、虚偽記載に該当する」

③インターネット総合研究所事件(東京地判平成24年9月24日判タ1385号236頁。上場廃止が上場契約における証券取引所の債務不履行に該当するとして、損害賠償を請求)

「上場廃止基準の設定のみならず、金融商品取引所が定めた上場廃止基準に該当するかどうか判断される場面においても、原則として当該基準を作成した

金融商品取引所自身の判断が尊重されなければ、取引所の専門的知識の活用による機動的かつ適正な発行会社に対する規制や、投資家の幅広い需要に応じた様々な金融商品市場の開設を通じて、法の目的を達成しようとした上記法117条の趣旨を十分に実現することはできないといえる。

これに加え、本件廃止基準においては「影響が重大であると被告が認めた場合」という文言が用いられており・・・、被告が判断権を有することが明確に規定されていることにかんがみみると、監査報告書等に意見不表明と記載された場合の影響が重大であるという本件廃止基準の要件を満たすものであるか否かを判断するにあたっては被告に広範な裁量権があることを否定できず、したがって、本件意見不表明の影響が重大であることを前提に、本件処分を行った被告の行為が本件上場契約に違反することになるのは、被告が上記裁量権を逸脱し、またはこれを濫用した場合に限られるものと解するのが相当である。

・・・裁量権の逸脱濫用があったか否かについては、その判断が裁量権の行使としてされたことを前提とした上で、その基礎とされた重要な事実を誤認があること等により重要な事実の基礎を欠くこととなる場合、または、事実に対する評価が明らかに合理性を欠くこと、判断の過程において考慮すべき事情を考慮しないこと等によりその内容が社会通念に照らし著しく妥当性を欠くものと認められる場合等に限り、裁量権の範囲を逸脱し、または、これを濫用したものと解するのが相当である。」→証券取引所の裁量を広く認め、本件の上場廃止決定は明らかに合理性がないとはいえないとする

*結局、旧基準と同様に具体的基準は明らかではなく、より明確な基準が必要との批判もある(松岡啓祐・ビジネス法務2015年3月号133頁)。

*2010年のシニアコミュニケーション(虚偽記載)、2011年のC&Iホールディングス(結論不表明)以後、虚偽記載等に基づく上場廃止は現れていない(それまでは、西武鉄道、カネボウ、ライブドアをはじめとして、しばしば見られた)→2013年改正が事実上影響を及ぼしている?(特設注意市場銘柄指定はしばしば見られ、そこから内部管理体制の改善の可能性などとして上場廃止された例は③で見られるように存在する)

[手続き]

本事由前段に該当(虚偽記載の存在)→監理銘柄指定(ただし、市場の秩序の維持を困難にしないことが明らかであれば監理銘柄には指定されない)→上場廃止が決定されれば監理銘柄に指定

*虚偽記載が存在すれば、仮に「市場の秩序の維持の困難」要件に該当せず上場廃止

に至らなくても、(監理銘柄指定の有無にかかわらず) 内部管理体制の改善の必要性が高ければ特設注意市場銘柄に指定される(501条1項2号)。なお、改善の可能性がなければただちに上場廃止となる(601条1項11号の2・a)。内部管理体制の改善の必要性が低ければ改善報告書が求められる場合がある(502条1項1号)。

⑨特設注意市場銘柄等

[特設注意市場銘柄制度]

2007年に導入→上場廃止に至らないが、内部管理体制不備に起因するような上場規程違反会社について、内部管理体制の改善を求め、所定の改善期間(当初は3年)内に改善されなければ上場廃止とする制度(経過観察の制度)として導入(改善報告書徴求よりも重い)

- ・当初の指定要件
 - a ①支配株主との取引の健全性の毀損、②虚偽記載、③上場契約違反等、④反社会的勢力の関与、⑤公益または投資者保護のため上場廃止が必要、のいずれかのおそれがあるが、それらに該当しないこととなった場合(監理銘柄に指定されたのち、上場廃止決定がなされなかった場合に指定がされた)
 - b 改善報告書を提出したが改善が認められない場合
- ・上場廃止との関係→内部管理体制の改善が認められなければ上場契約違反等として上場廃止されることとなっていた

⇒実際に上場廃止された例はなかった(ほとばりが冷めるまでの器との批判)

- 2013年→より活用を図るために見直し
- ・指定要件を拡大(適時開示義務違反や企業行動規範違反の場合も指定可)
 - ・上場廃止のおそれ(=監理銘柄指定)の有無を問わずに指定可能に(株師への思惑による悪影響を回避)
 - ・改善期間を短縮(1年半)
 - ・上場廃止要件を明確化

[特設注意市場銘柄等にかかる上場廃止要件]

- a 特設注意市場銘柄指定要件に該当する場合であって、かつ、上場会社の内部管理体制等について改善の必要性が高いと当取引所が認めるときは、当該内部管理体制等について改善の見込みがないと当取引所が認める場合
 - *特設注意市場銘柄に指定せずに上場廃止
 - *判断基準：事実関係の究明への着手状況、再発防止の検討を行う方針の有無、その開示状況と方針の実行可能性(上場管理ガイドライン)→基本的に改善計画を立てる意思が見られれば原則としてこれには該当しない
- b 特設注意市場銘柄→指定された場合であって、同条第2項の規定に基づく内部管理

体制確認書の提出前であるときは、上場会社の内部管理体制等について改善の見込みがなくなると当取引所が認める場合

- *判断基準：改善に向けた具体的行動の状況(上場管理ガイドライン)
- c 指定後1年後の内部管理体制確認書が提出された場合は、上場会社の内部管理体制等について改善がなされなかったと当取引所が認める場合(上場会社の内部管理体制等について改善の見込みがなくなると当取引所が認める場合に限る。)
- *判断基準：具体的行動の状況と実際の改善の有無(上場管理ガイドライン)
- d 特設注意市場銘柄の指定が継続された場合であって、(次の)内部管理体制確認書の提出前であるときは、上場会社の内部管理体制等について改善の見込みがなくなると当取引所が認める場合
 - *判断基準：具体的行動の状況と実際の改善の有無(上場管理ガイドライン)
- e 指定後1年6ヶ月後の内部管理体制確認書が再提出された場合は、上場会社の内部管理体制等について改善がなされなかったと当取引所が認める場合
 - *判断基準：実際の改善の有無(上場管理ガイドライン)

[実例]

2013年の制度見直し後、2社が上場廃止(フード・ブラネット、エル・シー・エーホールディングス)
また、グローバルアジアホールディングス、京王スズホールディングスは旧制度の下で、上場契約違反として上場廃止。その他、石山 Gateway Holdings は、特設注意市場銘柄指定中に、公益・投資者保護要件で上場廃止

*2015年以後、10社が指定され、うち上場廃止はフード・ブラネットのみ(と石山 Gateway Holdings)
Ex.フード・ブラネット(東証マザーズ・ニューズより)

(経緯)
株式会社フード・ブラネット(以下「同社」と言います。)は、2016年1月20日に不適切な会計処理に関する第三者委員会の調査報告書を開示するとともに、2016年2月4日に過去の決算短信等の訂正を開示しました。これらにより、同社が、上場維持を図ることを目的として、証憑を偽造するなどして本来計上すべきでない売上を計上したこと、日本取引所自主規制法人が同社に行った当該売上計上の妥当性に関する複数回の照会に対し虚偽の回答を行っていたこと、これらの行為が当時の代表取締役社長の主導で行われ、その過程において、取締役相互の牽制機能、監査役が取締役会への牽制機能、社内手続き等における牽制機能及び内部監査機能に重大な不備があったこと等が認められたことから、同社の内部管理体制等について改善の必要性が高いと認め、2016年3月17日に同社株式を特設注意市場銘柄に指定しました。(内部管理体制等の改善状況)

今般、当該指定から1年を経過した後同社から提出された内部管理体制制確認書等を
 確認したところ、同社が2016年6月28日に開示した再発防止のための改善計画
 が連綿しておらず、依然として大要以下のような重大な不備が認められたことから、
 同社の内部管理体制等について改善はなされなかったと認められました。

- ・重要な取引や契約について取締役会における報告や決議が行われていないなど、
 取締役相互の牽制機能の不備
- ・常勤監査役に常勤としての勤務実態が認められず、監査役会として同社の業務執
 行体制の不備を適切に把握し改善を促す行動が行われていないなど、監査役の取締
 役会への牽制機能の不備
- ・組織体制や規程の整備、必要な人員の確保等が進んでおらず、稟議の申請から承
 認までが代表取締役社長のみにより行われているなど、社内手続き等における牽制
 機能の不備
- ・外部委託先への内部監査業務委託料の支払い遅延により内部監査業務が停止して
 いるなど、内部監査機能の不備
 (改善の見込み)

当該指定から1年を経過した時点においてもなお、内部管理体制等の改善の前提とな
 る組織体制や規程等が未だ整備されていない状況であり、内部管理体制制確認書提出後
 においても、同社が示した予定のとおりには改善が進んでいませんでした。さらに、
 改善策の実施に必要な資金や人員の確保を含め、改善を完了させるための具体的な計
 画は示されず、内部管理体制等の改善を実行する態勢がないと認められました。これ
 らのことから、同社の内部管理体制等について改善の見込みがなくなると認められ
 ました。

【手続き】

該当するおそれがあれば監理銘柄入り→上場廃止の決定→整理銘柄入りし、原則として1
 ヶ月後に上場廃止

⑩上場契約違反等

【要件】

上場会社が上場契約に関する重大な違反を行ったとして施行規則で定める場合、上場審
 査時に提出した宣誓書において宣誓した事項について重大な違反を行った場合又は上場契
 約の当事者でなくなることとなった場合

「施行規則で定める場合」→改善報告書を提出しないこと、改善報告書の提出を求めたに
 もかかわらず開示の状況等が改善される見込みがない場合、③その他重大な上場契約違反

【実例】

現在では⑬に該当するグローバルアジアホールディングスと京王ズホールディングスを
 除くと2010年のエフオーアイ(マザーズ)→虚偽記載のある財務諸表をもとに上場申請し
 ており、上場審査時の宣誓書で宣誓した事項について重大な違反を行ったものとされた

【手続き】

該当するおそれがあれば監理銘柄入り→上場廃止の決定→整理銘柄入りし、原則として1
 ヶ月後に上場廃止

⑮株式事務代行機関への委託

【趣旨】

投資家の売買への支障

【要件】

上場会社が株式事務を当取引所の承認する株式事務代行機関に委託しないこととなつた
 場合又は委託しないこととなることが事実となった場合

【実例】

2010年以後は0件

⑯株式の譲渡制限

【趣旨】

流通性の確保

【要件】

上場会社が当該銘柄に係る株式の譲渡につき制限を行うこととした場合
 * 施行規則で定める特別の法律の規定(放送法、NTT法、航空法)に基づき株式の譲渡に
 関して制限を行う場合であつて、かつ、その内容が当取引所の市場における売買を阻害し
 ないものと認められるときは除く。

【実例】

2010年以後は0件

⑰完全子会社化

【趣旨】

一般投資家が不在となる

【要件】

上場会社が株式交換又は株式移転により他の会社の完全子会社となる場合

【実例】

最も多く見られる上場廃止事由

- (4) 上場株券等について、株主総会において議決権を行使することができる事項のうち取締役の過半数の選解任その他の重要な事項について制限のある種類の株式への変更に係る決議又は決定。ただし、株主及び投資者の利益を侵害するおそれがないと当取引所が認められる場合は、この限りでない。
- (5) 上場株券等より議決権の多い株式（取締役の選解任その他の重要な事項について株主総会において一個の議決権を行使することができる数の株式に係る剰余金の配当請求権その他の経済的利益を受ける権利の価額等が上場株券等より低い株式をいう。）の発行に係る決議又は決定（株主及び投資者の利益を侵害するおそれ大きいと当取引所が認められるものに限る。）
- (6) 第435条の2に規定する議決権の比率が30%を超える第三者割当に係る決議又は決定。ただし、株主及び投資者の利益を侵害するおそれがないと当取引所が認められる場合は、この限りでない。
- (7) 株主総会における議決権を失う株主が生じることとなる株式併合その他同等の効果をもたらす行為に係る決議又は決定（株主及び投資者の利益を侵害するおそれ大きいと当取引所が認められるものに限る。）

[実例]

0件。なお、平成26年会社法改正後、株式併合がスクイズアウトの主要な手段となり、これを用いて上場廃止される例は増えているが、株式併合は本事由ではなく、公益・投資者保護が事由とされている例がほとんど（なぜ?）。

㊸全部取得

[趣旨]

一般株主が不在となる

[要件]

上場会社が当該銘柄に係る株式の全部を取得する場合

[実例]

平成26年会社法改正前まではスクイズアウトの主要な手段として用いられていたが、その後は実例なし。

㊹株式等売渡請求による取得

[趣旨]

一般株主が不在となる

[要件]

特別支配株主が上場会社の当該銘柄に係る株式の全部を取得する場合

[実例]

[手続き]
上場株式が交付されて実質的に上場維持される場合は監理銘柄指定されずに上場廃止。非上場株式が交付される場合は、取締役会決議の日に監理銘柄指定され、総会決議によって決定されると上場廃止決定、整理銘柄に。

㊻指定振替機関における取扱い

[趣旨]

投資家の売買への支障

[要件]

当該銘柄が指定振替機関の振替業における取扱いの対象とならないこととなった場合

[実例]

2010年以後は0件

㊼株主の権利の不当な制限

[趣旨]

敵対的企業買収策やいわゆる不正ファイナンスなどからの投資家持ち分の希釈化からの保護

[要件]

株主の権利内容及びその行使が不当に制限されているとして施行規則で定める場合

* 具体的要件（施行規則601条14項）

(1) 買取者以外の株主であることを行使又は割当ての条件とする新株予約権を株主割当て等の形で発行する買取防衛策（以下「ライツプラン」という。）のうち、行使価額が株式の時価より著しく低い新株予約権を導入時点の株主等に対し割当てしておくもの導入（実質的に買取防衛策の発動の時点の株主に割当てするために、導入時点において暫定的に特定の者に割当てしておく場合を除く。）

(2) ライツプランのうち、株主総会で取締役の過半数の交代が決議された場合においても、なお廃止又は不発動とすることができないもの導入

(3) 拒否権付種類株式のうち、取締役の過半数の選解任その他の重要な事項について種類株主総会の決議を要する旨の定めがなされたものの発行に係る決議又は決定（特許会社である上場会社の主要な事業を行っている子会社が拒否権付種類株式又は取締役選任権付種類株式を当該上場会社以外の者を割当先として発行する場合において、当該種類株式の発行が当該上場会社に対する買取の実現を困難にする方策であると当取引所が認めるときは、当該上場会社が重要な事項について種類株主総会の決議を要する旨の定めがなされた拒否権付種類株式を発行するものとして取り扱う。）ただし、株主及び投資者の利益を侵害するおそれがないと当取引所が認められる場合は、この限りでない。

[実例] メディックグループ(2016年)のみ

⑤株価
 [趣旨] 市場評価が低い銘柄は投資対象としてふさわしくない?
 [要件] ・マザーズ
 上場後3年間に、新規上場公募価格の1割未満となった場合(猶予期間9ヶ月(改善計画書を提出しなければ3ヶ月))
 ・JQスタンダード、JQグロース
 株価10円未満(猶予期間3ヶ月)

[実例] サハダイヤモンド(JQスタンダード、2016年)のみ→一度猶予期間を外れたが、4ヶ月後に再び猶予期間入り、そのまま上場廃止決定

⑥業績
 [趣旨] 会社の継続性への懸念?
 [要件] ・JQスタンダード
 最近4連結会計年度における営業利益及び営業活動によるキャッシュ・フローの額が負である場合(猶予期間1年)
 ・JQグロース
 JQスタンダードと同じだが、新規上場後5年間は適用なし

[実例] T&Cメディカルサイエンス(JQグロース、2017年)→債務超過事由にも該当
 * 猶予期間入り銘柄は2015年以後15回

⑦利益計上
 [趣旨] 会社の継続性への懸念?
 [要件] 上場申請連結会計年度の営業利益の額が負であり、かつ当該上場会社の上場後9連結会計年度の営業利益の額が負である場合(猶予期間1年)

[実例]

平成26年会社法改正により追加され、用いられている。

②反社会的勢力の関与
 [趣旨] 株式市場への信頼性の維持
 [要件] 上場会社が反社会的勢力の関与を受けているものとして施行規則で定める関係を有している事実が判明した場合において、その実態が当該取引所の市場に対する株主及び投資者の信頼を著しく毀損したと当該取引所が認めるとき

[実例] 0件。なお、上場廃止に至らなかつた場合でも内部管理体制の改善の必要性が大きい場合は、特設注意市場銘柄に指定される。

③その他
 [要件] 前各号のほか、公益又は投資者保護のため、当該取引所が当該銘柄の上場廃止を適当と認めた場合

[実例] Ex:石山 Gateway Holdings (2015年)
 虚偽の公表を行って株価をつりあげ、経営者持株を売却しようとした→金商法158条(偽計)違反で経営者が証券取引等監視委員会に告発され、起訴される
 * 特設注意市場銘柄であった

ユニオンホールディングス(2010年)
 架空払い込みによる第三者増資を行って株価をつりあげた→金商法158条(偽計)違反で経営者が証券取引等監視委員会に告発され、起訴される

④売上高
 [趣旨] 会社の継続性への懸念?
 [要件] ・マザーズのみ
 最近1年間における売上高が1億円未満である場合
 * 最近1年間における利益の額が計上されている場合は除く
 * 上場後5年間において最近1年間における売上高が1億円未満である場合は除く

Cf. 上場審査基準には入っていない

0件

<そのほかの論点>

- ・東証の裁量の余地が案文に記載されている上場廃止要件において、東証はどこまで裁量が認められるか？→裁判所が東証の裁量を広く認めるとすると、東証におけるデュープロセス（異議・聴聞手続きなど）は不要か？
- ・市場構造の見直しにおいて見られる意見
 - ①退出基準と上場基準を合わせるべき？
 - ②本則市場における「株価2円基準」は低すぎるのではないか
 - ③特にマザーズ・JQ市場における経営成績・財政状態の基準は、機械的ではないか（市場の評価である時価総額ベースにするべきではないか）
 - Cf.継続企業の前提に関する注記の存在は上場廃止事由ではない
 - ④退出後の換金市場の整備を図るべき→フューニックス銘柄の活用？

	一部・ 二部	マ	ス	グ	2019 一部	2019 二部	2019 マ	2019 ス	2019 グ	2018 一部	2018 二部	2018 マ	2018 ス	2018 グ	2017 一部	2017 二部	2017 マ	2017 ス	2017 グ	2016 一部	2016 二部	2016 マ	2016 ス	2016 グ	2015 一部	2015 二部	
株主数	○	*	*	*																							
流通株式	○	*	*	*																	1						
売上高	○	○																									
時価総額	○	*																									
債務超過	○	*	○	○															1*				2				
銀行取引停止	○	○	○	○																							
破産・民事再生・会社更生	○	*	*	*			1		1						1											3	
事業活動停止（合併以外）	○	○	○	○											1												
事業活動停止（合併による消滅）	○	○	○	○											2					1	1		1			1	
不適当合併等	○	*	*	*																							
支配株主との取引の健全性毀損	○	○	○	○																							
有価証券報告書・四半期報告書提出遅延	○	○	○	○									1		1									1			
虚偽記載・不適正意見	○	○	○	○																							
特設注意市場銘柄	○	○	○	○														1								1	
上場契約違反	○	○	○	○																							
株式事務代行機関への委託停止	○	○	○	○																							
株式の譲渡制限	○	○	○	○																							
完全子会社化	○	○	○	○		9	1		2	1	16	9	3	5	1	9	2	1	2		18	6	1	6		16	4
指定振替機関の取り扱い停止	○	○	○	○																							
株主の権利の不当な制限	○	○	○	○																							
全部取得	○	○	○	○																						1	5
株式等売渡請求	○	○	○	○		4	4		2	6	6	4	4	3	2				5	4	3	7		1	2		
反社会勢力の関与	○	○	○	○																							
その他公益：投資家保護の必要（株式併合）	○	○	○	○		7	1	1	3	5	2	1	6					3		1	4		1	1			
その他公益：投資家保護の必要（株式併合以外）	○	○	○	○																							
売上高		*																					1				
株価		*	*	*																				1			
業績		*	*	*																							
利益計上		*	*	*																							

	一部・ 二部	マ	ス	グ	2015 マ	2015 ス	2015 グ	2014 一部	2014 二部	2014 マ	2014 ス	2014 グ	2013 一部	2013 二部	2013 マ	2013 ス	2013 グ	2012 一部	2012 二部	2012 マ	2011 一部	2011 二部	2011 マ	2010 一部	2010 二部	2010 マ	
株主数	○	*	*	*																							
流通株式	○	*	*	*																							
売上高	○	○																					1	2			
時価総額	○	*																									
債務超過	○	*	○	○																							
銀行取引停止	○	○	○	○																		1					
破産・民事再生・会社更生	○	*	*	*													2	3	1	1	1			1	2	1	1
事業活動停止（合併以外）	○	○	○	○																1							
事業活動停止（合併による消滅）	○	○	○	○				3					7	1		1			4		1	2		2	1		
不適当合併等	○	*	*	*		1										1								1		1	
支配株主との取引の健全性毀損	○	○	○	○																							
有価証券報告書・四半期報告書提出遅延	○	○	○	○								1				1									1		
虚偽記載・不適正意見	○	○	○	○																			1			1	
特設注意市場銘柄	○	○	○	○																							
上場契約違反	○	○	○	○		1	1																			1	
株式事務代行機関への委託停止	○	○	○	○																							
株式の譲渡制限	○	○	○	○																							
完全子会社化	○	○	○	○		10		12	9		7		18	7	3	2		15	4	3	20	5	3	26	9	2	
指定振替機関の取り扱い停止	○	○	○	○																							
株主の権利の不当な制限	○	○	○	○																							
全部取得	○	○	○	○		3	5		4		5	1	6	5	4	5	1	9	9	5	9	2	1	6	10		
株式等売渡請求	○	○	○	○			4																				
反社会勢力の関与	○	○	○	○																							
その他公益：投資家保護の必要（株式併合）	○	○	○	○				1																		1	
その他公益：投資家保護の必要（株式併合以外）	○	○	○	○				1																			
売上高		*																									
株価		*	*	*																							
業績		*	*	*																							
利益計上		*	*	*																							

日本取引所グループ金融商品取引法研究会

有価証券上場規程の具体的検討(5)

—適時開示—

2019年10月25日(金) 15:00~16:59

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)

飯田	秀総	東京大学大学院法学政治学研究科准教授
石田	眞得	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
久保	大作	大阪大学大学院高等司法研究科教授
志谷	匡史	神戸大学大学院法学研究科教授
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
若林	泰伸	早稲田大学大学院法務研究科教授

【報 告】

有価証券上場規程の具体的検討（５）

—適時開示—

甲南大学大学院法学研究科教授

梅 本 剛 正

目 次

I. 適時開示の総論	(1) インサイダー取引規制との比較①～重要事実の内容
1. 規制の沿革	(2) インサイダー取引規制との比較②～軽微基準の定め方
(1) 取引所からの要請	(3) インサイダー取引規制との比較③～開示時期
(2) 上場規則化	(4) 決定事実（上場規程 402 条 1 号）
2. 制度趣旨	(5) 発生事実（上場規程 402 条 2 号）
3. 会社情報適時開示ガイドブックの規制根拠	4. 決算短信等（上場規程 404 条）
II. 各論的検討	(1) 決算短信の開示
1. 適時開示概要	(2) 2017 年の改定
(1) 手続の流れ	(3) 将来予測情報の開示の要請
(2) 照会事項の報告・開示（上場規程 415 条）	5. 予想値の修正等（上場規程 405 条）
(3) 開示審査（上場規程 412 条）	(1) 業績予想の修正（1 項）
2. 総則的な規定	(2) 配当予想、配当予想の修正（2 項、3 項）
(1) 誠実な業務遂行（上場規程 401 条）	討論
(2) 適時適切な会社情報の開示の実践（上場規程 411 条の 2）	
3. 会社情報の開示（上場規程 402 条）	

○伊藤 定刻になりましたので、10 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。

本日は、「有価証券上場規程の具体的検討（５）—適時開示—」というテーマで梅本先生からご報告をいただきます。

よろしく申し上げます。

○梅本 梅本です。よろしくお願いいいたします。

まず、本日の報告で扱う範囲について説明させていただきます。適時開示について総論的な話をさせていただいた後、有価証券上場規程（以下「上場規程」といい、同規程施行規則は以下「規程施行規則」という）402 条の決定事実、発生事実等の各開示項目を中心に検討を加えたいと思います。なお、上場規程 403 条の子会社等の情報開示については省略させていただきます。

開示項目につきましても、時間も限られていま

すから、アンダーラインを引いたものに限定してコメントをさせていただきます。それから、近年改定されました決算短信と予想値の修正についても簡潔に触れたいと思います。

I. 適時開示の総論

1. 規制の沿革

(1) 取引所からの要請

従来、適時開示は取引所から上場会社に対して投資者の投資判断に影響を及ぼす事項の開示を要請する形をとっていました。規則化されていなかったのはもちろんのこと、厳密に言うとは適時開示と言えるかどうかは若干疑問の残る制度でした。というのは、東証に対する通告を求めるとどまり、投資者への開示まで求めるものではなかったからです。投資者への情報開示という観点からは、東証がこれらの情報を一般に公表することが必要であると認めた場合に記者クラブで公表するよう上場会社に要請するという個別の働きかけによるものでしかありませんでした。

これが大きく変わったきっかけは、1974年6月に東証が上場会社に宛てた「会社情報の適時開示に関する要請について」という文書です。一般投資者が投資判断を行うに当たって影響を受けることが予想される重要な会社情報の開示を求めると同時に、公表については、会社の代表者により新聞、放送、通信記者団等全国的な放送網を持つ組織を通じて一般投資者に対し遅滞なく正確かつ公平に行うことを求めると同時に、公表前の会社情報が外部に漏洩したことを察知した場合は直ちに公表の措置を講じることを求めるなど、従来よりかなり踏み込んだ内容になっています。

この措置について、神崎克郎先生などは一定の評価をしつつも、プリンシプルベースの規制で具体的な開示項目が定められていないなど、まだ不十分だという批判を加えていらっしゃいました。ただ、これを契機に、上場規則化すべきかどうかも検討されたようですけれども、事例の積み重ねの中で制度化を図るということにしたそうです。と申しますのも、1974年の要請が行われた時点で

も、東証で開示された適時開示はわずか50件にすぎなかったそうです。ですから、規則化する以前に実務の定着を図ることが先決だという判断があったということだそうです。

次いで1990年3月、「会社情報適時開示の手引き」が作成されて、上場会社各社に配付されたとのことです。これは、それまで蓄積された適時開示の事例等を踏まえて、適時開示が要請される会社情報の目安、開示手順等を体系化したものでして、現在の「会社情報適時開示ガイドブック」（以下「ガイドブック」という）の前身に当たるものだと言われています。また、1990年という時期についてですが、ほぼ同時期にインサイダー取引規制が成立していますから、会社情報適時開示の手引きの作成にこの立法の動きが影響を与えたことも否定できないのではないかと思います。

(2) 上場規則化

会社情報適時開示の手引きの作成後、実務では徐々に適時開示が定着してきましたが、上場規則化されていなかったために、遵守しない会社が出てきたほか、上場会社の側からも、社内手続を進める必要上、上場規則化してほしいという要望もあったということです。

そこで、1992年2月の東証証券政策委員会答申を踏まえまして、2000年9月に「上場有価証券の発行者の会社情報の適時開示等に関する規則」として、適時開示は上場規則に根拠を置いた正式の制度となり、今日に至っています。

2. 制度趣旨

上場規程402条の定めを御覧になりましても、金融商品取引法（以下「金商法」という）166条のインサイダー取引規制とかなり類似していることがお分かりになります。重要事実の公表前の売買等が規制されているインサイダー取引規制において、適時開示はこの公表の一つに当たるなど、実際、適時開示規制とインサイダー取引規制は密接に結びついています。本日の報告でも、必要に応じてインサイダー取引規制との比較検討を行わ

せていただきます。

しかしながら、適時開示規制をインサイダー取引規制的なものとするのは一面的ではないかと思われま。本来的には、会社に生じた重要事実ないし株価関連情報は、適時に開示させて市場の適正な価格形成を図るべきであって、そういうものとして適時開示も位置付けられるべきではないかと考えます。その意味では、上場規程 401 条にありますように、「投資者への適時、適切な会社情報の開示が健全な金融商品市場の根幹をなすものである」と言えるかと思われま。また、かかる適時適切な情報開示は、取引所が「有価証券の売買及び市場デリバティブ取引を公正かつ円滑にし、並びに投資者の保護に資するよう」市場を運営する（金商法 110 条）うえでも不可欠なものであると考えられま。

他方、適時開示は株価に関連する情報を開示するという点では、法定開示の臨時報告書制度に類似しているとも言えま。両者が重複する点は少なくないですけれども、適時開示は直ちに内容を開示することを求めるのに対して、臨時報告書は遅滞なく開示することを求めるものです。大きな災害などがあつた場合、適時開示としては大体数日以内に被害の状況を公表して、数か月ほどしてから臨時報告書で詳細な被害額等を開示するといったことが多いので、一応役割分担はできているのかなと思ひま。

3. 会社情報適時開示ガイドブックの規制根拠

次に、前回伊藤先生より問題提起のありましたガイドブックの規制上の根拠というところでは、

この分厚い本ですけれども、これは極めて詳細に定めが置かれていまして、本日の報告でも随所で参照させていただきます。実務上も幅広く利用されているのではないかと思われま。

上場会社は、上場契約書におきまして上場規程等を遵守することが求められていまして。しかしながら、上場規程等の中にはガイドブックのガの字もありません。それならガイドブックが上場会社を拘束する根拠は何かというお話だったかと思ひ

ま。

ガイドブックは原則として上場規程等をまとめたものと言えまけれども、より詳細に上場規程等にはないような定めを置いているところも少なくありません。例えば、上場規程 402 条に開示すべき決定事実や発生事実の細目の定めが置かれていまして、開示内容につきましては規程施行規則 402 条の 2 に定めが置かれていましてけれども、これは全てに共通する抽象的な開示内容で、網羅的なものではありません。1 項 1 号で、決定事実については決定した理由、発生事実は発生経緯、2 号でその概要、3 号で今後の見通し、4 号でその他投資判断上重要と認める事項を開示せよというだけでありまして、個別具体的な開示事項はガイドブックを見ないと分からない形になっていまして。また、ガイドブックにありまして開示に関する注意事項にも、重要な事柄が記載されていまして。

株価を変動させる情報は多様でありまして、網羅的に規定を設けることは難しく、プリンシプルベースの規制を使わざるを得ない側面もあると思われま。上場規程のプリンシプルベースの規制部分ですとか、極めて詳細な手続上の問題につきまして、ガイドブックで詳細な定めを置くという考え方もあり得るとは思ひまして、ことさらガイドブックを上場規程の外に置く必要があるのかどうか、これは疑問が残るところです。その理由としましては、上場規程の一部となれば——よく分からないのですけれども——、煩雑な改正手続が必要となるので、柔軟に対応できるようにしたいということなのか。あるいは、沿革のところで見ましたように、上場規程化される前からガイドブックで運用してきたので、それで足りるという理解なのか、私も十分には分かりませんでした。後ほどご議論いただくというよりも、東証の方にご示唆いただいた方がいいかと思ひまして。

II. 各論的検討

1. 適時開示概要

(1) 手続きの流れ

①開示前に取引所に事前説明（上場規程 413 条）

開示前に取引所に事前説明することが上場規程 413 条に定められています。

ガイドブック (28 頁) によりますと、会社の側から説明に向くのではなく、TDnet に開示資料をオンライン登録した場合に、東証が上場会社ごとに設定している「上場会社担当者」が、上場会社に対して通例 30 分以内に直接電話をして説明を求める形をとる、とのこと。取引所が開示内容を直接確認し、そこで必要があれば訂正等の指示がされるのではないかと思います。

なお、「事前説明」とは別に、ガイドブックには「事前相談」を定めるものがあります。これも上場規程に定めのないガイドブック固有のルールです。例えば、「公表予定日の遅くとも 10 日前までに必ず東証まで事前相談を行うようにしてください」などというものです。これらの多くは、複雑なルールが別途設けられているものがありまして、例えば MSCB の発行ですとか、敵対的防衛策をとる場合ですとか、開示のみならず、それらの別途定められている手続が遵守されるよう取引所として事前に対応し指導するものかなというふうに推察するのですけれども、これはよく分からなかったところです。

②会社情報の開示の方法 (上場規程 414 条)

会社は TDnet により開示に係る資料を取引所に送信しまして (2 項)、TDnet を利用して情報を開示します (1 項、6 項)。もちろん、TDnet によらず資料等を送ることも認められていますが、恐らくほぼ全ての会社が TDnet を利用していると思われます。

ちなみに、適時開示が求められる情報については、会社が自社のウェブサイト等で開示する場合には、TDnet で開示された後に行うことが上場規程 413 条の 2 で求められています。その場合には、インサイダー取引防止のため、外部者が当該情報に不正にアクセスできないよう、アクセス制御を適切に講ずることなどが求められています (ガイドブック 28 頁)。

③開示内容の中止、変更、訂正 (上場規程 416 条)

既に開示した会社情報について中止や変更の事情が生じた場合には「開示事項の中止・変更」として、訂正すべき事情が生じた場合には「適時開示資料の追加、訂正又は説明」として、開示することが義務付けられています (ガイドブック 29 頁)。

(2) 照会事項の報告・開示 (上場規程 415 条)

上場会社に関する未公表の情報が新聞報道されたりインターネット上でうわさが流布したりしている場合に、情報の真偽を確認する必要があり、そのために照会制度が設けられています。会社情報に関し東証が必要と認めて照会を行った場合には、直ちに照会事項について正確に報告することが義務付けられているということです。照会に係る事実につき開示することが必要かつ適当と東証が認める場合には、直ちにその内容を開示することが求められています。

また、この制度に関連しまして、業務規程において別途「売買停止制度」(業務規程 29 条) ですとか「注意喚起制度」(業務規程 30 条) というものが定められています。また、金商法上は、フェアディスクロージャー・ルールが関わる場合もあるかもしれません。

(3) 開示審査 (上場規程 412 条)

適時開示の適正性を確保するために必要かつ適当と認めるときに、開示審査というものが行われています。

開示審査制度は、開示された情報に虚偽はないか、適切か、といったことをチェックするものとして、開示すべき情報を開示していない場合には、照会制度などが利用されることになるのではないかと思います。

以上が手続の流れです。

2. 総則的な規定

総則的な規定が二つありますので、それを先に見ておきたいと思います。

（１）誠実な業務遂行（上場規程 401 条）

「上場会社は、投資者への適時、適切な会社情報の開示が健全な金融商品市場の根幹をなすものであることを十分に認識し、常に投資者の視点に立った迅速、正確かつ公平な会社情報の開示を徹底するなど、誠実な業務遂行に努めなければならない」というものです。

これは第４章「上場管理」の第１節総則の規定でありまして、本日扱います第２節「会社情報の適時開示等」に加えて、第３節「上場後の手続」、第４節「企業行動規範」などの総則的な定めとなっています。会社情報の開示を中心とした誠実な業務遂行に関する基本理念を説くものでありまして、何となく金商法で金融商品取引業者に求めている誠実公正義務に似たようなものかなという印象を持ちました。

（２）適時適切な会社情報の開示の実践（上場規程 411 条の２）

第２節「会社情報の適時開示等」に適用される規定でありまして、上場規程 402 条などに定める適時開示が最低限の要件、方法等を定めたものであることを明らかにしています。それゆえ上場会社は、会社に生じた情報の個別具体的な事情に照らして、投資者の投資判断に影響を与えると想定される事情が存在する場合には、その内容の適時開示を積極的に行うことが求められています（ガイドブック 26 頁）。

本条の性格としましては、投資判断に影響を与えるような事態が生じた場合には迅速に開示せよという適時開示全般に妥当するプリンシプルベースの規定と位置付けることができるのではないかと思います。投資判断に影響を与える情報は多種多様ですが、金商法のインサイダー取引規制は刑事罰規定でもあるため、罪刑法定主義の明確性の原則との関係で細目が定められています。適時開示におきましては、このプリンシプルベースの規定で足りると考えることも不可能ではありません。しかし、細目を定めないプリンシプルベース

では、規定の遵守を求められる上場会社の判断が難しくなりますし、規制が不明確なためにかえって遵守されないおそれがあるということは、適時開示の沿革で述べたとおりです。それゆえ、現在のようなルールベースの規定を併用した上場規程になっているものと思われれます。

ただし、上場規程 402 条以下で個別的に定められている決定事実や発生事実などにはそれぞれバスケット条項が設けられていますので、本条を根拠に開示が必要となる場面というのは、実際には極めて限定的ではないかという気がします。

3. 会社情報の開示（上場規程 402 条）

（１）インサイダー取引規制との比較①～重要事実の内容

インサイダー取引規制と適時開示規制は極めて類似していると述べましたが、異なる点も少なくありません。大筋では金商法のインサイダー取引規制と重要事実の範囲は同じですけれども、適時開示規制の方がより広く詳細に定められています。

上場規程 402 条 1 号の決定事実について申し上げますと、a～z は金商法や有価証券の取引等の規制に関する内閣府令（以下「取引規制府令」という）とほぼ同じですけれども、aa 以下は適時開示独自の定めとなっています。

また、金商法 166 条 2 項 3 号の売上高等の予想値に差異が生じた場合に関する規定については、上場規程 402 条ではなく、予想値の修正等として上場規程 405 条に別途定めが置かれています。

（２）インサイダー取引規制との比較②～軽微基準の定め方

次に、軽微基準の定め方についても若干の違いがあります。

まず、適時開示規制では、軽微基準を定めない場合も少なくありません。金商法のインサイダー取引規制で軽微基準が定められていても、例えば組織再編ですとか剰余金の配当、あるいは株式の分割などのように軽微基準が設けられていないものも少なくありません。

それから、軽微基準にも違うところがあります。金商法のインサイダー取引規制では、原則的に売上高など上場会社単体の指標が基準になりますが、適時開示規制では、連結売上高など連結の指標も併せて基準になっています。また、インサイダー取引規制では売上高・総資産・純資産等に対する比率で基準が示されていますが、適時開示規制ではこれに経常利益ですとか当期利益に対する比率が加わります。

投資判断に与える影響として、売上高などと並んで利益も重要であることや、連結ベースでの企業分析が一般的に用いられていることから、このような形をとっていると説明されますが、個人的には、適時開示規制の方が取引規制府令よりも合理的なルールではないかと考えます。

(3) インサイダー取引規制との比較③～開示時期

発生事実につきましては、事実を認識した時点で直ちに開示が求められるので大きな問題はありません。問題になるのは決定事実の方です。

インサイダー取引規制では、ご案内のように判例上（日本織物加工事件最高裁判決（最判平成11年6月10日刑集53巻5号415頁））、「商法所定の決定権限のある機関には限られず、実質的に会社の意思決定と同視されるような意思決定を行うことのできる機関」の決定がなされた段階で決定の時期を捉えています。適時開示規制も、基本的には同じタイミングで決定時期を捉えています。すなわち、「取締役会決議などの形式的な側面にとらわれることなく、実態的に判断することが求められ、上場会社自らの意思による決定事実については、会社の業務執行を実質的に決定する機関による決議・決定が行われた時点での開示が必要になります」とガイドブックでも説明しています（27頁）。

とはいえ、実務上は、株主総会決議事項及び取締役会決議事項につきましては、取締役会決議後直ちに開示するのが一般的でありまして、これを前倒しして開示している事例は、私は見たことが

ありません（これに関連して、伊藤祐介「適時開示制度の概要について（前編）」（月刊監査役673号61頁）参照）。株主総会決議事項についても、取締役会で総会に付議することを決定したときに開示するという点は要注意なところではないかと思われま（ガイドブック51頁）。

(4) 決定事実（上場規程402条1号）

次に、決定事実から各項目をかいつまんで見ていきたいと思います。

a…募集株式・募集新株予約権の発行等

募集株式発行、自己株式処分、募集新株予約権の発行、自己新株予約権の処分、株式・新株予約権の売出しを行うことを決定した場合に直ちにその内容を開示することが求められています。

敵対的買収防衛やMSCB、MSワラントについては別途特別な定めが置かれています。これは加藤先生が今年6月の本研究会で扱われたところですので、そちらに譲りたいと思います。

開示事項は、公募増資か株主割当・第三者割当などの割当形態に応じて開示すべき項目が詳細に定められています。

第三者割当の場合には、原則10日前までに事前相談することが求められています（ガイドブック64頁）。

売出しにつきましては、大株主（大口新株予約権者）が保有する株式（新株予約権）を処分するものでありますから、厳密に言うとは、決定事実というよりも発生事実に近いようにも思えます。しかし、事前に会社が株主等と交渉したうで行われるのが一般的ですし、上場会社が開示手続をとることは確かですので、ここに分類されているのだと思います。

売出しとやや類似したものとして、立会外分売も適時開示の対象となっています。（事務局補注：立会外分売については、東証業務規程46条2項において、取引所による分売要領発表前の取引参加者の買付勧誘が原則として禁止されているところ、例外的に、発行体が報道機関に対して分売を公開

し取引所に通知のうえその旨開示がなされれば、買付勧誘が認められるとされていることもあり、立会外分売の実施に係る証券会社及び上場会社の実務において、慣行的に開示が行われている。）

本項目に該当する場合には、同時に p「業務提携」や発生事実の b「主要株主・筆頭株主の異動」などに該当する場合がありますので、それらについても開示することが求められます。

公募増資の場合には、開示項目の一つである払込金額は未定で、「払込金額の決定方法」としてブックビルディング方式によるとするのが通例であるため、募集株式の発行等の決定の開示がなされた後も、引き続き「発行価格等の決定に関するお知らせ」があり、オーバーアロットメントが行われた場合は「第三者割当増資における発行株式数の確定に関するお知らせ」などが適時開示されます。

次に、IPO につきましても、上場前に適時開示はされません。ですから、該当する場合は上場後にオーバーアロットメントの結果だけが突然開示されることが多いです。募集・売出し段階では市場で売買されていませんので、当然といえば当然で、投資家は必要があれば有価証券届出書等で内容を確認すればよいということではないかと思われます。

軽微基準については、募集株式の発行等による払込金額が 1 億円未満の場合には適用除外と、規程施行規則 401 条 1 項 1 号に定められています。

e…自己株式の取得

業務執行を決定する機関が会社法 156 条 1 項等の規定による自己株式の取得を行うことについての決定をした場合に、開示が求められます。一般的には、取締役会で株主総会に議案を付議することを決定した段階で開示されます（ガイドブック 126 頁）。株主総会で決議が成立したこと自体は開示対象ではありません。また、会社法 165 条 2 項に基づく定款授権の自己株式取得につきましても、開示事項の an「定款の変更」に基づいて、取締役会で株主総会に付議することを決定した時点

で開示が求められまして、取締役会で株決議の決定をした時点で開示がなされるという段取りになるのではないかと思います。

また、自己株式の取得期間前に取得が終了した場合にも適時開示が必要となると示されています（ガイドブック 123 頁）。

株決議について開示すれば、個別の取得の決定については、インサイダー取引規制上適用除外（金商法 166 条 6 項 4 号の 2）とされていることを踏まえ、適時開示規制においても開示は求めていないと説明されています。たしかに会社法 156 条 1 項は自己株式の取得の株決議についての規定なのですが、本当に個別の取得について開示しなくてもよいのかどうかにつきましては、個人的にはしっくり来ないところがありまして、考えがまとまりませんので、もし議論があれば後ほど問題提起いただければと思います。

個別の取得の決定も重要事実であることには変わりがないので、ガイドブックでは、取得後は速やかに「取得対象株式の種類、株式の総数、取得価額の総額」を適時開示することが求められています。しかしながら、事後開示については、特定の株主からの取得ですとか、ToSTNeT などによる取得はともかく、信託方式や投資一任方式で市場取得する場合には、そのような開示をすることは恐らく会社としても無理ではないかと思われます。この場合は、自己株券買付状況報告書（金商法 24 条の 6）の法定開示におきまして定期的に処理状況を示すほかないのではないかと思います。

自己株式の消却をする場合は別途開示が必要となると言われていまして、これはバスケット条項の対象となるのではないかと思います。

f…株式・新株予約権の無償割当て

軽微基準は設けられておらず、ライツオフアリングで使われる場合は、コミットメント型とノンコミットメント型で開示事項が異なるという説明がありました。

g…分割又は併合

インサイダー取引規制（金商法 166 条 2 項 1 号へ）では分割のみですけれども、こちらでは分割に加え併合についても定めが置かれています。また、分割につきましては取引規制府令で軽微基準が設けられていますけれども（取引規制府令 49 条 1 項 3 号）、適時開示規制では設けられていません。

株式併合がスクイズアウトで使われる場合には、対応した開示が別途必要となります。これは飯田先生が以前ご報告されたところかと思えます。

h…剰余金の配当

インサイダー取引規制（取引規制府令 49 条 1 項 4 号）と異なり、剰余金の配当につきましても軽微基準はありません。前期と変更がない場合も無配とする場合も、全て開示対象とされています。

剰余金の配当に類似するものとしてしばしば適時開示されているものには、株主優待制度の創設や内容の変更、廃止がありますけれども、これもバスケット条項に基づいて開示対象となるのではないかと思います。

i…株式交換

j…株式移転

k…合併

l…会社分割

i～l の四つをまとめて「組織再編」とされています。軽微基準はなく、簡易・略式の区別もなく、完全子会社との組織再編や休眠会社との組織再編等業績に与える影響が軽微なものについても開示せよとガイドブックには定められています（168 頁）。これがどうしてなのか私にはよく分かりませんが、この後にあります「事業譲渡等」には軽微基準がありますので、組織再編についても何か軽微基準があってもいいのではないかと思います。後ほどご教示賜れば幸いです。

開示時期は、株主総会決議が必要な組織再編であっても、例えば合併契約締結時点で開示が求められる（ガイドブック 179 頁）、合併契約を承認する議案を総会に付議することについては、開示は

不要のようです。これについては、招集通知の議案として開示されるということではないかと思われ（規程施行規則 420 条 1 項）。

m…事業譲渡等

一部譲渡の場合の軽微基準は、既に述べたとおり、インサイダー取引規制の基準に連結基準、利益基準が加わるということです（規程施行規則 401 条 2 号）。事業の譲受けのほか、他の項目につきましてもおおむね同じような基準が用いられています。

o…新製品等の企業化

先ほどの事業譲渡等の軽微基準と同じく、「当該企業化による連結売上高の増加見込額が直前連結会計年度の連結売上高の 10% に相当する額未満等の三つの要件を満たした場合には、開示は不要とされています。

これについては 3 点ありまして、一つ目は、影響が軽微なものは除くということですが、石田先生がフェアディスクロージャー・ルールについてご報告された折に、東証の方から、新製品を宣伝する目的で適時開示をするような企業があって、こういうのは問題だというお話がありました。不適当なものは、恐らく前述の事前説明等において排除することになるのではないかと思います。

二つ目に、該当するか否かの判断ですけれども、新製品の企業化というのはなかなか判断が難しい場合が少なくないと思うのですが、「該当しないことが明らかでない場合を除く」とあるので、明らかに影響が軽微な場合以外は開示が必要になるのではないかと思います。

三つ目に、会社の売上等への影響と株価への影響とは別ではないか、というちょっとした問題提起です。重要な情報のみ開示させるために実務上基準を求める必要があること、また、基準が客観的に明快なものでなければいけないということで、軽微基準が定められているということは十分に理解できると思います。ただ、軽微基準の枠内であ

っても、投資判断に重要な影響があるものがあるのではないかと考えられます。

例えば、仮にP社の競争相手のQ社が画期的な新製品の販売を開始して売上げ等を伸ばしたとします。この場合、当該製品の市場規模が一定だとすると、Q社の株価は上昇して、P社の株価は下落することが予想されます。このとき、P社がQ社と同等あるいは同等以上の品質・性能を有する新製品を販売することを決定したとします。公表されれば恐らくP社の株価は反転上昇に転ずることが予想されます。ここで軽微基準の要件を当てはめると、P社の連結売上高や利益等は前期と比べて大きな影響は受けない可能性がある。競争相手にマーケットシェアを奪われて本来売上高や利益が大幅に減少するだろうと皆が予想していたところ、そうはならなかったということで、軽微基準を直接当てはめると開示は不要ということになります。しかしながら、P社の株価は売上げ・利益の将来的な減少を予想して下落していたわけですから、新製品の販売によって、たとえ売上高や収益が変わらなくても、売上等の減少を回避するという事実は株価上昇の材料になるはずで、そうであれば、軽微基準に該当する場合であっても開示が必要な場合は残り得ると解すべきであり、これは新製品等の企業化についてだけでなく、適時開示一般に言えることだと考えています。開示の根拠はバスケット条項になるのかなという気はします。

p…業務提携・業務提携の解消

軽微基準が設けられています(規程施行規則401条4号)。

u…上場廃止等

上場会社の申請による上場廃止の場合です。海外の取引所等における預託証券の上場についても開示が必要となります。

x…公開買付け

業務執行を決定する機関が公開買付けを行うこ

とについての決定をした場合に、開示が求められます。自社が公開買付けの対象となる場合は次のyに該当します。

公開買付けの適時開示が行われた数日後に公開買付け開始公告がなされるのが一般的です。他社株式に対するもの、自社株式に対するもののいずれも対象となります。軽微基準等は定められていませんので、公開買付けが義務付けられる場合のみならず、つい数か月前に伊藤忠がデサントに対して行った公開買付けのように、法律上公開買付けの手續を義務付けられていない一部株式に対する公開買付けの場合にも、開示が必要だということです。

期間の延長、買付条件の変更を行う場合には、「開示事項の変更」として開示が必要となり、公開買付けが終了した場合にも、結果を開示する必要があります(ガイドブック186頁)。

公開買付け後に二段階買収が行われる場合には、当該二段階目の行為について決定した時点で開示することが必要だということですが、近年は公開買付け時点で株式等売渡請求ないし株式併合により完全子会社化する等の開示がされるのが一般的ではないかと思われま

す。MBOにつきましては、既に飯田先生が担当されたところですので、そちらに譲りたいと思います。

y…公開買付け等に関する意見表明等

xは自社が公開買付けを行う場合の開示であるのに対して、yは公開買付けの対象会社になった場合の開示です。

自社株券に対する公開買付けが行われることを知った場合にも、その旨を開示することが求められます。公開買付者が上場会社であれば、相手方によりxで適時開示がなされるのですけれども、公開買付者が非上場会社である場合には、公開買付者のプレスリリースを参考資料として自社の開示資料に添付することが求められるということですので(ガイドブック210頁)。自社が公開買付けの対象となる場合の開示は、決定事実ではなく、発生事実に分類されるのではないかと思われま

なお、公開買付けに関連しまして、支配権争奪の手段として、近年委任状争奪戦が行われることが少なくありません。結果次第では株価が変動するものですから、投資者の投資判断に及ぼす影響は少なくないと考えられます。そのため、会社が委任状勧誘を行う場合には適時開示の対象に含まれると考えるべきです。

他方、株主が委任状勧誘を行う場合につきましても、自社が公開買付けを受けた場合に準じて会社が適時開示をすべきではないかと思われまます。株主による委任状勧誘は、適時開示をする会社もありますけれども、どちらかというとな適時開示されないことの方が多いようです。会社が適時開示することで当該事実が周知され、株主側に有利になるのを避けたいのだろうかと思われまますけれども、私などは邪推しては思われまます。

2019年6月のLIXILグループの定時株主総会では、会社は委任状勧誘を行ったのですけれども、当初はその開示はなされていませんでした。しかもその委任状は、会社提案に賛成の委任状しか受け付けないという特殊な内容だったので、投資判断上重要な情報と言えました。もしかしたら東証の照会手続によるのかもしれませんが、事後に会社は開示をしたのですけれども、委任状勧誘の扱いについてはどうも徹底されていないように思われまます。近年、委任状勧誘を利用する機会が増えてきていますので、委任状勧誘の開示についてもガイドブック等に記載した方がよいのではないかという気がしています。

z…役員・従業員に対するストックオプションの付与

有利発行に該当するものとして株主総会に付議する場合には、取締役会で付議内容を決定した段階で有利発行に該当する等の適時開示をして、総会後に取締役会が総会の委任に基づいて募集事項を決定した場合には、その内容についても適時開示することが求められるとガイドブックには書かれていましたが(159頁)、一般的には、ストッ

クオプションは新株予約権の有利発行としてではなくて、取締役報酬として議案が上程されるので、それを付議する場合に開示が必要になるのではないかなという気がしました。

それから、「その他のストックオプションと認められるもの」とは、当該会社・子会社の役員・従業員以外、例えば関連会社の役員・従業員に付与される場合を意味するとガイドブックには書かれています。この場合には、aの新株予約権の第三者割当に該当する場合がありますので、そういう場合は適時開示がまた必要になるということですね。

aa…代表取締役又は代表執行役の異動

代表取締役等の退任等により、後任者が決定されていなくともその時点で開示が必要となり、その後、後任者が決定された時点でも開示が必要になります。

それから、CEO——最近この肩書を付ける会社が多いですけれども——が異動するとき、それが代表取締役等の異動に該当しない場合であっても、開示することが望ましいとされています。

ab…人員削減等の合理化

こちらも軽微基準が設けられていますが、連結の売上高・経常利益・当期利益等における見込みの減少幅で軽微基準が設けられていまして(規程施行規則401条10号)、一見するとおかしな定め方であるように思われまます。というのは、端的に人員の削減比率、人数の数値基準で軽微基準を定めればよいように思えるのですけれども、そうしない理由の一つには、投資判断に対する影響を連結の売上高・利益等で測るという上場規程の基本姿勢があることに加えて、この「合理化」というものが人員の削減ばかりではなく、コスト削減を目的とする施策一切、例えば給与・賞与のカット、有利子負債の圧縮、支店・営業店舗の統廃合なども入る(ガイドブック284頁)ため、こういう定め方になっているのかなと思われまます。

人員等の合理化が、「業務遂行の過程で生じた

損害」（退職金の計上見込額など）等の開示項目に該当すること、「業績予想の修正等」の開示が必要となることもあるということです（ガイドブック 284 頁）。

ac…商号・名称の変更

商号等の旧字体から新字体への変更なども広く含まれるということです。ただし、英文表記や呼称の変更は含まれません。商号は定款記載事項ですので、変更があれば an「定款の変更」としての開示も必要となります。ただし、定款変更は後に見ますように軽微基準が設けられており、些細な定款変更は開示対象ではありません。

商号変更で株価が変動するとは思えず、投資判断上の重要性がどれほどあるかは疑わしいです。かつてドットコムバブルで、社名にドットコムを付ければ株価が上がるということもありましたが、あれは極めて例外的な現象ではないかと思われま。この趣旨としましては、商号変更の適時開示を通じて当該事実が周知徹底されることを目的とするもの、あるいは商号変更で当該会社の同一性が市場で誤解されるようなことがないように周知徹底することにあるのかなというふうに思われます。

ad…単元株式数の変更等

2018 年 10 月に、上場会社の株式については単元株が 100 株に統一されたので、将来的にはこの規定は削除されるのかなと思います。

an…定款の変更

前述のように軽微基準が設けられていまして、定款変更の理由が次のいずれかに該当する場合には開示は不要であるとされています（規程施行規則 401 条 12 号）。

- ・法令の改正等に伴う記載表現のみの変更
- ・本店所在地の変更
- ・その他投資者の投資判断に及ぼす影響が軽微なものとして取引所が認める理由

影響が軽微であると取引所が認める定款変更の具体例としましては、公告の電子化、責任限定契

約に関する事項の新設及び変更、役付取締役に関する事項の変更及び取締役の任期の短縮などがあると、ガイドブックで説明されています(311 頁)。これでよいのか、もう少し広いのか狭いのかは、必要があればご議論いただければと思います。

aq…株式等売渡請求に係る承認又は不承認

平成 26 年会社法改正によるもので、発生事実 n の 2「特別支配株主による株式等売渡請求等」が行われた後、この開示が行われることとなります。

ar…いわゆるバスケット条項

①該当事実の扱い

会社が特定の情報が開示対象になるか否かについて事前相談していれば、取引所が開示の要否や開示すべき事項を指示することができます。会社が関連する資料を TDnet に登録した場合も、取引所側が説明すること等を通じて適切な開示が図られるのではないかと思います。

他方、これに該当する情報がありながら開示を怠っていた場合にはどのように対応するのかというのは、一応問題になるかと思われま。既に当該情報がメディアやインターネットに流れているのであれば、取引所が照会制度を利用して開示させる（上場規程 415 条）という流れになるのかなと思われま。

②対象事項

抽象的に言うと、前述の軽微基準に該当しない決定事実が全てこれに該当するとされています（ガイドブック 324 頁）。該当しないことが明らかでない場合も含まれますので、これに該当する範囲というのは極めて広いと思われま。ただ、軽微基準に該当しない決定事実という説明でよいのか、ちょっと疑問に思うところもあります。

もちろん、ガイドブックは軽微基準に当たらない決定事実を開示せよというだけで、軽微基準に当たるものは開示しなくてもよいとは言っていないので、全くおかしいと言うつもりはありません。ただ、投資者の投資判断に影響があるか否か

は、株価関連情報であるか否かが問題でありまして、当該会社の売上高への影響が関係するのは確かですけれども、それに限らないのではないかとということです。しかし、これは先ほど新製品等の企業化のところでも述べたことと重複しますので、問題提起だけさせていただきたいと思います。

(5) 発生事実(上場規程 402 条 2 号)

a～c は金商法の発生事実とほぼ同じで、d～n は取引規制府令に挙がっているものです。n の 2～z は適時開示規制特有の定めです(会社法改正を踏まえたもの等)。

a…災害に起因する損害又は業務遂行の過程で生じた損害

「災害に起因する損害」又は「業務遂行の過程で生じた損害」(営業損失、営業外損失又は特別損失に計上されるべきもの)が発生した場合であって、かつ軽微基準に該当しない場合には直ちにその内容を開示することが求められるとして、規程施行規則 402 条 1 号に軽微基準が定められています。

決定事実で多く用いられている軽微基準と異なり、売上高基準が入っていませんが、これは損害の評価の仕方ですので、純資産額や経常利益、当期利益との比率で評価する必要はあっても、売上高比率で損害の影響といったものを示すのはあまり意味がないからではないかと思われます。

軽微基準に該当しても、バスケット条項(x)により開示が必要となる場合もあると思われまして、これは日本商事事件を思い出せばお分かりになるかと思えます。

この事実の発生による影響の見込額と他の要因により生じる影響額とを合算すると業績に大きな影響が出ない場合でも、この事実の発生による影響の見込額自体が基準に該当すれば開示が必要になるとガイドブックでは説明されています(324 頁)。最初どういうことかよく分からなかったのですが、恐らく当該事実だけを評価して軽微基準に当たるかどうかを考えよということではないか

と考えました。

開示事項は、「損害・損失の内容」「今後の見通し」ですけれども、「損害・損失の見込額の算定に時間を要する場合には、損害・損失の見込額が現時点では不明である旨(概算額が分かる場合はその額)を開示」すれば足りると書かれています(ガイドブック 330 頁)。臨時報告書は適時開示よりも遅く、損害額が判明した時点で提出されるので、それで知ればよいということでしょう。

b…主要株主・筆頭株主の異動

主要株主とは、金商法 163 条 1 項に規定する、自己又は他人名義で 10%以上の議決権を保有する株主をいうということです。

名義書換えの有無は問わず、新株発行を決定したこと、主要株主から連絡を受けたことなどによって異動が確実に認められた時点、異動を確認した時点で開示をする必要があります。大量保有報告書で確認した場合にも適時開示が必要となりますが、報告された所有株式数と名義ベースでの所有株式数が異なる場合には、参考として名義ベースの株数も記載せよというふうに言われています(ガイドブック 336 頁)。

c…上場廃止の原因となる事実

上場廃止の原因となる事実は、上場規程第 2 編第 6 章に定める上場廃止基準をご参照ください。

d…訴訟の提起又は判決等

財産上の請求に係る訴えが提起された場合、又は当該訴えについて判決があった場合、若しくは当該訴えに係る訴訟の全部若しくは一部が裁判によらずに完結した場合に開示が求められます。

この項目には、訴訟の目的の価額について軽微基準が定められています(規程施行規則 402 条 2 号)。注意しなければいけないのは、訴訟の見通しがどのようなものであっても、訴訟の目的額等が軽微基準に該当しないときには開示が必要となるということとして、明らかに会社が勝つ場合であっても開示せよということです。

訴えの提起には、下級審判決に対する上訴があった場合等も含むということでありまして、会社が原告となって訴えを提起する場合には開示は求められていません。訴訟を提起された場合だけです。

財産上の請求に係る訴えが対象になるので、これに該当しない訴訟提起につきましては、必要に応じてバスケット条項での開示が求められるということではないかと思われます。

g…親会社、支配株主の異動

bと重なる場合が少なくありませんが、gでは親会社等の概要の記載が比較的詳細に求められています。また、発行済株式数の増加により既存の親会社の議決権比率が50%を下回った場合など、所有株式数に変化がない場合であっても開示が必要となります。

nの2…特別支配株主による株式等売渡請求等

当該決定への会社の対応方針が記載事項とされており、承認・不承認の決定をした時点で決定事実aqとして開示が必要となることはお話したとおりです。

o…株式・新株予約券の発行差止請求

ガイドブックの379頁では、当該仮処分を求める申立てがなされたことを知った場合にも開示が必要とありますが、この場合は上記e「仮処分命令の申立て又は決定等」という項目が別途ありますので、こちらで開示されるのか、あるいはoの方で開示されるのか、ちょっと私には分かりません。いずれにせよ開示対象であるのは変わらないので、細かいことを言っても仕方がないのですけれども。

ガイドブックでは、新株発行無効の訴えが提起された場合又は当該訴えについて判決があった場合も開示せよとされていますが、上場会社では考えにくいのですけれども、新株発行不存在確認の訴えも当然これには入るのでしょう。項目としては、「財産上の請求に係る訴え」ではないので、

これもバスケット条項に入るのかなというふうに考えました。

p…株主による株主総会招集請求

開示事項は、請求者の概要、請求が行われた年月日、請求の内容（総会の目的事項、招集の理由）、当該請求への会社の対応方針、その他投資者が会社情報を適切に理解・判断するために必要な事項です。

q…保有有価証券の含み損

保有有価証券の全部又は一部について、連結会計年度又は四半期連結会計期間の末日における時価額が帳簿価額を下回った場合には開示が求められます。この場合、規程施行規則402条9号で軽微基準が設けられています。

qは含み損についての開示ですが、保有有価証券の評価に関する適時開示については、評価損を計上した場合にa「災害に起因する損害又は業務執行の過程で生じた損害」に該当し、評価益を計上した場合にx「その他上場会社の運営、業務若しくは財産又は当該上場株券に関する重要な事実」に該当するなど、他の項目で開示が必要となります。

t…公認会計士等の異動

「公認会計士等の異動」とは、上場会社の公認会計士等が退任することや、会社の監査を担当していなかった公認会計士等が新たに監査担当に就任することなどをいいます。監査法人内の業務執行社員の異動については、当該開示の対象には含まれません。監査法人の合併で、解散する監査法人の監査証明等を受けている会社は開示が必要となります。

v…監査報告書等に不適正意見等の記載

開示事項として監査報告書等の内容が含まれますが、2020年3月期からは意見の根拠も記載されるので、その内容も開示されます。

w…株式事務代行委託契約の解除通知の受領等

株式事務を東証の定める代行機関に委託することを義務付けているため（上場規程 424 条）、委託しないことになった場合は上場廃止となります。

x…その他上場会社の運営、業務若しくは財産又は当該上場株券等に関する重要な事実

発生事実におけるバスケット条項が x に定められていまして、個別列挙している項目以外で上場会社の運営、業務若しくは財産又は当該上場株券等に関する重要な事実で投資者の投資判断に著しい影響を及ぼすものについて開示を求めるものです。

ここでも発生事実などの軽微基準に該当する場が例示されていますけれども、決定事実で述べたとおり、軽微基準に該当する場合であっても、この x に該当するものがあるのではないかという問題提起だけさせていただきたいと思います。

3. 決算短信等（上場規程 404 条）

（1）決算短信の開示

決算や四半期決算情報の速報版である決算短信・四半期決算短信について定めるものです。決算の内容が定まったときには、直ちにその内容を開示することが義務付けられていますが、投資者の投資判断に与える影響の重要性を踏まえて、決算期末の経過後速やかに決算の取りまとめを行うことが望まれ、決算短信につきましては、遅くとも決算期末後 45 日以内の開示が適当で、30 日以内の開示がより望ましいと要請されているところです（ガイドブック 405 頁）。50 日を超えた場合には、理由を開示する必要があるとされています。

従来は立会終了後に開示されることが多かったように思いますけれども、情報伝達の迅速化などを踏まえて、立会時間中であるか否かを問わず、迅速な開示が求められているところで、最近では立会時間中の開示もかなり頻繁に行われていることとはご案内のとおりです。

（2）2017 年の改定

決算短信につきましては、2017 年に金融審議会ディスクロージャーワーキング・グループの報告を受けまして簡素化されたところです。2017 年 3 月期から決算短信等の簡素化が図られ、決算短信・四半期決算短信の開示の自由度を高めるとともに、速報としての役割に特化するため、作成要領等を改定しました。取引所が定める短信の様式のうち、本体である短信のサマリー情報については、上場会社に対して課している使用義務を撤廃して、付属資料である短信の添付資料と同様、短信作成の際の参考様式として、上場会社に対してその使用を要請することに改められました。

さらに、監査・四半期レビューが不要なことの明確化（ガイドブック 406 頁）、速報性に着目した記載内容の削減、開示を要請している事項の限定等による自由度の向上が実施されています。

（3）将来予測情報の開示の要請

個別業績予想などの将来予測情報を開示することが要請されています。背景や前提条件など投資者の理解を促す情報の開示が推奨されます。

4. 予想値の修正等（上場規程 405 条）

（1）業績予想の修正（1 項）

上場会社に属する企業集団の売上高、営業利益、経常利益又は純利益について公表された直近の予想値（予想値がない場合には前年度の実績）と比較して新たに算出した予想値又は決算において差異が生じた場合には、開示が求められます。この開示義務には軽微基準が設けられていまして、新たに算出された予想値等が売上高で上下 10%、営業利益、経常利益、純利益で上下 30% の範囲にとどまっていれば開示は不要とされています（規程施行規則 407 条各号）。

（2）配当予想、配当予想の修正（2 項、3 項）

剰余金の配当について予想値を算出した場合、公表された直近の予想値と比較して新たに算出した予想値に差異が生じた場合には、その内容を開示する必要があるとされています。

1 項の業績予想と異なり、配当予想の修正に軽微基準は設けられていませんので、常に開示が必要となります。

基準日が異なるものは別個の配当と扱われまして、例えば「中間配当 5 円、期末配当 5 円」を「中間配当取止め、期末配当 10 円」と変更する場合にも適時開示は必要だと説明されています。

業績予想や配当予想の修正についても、先ほどから再三述べています議論が妥当するように思われます。市場の株価の動きを見れば分かりますように、業績予想の修正は、会社予想の修正幅の大きさよりも、アナリストなどの外部の市場の専門家の事前予想とのずれの大きさの方に大きく反応するのが一般的です。つまり、重要性基準の範囲内に収まるものであっても、事前の市場予想との違いが大きければ株価は大きく反応するので、投資者の投資判断に影響を及ぼす。そうであれば、軽微基準に当たる場合でも、場合によると開示義務があるというふうに考えるべきではないかと思われま

す。最初、上場規程 411 条の 2 について、適用範囲はほとんどないのではないかと述べましたけれども、予想値の修正等については、バスケット条項のようなものはありませんので、軽微基準に該当する場合であっても、上場規程 411 条の 2 に基づいて開示することになるのかな、という印象もあります。

以上、報告を終わりたいと思います。どうもありがとうございます。

~~~~~

#### 【討 論】

○伊藤 ありがとうございます。

ご報告の内容についてまとめて議論させていただければと思います。ご質問、ご意見をいただけますでしょうか。

#### 【インサイダー取引規制と適時開示規制のバスケット条項の解釈】

○川口 本日のご報告では、インサイダー取引規制の重要事実との比較がなされていました。適時開示規制が導入されたとき、開示項目としてはインサイダー取引規制の重要事実と類似したものが定められました。これは、会社に重要情報があるからインサイダー取引が起こるので、それを開示させればインサイダー取引を予防することができるという趣旨であったかと思います。その後、今日のご報告にもありましたように、適時開示の項目がどんどん増えているわけです。

他方で、当時から、適時開示規制とインサイダー取引規制に共通のものとして包括条項、すなわちバスケット条項があります。梅本先生は、適時開示規制で、このバスケット条項が広い範囲で適用されるという話をされました。もっとも、条文自体を見ますと、インサイダー取引規制の包括条項と全く同じなのですね。「投資判断に著しい影響を及ぼすもの」と全く同じ用語を使っています。同じ条文でありながら、適時開示規制の包括条項の適用を拡大していくというのは、どのように説明がつくのでしょうか。

○梅本 バスケット条項の解釈の仕方……。

○川口 はい。インサイダー取引規制と全く同じ条文を使っているながら、適時開示規制の範囲がより広くなってきているという現状をどう考えたらよいかということです。

○梅本 うまく答えられるかどうかは自信がないのですが、インサイダー取引規制のバスケット条項は、規制当局が違反をした者に対する課徴金や刑事手続に移る際に用いられるものですので、ここについては、事実上あまり広くは考えられないのかなというふうに考えています。

これに対して、適時開示規制のバスケット条項は、重要事実が発生したかどうか微妙なときはとりあえず開示しておこうということですので、事実上たくさん開示されている。ただ、ご承知のように、関連情報かどうかというのは開示してみないと分からないものが少なくないので、事実上広がっていますけれども、理論的にはそこまで開示しなくてもいいのではないかという場合も少な

いのかなという気がします。

それで、お答えになるのか自信はないのですが……。

○川口 法令と自主規制の規定が全く同じであったときに、両者で解釈を変えてもよいかどうかという話ですね。一般的には、解釈が異なるとして、それは、両者で規制の趣旨が違うからという説明になるのでしょうか。ただし、規制導入当時は、列挙事項も同じで、おそらく包括条項の範囲も同じと考えられていたのではないかと思います。その後、適時開示規制で開示事項が増えていますが、それにつれて、規定が同じまま、解釈により適用範囲が拡大されていることに、少し違和感があったということです。

○梅本 私の先ほどの回答はそういうことになるのですけれども、もしかしたらほかの先生方から違う意見があるかもしれません。

#### 【適時開示義務違反のペナルティー】

○船津 上場規程 402 条等に違反した場合にはどのようなペナルティーがあるのかという、前提を確認させていただきたいと思います。違反といってもどこまでが違反なのかというところもあるとは思いますが、それとの関係で、若干話題がそれですけれども、ガイドブックどおりでないということは違反になるのかどうかということを含めてご教示いただければと思います。

○梅本 適時開示規制に違反した場合については、今年4、5月の本研究会で松井先生や伊藤先生が報告されましたように、上場規程に関するエンフォースメント、この総論的なところが妥当するのではないかと考えられて、改善報告書ですとか、違約金ですとか、極端な場合は上場廃止といったサンクションがあるのではないかという気がいたします。

ガイドブックに違反した場合にどうなるのかですけれども、これはむしろ私が取引所の方にお聞きしたいところです。実際に開示された場合を前提にして、例えば、会社が適時開示情報を TDnet で登録しましたと。すると、東証の担当者から事

前説明を求める電話が入りました。そこで、こういった事実の開示が必要ですよということ、ガイドブックに記載された内容を示されました。ところが、会社はそれとは全く違うようなものを TDnet に載せようとしたと。資料を送付して、取引所はそれをそのまま開示するのかどうなのかというのは一つ問題になるのですけれども、それがそのまま載った場合に、取引所がどういう対応をとるかということなのでしょう。

そうであれば、まず開示審査にありますように、上場規程 412 条で、投資判断上誤解を生ぜしめるものではないこと、適正性に欠けていないことといった項目に該当するので——いや、そもそも該当するかどうかですね。上場規程にはどうやら違反していないけれども、ガイドブックどおりの開示項目を遵守していない。そうした場合に、東証の側で、開示審査でこれはだめだろうと、改善報告書を出せということになるのかどうかということなのでしょう。

いや、私は流れを整理することぐらいしかできません。申しわけありません。

○伊藤 手続とともに東証にお教えいただいた方がいいかもしれないですね。まずは、ガイドブックどおりでない適時開示情報が載ることがあり得るのかどうかということですね。

そして、適時開示情報として載る前に東証のチェックが必ず入って、東証が許可しなければ適時開示情報として載らないのであれば、たとえガイドブックどおりでないとしても、東証の判断が既に入っているのだから大丈夫だと考えてよいでしょうか。

そのあたり、もしよろしければお教えいただければと思うのですけれども。

○菊池（東証上場部統括課長） ※ 当該回の研究会に傍聴者として出席

東京証券取引所上場部の菊池と申します。

どこまでご質問の趣旨に沿ったお答えができるかというところはやや自信がない部分もありますが、ご報告の冒頭にありましたガイドブックというのはどういう位置付けなのだろうかというところ

ろに関しましては、我々としましては、あくまでも規則の枠内の規則の解説書といいますか、もっと分かりやすく言うと、上場会社の適時開示担当者が実際に適時開示を行ううえで参照する実務上のマニュアル、あるいは東証からこういったところに気をつけて開示をしてくださいという要請事項などを事細かに記載して取りまとめたものというふうに認識しております。

したがって、例えば正式な処分として開示が不十分であるといったような改善報告書を求めるときに、ガイドブックどおりにやっていないからという理由は当然のことながら申しません。

ではどうするかというと、「手続の流れ」としてご報告いただきましたように、基本的に上場会社が適時開示をするときには、TDnet で正式に公表する前に、我々の方の上場会社担当者にドラフトを見せていただいて、必要であれば修正をお願いするという手続をとっております。

したがって、例えば、明らかにこれは記載すべき、投資判断上重要な事項であるのに書いていないという場合には、追記あるいは修正をするように上場会社担当者から要請します。そこについてはご報告の中にもあったように規則の条文がありますので、もし我々として開示が必要だと判断して、それについて記載が足りないという場合には、それを根拠とした何らかの指摘あるいは処分等の対象になり得るというふうに思っております。

それから、結局規則に書いてありますのは、ご報告にもありましたように、重要と認める事項については書きなさいということですので、それが実質的な判断としてどうなのかというところを事後的に判断していく。それは場合によっては争いになるのかもしれませんが、そういったところを意識しながら判断をしているということかと思えます。

お答えになりましたでしょうか。

○伊藤 ありがとうございます。

#### 【開示時期～インサイダー取引規制との比較】

○前田 先ほどのインサイダー取引規制との比較の話に戻らせていただきたいのですが、開示の時期について、レジユメの6ページで、ガイドブックでは適時開示規制とインサイダー取引規制との間で開示の時期は基本的に同じであるという立場がとられているというご説明がありました。

しかし、インサイダー取引規制との関係では、例えば合併の場合で言いますと、具体的な会社と合併の交渉を始めるということを社長が側近の役員と相談して決めたということでも、恐らくは合併を行うことについての決定があったと従来は考えられてきたのではないかと思います。インサイダー取引規制の趣旨からすると、決定があった時期を早めにとらないと公正な取引を抑えられないことになると思うのですけれども、他方で適時開示規制の方は、余り早い未成熟な情報であっては、むしろ適正な価格形成を阻害してしまうという問題があると思うのですね。ですから、決定の時期は、適時開示規制の方は、インサイダー取引規制よりもずっと後でいいと考えるべきだと思うのです。そして梅本先生のご報告では、実務では、適時開示の方は取締役会決議後に開示するという運用がなされているということであり、私はこの運用は理論的にも正当化されるべきものではないかと思うのですけれども、いかがでしょうか。

○梅本 全くおっしゃるとおりだと思います。

○川口 でも、それでは、遅過ぎるような気がしますね。取締役会決議前でも、実質的に決定がなされているのであれば、その段階で開示すべきなのではないでしょうか。その時期の判断が難しいというのは分かるのですが……。

○志谷 流動的な情報ですから、どのあたりで確実性があるかと言いついたら、まさに前田先生のように考えるのかなと思いつつも、川口先生のようなご見解もあるなということで、ちょっとどちらかなと迷うところですけどね。

○前田 開示するほどに熟した情報になっているかという観点からすると、適時開示規制の方は、インサイダー取引規制の決定の時期よりは随分後

ろかなという気がするのです。

○川口 その点は、私も同意します。

○前田 その時期が取締役会決議の時点でいいのかということは、確かに議論のあり得るところだと思います。

#### 【インサイダー取引規制と適時開示規制のずれ】

○久保 今の点と関連しますが、ちょっと違うところで、ひょっとしたら川口先生のご質問のところで答えになっているかもしれないので、確認ということになるのかもしれませんが、1ページから2ページで、適時開示規制の対象となる事実とインサイダー取引規制の対象となる事実が違ふとあります。あるいは軽微基準についてもそれなりに異なる規定が設けられているというところで、今の前田先生のご発言の中にもあったのですが、インサイダー取引規制が不公正な取引を防ぐためのものであるのに対して、適時開示規制は適正な価格を形成させるためのものであるもので、こういうずれが発生しているのではないかというようなご説明がここにあるかと思うのです。ただ、インサイダー取引規制の趣旨が、形成されるべき価格と現在の市場価格とのずれを利用して不公正な取引をすることを防止することだとすると、適正な価格に影響が及ぶような事実であれば、それはやはりインサイダー取引規制でも対象にすべきではないかというような気もするのですね。

そうだとすると、にもかかわらず、なぜずれるのだろうか。例えば分割と併合は似たような影響を及ぼすかもしれないのに、片方は対象になって、片方は対象になっていない。それは適正な価格形成に影響が及ぶからだと考えているのだとすると、なぜずれるのだろうかという疑問が出てくると思うのですけれども、なぜインサイダー取引規制の方が比較的狭いような形で規定をしていて、適時開示規制の方がより広く規定をしているのだろうかというところについて、梅本先生のお考えをお聞かせ願えればと思います。

○梅本 インサイダー取引規制と適時開示規制との間にずれが生じる理由は幾つかあると思うの

です。一つは、例えば東証の適時開示規制では、平成26年会社法改正を踏まえて、株式等売渡請求などの細かな規定を入れていますが、インサイダー取引規制の方は、やはり取引規制府令という法令である以上、遅れが生じてしまい、迅速・柔軟に対応していないのかなど。だから、適時開示規制の方は新しいものをきちんと適切に取り込むような柔軟性があるけれども、インサイダー取引規制の方は法令で規定されているということもありそこまで追いついていないということです。

もう一つは、東証の市場設営者としての価格形成に対する敏感さというのがあるように感じます。例えば、軽微基準の定め方についても、連結も入れ、利益基準も入れ、洗練された規定になっているのに対して、法令の方は、かなり古くさい感じの軽微基準しか定められていない。適時開示規制の方が明らかに合理性がある。こういった違いがあると思います。

恐らく先生のご質問はもう一つ別のところなのではないでしょうか。私も分からなかったのは、組織再編について軽微基準が置かれていない理由は何なのかというところがあるのかなと思います。これは私も分からなかったところです。

さらに、例えば剰余金の配当について軽微基準が設けられていないのは、配当というのは毎期変わるのだと。昔は前期と同じような配当がずっと続くことが多かったのですが、その辺で大きく違わなかったら、もうそのようなことはインサイダー情報にしないでいいだろうという議論はあり得たかもしれないけれども、最近は割と柔軟に配当性向を定めていて配当額が上がったり下がったりすることもあって、都度剰余金の配当についてチェックしていこうということで適時開示規制では軽微基準は設けないというのは、それはそれでいいと思うのです。

ただ、それ以外のものについてなぜ軽微基準が設けられていないのかということについては、私もちょっとよく分からないところです。

○久保 ありがとうございます。

最初に考えたのは、法律であることと自主規制



であることの違いといいますか、法律はあくまでもミニマムスタンダードで、それよりもうちょっと厳しいものを取引所は導入しているのですという考え方もあるいはあり得るのかと思ったのですが、先ほどの議論の中で、やはり趣旨が多少違うのだということになってくると、それで説明できるのかどうかというのは、今私も余り整理し切れていないので、議事録に残すためだけに発言しておきますけれども、どうなのだろうなというところでちょっと悩みました。

○船津 インサイダー取引規制と適時開示規制をなぜ比べなければいけないのでしょうか。前田先生のおっしゃったことだと思うのですが、取引してはいけないというルールと開示しなさいというルールですので、むしろ自主規制か法令かという話で比べるのであれば、臨時報告書と適時開示を比べるべきであって、インサイダー取引規制はちょっとまた違う世界というふうに考えた方が、そのレベルだと正しいのかなという気はしますけれども。

○久保 素朴な疑問として、価格に対して影響が及ぶから開示しなさいというのが適時開示規制だとすると、その価格を利用して不正な取引をやろうとするのであれば、インサイダー取引規制でも押さえなければいけないのではないかと、という話です。

ただ、今はインサイダー取引規制の方が狭いので、いや、法律はそこはあまり重要と考えていませんという話なのか、といったことをちょっと考えたのですが、いずれにしても、もうちょっと自分でも考えないといけないというところではあるというのは分かりました。ありがとうございます。

○川口 今の点ですが、インサイダー取引規制の保護法益は、一般的に、証券市場に対する投資者の信頼の毀損を防止することにあると言われます。そこで、そこまで至らないものについては規制の対象外と考えることもできますね。これに対して、投資者の信頼を損なうまでには至らないものの、投資判断のための情報提供を広く行うべき

で、そのために、適時開示が要求されると考えることはできませんか。このように考えれば、両者に差があってもおかしくない、インサイダー取引規制の方が狭いということも説明がつくような気がします。

#### 【支配権争奪過程における適時開示】

○片木 レジュメの11ページにLIXILの例を出しておられますけれども、この株主総会は非常におもしろかったので、会社のリリースを全部フォローさせていただきました。非常に多くのリリースを出しておられて、その中で適時開示情報として出されたものもあれば、適時開示情報ではなかったものもあり、いろいろとあるのかなと思います。

株主提案権の行使は、適時開示情報の発生事実のところには入ってはいないのですが、様式を見させていただき限り、恐らく適時開示情報として出されたのではないかなと思います。

それ以外に、例えばアメリカの投資助言会社がこういうふうな推奨をしてきましたとか、そういう話もいろいろと出しておられるのですね。これは適時開示情報には入れなかったのではないかなと。様式がちょっと違うのでそう思うのですが。

先ほど委任状はどうかという話をされましたけれど、こういう支配権の争奪をめぐるような状況の中で会社の方がいろいろな情報を出してくる。一応、理屈としては、適時開示の項目として入っていないものであっても、会社としてこれが投資判断上重要だと思ったときにはどんどん開示をしなさい、それに限るものではないのだから、という書き方になっているわけです。先ほど製品の宣伝のために使われては困るという話もありましたけれども、こういういわば支配権の争奪のような状況になったときに、会社側の支持を求めるために適時開示をやや濫用的に使うといいですか、乱発する場合には、東証としてストップをかけるという話になるのでしょうか。それとも、そこはある程度中立に出せという話になるのか、どうなのでしょう。

○梅本 先生のおっしゃるストップというのは……。

○片木 要するに、それは適時開示情報の項目にはどこにも入っていないし、投資判断に重要な影響を与えるわけではない。むしろその会社側の提案に支持を与えるような情報だという話で、適時開示情報とすることは不適切だというような判断を行う余地があるのでしょうか、ということです。

○梅本 LIXIL の例で言うと、ある議決権行使助言会社が会社側を支持しているという情報だけを適時開示している、といったことでしょうか。

○片木 会社がなぜ会社側提案の取締役候補をよしとして、株主提案の取締役をよしとしないのかというのは、繰り返しいろいろな形で出しているのです。そして、例えば ISS からこういう情報が出ました、といった話も出しておられます。仮にですけれども、ISS からこういう情報が出ましたという話だけをぽっと適時開示情報として出されたときには、非常に微妙なところがあると思います。つまり、会社側の提案を支持させるのをサポートする情報になり得ると思うのですが。

○梅本 恐らく、会社側の支持をする情報をストップさせるのではなくて、グラスルイスが株主提案を支持していたというのだったら、ISS が会社を支持したという情報を開示するのなら、グラスルイスが株主提案を支持したという情報も開示しなければ中立性を確保できないでしょう、という話ではないのですかね。

○片木 実は LIXIL の事案では、ISS の方は会社側の提案の一部については支持しない、それから株主の提案の一部については支持するというふうな推奨を出しています。それについて会社側が開示情報の中で全部反論を出しているわけですね。

○梅本 会社側が自ら提案しているものについてきちんと説明しなければいけないという理由で適時開示したわけですから、それそのものは、私は批判されるべきではないとは思いますが。

○片木 そのあたりは、適時開示情報として一

応全て認められるという理解でいいですか。

○梅本 私は、望ましいかどうかはともかく、いけないとは思わないです。

○伊藤 そこは東証に教えてもらった方がいいところがあると思います。そもそも会社がこれを適時開示しますよと言ってきたものについて、東証の側が、これは適時開示事項ではないので、適時開示としての開示は行ってはいけませんという返事をされることもあり得るか。あるいは、その情報だけでは不適切なので、適時開示するのであれば、さらにこういう情報も一緒に開示しなさいという指示をされることがあり得るのか。そのあたりについて、いかがでしょうか。

○菊池 これもケース・バイ・ケースと言わざるを得ないのですが、よくある典型的なケースは、新商品の宣伝のようなお話で、こういった話は明らかに適時開示としてプレスリリースするのは適切ではないだろうというものについては、TDnet の中に PR 情報というタグを付けて出すと、マスコミ宛てには情報は流れるけれども、適時開示情報としては流れないというような仕組みもありますので、そちらを使っていただくようにするのですか、あるいは、例えば代表取締役の異動というのは適時開示項目に入っているのですけれども、代表権のない取締役だけれども、当社にとっては重要なので、これは公表したいというようなお話があったときには、やはり PR 情報を使っていただくような誘導をしておりますので、そういう意味では、適時開示としては扱わないでくださいということもあります。

一方で、特に投資者の投資判断に影響を与えるかどうかというところでは、やはり各種メディアでの取り上げられ方によっては、その中身によっては、これは重要だという判断を否定することはできないことというのは多々あるかと思っております。そこは個別に判断して峻別しています。例えば、株主提案に関する争いの中で単なる相手方の誹謗中傷にすぎないというようなものであれば、当然それは差し控えていただくというふうな運用をしていくことになると思っております。

○伊藤 ありがとうございます。

○加藤 今の東証の担当者の方によるご回答と片木先生が提起された意見に関連して、東証の担当者の方に質問したいことがあります。片木先生の問題提起は、適時開示ではないのだけれども、プレスリリースとして会社のウェブサイトに掲載されている情報の取扱いに関するものかと思えます。例えば東証の実務として、プレスリリースとして公表されてはいるけれども、本来は TDnet に適時開示として公表した方が望ましいから、TDnet でも開示してくださいという、そういった要請をなされることはあるのでしょうか。

○菊池 あります。

○加藤 もう少し具体的に、委任状勧誘とか支配権争奪の事案において、そのような要請をすることはあるという理解でいいですか。

○菊池 そうですね。

○加藤 ありがとうございます。

○久保 今、PR 情報というか、本来であれば TDnet には載らないかもしれないけれども、重要だから載せますというようなことがあるというご趣旨だったかと思うのですけれども、そうすると先ほどの片木先生の問題提起が重要になってきて、TDnet に載せる情報のうち、会社というか現在の経営陣の方に有利な情報と不利な情報が出てくるわけですね。現経営陣の側からすれば、現経営陣に有利な情報はたくさん TDnet に載せたいけれども、不利な情報はあまり載せたくないというような行動に出る可能性があるわけですが、そのあたりは東証の方で審査されるのでしょうか。不利な情報もあるでしょう、それも載せなさいというようなことがあるのかどうか、という点はいかがでしょうか。

○菊池 そこはなかなか難しいところですね。そこは、我々としてもどこまで事実を把握できているかという点とも関係してきますので、明らかに記載すべきことを記載していなければ、そういった指摘をさせていただくことは十分に考えられると思うのですけれども、全て網羅できているかというと、ちょっとそこまでは……。

○久保 ありがとうございます。

【ストックオプション及び株主による総会招集請求等の適時開示】

○伊藤 11 ページに書かれているストックオプションの付与ですけれども、上場規程の文言上は、ストックオプションの付与であれば、全て該当するように書かれているわけですね。梅本先生のご報告は、有利発行の場合だけ適時開示すべしというガイドラインになっているというご趣旨なのでしょうか。

○梅本 いえ、株主総会に付議する際は、有利発行の場合にはその付議段階で開示しなさい、また、基本的に取締役会会議のできるのであれば、取締役会がそれについての決定をした場合に開示せよということで、有利発行に当たらない場合については別途開示が必要だという程度で、私の説明が舌足らずで、ミスリーディングな表現で失礼しました。

○伊藤 なるほど。わかりました。

あと、16 ページに書かれている、株主による総会招集請求ですけれども、これはなぜ適時開示事項とされているのでしょうか。少数株主が株主総会の招集を請求するだけで、投資判断に影響を及ぼすのがちょっと分からないのですね。こういうガバナンス関連の事項で開示事項になっているものの中には、例えば代表取締役の異動のようなかなり重大な事項もあります。それに比べれば、少数株主による総会招集請求がなぜ開示事項になっているのがよく分からなかったりもします。他方で、ガバナンスに関連しそうな事項で言いますと、会社自身への訴訟提起は開示事項なのですけれども、役員について代表訴訟を起こされたということは、開示事項とは明示されていないのですね。会社自身が訴えを起こされた場合は、損害賠償をさせられれば会社の財産が減りますから、直接的に株価に影響するかもしれませんが、役員が代表訴訟の対象になって訴えが提起されたということも、やはり重要ではないかと思えます。場合によってはバスケット条項に該当することは

あると考えておいていいのでしょうか。

この辺、コーポレート・ガバナンスに関連するイベントのどれが開示事項で、どれが開示事項ではないかというのが、それほどすっきりとは説明がつかないのではないかとも思うのですね。

○梅本 まず、株主による総会招集請求ですけれども、これは支配権争奪の手段として行われることが多いのではないかと思います。LIXIL の場合も代表取締役の解任議案ですとか、スターアジアグループが招集したさくら総合リート投資法人の臨時投資主総会でも類似の議案が投資主から提案されましたが、恐らくその辺を念頭に置いたものだと考えられます。ただ、それならば、株主提案権の方で適時開示させればいいのではないかという考え方はあり得ると思います。

それから、株主代表訴訟ですけれども、比較的多くの会社が、バスケット条項に当たるということで、株主代表訴訟が提起されたことについては開示しているのではないかと思います。ただ、それは会社ではなくて代表取締役との関係なので、かなりあっさりした開示だったのではないかなど記憶しております。

○伊藤 ありがとうございます。

#### 【委任状勧誘の適時開示と開示内容】

○白井 話が戻ってしまって恐縮ですけれども、レジュメの11 ページで議論されている、会社又は株主による委任状勧誘に関する事項については、いずれも投資者の投資判断に影響を及ぼす事項として適時開示対象に含まれるべきとする点について、私も総論としてはなるほどと思ったのですが、具体的に規定を作るとなると、いろいろと考えるといけない問題が多いようにも思います。まず、①どのような段階で開示が要求されるのかという問題、例えば委任状勧誘までする場合に初めて開示は要求されるのか、それとも単に株主提案権を行使するだけであって委任状勧誘まではしない場合でも開示は要求されるのかといった問題がありそうです。また、開示が要求される場合に、②具体的な開示内容としてどこまでの内容

の開示を求めるのかといった問題、例えば株主が示した提案内容だけでよいのか、それとも提案の理由まで開示するのか、さらに会社側は提案についての反論をあわせて適時開示することが認められるのかといった問題が考えられ、この②の問題を考える上では、先ほどの久保先生のお話の中でも出た情報の中立性をどう確保するのかといった課題にも取り組む必要がありそうです。このように、考えないといけない問題が多いように思うのですけれども、委任状勧誘に関する事項を適時開示すべきであるとした場合に、具体的にどのような制度設計を考えられているのか、梅本先生のお考えをもう少し教えていただけるとありがたいです。

○梅本 私も具体的なアイデアはないのですが、公開買付けと似たようなもので、公開買付けを実施する場合、会社側が行う場合も、公開買付けを自社が受ける場合も開示対象にはなっているわけですね。そうであれば、委任状勧誘が実施されるのであれば、同じように自社であれ他社であれ、それについて開示すべきだろうと。

LIXIL の場合は、たしか会社側は最初は委任状勧誘の内容を開示していなくて、株主側から問題点を指摘されてから開示しました。具体的には、会社側を支持する委任状しか受け付けないとしていたことが問題視されました。支配権争奪の際には重要なポイントであるのに、あえて公開しなかったのだと思うのですけれども、それについてもきちんと開示すべきだろうと思うのです。

支配権争いがある会社で委任状勧誘をやっているかどうかというのは重要情報で、LIXIL の事件だと、株主側は最初から委任状勧誘はしないと公表し、実際に委任状勧誘はなされなかった。会社側もこういった事実があるということぐらいは開示すべきかなと。

ただ、おっしゃるように、どの程度の開示をすべきかというのは、委任状勧誘の書面一式を開示すべきなのか、それともそういった事実があるというだけでいいのかというのは、私もちょっとアイデアは持ち合わせておりません。

○白井 ありがとうございます。

○志谷 ご議論されているポイントは、要するに、会社側と反対派との間のいわば情報戦でしょう。その情報戦をどこまで東証が定める枠内で仕切るかという話かなと思います。そうすると、会社に対しては上場規則があるので、まだ縛れるとしても、反対派をどこまで縛れるのか。仮に会社はまじめにやっているけれども、反対派は自分たちのウェブサイトで言いたい放題言っていると。そこはもう東証としてはどうしようもない話ということになったときに、その情報戦をどのように公正に運営していくかというのは、この東証のルールの中の話ではないのではないかと。その意味でちょっと疑問に思っていたので、一言言わせていただきました。

#### 【公開買付けの法定開示と適時開示】

○石田 公開買付けのことで、お聞きします。10 ページのご説明によると、業務執行を決定する機関が決定した場合に開示が求められるということであるとすると、その時点と実際に公開買付けを開始する日が異なるということはあるわけで、特に気になるのは、友好的な場合でなくて、敵対的な場合に株価を押し上げる要因になってしまうのではないかと。つまり、買付けコストがかなり上がってしまうような開示を要求されることになるということなのではないかと。その辺はどう考えたらよろしいのでしょうか。

○梅本 公開買付けは、公開買付開始公告から始まりますよね。

○石田 ええ。ですので、そこで公衆縦覧開示が行われるはずなのに、決定をすればさらに前もって TDnet での開示が要求されると。その辺が気になるのですが。

○梅本 実務上は最初に公開買付けを実施することについての取締役会の決定があったという開示がなされてから、数日後に開始公告が打たれる。おっしゃる懸念は分からないではないのですが、実際のマーケットの動きを見ると、開始公告の前後から買付価格付近まで株価は上がって

る気はしますので、適時開示があったから株価が上がって公開買付けのコストが上がってしまうと言えるかどうかというのは微妙なところがあるのかなという気はします。

ただ、開始公告があるのだから、そこで全て規律すべきだというご議論はあり得るのかもしれないと思います。

○石田 分かりました。ありがとうございます。

#### 【再び委任状勧誘について】

○伊藤 先ほど委任状勧誘のところでは白井先生に追加でご発言があったような気もしたのですが。

○白井 志谷先生がご指摘くださった点と問題意識としては近いのですけれども、委任状勧誘に関する事項を適時開示すべきであるという点に関しては、情報の中立性の確保だとか反対派の濫用的行為をいかに防ぐかといった点で、具体的な規定を用意する上で難しい問題もあり得るように思いますので、もし具体的な制度設計を細かく詰めるのが難しいのであれば、あえて項目化せずにバスケット条項で対処するアプローチの方が、制度設計のあり方としてひょっとしたら合理的かもしれないとも思いました。

#### 【自己株式取得の枠決議と個別の取得】

○前田 少し細かなところですが、7 ページの自己株式の取得に関して、枠決議の決定をした時点での開示は要求されているのだけれども、それに基づく個別の取得については適時開示の対象になっていないことについて、梅本先生は、それでいいのか疑問がなくなるといってお話をされました。

もしも個別の取得について適時開示を要求すると、先ほどの公開買付けの議論にも少しありましたように、株価に変動が生じて会社が自己株式取得を行いにくなってしまうので、ここはやむを得ないのかなという気はするのですね。

梅本先生のおっしゃるように、会社が買う場合、つまり会社の計算で取得するときはインサイダー

取引規制上適用除外にされていますけれども、役員等が自分の計算で買うときは、やはり個別の取得についての事実が公表されるまでは売買が禁止されますから、インサイダー取引規制上は問題はないのですね。結局ここは、自己株式取得を円滑に行うことができるように、適正な価格形成の方は若干犠牲にしたということなのかなと私は理解しているのですけれども。

○梅本 具体的な流れで考えてみたのですけれども、ToSTNeT は別としまして、信託方式又は投資一任方式で取得する場合、普通は株決議と一緒に信託方式によること等についても情報開示されていますので、実際には問題にはならないと思うのですけれども、仮に株決議を最初にやりました、その後で例えば半年後に信託方式で市場取得しようとしたとします。これは株決議ではなく個別の取得の決定ですが、その時点では開示しなくてもいいのかというのが、何となくすっきりしないところです。

○前田 いくら株決議があっても、個別の取得の決定があれば、株価に影響があることは間違いないと思いますね。

○梅本 そうです。これがもし取得株が未消化のまま残り1か月しか残ってなくて、そこで、突然、信託方式で取得すると言ったら、未消化株によっては株価は上がると思うのですね。ToSTNeTについては、事前に開示すると株価が上がって、一般投資家も入ってきて面倒だから、個別の取得決定の開示はしなくてもいいということなのではないかと思うのですけれども、そうでない場合まで個別の決定があったときに開示しなくてもいいというのは、やはりすっきりしないところです。

#### 【敵対的買収と買収者の適時開示】

○飯田 公開買付けのところですけども、先ほど石田先生がおっしゃった懸念は、例えば敵対的買収を仕掛ける側が早い段階で開示させられるのではないかということだったと思います。早すぎる開示を避けるための対応としては、例えば買収者側の取締役会決議は直前まで極力しないでお

くという対応ができると思います。そういう対応は許されると考えてよろしいでしょうか、というのが一つ目の質問です。

そして、同じ質問かもしれないのですが、買収者側の公開買付けの決定について、適時開示が要求される趣旨をどう考えればよろしいでしょうか。これは上場会社である公開買付け者の株式の価値・企業価値に関する重要な情報だから開示させるという制度なのか、それとも対象会社側のことも考えた制度なのかということについて、その位置付けによっては一つ目の質問への回答も変わるのかなという気もしたのですけれども、そのあたりにつき関連があるかということも併せて教えていただければと思います。

○梅本 確かにおっしゃるように、公開買付けを行う企業の投資家に対するものなのか、相手方の対象企業に対するものなのかというのは、なかなか難しいところですけども、対象企業の株価関連情報なので、決定があったときに開示させよということなのでしょう。

すみません、残りの質問のポイントは何でしたっけ。

○飯田 最初は、要するに取締役会決議を遅らせることで、敵対的買収の情報を先に開示するというのを防ぐというのがそもそも許されますかという質問です。

○梅本 もし上場していないファンドと上場会社が公開買付けで争う場合は、上場している会社は、事前に開示しろと言われてしまうと、数日前でも先に手の内がばれてしまう。ファンドは、上場していないわけだから、突然開始公告を打てば構わないという、そういった不平等さというのはもしかしたらあるかもしれないですね。

○飯田 早すぎる段階で買収者側の会社が適時開示をさせられることになると、買収を阻害する効果があります。適時開示規制は当該会社の株主のための情報開示という側面があるはずですが、しかし、早すぎる開示は買収者である会社の企業価値を損ない、かえって当該会社の株主の利益にそぐわなくなります。一般論として、インサイダー

取引規制における機関決定に関する最高裁のような解釈を、適時開示規制の解釈にそのまま当てはめるべきではないと考えるべきだと思いますし、少なくとも公開買付けに関しては、機関決定のタイミングを遅らせることで買収の意向についての開示を遅らせることも認められると考えるべきだと思います。

【適時開示規制の軽微基準について】

○若林 9ページの「新製品等の企業化」の③のところ、軽微基準の要件を当てはめると開示は不要になるのだけれども、結局バスケット条項で開示が必要になるのではないかというご指摘がなされていますが、非常に素朴な疑問ですけれども、そもそも軽微基準は本当に必要なのかというのが今一つよく分からないところです。

インサイダー取引規制の場合は、罪刑法定主義の観点から明確性を要求し、形式犯的な構成にするために軽微基準のようなものが設けられたという経緯があると思います。ただ、それも、日本のインサイダー取引規制は非常に詳細だということで批判されているところでありまして、そもそも、法律上の要件としてではなくて、例えばガイドライン的なものに落とした方がいいのではないかといい指摘もあると思います。他方、適時開示規制の方は、インサイダー取引規制の要件に非常に引き寄せて構成されているために、こういう形で軽微基準が設けられていると思うのですけれども、何となく、こういう、余計な、と言いましょか、解釈が必要となるのであれば、軽微基準のようなものを少なくとも適時開示規制の中に設けるような形で規定するのは、どうもそぐわないのではないかという、そういう漠然とした感触を抱いておりまして、その点につきどうなのかなということなんです。

それから、これに関連しまして、先ほど舩津先生だったと思いますけれども、インサイダー取引規制の方に引きずられ過ぎていて、むしろ臨時報告書の開示の方との親和性あるいは連動性と言いましょか、そちらの方が重要ではないかという

のは、私もそのとおりで思っております。適時開示をして、その中の情報を臨時報告書に載せることで、金商法上の開示制度の上に乗せるという機能があると思いますので、インサイダー取引規制も確かに重要なのですけれども、むしろやはり臨時報告書の方との関係が非常に重要なのではないかと思っております。

それとの関係で、臨時報告書の提出事由を見ますと、確かに軽微基準的な要素も入っているところがありますので、そういう観点からすると、適時開示規制の方でも必要なのかなという気もしたくもないのですけれども、ただ、どうも適時開示規制の中で軽微基準のようなものを入れる必要性が今一つ納得できないところがありまして、その点につきご教授いただければと思います。よろしくお願ひいたします。

○梅本 軽微基準に当たっても開示しなければいけない、だから軽微基準なんて取っ払ってもいいのではないのか、というお話かと思うのですけれども、私も、例に挙げたのはかなり特殊な事案ですけれども、通常は、やはり投資判断に影響が大きいか、大きくないかという目安はあった方がいいのかなというのが個人的な感触です。

というのは、情報開示が多ければ多いほどいいというわけではなくて、重要なものに絞って開示するというのも同時に重要なわけですから、軽微基準は一応設けておいて、重要なものは開示せよとする。ただ、軽微基準の範囲内のものであっても、場合によると重要なものがあるから、それについては開示してくださいという現行のルールを、私は根本から変更すべきだとは考えません。現行法で原則いいのかなというふうに思っております。

○若林 ありがとうございます。

○伊藤 今の点ですけれども、適時開示のルールがインサイダー取引のルールと作り方が似ているのは、沿革によるものなのですね。ただ、現在はもう沿革には縛られずにこのルールを理解していけばいいというだけの話なのではないかと思っております。

ただ、そうは言いましても、梅本先生がおっしゃったように、何らかの基準を設けておかないと、適時開示といいますのは、東証が要求して東証が審査を行ってさせる開示ですので、東証の事務量からしても無理でしょうという話なのだろうと思います。そのあたり、我々が議論するときに、適時開示というものと会社が任意に行う開示というのは、きちんと区別して考える方がいいのではないかなと思います。

例えば上場規程 411 条の 2 が先ほど紹介されていましたが、ここで言われている、会社がより適時適切な会社情報の開示を怠ってはならないというのは、会社が東証の要求する適時開示よりも頻繁に、あるいはいろいろなことを、プレスリリース等で自ら開示することを躊躇してはいけないというルールです。このあたり、先ほどの委任状勧誘のところのご議論でも気になったのですが、東証が要求する適時開示と、会社が任意に行う情報の開示は、区別すべきではないかなと思うのですね。

適時開示というのは、あくまで東証が要求して東証が審査するものですから、軽微基準をここまで形式的に定めるかどうかは別として、何らかの基準は要ることなのではないかと思います。

○川口 本日の報告では、軽微基準に該当する場合もバスケット条項の適用があり得ると繰り返し述べられてきました。この点、確認なのですが、軽微基準に該当したら、通常は、バスケット条項の適用もないと考えるのではないのでしょうか。ただし、インサイダー取引規制に関して、軽微基準の適用はあるが、それに加えて、何かプラスアルファが認められるような場合、バスケット条項の適用があり得るとというのが判例ですね。ここでも、同様に理解すれば良いのでしょうか。

○梅本 私もそういう理解しております。

○川口 分かりました。

また、適時開示規制において、決算の予想値の修正のところに軽微基準がないということですが、この点、あえて定めていないと考えることはできませんか。すなわち、インサイダー取引

規制の場合は、決定事実、発生事実、決算の予想値の変更が規定され、その後にバスケット条項があります。そこでは、「前 3 号に掲げるもの以外」と規定されています。しかし、適時開示規制の場合は、決定事実、発生事実のところに個別にバスケット条項が規定されているのですよね。このような規定の仕方から、適時開示規制では、決算の予想値の変更にはあえて軽微基準が適用されないという解釈は可能でしょうか。そうであれば、この場合、上場規程 411 条の 2 といった全体の一般規定で拾うことは妥当ではないということになりそうですが。

○梅本 ここをあえて外しているというふうに考えるのか、あるいは先ほどの上場規程 411 条の 2 で拾うのかということですが、個人的には、市場の評価との差の方が大きいので、事によると、この軽微基準に当たるものであっても、開示すべきだと。実際、去年でしたか、伊藤忠商事が軽微基準に当たるにもかかわらず、予想値の修正について適時開示した例がありますように、やはり会社としても、必要があれば適時開示規制で軽微基準に当たるか当たらないかを問わず開示しているのかなという気はいたします。

ただ、任意でやる場合はともかく、これはやはり市場との評価の違いは大きいから開示すべきだろうと、例えば東証の側から会社に開示を求めることができるのかということ、これは先生がおっしゃるようにバスケット条項的なものがないので、開示を求められても、会社は従わなくても構わないのかなという気もいたします。他方で、上場規程 411 条の 2 でいけるような気もしないではないです。

○伊藤 軽微基準の理解ですけれども、極端な考え方をとるのであれば、適時開示のルールはインサイダー取引のルールとは趣旨も全然違うものなので、軽微基準というものも、インサイダー取引のルールと同様に定めてはいるのだけれども、東証としての一応の目安にすぎないという理解の仕方もないではないと思います。インサイダー取引のルールならば刑罰と直結していますから、軽



微基準というものはかなり重く捉えていかなければいけないのですけれども、適時開示のルールにおいて定められる軽微基準はそうではないという理解が不可能ではないようにも思うわけです。そうしますと、軽微基準に該当しているけれどもバスケット条項で捉えるということも、そこまで無理な話でもないようにも思いました。

それでは、そろそろ時間になりましたので、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。

## 有価証券上場規程の具体的検討(5)

### 適時開示

2019/10/25  
甲南大学 梅本剛正

◎本日の報告で扱う範囲

上場規程 402 条の各開示項目を中心に検討を加える (403 条の子会社等の情報開示は省略。近年改正された決算短信 (上場規程 404 条) と、予想値の修正 (上場規程 405 条) について簡潔に触れる。

### I 適時開示の総論

#### 1 規制の沿革<sup>1</sup>

- (1) 取引所からの要請
  - 1974(昭和 49)年 6 月「会社情報の適時開示に関する要請について」(東証上管 525 号)
  - 上場規則化は時期尚早と考え、事例の積み重ねの中で制度化を図ることに
  - 1990(平成 2)年 3 月「会社情報適時開示の手引き」(『会社情報適時開示ガイドブック』の前身)

それまで蓄積された適時開示の事例等を踏まえて適時開示が要請される会社情報の目安・開示手順等を体系化

(2) 上場規則化

「手引き」作成後、徐々に実務は定着するも上場規則化されていないために遵守しないものも。社内手続き上の必要から上場規則化を要望する声も。

1999 年 2 月東証証券政策委員会審申「東証の将来像について」新たなステータジへの道標として」で適時開示を制度化する提言

2000 年 9 月「上場有価証券の発行者の会社情報の適時開示等に関する規則」として制度化

#### 2 制度趣旨

上場規程 402 条の個々の規定を見ても分かるように、金商法のインサイダー取引規制の重要事実の定め方と極めて類似。

もともと、適時開示をインサイダー取引規制的なものと捉えるのは一面的である。本来的には、会社に生じた株価関連情報は適時に開示させて市場の適正な価格形成を図るべき

<sup>1</sup> 土本清幸・飯沼和雄「東京証券取引所における適時開示政策の変遷」現代デイズクロージャー研究 7 号(2007)723 頁、宝印刷『適時開示の実務 Q&A 第 2 版』(以下、Q&A で引用)。(2018) 参照

であり、そのために設けられた制度とみるべき。適時開示は「投資者への適時、適切な会社情報の開示が健全な金融商品市場の根幹をなすものである」(上場規程 401 条)といえる。また、かかる適時・適切な情報開示は、「有価証券の売買及び市場デリバティブ取引を公正かつ円滑にし、並びに投資者の保護に資するよう」市場を運営する (金商法 110 条) うえで不可欠なもの。

なお、適時開示は株価に関連する情報を開示するという点では、法定開示の臨時報告書制度に類似しているともいえる。

### 3 『会社情報適時開示ガイドブック』の規制框架

原則として上場規程等をまとめたものといえるが、より詳細に定めを置いているところも少なくない。株価を変動させようとする情報は多様であり、網羅的に規定を設けることは困難で部分的にプリンシプルベースの規制使わざるを得ない側面がある。上場規程のプリンシプルベースの規制部分について、ガイドブックで実務上の手続きの詳細等につき定めておくという考え方もありうるとは思われる。しかしことさらにガイドブックを上場規程の外に置く必要があるのかは疑問も残る<sup>2</sup> (あるいは上場規則化される以前からガイドブックで運用してきたという沿革上の理由からか?)。

<sup>2</sup> 穿った見方をすると、ガイドブックが上場規程の一内容となり、実質的な規制を含むことになれば、その改正には他の規則改正などと同様にパブリック・コメントなどの手続きが必要となるのではないかという問題が出てくる。もちろん、取引所の手続きの規則改正がパブリック・コメント対象ではなく、技術的な改正等は該当しない。「当社が行う定款、業務規程及び受託契約準則等の制定又は改廃のうち、投資者及び有価証券の発行者に適用される規制の制定又は改廃に係るもので、当社が必要かつ適当と認めたものについては、本手続きを経て行うこととします」東証・本証『パブリック・コメント手続きの運用方針』(2015 年 3 月 23 日) 参照。ガイドブックが技術的・手続的な定めをしているならばパブリックコメントは不要となるはず。

II 各論的検討

1 適時開示概要

(1) 手続きの流れ

① 開示の前に取引所に事前説明(上場規程 413 条)  
 上場規程 402 条から 411 条の 2 までの規定に基づき会社情報の開示を行う場合には、予め開示内容を説明する必要がある。

会社の側から説明に向向くのではなく、TDnet に開示資料をオンライン登録した場合には、東証が上場会社ごとに設定している「上場会社担当者」が、上場会社の担当者に（通常 30 分以内に）直接電話をして説明を求める形をとる。

※ 「事前説明」とは別に、ガイドブックには「事前相談」を求めるものがある。  
 「公表予定日の遅くとも 10 日前までに（…は公表予定日の 3 週間前までに）、必ず東証まで事前相談を行うようにしてください」

これらの多くは複雑なルールが別途設けられているものであり、開示や手続きに不備等がないように取引所として事前に対応するもの？

② 会社情報の開示の方法(上場規程 414 条)

会社は TDnet により開示に係る資料を取引所の送信し(2 項)、TDnet を利用して情報を開示する(1 項、6 項)。<sup>5</sup>

適時開示を求められる情報について会社が自社の HP 等で開示する場合には、TDnet で開示がされた後に行うこととされ(上場規程 413 条の 2)、その場合にはインサイダー取引防止のため外漏者が当該情報に不正にアクセスできないようアクセス制御を適切に講ずることが求められている<sup>6</sup>。

③ 開示内容の中止、変更、訂正(上場規程 416 条)

すでに開示した会社情報について、中止や変更の事情が生じた場合には、「開示事項の中止・変更」として、訂正すべき事情が生じた場合には「適時開示資料の追加、訂正又は説明」として、開示することが義務付けられる<sup>7</sup>。

(2) 照会事項の報告・開示(上場規程 415 条)

会社情報に関し東証が必要と認めて照会を行った場合には、直ちに照会事項について正確に報告することが義務付けられる。照会に係る事実につき開示することが必要かつ適当と東証が認める場合には直ちにその内容を開示することが求められる。

上場会社に関して未公表の情報が新聞報道されたり、ネット上などで噂が流布したりしている場合に情報の真偽を確認する必要があるため、必要に応じて「売買停止制度」(業務規程 29 条)や「注意喚起制度」(業務規程 30 条)

<sup>3</sup> 『会社情報適時開示ガイドブック(2018年8月版)』(以下、ガイドブック) 28 頁。  
<sup>4</sup> 募集株式の発行等について一定のものにつき事前相談を求めている。ガイドブック 64 頁。  
<sup>5</sup> TDnet を通じて資料等を送信しないことも可(3 項、4 項)。  
<sup>6</sup> ガイドブック 28 頁。  
<sup>7</sup> ガイドブック 29 頁。

が発動される。

(3) 開示審査(上場規程 412 条)

上場会社は、この節の規定に基づき会社情報の開示を行う場合は、次の各号に定める事項を遵守するものとする。

- (1) 開示する情報の内容が虚偽でないこと。
- (2) 開示する情報に投資判断上重要と認められる情報が欠けていないこと。
- (3) 開示する情報が投資判断上誤解を生じせしめるものでないこと。
- (4) 前 3 号に掲げる事項のほか、開示の適正性に欠けていないこと。

↑ 適正性を確保するために必要かつ適当と認めるときに審査「上場管理等に関するガイドライン」<sup>8</sup>に基づき審査(上場規程 412 条 2 項)

- (1) 開示の時期が適切か否か。
- (2) 開示された情報の内容が虚偽でないかどうか。
- (3) 開示された情報に投資判断上重要と認められる情報が欠けていないかどうか。
- (4) 開示された情報が投資判断上誤解を生じせしめるものでないかどうか。
- (5) その他開示の適正性に欠けていないかどうか。

2 総則的な規定

(1) 誠実な業務遂行(上場規程 401 条)

上場会社は、投資者への適時、適切な会社情報の開示が健全な金融商品市場の根幹をなすものであることを十分に認識し、常に投資者の視点に立った迅速、正確かつ公平な会社情報の開示を徹底するなど、誠実な業務遂行に努めなければならない。

第 4 章 上場管理第 1 節 総則の規定であり、第 2 節「会社情報の適時開示等」に加えて第 3 節、第 4 節「企業行動規範」などの総則的定め。会社情報の開示を中心とした誠実な業務遂行に関する基本理念を説くもの

(2) 適時適切な会社情報の開示の実践(上場規程 411 条の 2)

この節の規定は会社情報の適時開示等について上場会社が遵守すべき最低限の要件、方法を定めたものであり、上場会社は、同節の規定を理由としてより適時、適切な会社情報の開示を怠ってはならない。

第 2 節「会社情報の適時開示等」に適用される規定。最低限の要件、方法を定めたものであることを明らかにしている。それゆえ上場会社は会社が生じた情報の個別具体的な事情に照らし、投資者の投資判断に影響を与えると想定される事情が存在する場合には、その内容の適時開示を積極的に行うことが求められている。

投資判断に影響を与えるような事態が生じた場合には、迅速に開示せよ、というプ

<sup>8</sup> 「上場管理等に関するガイドライン」 II  
<sup>9</sup> ガイドブック 26 頁

## (3) インサイダー取引規制との比較③～開示時期

発生事実については、事実を認識した時点で直ちに開示が求められるが、決定事実についてはどうか？インサイダー取引規制では判例上<sup>11</sup>、「商法所定の決定権限のある機関に限られず、実質的に会社の意思決定と同視されるような意思決定を行うことのできる機関」の決定がなされた段階で決定の時期を捉えるが、適時開示も基本的に同じタイミングとしている。すなわち、「取締役会決議などの形式的な側面にとらわれず、実態的に判断することが求められ、上場会社自らの意思による決定事実については、会社の業務執行を実質的に決定する機関による決議・決定が行われた時点での開示が必要になります<sup>12</sup>」。

とはいえ、実務上は株主総会決議事項および取締役会決議事項については、取締役会決議後ただちに開示することとされている。株主総会決議事項については、取締役会決議後に付議することを決定したときに開示することは注意<sup>13</sup>。

## (4) 決定事実(上場規程 402 条(1))

- a…募集株式・募集新株予約権の発行等
- ・ 募集株式発行、自己株式処分、募集新株予約権の発行、自己新株予約権の処分、株式・新株予約権の売出しを行うことを決定した場合に直ちにその内容を開示することが求められる。
  - ・ 敵対的買収防衛やMSCB,MS ワラントについては別途特別な定めが置かれている(→「企業行動規範」参照)
  - ・ 開示事項は、公募増資が株主割当て・第三者割当てなどの割当て形態に応じて開示すべき項目が詳細に定められている。
  - ・ 第三者割当ての場合には、原則 10 日前までに事前相談することが求められている<sup>14</sup>。
  - ・ 売出しは大株主(大口新株予約権者)が保有する株式(新株予約権)を処分するものであるため、厳密にいうと決定事実というより発生事実に近いようにも思える。しかし、事前に会社が株主等と交渉したうえで行われるのが一般的であろうし、上場会社が開示手続きを取ることはたまたしかなので、ここに分類されているのであろう。売出しとやや類似したものととして、立会外売も適時開示対象となっている。
  - ・ 本項目に該当する場合には、同時に p「業務提携」や発生事実の b「主要株主・筆頭株主の異動」などに該当する場合はあるもので、それらについても開示が求められる。
  - ・ 公募増資の場合には、開示項目の 1 つである払込金額は未定で、「払込金額の決定方法」としてブックビルディング方式によるのが通例であるため、募集株式の発行等の決定の開示がされたあとも、引き続き「発行価格等の決定に関するお知らせ」があり、オーバーク

<sup>11</sup> 日本織物加工事件最高裁判決(最判平成 11 年 6 月 10 日刑集 53 卷 5 号 415 頁)  
<sup>12</sup> ガイドブック 27 頁  
<sup>13</sup> ガイドブック 51 頁  
<sup>14</sup> ガイドブック 64 頁

ンシブルベースの規定を敷いている。投資判断に影響を与える情報は多種多様であるが、金商法のインサイダー取引規制は、刑事罰規定でもあるため罪刑法定主義の明確性の要請との関係で細目が定められている。適時開示においてはプリンシブルベースの規定で足りると考えられることも可能ではない。しかし、細目を定めないプリンシブルベースでは規定の遵守を求められる上場会社の判断が難しくなるほか、規制が不明確なため却って遵守されないおそれがある。それゆえ今日のようにルールベースを併用した上場規程になったものと思われる。

ただし、402 条以下で個別的に定められている決定事実や発生事実などにはバスケット条項が定められているため、本条に基づいて開示が必要となる場合は実際には極めて限られると思われる。

## 3 会社情報の開示(上場規程 402 条)

## (1) インサイダー取引規制との比較①～重要事実の内容

大筋で金商法のインサイダー取引規制と重要事実の範囲は同じであるが、適時開示の方はより広く詳細に定められている。

402 条 1 号で説明すると、a～z までは金商法・規制府令とほぼ同じだが、aa 以降は適時開示独自。

また、金商法 166 条 2 項 3 号の売上高等の予想値に差異が生じた場合に関する規定については、上場規程 402 条ではなく、予想値の修正等として別途 405 条に規定が設けられている。

## (2) インサイダー取引規制との比較②～軽微基準の定め方

インサイダー取引規制と同様、軽微基準が設けられているが両者では若干の違いも認められる。なお、適時開示では該当するかどうか明らかな場合には軽微基準に該当しないものとして、開示が求められる。

① 適時開示では軽微基準を定めない場合も  
 金商法のインサイダー取引規制で軽微基準が定められている場合であっても、適時開示では組織再編などのように軽微基準が設けられていないものがある。

② 軽微基準における基準の取り方の違い  
 金商法のインサイダー取引規制では、原則的に売上高など上場会社単体の指標が基準になるが、適時開示では連結売上高など連結の指標も併せて基準となっている。また、インサイダー取引規制では売上高・総資産・純資産等に対する比率で基準が示されるが、適時開示ではこれに利益に対する比率が加わる。

投資判断に与える影響として、売上高などと並んで利益も重要であることや、連結ベースでの企業分析が一般的に用いられていることからこのような形をとっている(規制府令よりも合理的?)<sup>10</sup>。

<sup>10</sup> Q&A、31 頁。

ロットメントが行われた場合には「第三者割当増資における発行株式数の確定に関するお知らせ」が適時開示される。

・IPO の場合は上場前に適時開示はされないため、(該当する場合には) 上場後にオーバードアロットメントの結果だけが開示されることが多い(募集・売出し段階では市場で売買されていないので当然といえば当然で投資家は必要があれば有価証券届出書等で内容を知らねばよいということ)。

・**軽微基準**について、募集株式の発行等による払込金額等が 1 億円未満の場合には適用除外となる(施行規則 401 条 1 項)。

b…発行登録等について

c…資本金の額の減少

d…資本準備金又は利益準備金の額の減少

e…自己株式の取得

業務執行を決定する機関が会社法 156 条 1 項等の規定による自己株式の取得を行うことについての決定をした場合に開示が求められる。取締役会で株主総会で議案を付議することと決定した段階で開示している(ガイドブック 126 頁)。株主総会で決議が成立したこと自体は開示対象ではない。また、165 条 2 項に基づく定款授権の自己株式取得については、まず開示事項の an「定款変更」に基づいて、付議することを決定した時点で開示が求められ、株決議の決定をした時点で開示されることになる。また、取得期間前に取得終了した場合にも開示が必要とされている(以上ガイドブック 123 頁)。

株決議について公表すれば個別の取得の決定については、インサイダー取引規制上適用除外(金商法 166 条 6 項 4 号の 2)とされていることを踏まえ、適時開示においても決定時の開示は求めない。しかし、個々の取得の決定も重要事実であることに変わりないので、ガイドブックでは取得後は速やかに「取得対象株式の種類、株式の総数、取得価額の総額」を適時開示することが求められている。

⇨特定の株主からの取得やトストネットなどによる取得はともかく、信託方式や投資一任方式で市場取得する場合にはそのような開示はできないのではないだろうか? これについては、自己株券買付状況報告書(金商法 24 条の 6)で定期的に処理状況を知るほかにないか。

・自己株式の消却をする場合には別途開示が必要となる<sup>15</sup>(バスケット条項による)。

f…株式・新株予約権の無償割当て

・**軽微基準**は設けられていない。

・ライツ・オファリングではコミットメント型とノンコミットメント型とで開示事項は異なる。

f の 2…新株予約権無償割当てに係る発行登録とプレヒリングの開始

<sup>15</sup> Q&A、87 頁

g…分割又は併合

インサイダー取引規則(金商法 166 条 2 項 1 号へ)と異なり、分割に加えて併合についても定められている。分割は規制府令 49 条 1 項 3 号のような軽微基準(1 株に対して 0.1 未満の分割)はない。

株式併合がスクイーズアウトに使われる場合には、対応した開示が別途必要となる。

h…剰余金の配当

インサイダー取引規則(規制府令 49 条 1 項 4 号:前事業年度と比較して 0.8-1.2 倍の範囲内)と異なり軽微基準はない。前期と変更がない場合も無配とする場合もすべて開示対象。

剰余金の配当に類似するものとして、しばしば開示されるものとして株主優待制度の創設や内容の変更、廃止があるが、これも開示対象となる(根拠はバスケット条項(an))。

i…株式交換

j…株式移転

k…合併

l…会社分割

○組織再編行為

・**軽微基準**はない。簡易・略式の区別もなく完全子会社との組織再編や休眠会社との組織再編等業績に与える影響が軽微なものについても開示が必要(ガイドブック 168 頁)。

・**開示時期**は、株主総会決議が必要な組織再編であっても(たとえば)合併契約締結時点で開示が求められ<sup>16</sup>、合併契約を承認する議案を総会に付議することについては、開示は不要(招集通知が公衆縦覧されるので議案も開示される→施行規則 420 条 1 項)。

m…事業譲渡等

一部譲渡の場合の**軽微基準**は、すでに述べたとおり、インサイダー取引規制の基準に連結基準、利益基準が加わる(施行規則 401 条 2 号)。事業の譲受けのほか他の場合にも概ね同じ基準が用いられている。

a 事業の一部を譲渡する場合

次の(a)から(e)までに掲げるものいずれにも該当すること。

(a) 直前連結会計年度の末日における当該事業の譲渡に係る資産の帳簿価額が同日における連結純資産額(連結財務諸表における純資産額をいう。以下第 404 条までに於いて同じ。)の 100 分の 30 に相当する額未満であること。

(b) 当該事業の譲渡の予定日の属する連結会計年度及び翌連結会計年度の各連結会計年度においていずれも当該事業の譲渡による連結会社(上場会社を連結財務諸表提出会社とする連結会社をいう。以下第 404 条までに於いて同じ。)の売上高の減少額が直前連結会計年度の売上高の 100 分の 10 に相当する額未満であると見込まれること。

(c) 当該事業の譲渡の予定日の属する連結会計年度及び翌連結会計年度の各連結会計年度において

<sup>16</sup> ガイドブック 179 頁。

いずれも当該事業の譲渡による連結経常利益の増加額又は減少額が直前連結会計年度の連結経常利益金額の100分の30に相当する額未満であると見込まれること。  
 (d) 当該事業の譲渡の予定日の属する連結会計年度及び翌連結会計年度の各連結会計年度においていずれも当該事業の譲渡による親会社株主に帰属する当期純利益（IFRS 任意適用会社である場合は、親会社の所有者に帰属する当期利益。以下第404条までにおいて同じ。）の増加額又は減少額が直前連結会計年度の親会社株主に帰属する当期純利益金額の100分の30に相当する額未満であると見込まれること。  
 (e) 取引規則附台第49条第8号イに掲げる事項

株主総会決議が必要な場合でも、取締役会決議時点が基準になるのは組織再編と同じ。

n…解散

o…新製品等の企業化

m の軽微基準と同じく「当該企業化による連結売上高の増加見込額が直前連結会計年度の連結売上高の10%に相当する額未満」等の3つの要件を満たした場合に開示は不要。

①影響が軽微なものは除く

新製品を宣伝する目的で適時開示利用するなど不適当なものとは前述の事前説明等において排除することになるのだろうか。

②該当するか否かの判断

「該当しないことが明らかでない場合を除く」とあるため、明らかに影響が軽微な場合以外は開示が必要ということ。

③会社の売上等の影響と株価への影響は別では？

かりにP社の競争相手Q社が画期的な新製品の販売を開始して売上を伸ばしていたとす。この場合に当該製品の市場の規模が一定であれば、Q社の株価は上昇しP社の株価は下落することが予想される。このとき、P社がQ社と同等の品質・性能を有する新製品を販売することを決定したとすると、公表されればおそらく、P社の株価は反転上昇に転ずることが予想されるが、ここで上記軽微基準の要件を当てはめると、P社の連結売上高や利益等は前期と比べて大きな影響は受けなため、開示は不要となる。

しかし、売上・利益の減少を予想して市場で形成されたP社の株価に対して、新製品の販売により（たとえ売上増加にならなくても）売上等の減少を回避するという情報は、株価を上昇させるはず。そうであれば軽微基準に該当する場合であっても開示が必要と解すべきである。→開示の根拠はar(バスケット条項)?

p…業務提携・業務提携の解消

軽微基準が設けられている（施行規則401条4号）。

q…子会社等の異動を伴う株式譲渡

r…固定資産の譲渡・取得

s…リースによる固定資産の賃貸借

t…事業の休止・廃止等

u…上場廃止等

上場会社の申請による上場廃止の場合、海外の取引所等における預託証券の上場について開示が必要。

v…破産手続きの開始等

w…新事業の開始

x…公開買付け

業務執行を決定する機関が公開買付けを行うことについての決定をした場合に開示が求められる（なお、自社が公開買付け対象となる場合については次のy参照）。公開買付けの適時開示が行われた数日後に公開買付け開始公告がなされるのが一般的である。他社株式に對するもの自社株式に對するものいづれも対象となる。また、軽微基準等は定められていないので、公開買付けが義務付けられる場合のみならず、(伊藤忠がデサントに対して行った公開買付けのように) 法律上公開買付けの手続きを義務付けられていない一部株式に公開買付けを行う場合にも開示が求められる。

期間の延長、買付条件の変更を行う場合には「開示事項の変更」として開示が必要となり、公開買付けが終了した場合にも結果を開示する必要がある<sup>17)</sup>。

公開買付け後に二段階買収が行われる場合には、当該二段階目の行為について決定した時点で開示することが必要となる（近年は公開買付け時点で売渡請求ないし株式併合により完全子会社化する等の開示がされるのが一般的）。

・MBOについては規程304条1項2号に別途定めあり。

※些末なことながら、開示の書式はこれよりか疑問に思うことがある。「1 買付け等の目的」で目的や公正性を確保する措置等々が延々と説明され、「2 買付け等の概要」になつても、対象者の概要が説明される。しかし、それらは投資者にとつては無用か既知の情報ばかりであり情報としての価値は高くなくない。そのあとに、ようやく投資者が必要とする情報である買付期間、買付価格、買付予定株数等の情報が記載される。金商法に準じた記載になつていいることは十分に理解できるが、冒頭に投資者が必要とするこれら基本情報の概要を記載する方が投資者の利益ではないだろうか（他の記載事項は研究者等を除いて誰も読んでいないはず）。法定開示であれ適時開示であれ投資者の投資判断のために必要なのであるから、投資者の便宜を考えた方がよいのではないだろうか？

y…公開買付け等に関する意見表明等

xが他社に対して公開買付けを行う場合の開示であるのに対して、yは公開買付けの対象会社になった場合の開示である。

<sup>17</sup> ガイドブック 186 頁

ab…人員削減等の合理化  
 軽微基準が連結の売上高・経常利益・当期利益における見込みの減少幅で定められている（施行規則 401 条 10 号）。端的に人員の削減比率で定めていないのは、「合理化」が人員の削減ばかりでなくコスト削減を目的とする施策一切（給与・賞与のカット、有利子負債の圧縮、支店・営業店舗の統廃合など）がはいるためか。  
 ・人員等の合理化が、「業務遂行の過程で生じた損害」（退職金の計上見込額など）等の開示項目に該当したり、「業績予想の修正等」の開示が必要となることもある。

ac…商号・名称の変更  
 商号等の旧字体から新字体への変更なども広く含まれる。英文表記や呼称の変更は含まれない。商号は定款記載事項なので、変更があれば an「定款の変更」としての開示も必要となる。

商号変更で株価が変動するとは思えず、投資判断上の重要性がどれほどあるか疑わしいが（ドットコムバブルのような例外もあるが…）、商号変更の適時開示を通じて当該事実が周知徹底されることを目的とするのか？

ad…単元株式数の変更等  
 2018 年に 10 月に上場会社の株式については、100 株単元に統一したため将来的に削除？

ae…事業年度の末日の変更

af…預金保険法 74 条 5 項の規定による申出

ag…特定調停法に基づく特定調停手続による調停申立て

ah…上場債券等の繰上償還等

ai…普通出資の総口数の増加を伴う事項

aj…公認会計士等の異動

ak…継続企業の前提に関する事項の注記

al…株式事務代行機関への株式事務の委託の取止め

am…開示すべき重要な不備、評価結果の不表明の旨を記載する内部統制報告書の提出

an…定款の変更

軽微基準が設けられており、定款変更の理由が次のいずれかに該当する場合には開示は不要である（施行規則 401 条 12 号）。  
 ・法令の改正等に伴う記載表現のみの変更  
 ・本店所在地の変更  
 ・その他投資者の投資判断に及ぼす影響が軽微なものととして取引所が認める理由

影響が軽微であると取引所が認めるものの具体例としては、公告の電子化、責任限定契

19 ガイドブック 284 頁  
 20 ガイドブック 284 頁。

自社株券に対する公開買付けが行われることを知った場合にもその旨を開示することが求められ、公開買付者が非上場会社である場合はプレスリリースなども自社の開示資料に参考情報として添付することが求められている<sup>18</sup>。自社が公開買付けの対象となる場合は開示は決定事実ではなく発生事実として開示することになるであろう。

なお、公開買付けに関連して、支配権争奪の手段として使われる委任状勧誘に関する事項も、結果次第で株価は変動することが少なくないため、投資者の投資判断に及ぼす影響は大きい。そのため会社が委任状勧誘を行う場合は適時開示対象に含まれると考えるべきであろう。他方、株主が行う場合についても自社が公開買付けを受けた場合に準じて会社が適時開示をすべきではないか（株主による委任状勧誘は適時開示されないことの方が多いためか、会社が適時開示することで当該事実が周知され株主側に有利になるのを避けたためであろうか？）。

2019 年 6 月の LIXIL グループの定時株主総会では、会社は委任状勧誘を行ったが当初は開示されなかった。しかもその委任状は会社提案賛成の委任状しか受け付けないという内容であったため、投資判断上重要な情報といえた。（東証の照会等で？）事後に会社は開示をしたが、委任状勧誘の扱いについては徹底されていないように思われる。近年委任状勧誘が利用される機会が増えてきたので委任状勧誘の開示についても、ガイドブック等に記載した方がよいのではないだろうか。

za…役員・従業員に対するストックオプションの付与

・有利発行に該当するものとして株主総会に付議する場合には取締役会で付議内容を決定した段階で（有利発行に該当すること等）適時開示し、総会後に取締役会が総会の委任に基づき募集事項を決定した場合にはその内容についても適時開示することが求められる（ガイドブック 159 頁）。

一般的には有利発行ではなく取締役報酬として議案が上程されるが、それを付議する場合にも開示が必要ではないだろうか？

・「その他のストックオプションと認められるもの」とは、当該会社・子会社の役員・従業員以外（たとえば関連会社の役員従業員）に付与される場合を意味する。この場合には a 新株予約権の第三者割当に該当する場合もあり、そうなる場合と a の開示も必要になる。

aa…代表取締役または代表執行役の異動

・代表取締役等の退任等により後任者が決定されていなくても、その時点で開示が必要となる。その後、後任者が決定された時点でも開示が必要。  
 ・CEO が異動する場合、代表取締役等の異動に該当しないときでも、開示することが望ましいとされる。

18 ガイドブック 210 頁

しない場合には直ちにその内容を開示することが求められる。

軽微基準 (施行規則 402 条 1 号)

- (1) 規程第 402 条第 2 号 a に掲げる事実
  - 次の a から d までに掲げるものいずれにも該当すること。
    - a 災害に起因する損害又は業務遂行の過程で生じた損害の額が直前連結会計年度の末日における連結純資産額の 100 分の 3 に相当する額未満であると見込まれること。
    - b 災害に起因する損害又は業務遂行の過程で生じた損害の額が直前連結会計年度の連結経常利益金額の 100 分の 30 に相当する額未満であると見込まれること。
    - c 災害に起因する損害又は業務遂行の過程で生じた損害の額が直前連結会計年度の親会社株主に帰属する当期純利益金額の 100 分の 30 に相当する額未満であると見込まれること。
    - d 取引規則附令第 50 条第 1 号に定める事項

・インサイダー取引規制の軽微基準 (取引規則附令第 50 条 1 号) が d に入っているが、前述したとおり連結ベースでも基準を設定し (a-e)、かつ、利益基準(b,d)も加わっている点は異なる。

・決定事実で多く用いられている軽微基準と異なり売上高基準が入っていないのは、損害の評価の仕方であり、純資産額、経常利益、当期利益との比率で示す意味はあっても、売上高比率で示す意味はないからか。

・軽微基準に該当しても、バスケット条項 (x) により開示が必要となる場合もあると思われる。

・事実の発生による影響の見込み額と他の要因により生じる影響額とを合算すると業額に大きな影響が出ない場合でも、この事実の発生による影響の見込み額自体が基準に該当すれば開示が必要となる<sup>24</sup>。→当該事実の影響だけで評価せよということか

・開示事項は、「損害・損失の内容」「今後の見通し」であるが、「損害・損失の見込額の算定に時間を要する場合には、損害・損失の見込み額が現時点では不明である旨 (概算額が分かる場合はその額) を開示<sup>25</sup>」すれば足りる。臨時報告書は適時開示よりも遅れて損害額が判明した時提出されることになる (損害額判明時に臨時報告書に加え適時開示も必要か?)。

b…主要株主・筆頭株主の異動

主要株主とは金商法 163 条 1 項に規定する、自己または他人名義で 10%以上の議決権を保有する株主をいう。b に該当するのは、以下に掲げる場合をいう。

- ・主要株主であった者が主要株主でなくなる場合
- ・主要株主でなかった者が主要株主となる場合
- ・主要株主である筆頭株主であった者が筆頭株主でなくなる場合

24 ガイドブック 329 頁  
25 ガイドブック 330 頁

約に関する事項の新設及び変更、役付取締役に関する事項の変更及び取締役の任期の短縮などがある<sup>21</sup>。

- ao…種類株式の内容その他のスキームの変更
  - ap…全部取得条件付種類株式の全部の取得
  - aq…株式等売渡請求に係る承認又は不承認
- 平成 26 年会社法改正によるもの。発生日 n の 2「特別支配株主による株式売渡請求等」が行われ、その後、この開示が行われることになる。

ar…いわゆるバスケット条項

①該当事実の扱い  
会社が特定の情報が開示対象になるか否かについて事前相談していれば、取引所側が開示の要否や開示すべき事項を指示することができる。会社が関連する資料を TDnet に登録した場合にも取引所側が説明を求めることができる。

他方で ar に該当しうる情報がありながら、開示を怠っていた場合にはどのように対応するのか? 取引所が照会制度を利用して開示させる (上場規程 415 条) ことが考えられるが、(多くの場合に不開示情報を知る術がない以上) 事後規制として改善報告書等が求められることにならうか。

②対象事項

抽象的にいうと上述した軽微基準に該当しない決定事実がすべてこれに該当するとされる<sup>22</sup>。該当しないことが明らかでない場合も含むので、これに該当するものは極めて多いと考えられる<sup>23</sup>。

(5)発生事実(上場規程 402 条(2))

a~c は金商法の発生事実とほぼ同じ。d~n は府令に準拠しているもの。n2~z は適時開示特有の定め (会社法改正を踏まえたもの等)

a…災害に起因する損害又は業務遂行の過程で生じた損害

「災害に起因する損害」又は「業務遂行の過程で生じた損害」(営業損失、営業外損失又は特別損失に計上されるべきもの) が発生した場合であって、かつ以下の軽微基準に該当

21 ガイドブック 311 頁

22 ガイドブック 324 頁。なお、再三指摘しているとおり、このような基準が適切か否かについては議論の余地がある。投資者の投資判断に影響があるか否かは株価関連情報であるか否かが問題であり、当該会社の売上高等への影響が関係するのは確かであるが、それに限られないのではないだろうか。たとえば、公開買付けに関連する情報は当該企業の売上高や利益に変更がなくても、株価関連情報であることはたしか。

23 最近のものとしては、たとえユニゾン HD に対してあるファンドが会社の同意を条件に公開買付けの実施を表明したり、また、他のファンドが会社の説明に対する質問状を提出し会社が回答したりしている。それらは投資判断に影響を与える情報であるため適時開示すべきであるし、実際にユニゾン HD は開示を行っている



・筆頭株主でなかった者が主要株主である筆頭株主となる場合  
 名義書換の有無は問わず、新株発行を決定したこと、主要株主から連絡を受けたことなどにより異動が確実と見込まれた時点で開示を必要とする必要がある。大量保有報告書で確認した場合にも適時開示が必要となるが、報告された所有株式数と名義ベースの所有株式数が異なる場合には参考として名義ベースの株数も記載する<sup>26</sup>。

- c…上場廃止の原因となる事実  
 上場廃止の原因となる事実とは、上場規程第 2 編第 6 章に定める上場廃止基準参照
- d…訴訟の提起又は判決等  
 財産上の請求に係る訴えが提起された場合、又は当該訴えについて判決があった場合、若しくは当該訴えに係る訴訟の全部若しくは一部が裁判によらずに完了した場合に開示が求められる。  
 ・訴訟の目的の価額について軽微基準が設けられている（施行規則 402 条 2 号）。訴訟の見通しがどのようなものであっても、訴訟の目的額等が軽微基準に該当しないときには開示が必要となる。  
 ・訴えの提起には、下級審判決に対する上訴があった場合も含む。  
 ・判決によらない完結には、訴えの取下げ、訴訟上の和解又は請求の放棄若しくは認諾等が該当する。  
 ・裁判所の仲裁、調停の申立て等については、「訴えの提起」としての開示は求められていない<sup>27</sup>。  
 会社が原告となって訴えを提起する場合には開示は求められていない。この場合に判決があったときには、発生日のバスケット条項（x）の開示が必要となることがある。  
 「財産上の請求に係る訴え」に該当しない訴訟提起については、必要に応じて x で開示が求められることになると思われる。  
 e…仮処分命令の申立て又は決定等  
 f…免許の取消し、事業の停止等  
 g…親会社、支配株主の異動  
 b と重なる場合が少なくないが<sup>28</sup>、g では親会社等の概要の記載が比較的详细に求められている。また、発行済株式数の増加により既存の親会社の議決権比率が 50%を下回った場合など所有株式数に変化がない場合であっても開示が必要となる。  
 h…破産手続開始、再生手続開始、更生手続開始または企業担保権の実行の申立て  
 i…手形等の不渡り又は手形交換所による取引停止処分

26 ガイドブック 336 頁  
 27 ガイドブック 342 頁  
 28 ガイドブック 352 頁

- j…親会社等に係る破産手続開始等
- k…債権の取立不能または取立遅延
- l…取引先との取引停止
- m…債務免除等の金融支援
- n…資源の発見
- o…2…特別支配株主による株式等売渡請求等  
 当該決定への会社の対応方針が記載事項とされており、承認・不承認の決定をした時点で決定事実 aq として開示が必要となることは既述。  
 p…株式・新株予約券の発行差止請求  
 ガイドブック<sup>29</sup>では当該仮処分を求める申立てがなされたことを知った場合にも開示が必要とあるが、この場合は上記 e「仮処分命令の申立て又は決定等」に当たるのか？  
 同じくガイドブックでは新株発行無効の訴えが提起された場合又は当該訴えについて判決があった場合も開示が求められる（新株発行不存在確認の訴えも入るのだろう）。項目的には「財産上の請求に係る訴え」d ではないので x に当たると考えられる。  
 p…株主による株主総会招集請求  
 開示事項は次のとおり<sup>30</sup>。請求者の概要、請求が行われた年月日、請求の内容（総会の目的事項、招集の理由）、当該請求への会社の対応方針、その他、投資者が会社情報を適切に理解・判断するために必要な事項  
 q…保有有価証券の含み損  
 保有有価証券の全額又は一部について、連結会計年度又は四半期連結会計期間の末日における時価額が帳簿価額を下回った場合には開示が求められる。この場合、以下の軽微基準が設けられている（施行規則 402 条 9 号）  
 (9) 規程第 4 0 2 条第 2 号 q に掲げる事実  
 次の a 及び b に掲げるもののいずれにも該当すること。  
 a 各保有有価証券について時価額が帳簿価額を下回っている金額を合計した額が、直前連結会計年度の連結経常利益金額の 1 0 0 分の 3 0 に相当する額未満であること。  
 b 各保有有価証券について時価額が帳簿価額を下回っている金額を合計した額が、直前連結会計年度の親会社株主に帰属する当期純利益金額の 1 0 0 分の 3 0 に相当する額未満であること。  
 q は含み損についての開示であるが、保有有価証券の評価に関する適時開示については、評価損を計上した場合に「a 災害に起因する損害又は業務執行の過程で生じた損害」に該当し、評価損を計上した場合に「x その他会社の運営、業務、財産又は上場有価証券に関する重要な事実」に該当するなど、他の項目で開示が必要となる。  
 r…社債に係る期限の利益の喪失

29 ガイドブック 379 頁  
 30 ガイドブック 382 頁。  
 31 ガイドブック 386 頁。

45 日以内の開示が適当で、30 日以内の開示がより望ましいと要請されている。50 日を超えた場合には理由を開示することが求められている<sup>34</sup>。また従来は立合終了後に開示されることが多かったが、情報伝達の迅速化などを踏まえて立合時間中であるか否かにかかわらず迅速な開示が求められている。

(2) 2017 年の改定

金融審議会 WG 報告を踏まえて、2017 年 3 月期から決算短信等の簡素化が図られ、決算短信・四半期決算短信の開示の自由度を高めるとともに、速報としての役割に特化するため、作成要領等を改定した。取引所が定める短信の様式のうち、本体である短信のサマリ情報について、上場会社に対して課している使用義務を撤廃し、付属資料である短信の添付資料と同様、短信作成の際の参考様式として、上場会社に対しその使用を要請することに改められた。

さらに、監査・四半期レビューが不要なことの明確化<sup>35</sup>、速報性に着目した記載内容の削減、開示を要請している事項の限定等による自由度の向上を実施。

(3) 将来予測情報の開示の要請

個別業績予想などの将来予測情報を開示することが要請されている。背景や前提条件など投資者の理解を促す情報の開示が推奨される。

4 予想値の修正等(上場規程 405 条)

(1) 業績予想の修正 (1 項)

上場会社に属する企業集団の売上高、営業利益、経常利益又は純利益について公表された直近の予想値(予想値がない場合には前年度の実績)と比較して新たに算出した予想値又は決算において差異が生じた場合には開示が求められる。この開示義務には軽微基準が設けられており、新たに算出した予想値等が売上高で上下 10%、営業利益、経常利益、純利益で上下 30%の範囲内に収まっていれば開示は不要とされている(施行規則 407 条各号)。

|                                                                                                                                                        |
|--------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| (1) 企業集団の売上高                                                                                                                                           |
| 新たに算出した予想値又は当連結会計年度の決算における数値を公表がされた直近の予想値(当該予想値がない場合は、公表がされた前連結会計年度の実績値)で除して得た数値が 1.1 以上又は 0.9 以下であること。                                                |
| (2) 企業集団の営業利益                                                                                                                                          |
| 新たに算出した予想値又は当連結会計年度の決算における数値を公表がされた直近の予想値(当該予想値がない場合は、公表がされた前連結会計年度の実績値)で除して得た数値が 1.3 以上又は 0.7 以下(公表がされた直近の予想値又は当該予想値がない場合における公表がされた前連結会計年度の実績値)であること。 |

<sup>34</sup> ガイドブック 405 頁  
<sup>35</sup> 金融審議会ディスクロージャーWG 報告(平成 28 年 4 月 18 日)  
<sup>36</sup> ガイドブック 406 頁

s...上場債券等の社債権者集会の招集等  
 t...公認会計士等の異動

「公認会計士等の異動」とは上場会社の公認会計士等が退任することや、会社の監査を担当していなかった公認会計士等が新たに監査担当に就任することなどをいう。監査法人の業務執行社員の異動については、当該開示の対象には含まれない。監査法人の合併で、解散する監査法人の監査証明等を受けている会社は開示が必要となる。

u...有価証券報告書・四半期報告書の提出遅延

v...有価証券報告書・四半期報告書の提出期限延長申請に係る承認等

w...監査報告書等に不適正意見等の記載

開示事項として、監査報告書等の内容が含まれるが<sup>32</sup>、2020 年 3 月期からは意見の根拠も記載されるのでその内容も開示される

y の 2...内部統制監査報告書における不適正意見等

z...株式事務代行委託契約の解除通知の受領等

株式事務を東証の定める代行機関に委託することを義務付けているため(上場規程 424 条)、委託しないことになった場合は上場廃止となる。

ka...その他上場会社の運営、業務若しくは財産又は当該上場株券等に関する重要な事実発生事実におけるバスケット条項。個別列挙している項目以外で、上場会社の運営、業務若しくは財産又は当該上場株券等に関する重要な事実で投資者の投資判断に著しい影響を及ぼすものについて開示を求めらるもの。

投資者の投資判断に著しい影響を及ぼすものとは、当該会社情報の発生によって、当該会社の事業構成・収益構造等の転換を伴うなど、上場会社の運営、業務又は財産に係る基本的状況に重要な変化が生ずることが見込まれる場合や、当該会社情報の発生によって、当該会社情報の発生の日以降に、黒字転換又は赤字転換が見込まれる場合などが考えられると説明されている<sup>33</sup>。

決定事実のバスケット条項と同じく非常に広汎なものが入ると思われる。

3 決算短信等(上場規程 404 条)

上場会社は、事業年度若しくは四半期累計期間又は連結会計年度若しくは四半期連結累計期間に係る決算の内容が定まった場合は、直ちにその内容を開示しなければならない。

(1) 決算短信の開示

決算・四半期決算情報の速報版であるいわゆる決算短信・四半期決算短信について定めるものである。決算の内容が定まったときに、直ちにその内容を開示することが義務付けられているが、投資者の投資判断に与える影響の重要性を踏まえて決算期末の経過後速やかに決算の取りまとめを行うことが望まれる。決算短信については、遅くとも決算期末後

<sup>32</sup> ガイドブック 298 頁  
<sup>33</sup> ガイドブック 402 頁

JPX 金融商品取引法研究会 10 月報告

ゼロの場合はすべてこの基準に該当することとする。）であること。

(3) 企業集団の經常利益（上場会社が IFRS 任意適用会社である場合は、税引前利益）新たに算出した予想値又は当連結会計年度の決算における数値を公表がされた直近の予想値（当該予想値がない場合は、公表がされた前連結会計年度の表簿値）で除して得た数値が 1.3 以上又は 0.7 以下（公表がされた直近の予想値又は当該予想値がない場合における公表がされた前連結会計年度の表簿値がゼロの場合はすべてこの基準に該当することとする。）であること。

(4) 企業集団の純利益（上場会社が IFRS 任意適用会社である場合は、当期利益及び親会社の所有者に帰属する当期利益）新たに算出した予想値又は当連結会計年度の決算における数値を公表がされた直近の予想値（当該予想値がない場合は、公表がされた前連結会計年度の表簿値）で除して得た数値が 1.3 以上又は 0.7 以下（公表がされた直近の予想値又は当該予想値がない場合における公表がされた前連結会計年度の表簿値がゼロの場合はすべてこの基準に該当することとする。）であること。

(2) 配当予想、配当予想の修正（2項、3項）

剰余金の配当について予想値を算出した場合、公表された直近の予想値と比較して新たに算出した予想値に差異が生じた場合にはその内容を開示する必要がある。

- ・ 1 項の業績予想と異なる配当予想の修正には軽微基準はないので常に開示が必要となる。
- ・ 基準日が異なるものは別個の配当と扱われる。たとえば、「中間配当 5 円、期末配当 5 円」を「中間配当取止め、期末配当 10 円」と変更する場合にも適時開示は必要。

日本取引所グループ金融商品取引法研究会

有価証券上場規程の具体的検討(6)  
—子会社上場審査と上場子会社管理—

2019年11月22日(金) 15:00~17:01

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 | 眞得 | 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 |
| 北村 | 雅史 | 京都大学大学院法学研究科教授    |
| 志谷 | 匡史 | 神戸大学大学院法学研究科教授    |
| 白井 | 正和 | 同志社大学法学部教授        |
| 洲崎 | 博史 | 京都大学大学院法学研究科教授    |
| 舩津 | 浩司 | 同志社大学法学部教授        |
| 行澤 | 一人 | 神戸大学大学院法学研究科教授    |
| 若林 | 泰伸 | 早稲田大学大学院法務研究科教授   |

【報 告】

有価証券上場規程の具体的検討（6）

—子会社上場審査と上場子会社管理—

同志社大学法学部教授

船 津 浩 司

目 次

- はじめに
- I. 前提知識
  - 1. 上場子会社をめぐる取引所ルールの変遷
  - 2. 東証のスタンス
  - 3. 上場子会社の数
- II. 上場審査
- 1. 規定・審査基準・審査資料等
- 2. 子会社が上場する際の審査
- III. 上場管理
  - 1. 上場子会社に適用される規程類
  - 2. 上場親会社に適用される規程類
- 討論

○伊藤 定刻になりましたので、11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。

本日は、「有価証券上場規程の具体的検討（6）—子会社上場審査と上場子会社管理—」というテーマで船津先生からご報告をいただきます。

よろしく申し上げます。

○船津 同志社大学の船津でございます。よろしくお願ひいたします。

○はじめに

私に与えられました課題は、子会社に関する有価証券上場規程（以下「上場規程」といい、同規程施行規則は以下「規程施行規則」という）を分析せよということかと思ひます。現在の市場制度におきましては、いわゆる新規市場に関する市場審査と市場後の会社についての市場管理とに大きく分けることができると思ひます。本報告では、上

場子会社に関する市場制度——子会社の発行する株式が新規に市場される際の市場審査と、市場されている株式が特定の会社の子会社の発行に係るものである場合の市場管理を、ともに扱うこととさせていただきます。

I. 前提知識

本論に入る前に、少し前提を整理させていただきます。

1. 市場子会社をめぐる取引所ルールの変遷

まず、市場子会社をめぐる取引所ルールの変遷ですが、2007年までとそれ以降とは大きく異なっているかと思ひます。

A. 2007年まで

1990年までは、市場子会社に関する制度は特設けられておらず、子会社による親会社資金の代理調達の防止という観点から、運用として親会社

を東証上場会社に限定するにとどまっていたと言われています。

しかし、1990年8月には子会社上場ルールが策定されました。

- ①親会社が東証に上場していること
- ②主たる事業が親会社又は兄弟会社の主たる事業と競合していないこと
- ③申請前直近3期におけるグループ外への販売比率が30%以上であること
- ④親子間で常勤取締役の兼任関係がなく、子会社の常勤取締役が取締役会の定足数以上を占めていること
- ⑤原則として親会社からの出向者がいないこと
- ⑥親子間に資産の賃貸借関係が原則としてないこと

ところが、1990年代後半からこの審査基準が徐々に緩和されていったと言われています。

まず、1996年1月の上場審査基準の改定により、子会社経営の独立性に配慮しつつ、企業の実態に即して弾力的に取り扱うという方針のもとで、②、③、⑥の要件を廃止しまして、代わりに、a. 親会社等又は申請会社が、申請会社又は親会社等の不利益となる取引行為を強制し、又は誘引していないこと、b. 申請会社と親会社等が、通常取引の条件と著しく異なる条件で営業上の取引その他の取引を行っていないこと、c. 申請会社が、事実上、親会社等の一事業部門と認められる状況にないこと、という要件が示されています。また、①の親会社が上場しているという要件につきましては、d. 店頭登録会社や有価証券報告書提出会社に拡大されています。

さらに、1998年1月の上場審査基準の改定によって、④と⑤の兼任・出向制限の要件が外されました。

このような1990年代の動きを見ますと、規制緩和ということになるかと思いますが、現在、上場子会社の存在がグループ経営の阻害をしているのではないかといった指摘があるわけですが、

この問題は、1990年代後半の規制緩和が招いたとして、東証にも責任の一端があるというような指摘が、経済産業省のCGS研究会（コーポレート・ガバナンス・システム研究会）であったようです。

## B. 2007年以降の上場制度整備

子会社上場の推進というのが1990年代後半からの流れだったわけですが、それが大きく変わった契機は、公式的なものとしては、2007年3月に公表された上場制度整備懇談会中間報告であると思われます。

制度整備の方向性として、「子会社上場については、新規上場審査における独立性確保の確認だけでなく、既上場会社が親会社を有することとなった場合の対応や、継続的な利益相反による弊害の防止措置、親会社を有していることに伴うリスクの投資者への周知に向けた施策を強化すべきである」として、上場審査の局面のみならず、上場管理の局面でも利益相反防止等の施策を市場運営者として行うことを示唆しています。

その後の改定内容ですが、これはまさに現在の上場規程の内容そのままの話ですので、大まかなところはレジュメの2頁に記載のとおりということで、ご説明は省略させていただきます。

## 2. 東証のスタンス

2007年以降の一連の制度改定の中にあって、とりわけ現在の制度を整備するに当たっての東証の基本的なスタンスを示してくれていると思われる重要な文書が資料1と資料2です。

### A. 子会社上場一般

まず、資料1は、2007年6月に公表された「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」です。

これは、子会社上場には一定程度の意義がある一方で、子会社の株主の権利や利益を損なう企業行動がとられるおそれや、一体的な連結経営を行ううえでの阻害要因となるなど独自の弊害もあるということから、子会社上場は一律に禁止するの

は適当でない反面、「投資者をはじめ多くの市場関係者にとっては必ずしも望ましい資本政策とは言い切れない」との基本姿勢を示したうえで、新規上場を目指す関係者も、既上場の子会社関係者も、株主の権利や利益への一層の配慮、投資者をはじめとする市場関係者に対する積極的なアカウントビリティの遂行に努めることが望ましい、といった考え方を示している文書かと思えます。

## B. 中核的な子会社の上場

他方、資料2は、東証、大証、名証、福証、札証、JASDAQの連名で2007年10月に出された「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」です。

これは一言で言うと、中核的な子会社を上場することは、よほどのことがない限り認めないという基本姿勢を示している文書であるように私には見受けられます。

## 3. 上場子会社の数

上場子会社がどれくらいあるかについて、資料3は、「コーポレート・ガバナンス白書2019」の8・9ページを抜粋したのですが、372社が親会社を有しているということにして、かつ、313社が親子上場、すなわち親会社も子会社も上場している会社のようです。

また、新規子会社上場の履歴ということになるわけですが、前述の2007年の取引所連名の見解の公表時から数年間は1桁台だったものが、2014年以降、本則市場では毎年4～6件、トータル15件前後で推移しているようです。2017年は、本則市場で6件、合計13件という数値が、IPOガイドブックのような本には載っていました。

前置きが長くなりましたが、以下で具体的な上場規程の検討に入らせていただきます。

## II. 上場審査

まず、子会社上場の審査についてです。

### 1. 規定・審査基準・審査資料等

#### (1) 新規上場に関する諸規則

一般的に、新規上場に関する諸規則としては、上場規程・規程施行規則・上場審査等に関するガイドライン（以下「審査GL」という）があります。証券六法にも載っていますので、御覧いただければと思います。

以下では、国内会社の東証市場第一部上場を念頭に上場審査について説明させていただければと思います。

#### (2) 審査基準

上場申請に当たって求められる形式要件（上場規程205条等）に適合していることを前提として、上場規程207条の基準に基づき実質審査が行われるということです。

上場規程207条1項は、新規上場申請者及びその企業グループに関して、①企業の継続性及び収益性、②企業経営の健全性、③企業のコーポレート・ガバナンス及び内部管理体制の有効性、④企業内容等の開示の適正性、⑤その他公益又は投資者保護の観点から東証が必要と認める事項を審査するとされています。

その具体的内容は、審査GLにより定められています（上場規程207条4項）。

#### (3) 審査資料

この審査は、新規上場申請者が提出する書類（上場規程204条参照）と「質問等」に基づきなされます（上場規程207条2項）。

##### a. 提出書類

上場規程204条1項では、「有価証券新規上場申請書」と「新規上場申請に係る宣誓書」が定められていますが、申請書の添付書類については、上場規程204条2項が規程施行規則に委任しています。

##### b. 添付書類

規程施行規則204条1項では、新規上場申請のための有価証券報告書、定款、経理規程等の諸規

程の写し、株券等の分布状況、新規上場申請者が親会社を有している場合には当該親会社等の決算の内容を記載した書面等、規程施行規則 412 条に定める支配株主等に関する事項を記載した書面（上場規程 204 条 2 項・規程施行規則 204 条 1 項 30 号）というものが規定されています。ここでは、子会社上場に特化して、特に関係しそうな書類だけを抜粋していることをお断りしておきます。

恐らく一番重要であると思われるのが、支配株主等に関する事項を記載した書面であるかと思いますが、この書面は、その名のとおり、上場後は、上場規程 411 条 1 項・規程施行規則 412 条によって、支配株主又はその他の関係会社を有する会社について毎事業年度終了後 3 か月以内に提出が義務付けられる同名の「支配株主等に関する事項を記載した書面」と同内容でありまして、その記載内容は、「親会社等の企業グループにおける位置付けその他の親会社等との関係」や「支配株主等との取引に関する事項」が含まれていますので、以下で述べます健全性審査の重要な資料になると思われます。これは、上場管理のところでも出てきますので、詳細は上場管理のところでお話ししようと思っています。

他方、支配株主を有していない新規上場申請につきましても、新規上場申請に係る株券等の上場後において支配株主を有することとなった場合には、支配株主との取引等を行う際に少数株主の保護の方策をとる旨を確約した書面の提出が求められています。

## 2. 子会社が上場する際の審査

では、実際に子会社が上場する際の上場審査はどのような観点からなされているのかということですが、子会社上場において中心的な審査項目は、健全性審査であると思われます。

### A. 健全性審査

その具体的な内容としては、上場子会社に限らない一般的な審査内容としての関連当事者取引及び役員状況、それから、特に子会社上場の場合

に特徴的な審査内容である、親会社からの独立性というものがあるかと思えます。

#### (1) 関連当事者との取引

まず、健全性審査の一般的な項目として、審査 GL II 3 (1) では、関連当事者等との間で、間接取引や無償取引等を含む取引行為その他の経営活動を通じて不当に利益を供与又は享受していないと認められること、というのがあります。この関連当事者というのは、財務諸表規則上の概念を援用して（審査 GL II 3 (1) 注 1）、親会社及びそのグループ会社が含まれますので（財務諸表等規則 8 条 17 項 1 号・3 号参照）、親会社等による取引を通じた利益の搾取がないことも一つの審査項目となっていると見ることはできるかと思えます。

もっとも、私が見た範囲では、東証が出している新規上場ガイドブックに、関連当事者との取引に関して親会社に特化したような説明などはなかったように思います（新規上場ガイドブック 57-58 頁）。

具体的な審査内容を子会社上場に特化して読み替えて示すとすれば、新規上場申請の子会社が親会社及びそのグループ会社と取引を継続する合理性及び取引価格を含めた取引条件の妥当性を有すること、親会社及びそのグループ会社が自己の利益を優先することによって新規上場子会社の企業グループの利益が不当に損なわれる状況にないこと、という観点からの審査がされているはずだということになります。

ここで、新規上場ガイドブックにおきまして、上場申請者側にとって有利な条件であったとしても、その利益を享受することで関連当事者の上場申請者への影響力が著しく高まるような場合には、不当な利益享受であるとみなすとされている点は興味深いものです。これを親子会社の文脈に引き直すとすれば、親会社による子会社利益の搾取ではなく、子会社による利益の享受と引き換えに親会社の影響力が高まる場合も警戒しているということになるかと思えます。



## （2）役員状況

新規上場申請者の役員構成に関する一般的な審査項目として、「他の会社等との役員等との兼務の状況が、当該新規上場申請者の役員として公正、忠実かつ十分な職務の執行又は有効な監査の実施を損なう状況でない」と認められること」（審査GLⅡ3(2)）というのがあります。

この点に関しまして、新規上場ガイドブックでは、子会社上場の場合には、「親会社等の役員と兼職又は親会社等から出向している取締役の合計人数が、取締役会（委員会設置会社においては各委員会を含む）の半数以上を占める場合や定款において定められた決議要件の加重により、その経営方針の決定や業務執行に当たって親会社等の影響を強く受ける形態である場合には、少数株主保護の観点から審査の進め方はより慎重なものとなるとされています（新規上場ガイドブック 58 頁）。

## （3）親会社等を有している場合の特別の審査項目

健全性の審査において、子会社上場の場合の特別な審査項目として、レジюмеに書いています a～c の観点その他の観点から親会社等からの新規上場申請者、すなわち子会社の独立性が審査されます（審査GLⅡ3(3)）。

a は、一言で言うならば、親会社等の一部門と認められる状況にないという形で、いわば構造的独立性を、b は不利益となる取引行為を強制又は誘引しないという取引条件の独立性を、c は親会社の出向者に過度に依存していないという人事的独立性を要求していると私は理解しました。

### a. 親会社等の一事業部門と認められる状況にない

新規上場ガイドブックの記載を要約しますと、親会社等の一事業部門と認められる状況か否かは、機能的独立性、取引的独立性、財務的独立性の三つの独立性が要求されているように思われます。

#### ①機能的独立性

まず、機能的独立性と私が呼ぶものです。これ

は後に述べます c の人事的独立性とも密接に関係しますが、役員との兼任、親会社からの直接の指図、あるいは親会社の同意といった形で親会社の意向が反映されると、子会社自身が独立した意思決定を行えなくなり得るのではないかという観点から、意思決定の独立性の審査と開発・販売活動等の活動の自立性を審査するものであると考えられます。とりわけ意思決定の独立性に関しては、親会社からの事業分野の調整の圧力に抗えるだけの抵抗力があるかという点に関心が向けられているように思われます。

#### ②売上依存度

親会社等に対して売上を計上している場合には、親会社等と事業活動において密接なつながりがあることが想定されることから、実際の審査においては、「申請会社が当該事業において果たしている実質的な機能等を慎重に確認したうえで、親会社等に事業上専ら依存している状況にないかどうかを判断」するのだとされています（新規上場ガイドブック 63 頁）。

要するに、親会社に対する売上が子会社に立っているときに、親会社の意向でその売上が左右されるのか、そうではなく、第三者的な顧客の意向のみで売上が左右されるのかという点が分水嶺になっていると私は読みました。

もっとも、後者の場合、第三者的な顧客の意向のみが売上を左右する場合は独立性がある、ということを行っているかのように思えるわけですが、その場合に、親会社の一事業部門とはみなされないという理由は、親会社は単なる口座というか、アカウントを貸しているみたいなものだからだということが理由付けとしてあるのだと思います。しかしながら、それでも親会社を取引として通すということにはそれなりの理由があるはずだと思います。例えば、本来親会社を通さなくても売れるものを通していただとすれば、それは親会社への利益供与のためという可能性が出てくるわけですし、親会社を通さないと売れないのだとすれば、親会社が締めつけられればもはや外部には売れな

いという話になってくるわけですから、親会社にかなりの割合の売上を立てている段階で、独立性はかなりフィクションに近いものになるのではないかと私は思いました。

### ③親会社からの借入等

親会社等からの与信を受けているような場合については、比率・金額などにおける親会社への依存度や事業活動上の重要性等を参考にして、一事業部門か否かの判定を行うということで、要するに独自の資金調達能力があるかという点が審査されていると見ることができると思われます。

この点に関しまして、企業グループ内で資金融通を行う CMS (キャッシュ・マネジメント・システム) につき、親会社の CMS に上場申請する子会社が組み込まれている場合の取扱いが問題となります。この場合、CMS を利用している会社 (貸し手、借り手) が相当数あって、「かつ当該 CMS が相当の資金規模を有しているなど、実質的に金融機関と同様の機能を果たしていると考えられる場合は、親会社等から直接借入れを行っている場合と比較すると、申請会社独自の資金調達能力を疑わせるものではないと考えられることもあ」と書いてあります (新規上場ガイドブック 64 頁)。

しかしながら、グループ内の資金プールの形態やボリュームによって子会社の資金調達能力が決定付けられるかのようなロジックは、いま一つ私には理解できないところです。

以上が親会社等の一事業部門と認められる状況にないかどうかの審査ですが、仮に一事業部門である懸念があると判定された場合には、出資の引き下げの方向性を踏まえて判断がなされるということになっています。

### b. 親会社等との取引条件の適正性

審査 GL の II 3 (3)b、通常取引条件と著しく異なる条件での取引等、当該親会社等又は当該新規上場申請者の企業グループの不利益となる取引行為を強制又は誘引していないこと、という審査項目を見たいと思います。

これは言うまでもなく、こうした取引行為によって子会社の利益が損なわれるものですし、子会社の意思に反する取引条件を親会社から強制している場合には、上場会社としての独立性が確保されているとは言えないからだと思います。

ここで留意すべきであるのは、親会社に不利な条件である場合もだめだとされている点、及び通常取引と同様の条件かどうかの確認に当たっては、他の取引との取引条件の比較ですとか、取引条件の設定方法の確認を行うとされている点です。

まず、親会社に不利な条件でもだめだとされている点につきましては、一般の審査項目である関連当事者取引の審査の場合と異なって、子会社に利益を与えることによって、かえって親会社の子会社に対する影響力が強まるといった限定は付されていません。そうすると、単純な子会社の利益の享受も基本的にだめだということになりそうです。子会社の利益のみを考えるのであれば、子会社に有利であれば目くじらを立てる必要はなさそうですが、もしかしたら、そのような親会社から子会社への利益移転という収益源には継続性がないのだといった視点から問題視しているのかもしれない。

他方、後者、他の取引条件との比較ですとか取引条件の設定方法の確認、通常取引と同様の条件かどうかの確認をするということですが、会社法的な観点からは、一般的には第三者との取引行為との比較、すなわち市場価格との比較が議論の中心にあると思います。新規上場ガイドブックでも、営業取引や資金取引等についてはその旨が示されています。

他方で、ブランド使用料などについては、市場価格を考えにくいことから、親会社等の企業グループに属する他社の取引条件との比較やブランド使用料の決定方法といった点を確認するとされています。また、それぞれの取引について過去における取引条件の推移の状況なども考慮する、ともされています (新規上場ガイドブック 64 頁)。このあたりは、市場価格以外の考慮要素も加味できることを示しているということが言えるかと思

ます。

### c. 親会社等からの出向者の受入れ

新規上場申請者の企業グループの出向者の受入れ状況が親会社等に過度に依存しておらず、継続的な経営活動を阻害するものでないと認められることにつきましては、子会社グループが親会社から独立して事業活動を行ううえで必要な人員を確保できる状況にあるかどうかを確認するとされていまして（新規上場ガイドブック 65 頁）、出向者を受け入れている場合には、出向者の配置状況等から子会社の経営の独立性が阻害されていないかを確認するとされています。

経営方針の決定や親会社等との取引に関係のある部門を管掌する役員・部門長には、基本的にはプロパーの人間を配置することが求められているということになりそうです。

なお、一般的な解説書ですので真偽のほどは分かりませんが、親会社からの役員は非常勤で2名程度までが一般的だと書かれているものもありました。

### B. 親会社等の情報開示の適正性

上場規程 207 条 1 項が定める審査基準のうち、企業内容等の開示の適正性という観点から、審査 GL II 5 (4) では、親会社が上場会社等としてディスクロージャーの義務が課されている必要があり、そうでなければ、親会社情報のうち子会社の経営に重大な影響を与えるものを投資者に対して適切に開示することに親会社等が同意していることについて書面により確認することが求められています。

もっとも、ここで書面の提出義務を負うのはあくまで申請会社、すなわち子会社であって、支配株主等、すなわち親会社ではないと思われます。ここに、取引所と上場申請者との間の上場契約による規律の限界があるように思われます。

少なくとも子会社上場の場合は、現実問題としては、親会社のイニシアチブがなければ上場は実現しないように思われますので、親会社をも上場

契約の当事者として継続的な開示義務を課することができないのかという点は、少し気になる点ではあります。

### C. 上場承認後（？）の公衆縦覧

上場規程 204 条 12 項 1 号に、コーポレート・ガバナンスに関する事項について記載した報告書を公衆縦覧に供しなさいという規定があるのですが、規定の読み方が私は少し分からなくて、恐らくはこう読むのだろうと思うのですが、本則市場へ新規上場申請を行う新規上場申請者は、東証が新規上場申請に係る株券等の上場を承認した場合には、コーポレート・ガバナンス報告書（以下「CG 報告書」という）を提出して公衆縦覧に供しなさいという規定なのだとは読みました。この読み方が正しいかどうかは、後ほど伺いできればと思います。

CG 報告書は、正式には「コーポレート・ガバナンスに関する基本的な考え方及び資本構成、企業属性その他の新規上場申請者に関する基本情報（支配株主を有する場合は、当該支配株主との取引等を行う際における少数株主の保護の方策に関する指針を含む。）」というもので、規程施行規則 211 条 4 項 6 号では、独立役員確保の状況等についての趣旨説明が定められています。

先ほど、上場申請時に提出する添付書類の一つに、支配株主等に関する事項があるのだと申し上げました。実は、その記載事項として、支配株主との取引等を行う際における少数株主保護の方策の履行状況を記載せよとされています。しかしながら、この支配株主との取引等を行う際における少数株主の保護の方策というのは、私が見る範囲では、上場承認後に提出すべきだと思われる CG 報告書の中ではじめて決められて開示される制度の建付けであるように読みました。

そうしますと、上場審査の段階でその履行を書かなければならない指針あるいは方策は、実は上場審査が通ってから決めるというように前後関係がおかしくなるのではないかというような疑問を持ちました。読み方がおかしいのかもしれませんが

が、また実際上問題になることはないと思いますけれども、ごりごりと厳密に考えていきますと、より具体的には、少数株主保護の方策あるいは指針といったものが上場審査の対象になるのか、それとも、そういった方策や指針というのは上場が承認されてからゆっくりと自主的に上場子会社が決めればよいのかという違いになって表れてくるように思われます。

私の仮説としては、私の読み方が正しいとすると、上場申請の前段階において一旦仮の指針を決めたうえで、その指針を定める方策が上場申請前の段階でどのように履行されているかを上場申請時の支配株主等に関する事項に記載して提出する。その履行状況を踏まえて、東証として指針あるいは方策について何らかの改善指導をして、その形で適切になった本決まりの指針をようやく上場承認後にCG報告書で公衆縦覧に供するというのが想定されるプロセスなのかなと思うわけですが、私の読み方がややおかしいのかもしれませんが、規定として何かそのあたりが明確になっていないような印象を受けました。

以上が、子会社が上場する際の審査についての大枠です。

### Ⅲ. 上場管理

次に、話は変わりましたが、上場されている会社が子会社である場合の上場管理の規律についてご説明したいと思います。

#### 1. 上場子会社に適用される規程類

この規律は、前述のような形で上場子会社が審査を経て上場された後に適用される規律であると同時に、従前独立した会社であったものが企業買収等により新たに親会社・支配株主を生じた場合にも適用される規律であるという点が特徴的かと思えます。

しかしながら、上場子会社固有の規定がまとも存在しているわけではありません。むしろ個別の規定のうち、支配株主の存在を前提とした規律を私なりにピックアップして、それを親子会社

関係に当てはめるという作業を以下で行っていますので、もしかすると抜け漏れ、あるいは勘違い等もあるかもしれませんが、ご容赦いただければと思います。

#### A. 独立役員等の確保

子会社であるといえども、上場会社である以上、独立役員等の確保に関する企業行動規範が問題となります。この点につきましての一般的な規律については、既に本研究会におきまして伊藤先生よりご報告されていますが、本報告では、とりわけ独立役員の期待される役割について少し問題提起をさせていただければと思います。

#### (1) 遵守すべき事項～独立役員の確保（上場規程 436 条の 2）

##### a. 規定内容

念のため独立役員の確保に関する規律の内容を確認しておきますと、上場規程 436 条の 2 第 1 項で、独立役員を 1 名以上確保しなければならないと定められていまして、ここでの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をいう、とされています。

上場管理ガイドライン（以下「上管 GL」という）というものもありまして、以下、上管 GLⅢ 5 (3) の 2 では、企業行動規範違反に対する措置のペナルティーを決める際の判断基準としていろいろと定めているわけですが、東証としては、独立性を親会社、兄弟会社からの独立も含めて考えているということになるかと思います。

##### b. 独立役員に期待される役割

独立役員の確保の目的は、一般株主の保護のためであるとされています。ここでいう一般株主とは、「独立役員に期待される役割」という上場制度整備懇談会（2010 年 3 月 31 日）の見解によりますと、株式の流通市場を通じた売買によって変動し得る株主であって、「個々の株主としては持分割合が少ないために単独では会社の経営に対する有

意な影響力を持ち得ない株主」とされていますので、上場子会社の場合には、いわゆる少数株主がここでいう一般株主に該当することになります。

そして、独立役員には、上場会社の取締役会などにおける業務執行に係る決定の局面等において一般株主の利益への配慮がなされるよう必要な意見を述べるなど、一般株主の利益保護を踏まえた具体的行動をとることが期待されているとされており、特に業務執行の決定一般について一般株主の利益への配慮のために独立役員を備えるというのが規律の目的かと思えます。

#### （2）望まれる事項～取締役である独立役員の確保等

他方、上場規程 445 条の 4 で、「望まれる事項」として、取締役である独立役員を少なくとも 1 名以上確保するよう努めなければならないとされています。ここで、少数株主保護の観点から、子会社の独立役員が取締役であるべきかどうかの問題となるように思います。

子会社の独立役員が取締役でなければ監査役ということになるわけですが、その機能の違いはどのような点にあるのか、そしてそれを踏まえてなお、東証として上場子会社の独立役員は取締役である方が望ましいと考えているのか。あるいは、もしかしたら両方必要だから上場子会社の場合はより加重された独立役員の整備が求められているのだと考えるのか、そのあたりを問い得るように思われます。

### B. 開示

#### （1）CG 報告書（上場規程 419 条）

まず、上場承認後に提出が求められている CG 報告書は、その内容に変更が生じた場合には遅滞なく報告書を提出する必要があります。

資料 4 として、実際の上場子会社の開示例である、日立製作所を親会社とする日立建機の 2019 年 7 月 1 日の CG 報告書を配付しています。

#### a. 支配株主との取引等を行う際における少数株主

#### の保護の方針に関する指針

本報告との関係で最も関係が深い記載事項は、規程施行規則 415 条 1 項 1 号に定められた、支配株主との取引等を行う際における少数株主の保護の方針に関する指針かと思えます。

会社情報適時開示ガイドブックに記載上の注意等が載っているわけですが、そこには、支配的影響力行使により少数株主が害されることを防止することを目的とした社内体制構築の方針、社内意思決定手続や外部機関の利用等について具体的に記載すべきだとされています。

また、同じく記載上の注意では、この指針においては、あるべき取引の水準についても言及することが前提とされているような記述があるわけですが、この水準というのが何を意味しているのか、いま一つ判然としません。数量的な、これぐらいの数量だったら手続をとらないといけないよというふうに書いているようにも見えますし、これぐらいの値段の水準であるべきだと考えている旨を書くというふうにも読めるということで、一体この水準というのは何なのだろうというのが、私がちょっと悩んでいたところでした。

なお、ここで記載しました指針に定められました方策の履行状況につきましては、後ほど（3）a で申し上げます支配株主等に関する事項の開示の対象となります。

#### b. 「その他コーポレート・ガバナンスに重要な影響を与える特別な事情」

さらに、記載上の注意では、CG 報告書の「その他コーポレート・ガバナンスに重要な影響を与える特別な事情」欄に、親会社を有する場合においては、その事実及び当該関係を踏まえたコーポレート・ガバナンスに関する考え方について記載すること、具体的には、当該親会社からの独立性確保に関する考え方・施策を記載することが望まれる、とされています。

#### （2）コーポレートガバナンス・コードのコンプライ・オア・エクスプレイン（上場規程 436 条の

3)

これも伊藤先生のご報告の中にありましたが、上場規程 436 条の 3 で、コーポレートガバナンス・コードの各原則を実施するか、実施しない場合にはその理由を CG 報告書において説明するものとされています。

#### a. 関係する規定

コーポレートガバナンス・コードの内容として、上場子会社に関係しそうな規定は、レジュメ 11～12 ページに、私が気づいた範囲でピックアップしています。

まず、基本原則 1 において、株主の実質的な平等性の確保がうたわれていまして、そのうえで原則 1-7 の「関連当事者間の取引」において、「上場会社はその役員や主要株主等との取引（関連当事者間の取引）を行う場合には、そうした取引が会社や株主共同の利益を害することのないよう、また、そうした懸念を惹起することのないよう、取締役会は、あらかじめ、取引の重要性やその性質に応じた適切な手続を定めてその枠組みを開示するとともに、その手続を踏まえた監視（取引の承認を含む）を行うべきである」と定められています。

立案担当者の解説では、ここでの手続としては、事前の取締役会による承認や、それだけでは適切な監視が実践できないと考える取引がある場合には、任意の諮問委員会の活用をするといった対応が述べられています（油布志行ほか「「コーポレートガバナンス・コード原案」の解説〔Ⅱ〕」（商事法務 2063 号（2015 年）54 頁））。

また、原則 4-3 では、「取締役会の役割・責務 (3)」として、「取締役会は、経営陣・支配株主等の関連当事者と会社との間に生じ得る利益相反を適切に管理すべきである」とされています。

立案担当者によりますと、前述の原則 1-7 は、この原則 4-3 の具体例であると理解されています。そうしますと、原則 4-3 は、原則 1-7 で考えた方策以外も考えよということになりそうです。

もっとも、原則 1-7 以外の方策を考えていない

場合に、原則 4-3 のエクспレインが必要なのかどうかはいま一つよく分からないところです。

それから、原則 4-7 では、「独立社外取締役の役割・責務」として、(iii)会社と経営陣・支配株主等との間の利益相反を監督すること、(iv)経営陣・支配株主から独立した立場で、少数株主をはじめとするステークホルダーの意見を取締役に適切に反映させること、が掲げられています。

コーポレートガバナンス・コード等のフォローアップ会議におきまして、(iii)と(iv)の原則が重要だというような意見書が出されています。ただ、立案当初は、(iii)や(iv)よりも先に、いわゆる助言機能に係る役割・責務が記載されていることに留意せよというような解説がありました（油布ほか・前掲 47 頁）。ここでも、前述のように、独立社外取締役とは一体どのような機能が期待されているのかという点に揺らぎがあるように見受けられます。単純な二分論で恐縮ですが、攻めのためなのか、守りのためなのかという話です。これは次の原則 4-8 でも同様かと思えます。

原則 4-8 では、独立社外取締役を少なくとも 2 名選任すべきこと。また、業種・規模・事業特性・機関設計・会社を取り巻く環境等を総合的に勘案して、少なくとも 3 分の 1 以上の独立社外取締役を選任することが必要と考える上場会社は、そのために十分な人数の独立社外取締役を選任すべきことを定めています。

この部分は、恐らく上場子会社の独立社外取締役にどのような機能を期待するかによって、2 名以上で足りるのか、3 分の 1 以上必要なのかといった点は大きく異なってくるように思われます。

以上が上場子会社に関係しそうなコーポレートガバナンス・コードの原則ですが、これらの原則の不遵守時のエクспレインは、伊藤先生のご報告にもあったかと思いますが、CG 報告書の中に記載されます。

#### b. 開示媒体・開示内容等

また、原則 1-7 は、コーポレートガバナンス・コードにおいて特定の事項を開示すべきとする原

則ですので、その枠組みの開示は必ず行わなければならないということ、それもCG報告書を使って行われるということのようです。

### （3）親会社等に係る事項の開示

#### a. 支配株主等に関する事項の開示（上場規程 411 条 1 項）

上場審査のところでも出てきました支配株主等に関する事項が、上場子会社と親会社との関係の開示を継続的に行う媒体として、重要であると考えられます。

上場後は、上場規程 411 条 1 項によりまして、支配株主等を有する上場会社は、事業年度経過後 3 か月以内に規程施行規則で定める支配株主等に関する事項を開示しなければならないとされています。

実際の具体例として、資料 5 は、日立建機が 2019 年 5 月 21 日に出しました「支配株主等に関する事項について」という書面です。

支配株主等に関する事項としての開示内容は、規程施行規則 412 条で定めています。

- ①親会社等の商号・名称、その議決権所有割合、親会社等の上場先金融商品取引所等
- ②親会社等が複数ある場合は、親会社等のうち上場会社に与える影響が最も大きいと認められる会社等
- ③非上場の親会社等が決算開示の免除の適用を受ける場合、その理由
- ④親会社等の企業グループにおける位置付けその他の親会社等との関係
- ⑤支配株主等との取引に関する事項
- ⑥支配株主との取引等を行う際における少数株主の保護の方策に関する指針に定める方策の履行状況

とりわけここで重要であると考えられるのは④、⑤、⑥かと思しますので、以下ご説明をさせていただきます。

#### ④親会社等の企業グループにおける位置付けその他の親会社等との関係

（ア）で、親会社等の企業グループにおける上場会社の位置付けについて、親会社等やそのグループ企業との取引関係や人的関係、資本関係の面などから記載せよとされています。特に役員の兼務状況、出向の受入れ状況、それから賃貸借関係等がある場合にはその状況、しかも数、金額、構成比等を用いて具体的に書くように求められています。それから、なぜそのような形態をとっているのかの理由を記載することが望まれるとされています。

（イ）で、この（ア）の記載を踏まえて、「親会社等の企業グループに属することによる事業上の制約、リスク及びメリット、また、上場会社が、親会社等やそのグループ企業との取引関係や人的関係、資本関係などの面から受ける経営・事業活動への影響等」について記載させて、（ウ）で、この

（イ）の影響があってもなお、親会社からの一定の独立性を確保していること、そのために何をしているのかということについて記載し、以上の（ア）～（ウ）を踏まえて、結論といたしますか、（エ）として、親会社等からの一定の独立性の確保の状況を理由を含めて記載せよということになっています。

もっとも、実際にここまで詳細な開示をしている上場子会社は、ちらちらと見ただけですけれども、あまりないように思われます。

ただし、親子会社間で紛争が生じた事案では、この部分の記載を非常に厚くしたという事例も見られました。

#### ⑤支配株主等との取引に関する事項

財務諸表規則と連結財務諸表規則によって、財務諸表と連結財務諸表に記載される関連当事者との取引に関する事項のうち、親会社等についての取引に関する事項を記載することになっていて、これは決算短信の注記を御覧くださいという形で参照させるだけでも構わないとされていて、比較的多くの会社がそのような形態を採って

いるかと思えます。

ただ、日立建機に関しては、まじめにどうか、改めて書いていたと思います。

#### ⑥ 支配株主との取引等を行う際における少数株主の保護の方策に関する指針に定める方策の履行状況

CG 報告書に記載した「支配株主との取引等を行う際における少数株主の保護の方策に関する指針」に定める方策の履行状況を記載するという事です。

#### b. 親会社等の年度・中間・四半期決算の内容の開示（上場規程 411 条 2 項～4 項）

上場審査のところでも述べましたが、親会社が非上場会社である場合などには、親会社の決算内容が定まったときには、上場会社は直ちにその内容を開示しなければならないということになっています。

#### C. 支配株主との取引の意見聴取（上場規程 441 条の 2）

以上が、子会社が上場している場合における親会社との関係等についての開示ですけれども、特定のイベントが生じたときに子会社として対処しなければならない事項として、上場規程 441 条の 2 において、支配株主との重要な取引等に係る遵守事項が定められています。

その内容は、支配株主を有する上場会社については、トリガーイベントが発生したときには、当該上場会社の少数株主にとって不利益なものでないことにつき、当該支配株主等の間に利害関係を有しない者による意見の入手を行うものとしています。

#### （1）具体的なイベント～軽微基準まで含めた適時開示の準用

トリガーイベントというのは、レジюмеにつらつらと書いていますが、基本的には、軽微基準までを含めた適時開示の水準が準用されているとい

うことです。

#### （2）具体的にすべき内容

トリガーイベントが生じたときに具体的に何をしなければならないかといいますと、基本的には決定に係る事項ですので、その決定が当該上場会社の少数株主にとって不利益なものでないことにつき、当該支配株主との間に利害関係を有しない者による意見の入手を行うということです。

#### a. 「少数株主との間に利害関係を有しない者」

会社情報適時開示ガイドブックによりますと、例えば買収防衛策導入会社の実務において実施されている特別委員会に相当するような第三者委員会や、支配株主と利害関係のない社外取締役又は社会監査役などが想定されているということです。

#### b. 「少数株主にとって不利益なものでないことに関する意見の入手」

同じく会社情報適時開示ガイドブックによりますと「例えば、取引等の目的、交渉過程の手続き（合併比率等に係る算定機関選定の経緯、決定プロセスにおける社外取締役又は社外監査役の関与など）、対価の公正性、上場会社の企業価値向上などの観点から総合的に検討を行ったうえで、当該決定が少数株主にとって不利益なものでないことについて言及したもの」が想定されています。

具体的には、合併等の組織再編行為は、支配株主と利害関係のない算定機関から対価の公正性等に対するいわゆるフェアネス・オピニオンを取得している場合、そのフェアネス・オピニオンで少数株主にとって不利益でないことに関して言及されているのであれば、それは意見の入手を行ったものとして取り扱うのだとされています。

また、二段階スクイーズアウトなどについては、一連の行為を一体のものとして意見の入手をすればよいとされています。

意見の入手時期につきましては、通常、重要な取引を決定する日までとされています。条件等が決まっていない場合は、後日の条件決定時に入手



すればよいけれども、適時開示でその意見が未入手である旨は開示をしなければならないとされています。

#### D. 支配株主との取引の健全性の毀損による上場廃止（上場規程 601 条 1 項 9 号の 2）

##### （1）上場廃止基準

次に、上場廃止に関する規定もあります。上場規程 601 条 1 項では、本則市場の上場内国株券等が次の各号のいずれかに該当する場合には、その上場を廃止するものとするとして、9 号の 2「支配株主との取引の健全性の毀損」として、「第三者割当により支配株主が異動した場合において、3 年以内に支配株主との取引に関する健全性が著しく毀損されていると当取引所が認めるとき」が掲げられています。

##### （2）該当性の審査

第三者割当により支配株主が異動した場合という要件に該当した上場会社については、1 年ごとに各事業年度における支配株主との取引状況等について記載した書面の提出を速やかに行わなければならないとされています。

また、支配株主との取引状況等に関して東証が必要と認めて照会を行った場合には、直ちに照会事項について正確に報告する義務があり、これらに基づいて支配株主との取引に関する健全性が著しく毀損されているかどうかの該当性を審査するとされています。

##### （3）支配株主との取引状況等に関する報告書

この審査のために提出される支配株主との取引状況等に関する報告書というのがありますが、見てみると、宛先が東証になっていますので、これは多分開示されていないのではないかと思います。その記載内容は、取引の内容と取引についての考え方・評価の 2 項目ですが、記載上の注意によりますと、具体的な取引条件及びその決定方法欄には、現在の取引条件のほか、当該取引の決裁権限と手続について具体的に記載しなければならない

とされています。

また、各取引について、取引に係る意思決定手続の正当性についての考え方、取引の合理性や取引条件の妥当性についての考え方を記載したうえで、取引の問題性についての会社の評価、問題の有無についての認識を記載するとされています。

以上が、子会社が株式を上場している場合において、当該上場子会社に適用されそうな上場規程類です。

#### 2. 上場親会社に適用される規程類

他方で、冒頭に述べましたように、親子上場が割と多いわけですが、したがって、上場子会社の親会社も上場会社として上場規程の適用があるということになります。私は日頃から親子会社関係は常に上から（親会社側から）と下から（子会社側から）の両方から見ないといけないと主張していますので、ここでも、上場親会社について、その上場子会社に関してどのような規律が適用されるのかということを示しただけ見ておきたいと思います。

##### A. 親会社の独立役員役割

まず、独立役員に関してですが、親会社も上場会社である以上、独立役員等に関する規律、独立役員確保と、それがなるべく取締役であることというのは適用されることとなります。それらの独立役員に期待される役割としての、一般株主の利益保護を踏まえた行動をとることに関して、そこでいう一般株主に子会社少数株主が含まれるかが問題となります。この点について、東証として何らかの態度を示したものはないようですが、恐らくここでの一般株主、親会社にとっての一般株主には、子会社少数株主は含まれないと断言する必要はないかもしれませんが、少なくとも念頭には置かれていないのであろうということは言えるかと思います。

##### B. 開示

続きまして、上場子会社を有する上場親会社の開示の規律についてご説明します。

## (1) CG 報告書(上場規程 419 条)

資料6で、日立建機の親会社である日立製作所の2019年6月28日のCG報告書を例として示しております。

## a. 「その他コーポレート・ガバナンスに重要な影響を与えうる特別な事情」

この報告書の基本情報、「その他コーポレート・ガバナンスに重要な影響を与えうる特別な事情」の記載上の注意では、上場子会社を有している場合については、例えば当該会社が当該子会社の独立性に関する考え方・施策等について記載することが望まれるとされています。

## b. 「内部統制システム等に関する事項」

他方で、CG報告書のIV「内部統制システム等に関する事項」の内部統制システムに関する基本的な考え方及びその整備状況の記載上の注意では、グループ会社を有している場合には、当該会社並びにその親会社及び子会社から成る企業集団における業務の適正を確保するための体制の整備について記載することが考えられるとなっています。

ここでは、上場子会社に特定して言及しているわけではありませんので、この場合に親会社のグループ内部統制システムにおいて上場子会社がどのように取り扱われるかという点は、記載事項として何も言っていないということになるのかもしれませんが。

資料6の日立製作所のCG報告書では、子会社への内部監査をするという事は言及されていますが、ここでの子会社に上場子会社が含まれるかは明らかにはなっていません。しかしながら、資料4の日立建機のCG報告書を見る限りでは、親会社からの監査を受け入れるというようなことが書かれていますので、日立製作所としては、子会社と漠と書いているけれども、実はそこには上場子会社を含んでいる場合もあるということになるかと思えます。

## (2) コーポレートガバナンス・コードのコンプライ・オア・エクスプレイン(上場規程 436 条の3)

コーポレートガバナンス・コードのコンプライ・オア・エクスプレインの規律に関して、上場子会社との関係で問題となりそうな原則としては、原則1-7と原則4-3が考えられるかと思えます。

原則1-7の関連当事者間の取引につきましては、関連当事者取引の概念自体に子会社との取引は含まないという理解が一般的なようですので、したがって、コンプライ・オア・エクスプレイン、あるいは関連当事者間取引の開示といったものに子会社との取引は含まれていないようです。

上場子会社の側であれば、前述のように事前の取締役会による承認とか任意の諮問委員会による承認をして慎重に検討するというのが具体例として挙げられているわけですけれども、親会社側には、親会社として子会社に不利益を与えることに対するチェックは期待されていないと見ることになるのかなと思えます。

それからまた、原則4-3の取締役会の役割・責務というの、先ほどお話ししたように、親会社グループ内部統制システムにおいて上場子会社をどのように取り扱うべきかという問題について、コーポレートガバナンス・コードは特に態度を表明していないということかと思えます。

## C. 不祥事予防のプリンシプル

コーポレートガバナンス・コードとは少し異なるものではありませんが、日本取引所自主規制法人が2018年3月に公表しました不祥事予防のプリンシプルというのがあります。

## (1) グループ管理関係のプリンシプル

その原則5では、グループ全体に行き渡る効率的な経営管理をなさいと書いてあって、そこに「多数のグループ会社を擁していて事業展開している上場会社においては、子会社・孫会社等をカバーするレポート・ライン(指揮命令系統を含む)が確実に機能し、監査機能が発揮される

体制を、本プリンシプルを踏まえ適正に構築することが重要である」としたうえで、「グループ会社に経営や業務運営における一定程度の独立性を許容する場合でも、コンプライアンスの方針についてはグループ全体で一貫させることが重要である」としています。

## （2）プリンシプルの性質

日本取引所自主規制法人と東証の市場とをどう位置付けるかという問題はありますけれども、この記載を見る限りでは、基本的には、JPX グループとしては、上場子会社についても最低限コンプライアンスの方針については親会社と同じものにすべきであるということは考えているのだろうと思います。

もっとも、このプリンシプルの位置付けは少し微妙な問題を含んでいます。一言で言いますと、このプリンシプルというのは、そういう規範が存在しているというよりは、これからそういった規範を存在させていこうよというような、市場運営者によるステークホルダーへの期待の働きかけを通じた市場規律の向上といったものが狙われているように思われます。そうしますと、そういったコンプライアンスの方針までグループで一貫させる、しかも上場子会社まで含むということまでは、今ある市場のルールとしては存在していないのかなと感じている次第です。

駆け足で、また雑駁な報告で大変恐縮でございますが、ご指導のほどよろしくお願いいたします。

~~~~~

【討 論】

【少数株主保護方策の策定と上場申請との関係】

○伊藤 ありがとうございます。

ご議論いただく前に、一か所、上場規程の読み方に不明な点があるとおっしゃっていたところがありましたね。レジュメの9ページ、「当該支配株主との取引等を行う際における少数株主の保護の

方策」というものは、船津先生の読みでは、上場承認後に CG 報告書を書くときにその中ではじめて正式に策定されて開示されるものなのではないかということでしたね。

○船津 そうです。

○伊藤 可能性としては、もう一つ、少数株主保護の方策というものは、上場承認前から会社が有していることが望ましい。あるいは、少なくとも上場申請時点で申請者としてそのような方策を明確にしなければいけないということを前提に、申請時からそのような方策の履行状況をチェックしようという規定であるという読みもできそうですね。

取引所から、そのあたりの理解の仕方を教えていただければと思います。

○早瀬（日本取引所自主規制法人上場審査部課長）

※ 当該回の研究会に傍聴者として出席

上場審査部の早瀬と申します。よろしくお願いいたします。今日はありがとうございます。

ご質問いただいておりました9ページのところの規則の読み方ですけれども、規則上は確かに、上場承認後に公衆縦覧される CG 報告書において少数株主の保護に関する指針を開示していただくことになっておりますが、実務上は、上場申請時に提出していただく新規上場申請に係る有価証券報告書（Ⅱの部）という資料において、CG 報告書より詳細な内容を記載いただき、審査において実態を確認させていただいております。つまり、上場審査の段階で会社の方針について確認をさせていただき、それが適切に CG 報告書に記載されているかどうかを確認させていただいているというような実務でございます。

○船津 ありがとうございます。

○伊藤 それでは、ご報告の内容についてまとめてご議論させていただければと思います。ご質問、ご意見をいただけますでしょうか。

【子会社上場による「二重の利得」の意味】

○梅本 最初に参照されました資料1と資料2ですけれども、何となくしっくり来ないところが

あります。「上場している親会社が企業グループの中核事業を担う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……」というのがいずれにも出てきますが、市場が効率的に働いていたとしたら、二重利得というのは生ずるのでしょうか。

○船津 うーん、そうですね(笑)。理論的にどうかといいますと、そうですね。ちょっと今直ちには思い浮かばないのですが。

○梅本 もちろん、市場は必ずしも効率的ではないので、利得の機会があると。それを狙って親子上場するのは望ましくないというのであれば、分からないではないです。

○船津 少なくともそれは明らかにそうなのだろうなど。ただ、それでは実際にどうなのかということは、今はやや適当に申し上げることになってしまいますけれども、もしかしたら、順番にもよったりするのかなという気はします。上場する順番ですね。親が先か、子が先かということもあるかもしれないかなという気は何となくしました。

○行澤 ですから、いわゆる利得というのは、具体的利得ということではないのですね。そうではなくて、同じ事業を2回評価してもらって市場で資金調達を有利にさせてもらうということなのでしょうね。ですが、理論的に効率的な市場を前提にすると、そういうことが起こることはないと思ひまして、親は親に対して、子は子に対しての評価が成立するはずですから、具体的な利得はないという理解でよろしいのですよね。

○梅本 同一の事業について二重に評価するのがよろしくない、これは分かるのです。ただ、かなり昔、東証も上場規程を設けてトラッキングストックというのを認めましたね。あれはまさに同一のものについて二重に評価する典型例ではないかと思うのですけれども……。

瑣末な話ですから、この程度にしておきたいと思ひます。

【親会社との取引条件の適正性】

○行澤 後の方で言われた点で、ちょっと私も分かりにくかったので説明していただきたいので

すけれども、8ページの「親会社等との取引条件の適正性」ということで、船津先生が、子会社にとって不利な状況というのはよく分かります。ただ、子会社にとって有利で親に不利なような場合でも、この適正性が確認されなければならない。なぜかということ、親に不利、子に有利な場合もいわゆる独立性に対する懸念が生じる、というご説明だったと思うのです。例えば、非常に業績の悪い子会社に有利な条件でこ入れする、あるいは救済的に一定期間取引する。そういったものをされると、親会社の独立性が侵害されると、そういうイメージなのではないでしょうか。それとも、もっと根本的な別の理由があるのでしょうか。

○船津 私がここで申し上げたのは、独立性というよりもむしろ継続性の問題でして、親会社が常に補助をするような取引をしている会社について、言ってみれば経済的な必要性がない状況でひたすら親が子に対して利益を渡しているということ自体が、継続的に期待できるような収益ではかいからではないかと。

親としては、やめようと思えばやめられる話になりますので、そういうあたりなのかなと。考えられるとすればそういうことになるのかなということ。

○行澤 そうすると、この親会社等を有している場合の特別の審査で行おうとしているのは、そういう継続性、経済合理性がない取引をやっているかどうかという、全体的には効率性もチェックするという趣旨なのではないでしょうか。

○船津 いや、健全性ですので……。

○行澤 あっ、健全であるかどうか。

○船津 健全であるかということの中に、利益の継続性というのが含まれているのではないかと。ただ、継続性は別の規定なのですよね。そこはそうなのですけれども、健全性の中にも継続的な利益の獲得というものもやはり含めて考えるべきではないかなというのが私の考え方です。

○行澤 ただ、親子会社であることの経済合理性というのはそこまで狭く捉えないといけないのか、つまり究極的には子会社の株主の利益にとつ

てそこまで狭く考えないといけないのかなという感じがして……。

確かに、子会社にとって有利な取引を継続することは親会社株主の利益に関わるような気がするのですが、それがグループ全体の経済的利益から見ても合理的であるかどうかというのは、別の問題なのかなと思ひまして。

○船津 会社法の議論として、その取引が誰かの善管注意義務違反を引き起こしますかどうかという話であれば、そういう議論はあり得ると思うのですが、ここは新規上場の話ですので、恐らく東証としては、そのような形で補助金を受けているような商品は棚には陳列しないという、そういう発想なのかなということですね。

○行澤 上場させたくない。分かりました。

○志谷 おっしゃるとおりで、要するに上場させようというときに、子会社をいわばお化粧してよくもうかっている会社ですよと一瞬見せかけて上場させるのはご遠慮いただきたいという趣旨かなというふうに思っていたのですけれど。

○行澤 なるほど、分かりました。ありがとうございます。

○伊藤 親会社等との取引条件の適正性についての審査ですけれども、表現が二つあって、著しく異なる条件で取引をされるのはいけないという表現がまずあるのですね。ところが、それを今度、通常の取引と同様の条件で取引をしなければならぬというふうに言い換えていまして、これら二つの意味は異なるようにも見えます。どちらに寄せて読む方が、東証の意図を正しくくみ取っていることになるのが気になるところです。

著しく異なるわけではない条件であれば「同様の条件」になると読めばよいのか、そうではなくて、基本的に同様の条件で取引させようというふうに東証は考えているのか。

後者であれば、子会社がグループ内で行う取引については、全てアームズレングスの取引であることを強制することになるわけで、例えばある取引は子に不利であるけれど、別の取引は親に不利であるとか、そういう関係も認めないのかという

疑問も湧いてくるわけですね。この辺はどうなのでしょうね。

○船津 私はやはり伊藤先生がおっしゃった前者の方で、多少上ぶれ、下ぶれがあるものを含めて通常の取引ということを考えているのではないかと。だから、普通のアームズレングスの関係であっても、貸し借りみたいなものはあるということと前提にすると。ただ、それが著しく異なるとなると、それはさすがにアームズレングスではやらないよねということの意味での通常の取引という言い方をしたのかなと、私は読みました。

○伊藤 なるほど。もしそう読むとすると、例えばレジュメ 8 ページに書いてある、営業取引についてはこれと比較しますとか、このあたりの基準は、最初の出発点としてこれを見るということのものだと受け取っておけばよいということでしょうか。

○船津 そこはどうなのでしょう。そこはぜひ実態をお聞きしたいと思いますけれども。

○伊藤 上場審査の際にこれを審査されるわけですから、東証として、どういうスタンスでこのあたりを審査されているのか、教えていただいた方がいかなと思うのですけれど、いかがでしょうか。

○早瀬 レジュメの 8 ページの取引条件の妥当性の考え方ですけれども、8 ページに記載していただいているところが出発点となる考え方だと思っております。当然ながら、企業の営業取引では取引先によって価格の幅があって、必ずしも一つの正しい価格というものがあるわけではないというのが通常だと思いますので、まさにレジュメの 8 ページに抜粋していただいた営業取引、資金取引、不動産取引といったところの原則的な考え方を出発点として、ある程度許容される幅になっているかを審査の中では確認させていただいているというところがございます。

その中には、ある一つの取引は非常に有利で、別の取引では非常に不利な条件であるが、トータルするとある程度バランスがとれているというような考え方も、その説明が合理的であれば、許容

できるというような考え方でやっているところですよ。

○伊藤 ありがとうございます。

あるいは、ここの親会社等との取引条件を見るという項目は、スタンドアロンではなくて、ほかの部分とも関連していると考えておけばよいのでしょうか。ここだけを見て決めるというよりは、出向者がどれだけ来ているかとか、兼任の状況はどうであるかとか、そういった人的な要素なども総合的に東証しては判断されるというふうにご考慮しておけばよいのでしょうかね。

ほかにはいかがでしょうか。

【親会社からの出向者の子会社における独立役員性】

○洲崎 人事面での独立性に関してです。6ページ一番上のところに「親会社等から出向している取締役」という表現があり、8ページでは、主として従業員のことを指しているのかと思いますが、出向者の受入れという話が出てきます。ここで言う出向とは、どういう場合を指しているのでしょうか。親会社を完全に辞めて子会社の取締役や従業員になってしまうという場合、出自は親会社だけでも、親会社とは法律上の関係は切れているというような場合は出向にはあたらないとみてよいのでしょうか。出向者というと、親会社に戻ることが前提になっているような気がします。

○船津 私もそういう語感を持っておりますが、それはいかがでしょうか(笑)。

○早瀬 おっしゃるとおり、いわゆる往復切符になっている方々のことを出向者というふうに呼んでおります。片道で既に親会社の籍を抜けて子会社に転籍されていらっしゃる方については、特段この対象には入れておりません。

○洲崎 もう一つその関係での質問ですが、親会社で取締役だったけれども、それは辞めて子会社の取締役に来たという人の独立性とか社外性に関して、そのような人はどう扱われるのですか。

○船津 独立ではないですね。

○洲崎 会社法2条15号の「就任の前10年間当該株式会社又は子会社の……」には、親会社は入っていないですね。

○志谷 現時点で既に親会社をお辞めになった方は入らないのではないですか。

○洲崎 そうすると、親会社の取締役を辞めてきた人は、独立性は満たすということではないのですかね。

○片木 隣の条項か何かで、元取締役で、取締役になる前10年間は、みたいな規定がなかったですか。

○洲崎 会社法2条15号イ・ロ・ハからすると、当該株式会社とその子会社の過去の実務取締役・従業員等はだめだけれども、親会社の過去の実務取締役・従業員等はだめとは書いてないので、親会社を辞めてくる場合は社外性は満たすような気がします。

○深津(東京証券取引所上場部調査役) ※ 当該回の研究会に傍聴者として出席

上場部の深津と申します。よろしくお願ひいたします。

まず、親会社出身者が社外取締役にになれるかという点につきましては、会社法の規定により、現在親会社の取締役、執行役及び支配人その他の使用人である方については、子会社の社外取締役にはなれません。東証ではそちらに上乘せする形で独立性基準を規定しており、具体的には上管GLにおいて、最近において、当該会社の親会社の取締役や業務執行者について独立性は認めないとしております。「最近」とは、通常「1年以内」を指すと解釈されておりますので、親会社を辞めて1年以内に子会社に来た方については、独立役員にはなれないものとしています。

○洲崎 逆にいうと、1年たっていれば、独立性は満たされるのですね。

12ページ一番下のところに、「上場子会社に(親会社からも独立した)独立取締役」と書かれているので、ここも気になったのですが、兼任はだめだけれども、1年たっていれば独立ということなのですかね。ありがとうございました。

【親会社の子会社役員選解任権と子会社役員の独立性の確保】

○片木 今のところで、独立社外取締役として、親会社の少なくとも現任の取締役とか使用人ではないことという形式的な基準では、一応資格がそういう形で定められていると思うのですが、そうは言っても、子会社の議決権の過半数を有する人が選ぶわけですので、実質的な意味での独立性の担保というのは何か考え得るのかなど。今の制度では難しいのかもしれませんが、そこが気になるところです。

先ほどもありましたけれども、実際にもめた事例を見ていましたら、社長の再任に反対したついでに、社長に賛成をした独立社外取締役も全部再任反対という形で全員交代させたと。したがって、形式的な独立性は満たしていても、親会社の意向に沿わないような独立社外取締役はまず再任しがたいという実情があるような感じがしないでもありません。

ですから、子会社の利益のために親会社との利益相反を生じさせないということが、子会社の独立社外取締役の期待される役割にはなるのでしょうか。それで親会社のやり方について異を唱える、あるいは子会社のためにあえて親会社に対して何かを言った途端に交代させられそうな感じがしないでもありません。

会社の経営者に対してきちんと物を言う場合には、指名委員会等設置会社は典型でしょうけれども、取締役の選任とかについて経営者決定・主導権を奪うような形をとって、それで独立性を担保するわけですが、現実問題として、過半数を握っている人がその人を選んでいるときに、その子会社の独立社外取締役に親会社との関係についての公正性を確保することを期待するというのは、どの程度の意味があるのかなというのも気になります。

○船津 恐らく今問題になっているのがそこなのだと思います。独立といたっても、親会社の影響力は排除できないということだとは思いますが。

ただ、問題は、といたしますか、私自身ちょっと気

なっていますのが、上場子会社でそういう問題が起きました、だから大株主が選解任権を行使してはいけませんという理屈になるのかということ、適切にケースあるいは適用範囲を区切って、そういう場合については親会社に議決権はありませんよといった影響力を排除するといったことができればいいのですが、無限定にやり出すと、本当に資本多数決を壊すことになってしまいますので、そのあたり、今の論調が果たしていいことなのかどうか。ここで書いている独立役員の役割とは何ですかということにまさに直結してくるところなのだろうなど。

ですので、親会社からの影響力を排除するような仕組みは今のところないけれども、していいかどうか自体が議論すべき内容なのだろうなどというのが私の一応の答えということになります。

○片木 決議事項に特別の利害関係があるというような言い方ができるのかどうか分からないのですが、そういう独立社外取締役の排除のモチベーションとか、そういったものを推測する限りで、明らかに不相当な決議をしたということで決議取消事由（会社法 831 条 1 項 3 号）というふうに理解するというのは、やはりちょっと無理がありますか。

○船津 私自身、特定のケースを念頭に置き過ぎていてのかもしれませんが、そういったケースで、そういうことができるとは思わないのです。

なぜかといいますと、まず政策的な問題として、議決権を行使できないとしたら、その独立社外取締役はやりたい放題やっても、誰からも解任されないのではないかというのがまずあるわけです。大株主を除いて小規模な株主ならば合理的無関心みたいな話にもなってくるかと思えますし。

もう一つは、そもそも解任すべきような非行があったかどうか自体を誰が判断するのかということが非常に難しいのではないかという気がしています……。

○片木 解任という言い方が悪くて申しわけありません。任期中の解任ではなくて、更新しない

という意味です。もちろん、解任であったとしても、別に理由は要らないわけですがけれども。

○船津　もちろん、更新でもいいのですけれども、要するにこの人を再任しないという議決権行使が不当だという評価は誰がするのかということです。もしかすると、子会社にとってよくないことをやろうとしている社長を首にした独立役員を解任するのは不当だということかもしれないですけども、本当に子会社にとってよくないことをしたかどうか自体の評価は誰がするのかということになります。

それはやはり最終的には、現行法の建付けとしては、資本多数決で決めるというのが原則であるところ、それが今まさに問題になっているわけですから、うまい解決法がないということになるわけですが、余りそちらばかり強調すると、今度は一般論としての広がりが大き過ぎるのではないかなというのが私の印象です。

【子会社における独立社外取締役の役割】

○北村　10ページの「独立役員の確保」の(2)で述べられている「子会社に独立取締役を要求することの意味は？」について確認させてください。独立役員は社外取締役又は社外監査役ですが、取締役である独立役員を1名以上確保するよう努めるとする上場規程445条の4は全ての上場会社に適用されます。そのうち上場子会社に独立社外取締役を要求することについては、意味がないのではないかなというニュアンスだったようにお聞きしました。その理由が具体的にわかりにくかったのでお伺いします。

それとの関連で、12ページの原則4-7のところでも、子会社の独立社外取締役に何が期待されるのかということに言及されたと思いますが、その内容もわかりにくかったので、教えていただければと思います。

○船津　10ページのところは少なくとも舌足らずだったなと思います。基本的には、子会社の独立性というか、親会社からの不当な干渉に対して、子会社に独立社外取締役を要求することでは対処

できないのではないかなという趣旨で書かせていただいたということです。

私の基本的な考え方は、独立社外取締役というのは、やはり経緯からすると、何よりも攻めだということなので、攻めのための独立社外取締役に對して守りまで期待をするというのはなかなか難しいのではないかな。子会社に独立社外取締役を要求することの意味は、あくまでも攻めであって、守りには余り役に立たないのではないですかということをお願いしたかったということです。すみません。

○北村　取締役は攻めだけのためにあるとは思いますが、お考えの内容は分かりました。ただ、子会社についてだけルールを変えた方がいいとか、そういう趣旨ではないのですね。

○船津　はい、そういう趣旨ではないです。

○北村　守りの部分では余り期待ができないということですね。

○船津　すみません。昨今の事件に引っ張られ過ぎまして、そちらの方ばかり考えていましたので、こういう書き方になりました。

○北村　ありがとうございます。

○志谷　ご報告の12ページのところで、先ほどお話のあった攻めか守りかという話ですけども、船津先生は、社外取締役の本来の仕事というのは攻めであるというふうにお考えであるということでした。そうすると、例えば内部統制がきちんと構築されているのかというようなチェックは、もう社外取締役はしなくてよくて、そこは監査役にお任せということになるのでしょうか。それとも、社外取締役も一応取締役会のメンバーとして、内部統制はきちんと構築されて運用されているよねということはチェックしたうえでの攻めなのか。そのあたりのご感触をお聞かせいただけたらと思いますが。

○船津　独立社外取締役は守りに役に立たないと言いつつ攻め過ぎたのかもしれない。それは余りよくないというか、表現が極端なのかもしれませんが、何と言いますか、内部統制の知見自体を果たして社外取締役がどれだけ分かるのかと、やはりその

あたりがまず一つあります。

別にいてもいいというか、いていただいて全く構わないですし、廃止すべきだというような議論ではないのですけれども、社外取締役だから飛躍的に内部統制が上がるということを言いたいのであれば、過半数にすべきだと思うのです。要するに私としては、1人、2人いることにどれだけ意味があるかということ考えたときに、助言機能を期待しているのだということ言うのであれば、1人、2人で内部統制が変わるような助言ってどれだけできるだろうなどというのがあります。大所高所からのビジネスのアイデアですとか市況とかについて助言するのであれば、1人、2人でもいいのかもしれないけれども、やや守りに近い部分については、もう少し専門性のある方がいいのかなというふうに感じています。

○志谷 私も、社外取締役が内部統制について特に知見がある人でないといけないというふうに思っているわけではありません。しかし、一応経営陣として経営に参画しているときに、内部統制がある程度きちんとなされているのかどうかということの目配りというのでしょうか、それはしたうえで行動すべきではないのかなと思ったので、少し質問させていただきました。

【支配株主・親会社の属性が上場子会社の規律に与える影響】

○白井 話が変わってしまうのですけれども、子会社上場と一言で言う場合であっても、(a)親が上場会社の場合と、(b)親が非上場会社で支配株主がいる、又はそもそも親が法人ではないような場合とで、子会社上場に関して何か問題の状況は変わってくるのだろうかという点を質問させていただければと思います。

すなわち、親会社が上場している場合には、親会社の株主構造は通常は分散しているので、そのことが何か問題の状況に違いを生むのだろうかという質問です。例えば、先ほど議論になりました8ページの「親会社等との取引条件の適正性」のところでも、船津先生がレジュメで引用されてい

る文献では、「親会社等の株主の利益が損なわれる可能性があ」ることから、上場審査基準では「通常取引と同様の条件で取引が行われることを求めている」と書かれている。こうした親にとって（有利ではなく）不利な条件というのもまた適当ではないという問題意識は、とりわけ親子上場の場合に当てはまるものかもしれないとも思われまして、(a)と(b)とで問題の状況が異なり得ることの一例と捉えることができるのかもしれない。

その上で、(a)と(b)とでもし問題の状況が多少であれ違うのだとすると、そのことは、これは船津先生にというよりも東証の方にお伺いした方が良いのかもしれませんが、上場審査や上場管理等の場面で、運用面において何か具体的な違いを生じさせるのだろうかというところをお伺いさせていただければと思います。

○船津 私は、支配株主が個人だからとか、法人だからとかという明確な色付けはできないと思うのですけれども、親会社であるということはやはり意味があることなのではないかと。

会社であるということは、それはやはり基本的には事業を営んでいるというものを前提とするかどうかだと思っていて、まさに私の研究のテーマですけれども、トータルでシナジーを發揮しなければいけないというようなことが、親会社を経営する取締役にとっては義務として課されているのではないかと考えると、より介入の度合いが強くなる可能性は高いと。

ただ、もちろん支配株主にも個人的なモチベーションでがんがん介入することはあり得るわけなので、程度の問題かもしれませんが、少なくとも法的に認識し得る違いというのは何らかの形であるのではないかと。事業を営んでいるかどうかという点で、やはり親会社は一定の留意すべき属性なのではないかというふうに思います。

○白井 ありがとうございます。

親が上場会社なのか、それとも親が非上場会社なのかということはどうでしょうか。

○船津 そこはどうなのでしょうね。ぱっと今思いついたのは、まず、親会社が非上場であって

も少数株主がいるかどうか。親会社に少数株主がいなければ、基本的には、上場子会社の支配株主が自然人である場合と同じふうに見ていいかなど。

非上場の親会社であっても少数株主がいるとなると、やはり取締役の義務というのは、その少数株主に対しても負うことになるから、グッと子会社にもプレッシャーを与えるような方向に行くのではないかなと思いましたが、上場であるかどうかという点でいくと、会社法的にはあまり関係がないのではないかなという気はしました。

○行澤 その点を私もちょっと考えたのですが、従来、親が非上場で子会社だけ上場させている場合、市場からの利益を親が吸い取る、あるいは吸収するということに対する警戒感というのが言われていたと思うのですが、その場合、むしろ親会社が上場していた方が上場規律が及ぶという考え方は、私はあり得るのかなと思います。上場規程の中でそれを区別するという規定はないのかもしれませんが、親が上場していないということは、逆によほどしっかり監視しないといけないという、そういう感触を持ったのですが、いかがでしょうか。

○船津 その点に関して私も少し考えたのですが、親会社が上場しなくてもよくて、有価証券報告書を提出しているというのでもいいし、親に重要な事項を開示させればいいのですよという形で認めているということだとすると、東証としてはそこまでのことは要求していないということなのだろうなと思いました。

ただ、親会社・支配株主の情報が開示されているということと、子会社・支配株主のいる会社の上場が認められるということは一体どこでリンクするのだろうかというのをずっと考えていたのですけれども、いま一つ思い浮かびませんでした。支配構造が開示されていたら大体どういう影響が子会社に及ぶかというのは分かるのですけれども、それ以外の必要な情報としてどういうものを探るべきなのかというのが、私自身まだいま一つ理解が及んでいないところです。

○伊藤 先ほど出てきた親会社の側が上場会社

なのか、あるいはそうでないのかというところがどのような意味を持つのかという点ですけれども、9ページの真ん中あたりでは、情報開示の点から少し検討されていたところですね。情報開示を完全にさせるとか、あるいは東証として上場会社を管理していくという面からすると、親も上場しているという状態が一番シンプルで効果的なのですね。

かつてはそのように親も上場するように運用でさせていたのを、1990年代に緩めてしまったわけですね。それがよかったのかということも、もう一回再考した方がよいのではないかと私は思います。

非上場の親会社を認めることには、それなりにメリットはあるのだろうとは思いますが。例えば、子会社が上場してくれる可能性は高まります。しかし、規律の簡便さといった便益を捨ててまで、子会社をたくさん上場させることが、ポリシーとしてよいことだったのかということも、もう一度考え直す時期に来ているようにも感じました。

【子会社の独立性が親会社のコーポレート・ガバナンスに与える影響】

○伊藤 もう一つ、最後の方の18ページあたりの親会社の側の話ですけれども、親の方のCG報告書の中に、「その他コーポレート・ガバナンスの重要な影響を与える特別な事情」として、子会社の独立性に関する考え方・施策について記載することが望まれます、とあります。ただ、私がこれを読んで思いましたのが、子会社の独立性がなぜ親の側のコーポレート・ガバナンスに重要な影響を与えるのかということです。

子会社が独立しているかどうかということが、親自身のコーポレート・ガバナンスに重要な影響を与え得るかのようにはここでは書かれていますけれども、むしろ子会社が独立していれば統制が効きにくくなるという話なのではないかと思ひまして、そうだとすると、それはむしろ内部統制の関連の事項と整理すべきなのではないかなと思ひました。

それ以外に、何か子の方の独立性が親自身のコーポレート・ガバナンスに影響を与えることについて、どういうシナリオがあり得るのか、お考えがあったら伺えればと思うのですけれども。

○船津 子の独立性が親会社のコーポレート・ガバナンスに及ぼす影響がありそうな局面ということですか。

○伊藤 ええ。

○船津 それはまさに伊藤先生がおっしゃったような形で、独立性を確保し過ぎて統制が効かなくなるということだと私も思いました。

○伊藤 そうすると、むしろそれは内部統制であるとかグループ会社全体の管理の問題なので、整理のやり方としては不正確なように思えたということですか（笑）。

○船津 基本的には、言い方は悪いですがけれども、親会社は子会社を、無視していいとか、考えなくていいという建付けで制度が組まれているのだけれども、ここに関してはなぜか、支配株主の忠実業務ではないですが、何かそういうものが課されているように見えるのかなど。とりわけ独立性に関する状況ならばまだ分かるのですが、考え方・施策と言われると、ちょっとどうなのかなというの、確かにおっしゃるとおりです。

○伊藤 親子会社でいつも根本的な問題として出てきて、船津先生も最初のご論文（『「グループ」経営の義務と責任』）のときから論じられていることかと思うのですけれども、一方で子会社の少数株主を害さないような行動を求めなければならないが、親会社やグループ全体の効率性を考えると、一体的に経営させなければいけないので、子会社への介入は認める必要がある、と。3ページにも整理されているような二つの要請は、どこまで行っても緊張関係にあって、その一つの簡単な解決方法は、全て完全子会社にすることを求めるということなのですね。

ただ、日本ではそうなっていないところが、上場子会社を含めいろいろ問題が生じてくるころなのだろうかと、いつもながら思われるところ

です。

【上場会社に親会社が生じた場合の規律のあり方】

○加藤 本日のご報告の対象ではないかもしれませんが、公開買付けなど買収者による株式取得によって上場子会社ができる場合、子会社上場審査の場合と同じような規制が存在するのでしょうか。もしかしたら東証の方にお聞きした方がいいのかもしれませんが、船津先生は、このような場合にも、子会社上場審査の場合と同じような審査が必要だとお考えでしょうか。

○船津 私が知る範囲では、16ページ、第三者割当によって支配株主が異動した場合だけチェックされるということで、買収によって上場会社に新しく親会社が登場するというような場合に何か審査があるというようには理解していません。それについてどうかということ言えば、恐らくは、私としてはやはり、入り口の段階で厳しく独立性を見ているのに、途中から親会社が生じたら、独立性などをほぼ見ない、とまでは言えなくても、やや緩めの開示等で対処しているのは、まず規制のバランスの問題としては美しくないなとは思いますが。

ただ、それを政策としてどうすべきかですが、例えば、上場規程 601 条と同じような形で支配株主が異動した場合、全般について上場廃止のチェックをする、ぐらいであればいいのかもしれないですね。著しく毀損するようなものについてはチェックするのがいいのかもしれませんが。

ただ、それではそれをどのタイミングでどのようにチェックするのか、というあたりが難しいからできていないのかなというふうに思ったのですが、そのあたり、私の今までの説明が間違っているかもしれませんので、ご訂正があれば、東証の方、よろしく願います。

○深津 船津先生のご説明のとおり、現状のルールといたしましては、上場後の M&A 等で上場子会社になった会社に対して新規上場時と同様の審査は行っていません。なお、開示規制や手続規制は共通で設けられております。

○伊藤 ご報告の中では、5ページのところで、新規上場申請の際に、支配株主がない場合にも、将来的に支配株主が出てきたときには、支配株主との取引を行う際にきちんと少数株主保護の方策をとる旨の確約はさせているのですね。後はそれがどこまで働くかということかなとも思いますね。

○船津 だから、少数株主保護の指針とかを定めるということをするのだよというのが恐らくこの確約ですので、ではその指針をどう守っていますかというところを見ると、ほぼ、開示に関しても余り詳細に書かれていないというのが現状かと思えますので、なかなかちょっと難しいなという気はします。

○片木 あまり厳しいことを言ったら、すばらしい買収防衛策になってしまうので、それはそれで困るという(笑)。むしろ公開買付けにターゲットカンパニーは同意するわけで、子会社になるけれども上場は維持されますというスタンスは、公開買付けをするときにもう表明はされていますので、その同意をする根拠として、上場子会社という形になったときに、子会社として少数株主の保護の体制を確立しますとか、こういう形でこのようにする予定ですので、例えば公開買付けに応じなかった方についても著しい不利益になるようなことはない担保できますというようなことをきちんと開示させるというのが、考え方としては一番あり得るのではないかなと思うのですけれども。

【独立役員が保護すべき「一般株主」の意義】

○若林 10ページの「独立役員等の確保」のところから出てくる概念ですけれども、「上場内国株券発行者は、一般株主保護のため……」という形になっていまして、前々から、どうして一般株主だけで投資家が含まれていないのかなということをやっと疑問に思っていました。

確かに会社の運営だけを考えますと株主なのですけれども、例えば支配株主、親会社の影響によって、投資家にとっては突然流動性が低下してしまうとか、そういうことが生じ得るのであれば、一般株主だけではなくて、投資家も入れて考えた

方がいいのではないかとこのように思っています。その点、一般株主保護ということになっているのですけれども、投資家を入れるということについて、もし先生に何かお考えがありましたら、お聞かせいただければと思います。

その点に関連して、先生は、17ページの一番下のところで「子会社少数株主は含まれるか」ということを書かれているわけですけれども、投資家の概念にすると、ここまで読み込むことは可能ではないかというふうにも思ったのですけれども、それは難しいでしょうかということでございます。よろしく願いいたします。

○船津 恐らく一般株主というのは、株式の流通市場においては売買によって変動するので、潜在的株主を含んでいるということかと私は理解しました。

では、そこで、先ほどの17ページのところで、「子会社少数株主は含まれるか」と言われると、上場親会社が問題になっているときの一般株主というのは、上場親会社の株を持っている人か、持とうと思っている人という理解を私はしました。一般株主とは広く一般投資家だということにしてしまうと、今度は恐らく独立役員は何のためにいるのだという話になってきて、ゲートキーパーとしては市場のゲートキーパーみたいな形になってしまい、ちょっと違うのかなと思っていましたので、難しいのかなと思っております。

【現行上場規制の評価と上場子会社の意義】

○若林 ありがとうございます。もう一点よろしいでしょうか。

○伊藤 お願いします。

○若林 船津先生から御覧になって、東証の親子会社の利益相反関係を規律するルールというのは、全体としてうまくいっているというふうにお思いでしょうか(笑)。

といいますのは、最初に出たトラッキングストックの話なのですけれども、結局こういうルールでいろいろと入れてやったあげく余り成功していないのだとすると、子会社上場の方法ではなくて、

むしろ子会社連動のトラッキングストックの方に誘導するような形に持っていきやり方というのもあり得るのではないかというふうに思いまして、それでトラッキングストックの方になると、結局種類株ですので、種類株の利害調整の方がいいのか、それともこういう形での利害調整の方がいいのか、どちらの方がいいのかなというちょっと素朴な疑問です。報告の対象になっていないので大変申しわけないのですが、もし何かございましたらお教えいただければと思います。すみません、よろしく願いいたします。

○船津　うまくいっているか、いっていないかというのをどのレベルで論じるかというところはあると思います。

根本から言いますと、上場子会社というのは望ましくない、と意見を表明している以上は、減らす方向で行くべきであるのに、減らしていないのだらうなという点は、やはりうまくいっていないという評価になると思います。

ただ、現状のマーケットとニーズとを踏まえて上場子会社はやはり要るのだということを前提にした場合に、現行の制度がどうかということを考えますと、後で親会社が生じたときの規律はやや足りない部分はあるのかなとは思いますが、それ以外の部分についての、少なくとも上場規程とかそういったたぐいのルールの整備自体に対しては、私は調べながらなかなかよくできているなという印象は持ちました。

ただ、問題は、その仏像の中に魂があまり入っていないくて、要は開示を全然してくれないというところが最大の問題なのではないかという気がしています。もう少し開示のペナルティーなりエンフォースなりをかなり強くしていくということで対処するような方法というのはあるのかなというふうに思いました。

それとの関係で、私は一点だけ申し上げたかったのですが、独立社外取締役への傾斜ということに関しては、私は反対でして、それはなぜかといいますと、取締役は1人、2人では何もできないと考えているからです。したがって、やる

のであれば、身分保障があって、1人で何でもできる監査役なのではないかというのが、この報告の基本スタンスの裏側にある考えです。上場子会社が日本特有の制度なのだと思えば、日本特有の制度である監査役で対処して何が悪いのだというのが、このご報告の背後にあって私が一番言いたかったことです。

種類株式と上場子会社とどちらがいいのかということに関しては、私の素朴なポリシーからしますと、両方嫌ということで(笑)、やはりきれいにして上場してほしいなど。最終的にはやはり利害調整というものが煩雑になるということや効率的な会社運営を考えれば、すっきりと1社が1種類で上場するというのが一番いいのではないかと、私個人としては思っております。

○若林　ありがとうございました。

○伊藤　それでは、時間になりましたので、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。

2019年11月22日

有価証券上場規程の具体的検討（6）

～子会社上場審査と上場子会社管理～

同志社大学 船津浩司

はじめに

I. 前提知識

1 上場子会社をめぐる取引所ルールの変遷

A. 2007年まで

- ・ 1990年まで～上場子会社に関する制度は特段設けておらず、運用で親会社を東証上場会社に限定
- ・ 1990年8月 子会社上場ルールの策定～①親会社が東証に上場していること、②主たる事業が親会社または兄弟会社の主たる事業と競合していないこと、③申請前直近3期におけるグループ外への販売比率が30%以上であること、④親子間で常勤取締役の兼任関係がなく、子会社の常勤取締役が取締役会の定足数以上を占めていること、⑤原則として親会社からの出向者がいないこと、⑥親子間に資産の賃貸借関係が原則としてないこと
- ・ 1996年1月 上場審査基準の改定～②・③・⑥の要件を廃止。代わりに、a. 親会社等又は申請会社が、申請会社又は親会社等の不利益となる取引行為を強制し、又は誘引していないこと、b. 申請会社と親会社等が、通常の取引の条件と著しく異なる条件で営業上の取引その他の取引を行っていないこと、c. 申請会社が、事実上、親会社等の一事業部門と認められる状況にないこと、が示される。上記①については、d. 店頭登録会社や有価証券報告書提出会社に拡大。
- ・ 1998年1月 上場審査基準の改定～④⑤の兼任・出向制限の要件が外される

B. 2007年以降の上場制度整備

(1) 上場制度整備懇談会中間報告（2007年3月）

「子会社上場については、新規上場審査における独立性確保の確保だけでなく、既上場会社が親会社を有することとなった場合の対応や、継続的な利益相反による弊害の防止措

置、親会社を有していることに伴うリスクの投資者への周知に向けた施策を強化すべきである。」

(2) 上場制度総合整備プログラム 2007

直ちに実施する事項：
親会社を有する会社の上場に関する東証の考え方を公表する② I 2 A

具体案を検討の上実施する事項：

- ・ 経営陣や支配株主が関わる取引について、利益相反により少数株主が損害を被ることを防止するための施策を企業行動規範に定めることを検討する～親会社を有する上場会社による、親会社などの出身ではない社外役員を選任や、支配株主との重要な取引について、社外役員により構成される特別委員会等の承認を得るなどの利益相反による弊害を防止するための措置をとること
- ・ 実質的に一体の親会社及び子会社による上場の防止に向けて、他の証券取引所と協調して検討を行う② I 2 B
- ・ 検討を継続する事項：
- ・ 親会社等を有する会社の上場審査について、審査項目、内容について再整理を行う
- ・ 上場会社が企業再編等により親会社等を有することになった場合の内部管理体制の確認制度の整備に向けた検討を行う

(3) 2008年度上場制度整備の対応について

検討を継続する事項：
・ 親会社等を有する会社の上場審査について、審査項目、内容について再整理を行う

(4) 上場制度整備の実行計画 2009年

速やかに実施する事項：
・ 親会社単体だけではなく企業グループ全体としてコーポレート・ガバナンスの充実を実現させる観点から所要の環境整備を図る～上場会社のコーポレート・ガバナンスは、上場会社の企業グループ全体として実現されるべきものであることが明確になるよう、上場会社コーポレート・ガバナンス原則の見直しを行う。

具体策の実施に向けた検討を進める事項：

- ・ 最近の子会社上場を取り巻く状況を踏まえ、あらためて子会社上場のあり方について検討する～子会社上場を有する上場会社には、当該会社が経営上の重要事項を決定する際などに、企業グループとしての説明責任を果たすよう、当該子会社の経営陣の見解を、親会社の見解とあわせて、親会社の株主に対して適切に開示するよう求める

(5)2010年上場規程の改定

- ・ 企業行動規範の「遵守すべき事項」として、有価証券上場規程の441条の2において、「支配株主との重要な取引等に係る遵守事項」が定められた。
- ・ 上場廃止基準として、支配株主との取引の健全性の毀損(規程601条1項9号の2)の追加。

2. 東京証券取引所のスタンス

A. 子会社上場一般

【資料1】東京証券取引所「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」(2007年6月25日)

- ・ 子会社上場には一定程度の意義—子会社による独自の資金調達力が高まること等を通じて子会社の特長的な成長の実現に寄与する、新たな投資物件が投資者に対して提供されるなど
- ・ 他方で、子会社上場には独自の弊害—子会社の株主の権利や利益を損なう企業行動がとられるおそれ。また、企業グループ内の会社が親会社以外の株主に対して責任を負うこととなる子会社上場は、一体的な連結経営を行ううえの阻害要因。

「子会社上場は、その国民経済上の意義及び投資者に多様な投資物件を提供するという証券取引所に期待される役割に照らして、一律的に禁止するのは適当ではない反面、投資者をはじめ多くの市場関係者にとっては必ずしも望ましい資本政策とは言い切れない」。

- ・ 新規に上場を目指す場合—子会社上場の特性を十分に考慮のうえでその方針を決定するとともに、株主の権利や利益への一層の配慮、投資者をはじめとする市場関係者に対する積極的なアカウンタビリティの遂行に努めよ
- ・ すでに上場している子会社—上記のような子会社上場の特性を十分に考慮のうえ、株主の権利や利益への一層の配慮、投資者をはじめとする市場関係者に対する積極的なアカウンタビリティの遂行に努めよ

B. 中核的な子会社の上場

【資料2】東・大・名・福・札・JASDAQ連名「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」(2007年10月29日)

- ・ 中核的な子会社の子会社上場は、証券市場において実質的には新しい投資物件であるとは言えず、また、上場している親会社が企業グループの中核事業を担う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しているもの
- ・ よって、中核的な子会社の上場については各企業グループ、子会社の事業の特性、事業規模、過去の業績の状況、将来の収益見通し等を総合的に勘案しながら、慎重に判断していく

3. 上場子会社の数

【資料3】東京証券取引所「コーポレート・ガバナンス白書2019」8-9頁
親会社を有する上場会社372社、親子上場313社

II. 上場審査

1. 規定・審査基準・審査資料等

(1)新規上場に関する諸規則

- ・ 「有価証券上場規程」
- ・ 「有価証券上場規程施行規則」
- ・ 「上場審査等に関するガイドライン」(以下「審査GL」という)

(2)審査基準

形式要件(上場規程205条等)に適合していることを前提に、規程207条の実質審査

- ①企業の継続性および収益性
 - ②企業経営の健全性
 - ③企業のコーポレート・ガバナンスおよび内部管理体制の有効性
 - ④企業内容等の開示の適正性
 - ⑤その他公益または投資者保護の観点から東証が必要と認める事項
- ～その具体的内容は審査GLにより定められている(上場規程207条4項)。

(3)審査資料

この審査は、新規上場申請者が提出する書類(上場規程204条参照)と「質問等」に基づきなされる(上場規程207条2項)。

a. 提出書類(規程204条1項)

- ・ 「有価証券新規上場申請書」
- ・ 「新規上場申請に係る宣誓書」

b. 添付書類(子会社上場に特化して抜粋)

- ・ 「新規上場申請のための有価証券報告書」(規程204条2項・施行規則204条1項4号)
- ・ 定款(同1号)

- ・ 経理規程・原価計算規程・職務権限規程・営業管理規程・株式事務取扱規程・内部情報管理規程その他これらに類する諸規則の写し (同 10 号)
- ・ 「株券等の分布状況表」 (同 21 号)
- ・ 新規上場申請者が親会社等を有している場合には、当該親会社等の事業年度決算・中間決算 (連単) の内容を記載した書面 (同 28 号)
- ・ 「〔施行規則〕第 412 条に定める支配株主等に関する事項を記載した書面」 (規程 204 条 2 項・施行規則 204 条 1 項 30 号) : 「親会社等の企業グループにおける位置付けその他の親会社等との関係」や「支配株主等との取引に関する事項」が含まれる (詳細については III B(3) 参照) ~ 上場前には記載できない項目あり? (II C 参照)
- ・ (支配株主を有していない場合) 新規上場申請に係る株券等の上場後において支配株主を有することとなった場合には、支配株主との取引等を行う際に少数株主の保護の方策をとる旨を確約した書面 (同 31 号)。

2. 子会社が上場する際の審査

A. 健全性審査

(1) 関連当事者との取引

関連当事者等との間で、取引行為 (間接的な取引行為および無償の役務の提供および亭受を含む) その他の経営活動を通じて不当に利益を供与または享受してはならないと認められること (審査 GL II 3 (1)) = この関連当事者は財務諸表規則上の概念を援用 (審査 GL II 3 (1) 注 1) → 親会社およびそのグループ会社が含まれる (財務諸表等規則 8 条 17 項 1 号・3 号参照) → 親会社による取引を通じた利益の搾取がないことも一つの審査項目? ~ ただし、新規上場ガイドブック上はもっぱら経営者やオーナー株主との取引が取り上げられているにとどまり、親会社との取引に関する説明はない。

※ 「申請会社の企業グループと関連当事者等との取引が、申請会社の企業グループにとって有利な条件であったとしても、申請会社の企業グループがその利益を享受すること、当該関連当事者等の申請会社の企業グループへの影響力が著しく高まるような場合には、不当な利益享受であるとみなす」²

(2) 役員 の 状 況

「他の会社等との役員等との兼務の状況が、当該新規上場申請者の役員として公正、忠実かつ十分な職務の執行又は有効な監査の実施を損なう状況でない」と認められること審査 GL II 3 (2) : 子会社上場の場合 (申請会社が親会社等を有している場合) 「親会社等

¹ 東京証券取引所『2019 新規上場ガイドブック 市場第一部・第二部編』(以下、「新規上場ガイドブック」として引用) 57-58 頁。
² 新規上場ガイドブック 58 頁。

の役員と兼職又は親会社等から出向している取締役の合計人数が、取締役会 (委員会設置会社においては各委員会を含む) の半数以上を占める場合や定款において定められた決議要件の加重により、その経営方針の決定や業務執行に当たって親会社等の影響を強く受ける形態である場合には、少数株主保護の観点から審査の進め方はより慎重なものとなる³。

(3) 親会社等を有している場合の特別の審査項目

親会社等からの「独立性」の審査 (審査 GL II 3 (3))。

- 新規上場申請者の企業グループの事業内容と親会社等の企業グループの事業内容の関連性、親会社等の企業グループからの事業調整の状況及びその可能性その他の事項を踏まえ、事実上、当該親会社等の一事業部門と認められる状況にないこと。
- 新規上場申請者の企業グループ又は親会社等の企業グループが、通常の取引の条件 (例えば市場の実勢価格をいう。以下同じ。) と著しく異なる条件での取引等、**当該親会社等又は当該新規上場申請者の企業グループの不利益となる取引行為を強制又は誘引していないこと。**
- 新規上場申請者の企業グループの出向者の受入れ状況が、親会社等に過度に依存しておらず、継続的な経営活動を阻害するものでない」と認められること。

a. 親会社等の一事業部門と認められる状況にない

① 機能的独立性

- ・ 申請会社の役員の親会社等の企業グループの役員との兼任の状況が、申請会社自らの意思決定を阻害するものとなっていないか
- ・ 申請会社の日常の業務運営が申請会社自らの意思決定により行われており、親会社等からの指示のみで事業活動が行われていないか
- ・ 業務上の意思決定について、事前に親会社等からの承認を求められるような規定が存在していないか
- ・ 申請会社が製品に関する市場調査、開発、企画、立案等を行うなど、独自の開発力、技術力、ノウハウ等を有しているか
- ・ 価格交渉、新規顧客開拓、既存顧客に対する販促活動、等の営業活動を自らが行っているか

※ 「親会社等の企業グループの中に、申請会社の事業内容と類似している事業を営んでいる会社が存在する場合」には、「それぞれの事業内容やその特徴 (営業地域、販売先、販売ルートなど) を踏まえたグループにおける各社の位置づけ (競合が発生している場合にはその経緯)、親会社等から独立した経営を行う理由、親会社等

³ 新規上場ガイドブック 58 頁。

による申請会社に対する事業調整の内容なども踏まえて、親会社等から不当な事業調整を受けられないだけの独立性を有しているかどうか判断する⁴。

②売上依存度

「申請会社が当該事業において果たしている実質的な機能等を慎重に確認したうえで、親会社等に事業上専ら依存している状況にないかどうかを判断」⁵。

- ・ 「たとえば、親会社等自身が最終的な受領者（ユーザー）となるサービスを親会社等の指示に従って提供することにより、親会社等に対して売上を計上している場合や、申請会社が自ら営業活動を行うことなく優先的に親会社等からの注文を得られることにより、親会社等に対して売上を計上している場合等には、親会社等の一事業部門に該当すると判断することがある」。
- ・ 「一方、親会社等に対して売上を計上している場合であっても、例えば、自社の技術やノウハウ等に基づき最終顧客に申請会社が営業活動を行っており、当該顧客との関係上、親会社等が形式的販売窓口（取引口座）となっている場合等には、親会社等の一事業部門には該当しないと判断することがある」。

◇ 「親会社等以外に対して売上を計上している場合であっても、独自の技術やノウハウ等を有していない場合や、営業活動を全般的に親会社等に依存している場合等のように、事業活動を親会社等に全般的に依存していると判断される場合には、親会社等の一事業部門に該当すると判断することがある」⁶。

③親会社からの借入等

親会社等から不動産を賃借している場合、親会社等から借入を行っている場合、外部からの借入金に親会社等からの債務保証を受けているような場合、親会社等からの受入れ出向者が存在する場合については、それぞれの関係における親会社等への依存度（比率・金額など）、事業活動上の重要性等を参考にして「一事業部門」かどうかの判定を行う⁷。

「借入金や債務保証については、申請直前事業年度の初日以降に、親会社等から直接新規の借入れを行っている場合や、外部からの借入金に新たに債務保証を受けているような場合であって、かつ、当該借入れ又は債務保証が残存している場合には、独自の資金調達能力を有していないことが想定される」ので、「『一事業部門』かどうかを慎重に確認する」⁸。

- ◇ 「親会社等が属する企業グループ内のファイナンスカンパニー（いわゆるCMS）については、当該CMSを利用している会社（貸し手、借り手）が相当数あり、かつ

⁴ 新規上場ガイドブック 62-63 頁。

⁵ 新規上場ガイドブック 63 頁。

⁶ 以上、新規上場ガイドブック 63 頁。

⁷ 新規上場ガイドブック 63 頁。

⁸ 新規上場ガイドブック 63 頁。

該CMSが相当の資金規模を有しているなど、実質的に金融機関と同様の機能を果たしていると考えられる場合は、親会社等から直接借入れを行っている場合と比較すると、申請会社独自の資金調達能力を疑わせるものではないと考えられることもある。

※一事業部門である懸念があると判断された場合～出資比率の引き下げの方向性の確認

b.親会社等との取引条件の適正性

「申請会社と親会社等との取引行為においては、第三者との取引行為と比較し、その取引条件の決定方法において恣意性が働き、通常の取引の条件と著しく異なる条件で取引が行われることも考えられ」、「そうした場合には、当該取引行為により申請会社又は親会社等の株主の利益が損なわれている可能性があり、また、申請会社の意思に反して通常の取引条件と著しく異なる条件で親会社等から取引を強制されている場合は、親会社としての独立性が確保されているとはいえない」ことから、上場審査「基準では、親会社等との取引に関して**通常の取引と同様の条件で取引が行われていることを求めている**」⁹。

「この『通常の取引と同様の条件』かどうかの確認にあたっては、**他の取引との取引条件の比較や、取引条件の設定方法の確認を行う**」

- ・ 営業取引：「他の取引先との取引条件」との比較を中心を検討
 - ・ 資金取引：「市中金利」との比較、債務保証を受けている場合には「保証料の決定方法」などについて確認
 - ・ 不動産の賃貸借取引：「近隣相場」との比較や必要に応じて「不動産鑑定評価」などを確認
 - ・ プラント使用料：「親会社等の企業グループに属する他社の取引条件」との比較や「プラント使用料の決定方法」といった点を確認
- ◇ それぞれの取引について、過去における取引条件の推移の状況なども考慮¹⁰

c.親会社等からの出向者の受入れ

「申請会社の企業グループが親会社等の企業グループから独立して事業活動を行う上で必要な人員を確保できる状況にあるかどうかを確認」¹¹

「申請会社の企業グループが親会社等の企業グループから出向者を受け入れている場合、出向者の配置状況等から申請会社の企業グループの経営の独立性が阻害されていないかを確認」。「独立性の観点で親会社等からの影響を受けやすい部門を管掌する役員及び部門長に出向者が配置されている場合などは、親会社等からの独立性の観点で問題がある」。

⁹ 新規上場ガイドブック 64 頁。

¹⁰ 新規上場ガイドブック 64 頁。

¹¹ 新規上場ガイドブック 65 頁。

Ⅲ. 上場管理

上場された会社が、子会社である場合の上場管理の規律について概観

- ・ 子会社がⅡで述べた審査を経て上場された場合
- ・ 従前独立した会社であったものが、企業買収等により新たに親会社に支配株主を生じた場合

1. 上場子会社に適用される規程類

A. 独立役員等の確保

⇒本研究会伊藤報告Ⅳ参照。

(1) 遵守すべき事項～独立役員確保 (規程 436 条の 2)

a. 規定内容

上場内国債券の発行者は、**一般株主**保護のため、独立役員を1名以上確保しなければならない(規程 436 条の 2 第1項)

独立役員＝一般株主と利益相反が生じるおそれのない…

- ・ 社外取締役＝会社法第2条第15号に規定する社外取締役であつて、会社法施行規則第2条第3項第5号に規定する社外役員に該当する者、又は
 - ・ 社外監査役＝会社法第2条第16号に規定する社外監査役であつて、会社法施行規則第2条第3項第5号に規定する社外役員に該当する者
- 上場管理ガイドライン(以下、「上管GL」という)Ⅲ5(3)の2～親会社・兄弟会社からの独立も

b. 独立役員に期待される役割

2010年3月31日上場制度整備懇談会「独立役員に期待される役割」
「独立役員には、上場会社の取締役会などにおける業務執行に係る決定の局面等において、一般株主の利益への配慮がなされるよう、必要な意見を述べるなど、一般株主の利益保護を踏まえた具体的な行動をとることが期待されている。」

一般株主＝「株式の流通市場を通じた売買によって変動し得る株主」であつて「個々の株主としては特分割合が少ないために単独では会社の経営に対する有意な影響力を持ち得ない株主」

(2) 望まれる事項～独立取締役の確保等

他方で、「望まれる事項」として、重鎮役である独立役員を少なくとも1名以上確保するよう努めなければならない(規程 445 条の 4)～子会社に**独立取締役**を要求することの意味は？

「ただし、経営方針の決定や親会社等との取引に関係のない部門を管掌する役員及び部門長に向向者が配置されているケースについては、支配力に与える影響を考慮したうえで認められるものと判断することもあ」る。

また、出向契約が解消された場合に代替要員の確保が可能であるなど、親会社等からの出向者の状況が申請会社の企業グループの事業の継続に影響を与えないことも重要。出向者が有する専門知識やノウハウに依存しており、代替性のない場合は、継続性に支障を来す可能性が高い」が、「外部登用や内部昇格等により、代替要員を確保できる見込みが確保されれば、継続性の有無に影響を与えないものと判断することもあ」る。

※親会社からの役員は、非常勤で2名程度までが一般的？

B. 親会社等の情報開示の適正性

親会社为上場会社としてディスクロージャーの義務が課されているか、そうでなければ新規上場申請者が親会社の会社情報を適切に把握することができている状況にあり、新規上場申請者が、当該会社情報のうち新規上場申請者の経営に重大な影響を与えるものを投資者に対して適切に開示することに当該親会社等が同意することについて書面により確約すること(審査GLⅡ5(4))～もつとも、ここで書面の提出義務を負うのは、あくまで申請会社であつて支配株主等ではない～上場契約による規律の限界？

C. 上場承認後(?)の公衆縦覧

本則市場へ新規上場申請を行う新規上場申請者は、当取引所が新規上場申請に係る株券等の上場承認した場合(?)には、「施行規則で定めるコーポレート・ガバナンスに関する事項について記載した報告書」(以下「CG報告書」という)を提出し公衆縦覧に供される(規程 204 条 12 項 1 号)。

記載事項

- ・ コーポレート・ガバナンスに関する基本的な考え方や資本構成、企業属性その他の新規上場申請者に関する基本情報(支配株主を有する場合は、当該支配株主との取引等を行う際における少数株主の保護の方策に関する指針を含む。) (施行規則 211 条 4 項 1 号)～「支配株主との取引等を行う際における少数株主の保護の方策」は、上場承認後に公衆縦覧されるこのCG報告書の中で初めて決められ開示される?→それ以前に(審査段階で)提出される「支配株主等に関する事項」(⇒Ⅱ1(3)b)の記載事項「支配株主との取引等を行う際における少数株主の保護の方策」の「履行状況」は、何の履行状況を指す?
- ・ 独立役員確保の状況で、親会社・主要株主出身者の明示および連言説明(同6号)

的な平等性の確保に課題や懸念が生じやすい面があることから、十分に配慮を行うべきである。」

- ・ 原則 1-7 「関連当事者間の取引」：「上場会社がその役員や主要株主等との取引（関連当事者間の取引）を行う場合には、そうした取引が会社や株主共同の利益を害することのないよう、また、そうした懸念を惹起することのないよう、取締役会は、あらかじめ、取引の重要性やその性質に応じた適切な手続を定めてその枠組みを明示するとともに、その手続を踏まえた監視（取引の承認を含む）を行うべきである。」～事前の取締役会による承認・任意の諮問委員会の活用¹⁴
- ・ 原則 4-3 「取締役会の役割・責務(3)」：「取締役会は、経営陣・支配株主等の関連当事者と会社との間に生じ得る利益相反を適切に管理すべきである。」～原則 1-7 は具体例であり¹⁵、それ以外も考えよということ？
- ・ 原則 4-7 「独立社外取締役の役割・責務」：「上場会社は、独立社外取締役には、特に以下の役割・責務を果たすことが期待されることが留意しつつ、その有効な活用を図るべきである。…(略) …(iii) 会社と経営陣・支配株主等との間の利益相反を監督すること (iv) 経営陣・支配株主から独立した立場で、少数株主をはじめとするステークホルダーの意見を取締役会に適切に反映させること」～この原則が重要であるとのフォローアップ会議意見も出されている¹⁶。ただし立案当初は、(iii)(iv)より先いわゆる助言機能に係る役割・責務が記載されていることに留意せよとの解説¹⁷。
- ・ 原則 4-8 「独立社外取締役の有効な活用」：「独立社外取締役は会社の持続的な成長と中長期的な企業価値の向上に寄与するように役割・責務を果たすべきであり、上場会社はそのような資質を十分に備えた独立社外取締役を少なくとも2名以上選任すべきである。また、業種・規模・事業特性・機関設計・会社をとりまく環境等を総合的に勘案して、少なくとも3分の1以上の独立社外取締役を選任することが必要と考える上場会社は、上記にかかわらず、十分な人数の独立社外取締役を選任すべきである」。～上場子会社に（親会社からも独立した）独立取締役は何人必要？

¹⁴ 油布志行ほか「『コーポレートガバナンス・コード原案』の解説(Ⅱ)」商事法務 2063号(2015年) 54頁。
¹⁵ 油布志行ほか「『コーポレートガバナンス・コード原案』の解説(Ⅲ)」商事法務 2064号(2015年) 41頁。
¹⁶ 「会社の持続的成長と中長期的な企業価値の向上に向けた取締役会のあり方」(スチュワードシップ・コード及びコーポレートガバナンス・コードのフォローアップ会議 意見書(2)) 7頁。
¹⁷ 油布志行ほか「『コーポレートガバナンス・コード原案』の解説(Ⅳ)」商事法務 2065号(2015年) 47頁。

B. 開示

(1)コーポレートガバナンス報告書(規程 419条)

【資料 4】日立建機 2019年7月1日のCG報告書

CG報告書の内容に変更が生じた場合には、遅滞なく変更後の報告書を提出

a. 支配株主との取引等を行う際における少数株主の保護の方針に関する指針

CG報告書の内容の中に、**少数株主保護指針**が含まれる(施行規則 415条 1項 1号)

CG報告書 I-4 「記載上の注意」

「少数株主保護の方策に関する指針については、支配株主がその影響力を利用して、支配株主【等】……を利する取引を行うことにより、会社については少数株主を害することを防止することを目的とした、社内体制構築の方針、社内意思決定手続や外部機関の利用等について具体的に記載してください。」

「指針において対象とする支配株主との取引等の水準については、基本的には支配株主との取引等の全てを念頭に置くことが望まれますが、各社の規模や体制によってはその影響度合いが異なることも想定されますので、少数株主に一定程度影響を及ぼしうる規模の支配株主との取引等に限定する趣旨から、各社にとつて適切と判断する具体的な取引の水準を指針に反映することも考えられます。この場合には、当該水準を適切と判断した理由も併せて記載してください。」¹²

指針に定める方策の履行状況については、(3)aで開示の対象

b. 「その他コーポレート・ガバナンスに重要な影響を与えうる特別な事情」

CG報告書 I-5 「記載上の注意」

「親会社……を有する場合にはその事実及び当該関係を踏まえたコーポレート・ガバナンスに対する考え方(方針)について記載してください。例えば、当該会社が、①親会社を有している場合には当該親会社からの独立性確保に関する考え方・施策等について……記載することが望まれます。」¹³

(2)ガバナンスコードのコンプライ・オア・エクスプレイン(規程 436条の3)

a. 関係する規定

- ・ 基本原則 1：「上場会社は、株主の実質的な平等性を確保すべきである。」「少数株主や外国人株主については、株主の権利の実質的な確保、権利行使に係る環境や実質

¹² 東京証券取引所『会社情報開示ガイドブック 2018年8月版』(以下、「適時開示ガイドブック」として引用) 780頁。
¹³ 適時開示ガイドブック 776頁。

- (ウ) (イ)に記載した親会社等の企業グループに属することによる事業上の制約、親会社等やそのグループ企業との取引関係や人的関係、資本関係などの面から受ける経営・事業活動への影響等がある中における、親会社等からの一定の独立性の確保に關する考え方や及びそのための施策について記載
- (ニ) (ア)～(イ)を踏まえて、親会社等からの一定の独立性の確保の状況について、理由を含めて記載²⁰

⑥支配株主等との取引に関する事項

財規 8 条の 10・連結財規 15 条の 4 の 2 の規定により財務諸表等・連結財務諸表等に記載される関連当事者との取引に関する事項のうち、親会社等・支配株主及びその近親者・同一支配株主の過半数保有会社及びその子会社との取引に関する事項（上場外国会社にあってはこれに相当する事項）を記載する～決算短信の注記を参照する旨の記載でも足り²¹。

⑥支配株主との取引等を行う際における少数株主の保護の方策に関する指針に定める方策の履行状況

CG 報告書の「支配株主との取引等を行う際における少数株主の保護の方策に関する指針」に定める方策の履行状況を記載する²²。

b 親会社等の年度・中間・四半期決算の内容の開示（規程 411 条 2-4 項）

親会社等の事業年度若しくは中間会計期間又は連結会計年度若しくは中間連結会計期間に係る決算の内容が定まったときは、上場会社は、直ちにその内容を開示しなければならぬ（2 項）。

この開示義務は、親会社が上場会社である場合は免除されるが、「上場会社が当該親会社等に関する事実等の会社情報のうち上場会社の経営に重大な影響を与えるものを投資者に対して適切に開示することを当該取引所に書面により確約」することが条件（3 項）。

C. 支配株主との取引の意見聴取（規程 441 条の 2）

企業行動規範の「遵守すべき事項」として「支配株主との重要な取引等に係る遵守事項」（規程 441 条の 2）＝「支配株主を有する上場会社は、次の各号に掲げる場合には、当該各号に規定する事項の決定が当該上場会社の少数株主にとって不利益なものでないことに關し、当該支配株主との間に利害関係を有しない者による意見の入手を行うものとする。」

²⁰ 以上、適時開示ガイドブック 516-517 頁。

²¹ 適時開示ガイドブック 517 頁。

²² 適時開示ガイドブック 517 頁。

b. 開示媒体・開示内容等

- ・ 不遵守時のエクस्पラインには、(JCG 報告書の「I コーポレートガバナンスに関する基本的な考え方や資本構成、企業属性その他の基本情報」欄が用いられる¹⁸
- ・ 「コードにおいて特定の事項を開示すべきとする原則」に該当する原則 1-7 の枠組みの開示はCG 報告書（I (2)欄）で行う¹⁹。

(3) 親会社等に係る事項の開示

a. 支配株主等に関する事項の開示（規程 411 条 1 項）

【資料 5】日立建機 2019 年 5 月 21 日「支配株主等に関する事項」
支配株主等を有する上場会社は、事業年度経過後 3 か月以内に、施行規則で定める支配株主等に関する事項を開示しなければならない。

「支配株主等に関する事項」＝①親会社等の商号・名称、その議決権所有割合、親会社等の上場先金融商品取引所等、②親会社等が複数ある場合は、親会社等のうち上場会社に与える影響が最も大きいと認められる会社等、③非上場の親会社等が決算開示の免除の適用を受ける場合、その理由、④親会社等の企業グループにおける位置付けその他の親会社等との関係、⑤支配株主等との取引に関する事項、⑥支配株主との取引等を行う際における少数株主の保護の方策に関する指針に定める方策の履行状況（施行規則 412 条）。

④親会社等の企業グループにおける位置付けその他の親会社等との関係

親会社等の企業グループにおける上場会社の位置付けや親会社等からの独立性の確保の状況等について、

- (ア) 親会社等の企業グループにおける上場会社の位置付けについて、親会社等やそのグループ企業との取引関係や人的関係、資本関係などの面から記載～特に、親会社等又はそのグループ企業との間で、役員・従業員の上場会社役員との兼務や相当数の出向者の受入れがある場合金銭等の貸借関係、保証・被保証関係等がある場合、主要な製品に係るライセンス等の供与がある場合、営業取引における依存度合いが著しく高い場合、「重要な製造設備等について賃貸借関係等がある場合など」にあっては、これらの状況（数、金額、構成比等を用いて具体的に）及びそのような形態を採っている理由を記載

- (イ) (ア)上の記載を踏まえ、「親会社等の企業グループに属することによる事業上の制約、リスク及びメリット、また、上場会社が、親会社等やそのグループ企業との取引関係や人的関係、資本関係などの面から受ける経営・事業活動への影響等」についても記載

¹⁸ 適時開示ガイドブック 779 頁。

¹⁹ 適時開示ガイドブック 777 頁。

(1) 具体的なイベント—概観基準まで含めた適時開示の準用

- a. 上場子会社自身 自身の決定事項
- ・ 第三者割当増資 (規程 402 条 1 号 a)
 - ・ 自己株式取得 (同 e)
 - ・ 株式交換、株式移転、合併、会社分割、事業の全部・一部の譲渡・譲受け (同 i~m)
 - ・ 新製品または新技術の企業化 (同 o)
 - ・ 業務上の提携または業務上の提携の解消 (同 p)
 - ・ 子会社の移動を伴う株式・持分の譲渡・取得等の子会社の異動を伴う事項 (同 q)
 - ・ 固定資産の譲渡・取得 (同 r)
 - ・ リースによる固定資産の賃貸借 (同 s)
 - ・ 新規事業の開始 (同 w)
 - ・ 株式公開買付け (同 x)
 - ・ 対抗買付けその他の有償の譲受けの要請または公開買付け等に関する意見の公表・株主に対する表示 (同 y)
 - ・ 当該上場子会社またはその子会社の役員・従業員に対するストックオプションの発行等 (同 z)
 - ・ 当該上場子会社の支配株主その他施行規則で定める (*) 者が関連する、全部取得条項付種類株式の全部の取得 (同 ap)
 - ・ 当該上場子会社の支配株主その他施行規則で定める者が関連する株式等売渡請求にかかる承認・不承認 (同 aq)
 - ・ 当該上場子会社の支配株主その他施行規則で定める者が関連する、その他投資者の投資判断に著しい影響を及ぼすもの (同 ar)
- b. 上場子会社の子会社等の決定事項
- ・ 株式交換、株式移転、合併、会社分割、事業の全部・一部の譲渡・譲受け (規程 403 条 1 号 a~e)
 - ・ 新製品又は新技術の企業化 (同 g)
 - ・ 業務上の提携又は業務上の提携の解消 (同 h)
 - ・ 孫会社の異動を伴う株式又は持分の譲渡又は取得その他の孫会社の異動を伴う事項 (同 i)
 - ・ 固定資産の譲渡又は取得 (同 j)
 - ・ リースによる固定資産の賃貸借 (同 k)
 - ・ 新たな事業の開始 (同 n)
 - ・ 公開買付け (同 o)
 - ・ 当該上場子会社の支配株主その他施行規則で定める者が関連する、投資者の投資判断に著しい影響を及ぼすもの (同 s)

(2) 具体的にすべき内容

決定が当該上場会社の少数株主にとって不利益なものでないことに関し、当該支配株主との間に利害関係を有しない者による意見の入手を行うものとする。

a. 「支配株主との間に利害関係を有しない者」

「例えば、買収防衛策導入会社の実務において実施されている特別委員会に相当するような第三者委員会や、支配株主と利害関係のない社外取締役又は社外監査役などが含まれます。」²³

b. 「少数株主にとって不利益なものでないことに関する意見の入手」

「例えば、取引等の目的、交渉過程の連続性 (合併比率等) に係る算定機関選定の経緯、決定プロセスにおける社外取締役又は社外監査役の関与など)、対価の公正性、上場会社の企業価値向上などの観点から総合的に検討を行ったうえで、当該決定が少数株主にとって不利益なものでないことについて言及したもの」

- ・ 合併等の組織再編行為は「支配株主と利害関係のない算定機関から対価の公正性等に関する評価 (いわゆる「フェアネス・オピニオン」) を取得している場合 (当該評価において、少数株主にとって不利益でないことに関し言及されている場合に限ります。) は、「意見の入手」を行ったものとして取り扱う。ただし、合併比率算定書等の取得のみでは、「意見の入手」とは認められない
- ・ 二段階スクイズアアウトなどについては、一連の行為を一体のものとして「意見の入手」をすれば良い²⁴
- ・ 「意見の入手」の時期は、通常、重要な取引等を決定する日まで。条件等が決まっていない場合は、後日の条件決定時に入手すれば良い (適時開示で未入手の開示は必要)

²⁵

D. 支配株主との取引の健全性の毀損による上場廃止 (規程 601 条 1 項 9 号の 2)

(1) 上場廃止基準

「第三者割当により支配株主が異動した場合において、3 年以内に支配株主との取引に関する健全性が著しく毀損されていると当取引所が認めるとき」(規程 601 条 1 項 9 号の 2) 施行規則 601 条 9 項

※ 「第三者割当により支配株主が異動した場合」～当該割当により支配株主が異動した場合及び当該割当により交付された募集株式等の転換又は行使により支配株主が異動する見込みがあ

²³ 適時開示ガイドブック 654 頁。
²⁴ 以上、適時開示ガイドブック 654 頁。
²⁵ 適時開示ガイドブック 655 頁。

る場合をいう。

- ※ 「3年以内」～上場会社が同列に規定する第三者割当により支配株主が異動した場合に該当した日が属する事業年度の末日から起算して3年を経過する日までの期間をいう

(2) 該当性の審査

該当した上場会社は、原則として、該当した日が属する事業年度の末日を経過した後及び当該末日の翌日から起算して1年を経過することに、各事業年度における支配株主との取引状況等について記載した書面の提出を速やかに行わなければならない(施行規則 601条9項3号)。

「投資者保護の観点から必要かつ適当と認める」ときに、「施行規則 601条9項3号に規定する支配株主との取引の合理性、取引条件の妥当性その他の事情を総合的に勘案して」審査を行う(上管 GLIV 2)

(3) 支配株主との取引状況等に関する報告書

上記(2)の審査のために提出される支配株主との取引状況等に関する報告書の記載内容は、取引の内容と取引についての考え方・評価の2項目。

- ・ 総額 100万円以上は全て報告対象。(記載上の注意 3)
- ・ 「具体的な取引条件及びその決定方法」欄には、現在の取引条件のほか、当該取引の決権限度及び手続きについて具体的に記載(記載上の注意 5)。
- ・ 各取引について、取引に係る意思決定手続の正当性についての考え方、取引の合理性や取引条件の妥当性についての考え方を記載したうえで、取引の問題性についての会社の評価(問題の有無についての認識)を記載(記載上の注意 7)。
- ・ 当該報告内容に関して虚偽の記載や重要な内容の欠けが判明した場合は、上場規程違反となるおそれがあるため留意すること(記載上の注意 8)²⁶。

2. 上場親会社に適用される規程類

親子上場が原則(II 1 D 参照)だとすると、上場親会社にも上場規程の適用があることになる。

A. 親会社の独立役員への役割

親会社の独立役員も「一般株主の利益保護を踏まえた行動をとること」が期待される～ここにいう「一般株主」に子会社少数株主は含まれるか?

B. 開示

(1) コーポレートガバナンス報告書(規程 419 条)

【資料 6】日立製作所 2019 年 6 月 28 日 CG 報告書

- a. 「その他コーポレート・ガバナンスに重要な影響を与えうる特別な事情」

CG 報告書 I-5 「記載上の注意」

「当該会社が、……②上場子会社を有している場合には当該子会社の独立性に関する考え方・施策等について、記載することが望まれます。」

- b. 「内部統制システム等に関する事項」

CG 報告書 IV-1 「内部統制システムの整備状況」記載上の注意²⁷

「グループ会社を有している場合には、当該会社並びにその親会社及び子会社から成る企業集団における業務の適正を確保するための体制の整備状況について記載することが求められます。」～必要的記載事項ではないが、上場子会社にも言及すべきか?

(2) ガバナンスコードのコンプライ・オア・エクスプレイン(規程 436 条の 3)

- ・ 原則 1-7 「関連当事者間の取引」：子会社との取引は含まないという理解～親会社側には子会社に不利益を与えることに対するチェックは期待されていない?
- ・ 原則 4-3 「取締役会の役割・責務(3)」：「取締役会は、適時かつ正確な情報開示が行われるよう監督を行うとともに、内部統制やリスク管理体制を適切に整備すべきである。」

C. 不祥事予防のプリンシプル

(1) グループ管理関係のプリンシプル

【原則 5】グループ全体を貫く経営管理：グループ全体に行きわたる実効的な経営管理を行う。管理体制の構築に当たっては、自社グループの構造や特性に即して、各グループ会社の経営上の重要性や抱えるリスクの高低等を踏まえることが重要である。特に海外子会社や買収子会社にはその特性に応じた実効性ある経営管理が求められる。

解説：「5-1 不祥事は、グループ会社で発生したのもも含め、企業価値に基大な影響を及ぼす。多数のグループ会社を擁して事業展開している上場会社においては、子会社・孫会社等をカバーするレポーティング・ライン(指揮命令系統を含む)が確実に機能し、監査機能が発揮される体制を、本プリンシプルを踏まえ適切に構築することが重要である。

グループ会社に経営や業務運営における一定程度の独立性を許容する場合でも、コンプライアンスの方針についてはグループ全体で一貫させることが重要である。」

²⁷ 適時開示ガイドブック 776 頁。

²⁶ 以上、適時開示ガイドブック 744 頁。

(2) プリンシプルの性質

「本プリンシプルにおける各原則は、各上場会社において自社の実態に即して創意工夫を凝らし、より効果的な取組みを進めていただくための、プリンシプル・ベースの指針です。また、仮に本プリンシプルの充足度が低い場合であっても、上場規則等の根拠なしに当法人が上場会社に対する不利益処分等を行うものではありません。むしろ、上場会社が自己規律を発揮していただく際の目安として活用されることを期待しています。また、上場会社に助言等を行う法律専門家や会計専門家、さらには広く株主・投資者の皆様にも共有され、企業外のステークホルダーからの規律付けが高まることも期待されます。」～市場運営(関係)者による、ステークホルダーの期待への働きかけを通じた市場規律の向上?

※本報告は、科研費(課題番号17K03490)の成果の一部である

【資料1】

東証上場第11号
平成19年6月25日

上場会社代表者 各位

株式会社東京証券取引所
代表取締役社長 斉藤 惇

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

拝啓 時下ますますご清栄のこととお慶び申し上げます。
平素は、当取引所の市場運営にご高配を賜り、厚く御礼申し上げます。
当取引所は、平成19年4月24日に当取引所が公表した「上場制度総合整備プログラム2007」の実行計画に基づき、親会社を有する会社の上場(以下「子会社上場」といいます。)に対する当取引所の考え方を下記のとおりとまとめましたので、ご通知申し上げます。

敬具

記

子会社上場は、子会社による独自の資金調達力が高まること等を通じて子会社の持続的な成長の実現に寄与する、新たな投資物件が投資者に対して提供されるなど、国民経済上の意義があります。現に、これまでの子会社上場の事例のなかにも、優良な投資物件として投資者から高い評価を受けている会社が多くつもあります。

その一方で、子会社上場には独自の弊害があることが指摘されています。例えば、親会社と子会社の他の株主の間には潜在的な利益相反の関係があると考えられますので、親会社により不利な事業調整や不利な条件による取引等を強いられる、資金需要のある親会社が子会社から調達資金を吸い上げる、上場後短期間で非公開化するなど、子会社の株主の権利や利益を損なう企業行動がとられるおそれも指摘されています。

親会社にとっても、自身の短期的な単体決算対策のための子会社上場や、上場している親会社が企業グループの中核事業を担う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事例など、その目的に関して安易であると

【資料1】

いう批判を受けるケースが見受けられます。また、本格的な連結経営が求められる昨今の経営環境においては、企業グループ内の会社が親会社以外の株主に対して責任を負うこととならざるを得ない状況は、一体的な連結経営を行ううえでは必ずしも望ましいこととはいえません。

このように、子会社上場は、その国民経済上の意義及び投資者に多様な投資物件を提供するという証券取引所に期待される役割に照らして、一律的に禁止するのは適当ではない反面、投資者をはじめ多くの市場関係者にとっては必ずしも望ましい資本政策とは言いがたいと考えます。

したがって、新規に上場を目指す子会社及びその親会社におかれましては、上記のような子会社上場の特性を十分に考慮のうえ、その方針を決定していただくとともに、株主の権利や利益への一層の配慮、投資者をはじめとする市場関係者に対する積極的なコミュニケーションの遂行に努めていただくことが望ましいと考えます。

また、親会社を有する上場会社の皆様におかれましては、上記のような子会社上場の特性を十分に考慮のうえ、株主の権利や利益への一層の配慮、投資者をはじめとする市場関係者に対する積極的なコミュニケーションの遂行に努めていただくことが望ましいと考えます。

以上

※ 「上場制度総合整備プログラム2007」の実行計画中、子会社上場の考え方に関連する部分は以下のとおりです。当該プログラムの詳細につきましては、当取引所のホームページ (<http://www.tse.or.jp/rules/seibi/2007program.pdf>) をご参照ください。

親会社等を有する上場会社への対応（第一次実施事項）
 ○親会社を有する会社の上場に関する東証の考え方を公表する。
 ・親会社を有する会社の上場は、上場制度として禁止するのとは適切ではない。
 ・しかしながら、(新規上場時から親会社を有する場合であっても、企業再編等を通じて上場後に親会社を有することになる場合であっても) 少数株主との利益相反のおそれなどの内在する弊害や問題点があること、昨今の経営環境においては上場会社には本格的な連結経営が求められていることを踏まえれば、投資者をはじめ多くの市場関係者にとっては必ずしも望ましい資本政策とは言いがたい。
 ・上記の認識を「新規上場の手引き」、「会社情報開示ガイドブック」や東証のホームページに掲載し、関係者への周知を図る。

【資料2】

東証上審第235号
 平成19年10月29日

上場会社代表者 各位

株式会社 東京証券取引所
 代表取締役社長 斉藤 惇

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

拝啓 貴社ますますご清栄のこととお喜び申し上げます。

また、平素は証券市場の運営につきまして格別のご高配を賜り、厚くお礼申し上げます。さて、当取引所は、株式会社大阪証券取引所、株式会社名古屋証券取引所、証券会員制法人福岡証券取引所、証券会員制法人札幌証券取引所及び株式会社ジャスダック証券取引所と、別紙のとおり、中核的な子会社の上場に関して考え方を共有することといたしましたので、上場会社代表者へご通知いたします。

新規に上場を目指す子会社及びその親会社におかれましては、別紙に記載されております観点を十分に考慮のうえでその方針を決定していただくようよろしくお願い申し上げます。

敬具

【資料2】

平成19年10月29日

上場会社代表者 各位

株式会社東京証券取引所
株式会社大阪証券取引所
株式会社名古屋証券取引所
証券会員制法人福岡証券取引所
証券会員制法人札幌証券取引所
株式会社ジャスダック証券取引所

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

株式会社東京証券取引所、株式会社大阪証券取引所、株式会社名古屋証券取引所、証券会員制法人福岡証券取引所、証券会員制法人札幌証券取引所及び株式会社ジャスダック証券取引所は中核的な子会社の上場に関して考え方を共有することといたしました。

昨今、親会社と実質的に一体の子会社、若しくは中核的な子会社(親会社グループの企業の価値の相当部分を占めるような子会社)の上場意向が散見されております。

このような中核的な子会社の上場は、証券市場において実質的には新しい投資物件であるとは言えず、また、上場している親会社が企業グループの中核事業を担う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しているものではないかと考えます。

このような状況から、例えば、事業ドメイン(事業目的・内容・地域等)が極めて類似している子会社や、親会社グループのビジネスモデルにおいて、非常に重要な役割を果たしている子会社、親会社グループの収益、経営資源の概ね半分を超える子会社などのいわゆる中核的な子会社の上場については各企業グループ、子会社の事業の特性、事業規模、過去の業績の状況、将来の収益見通し等を総合的に勘案しながら、慎重に判断していくことといたします。

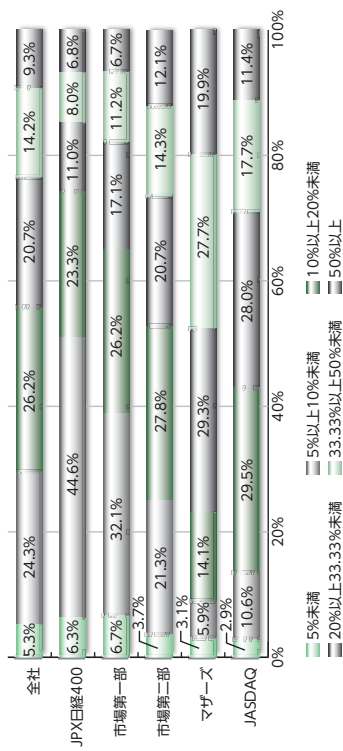
また、こういった子会社上場は、親会社と子会社の上場する証券取引所が異なるケースも想定されることから、各証券取引所が上記のような考え方を共有した上で、対応していくことが望ましいと考えられます。よって、各証券取引所間が必要に応じて情報交換を行い、各証券取引所の自主性を損なうことのない範囲で協議することといたします。

したがって、新規に上場を目指す子会社及びその親会社におかれましては、上記のような観点を中心に考慮のうえでその方針を決定していただくようよろしくお願い申し上げます。

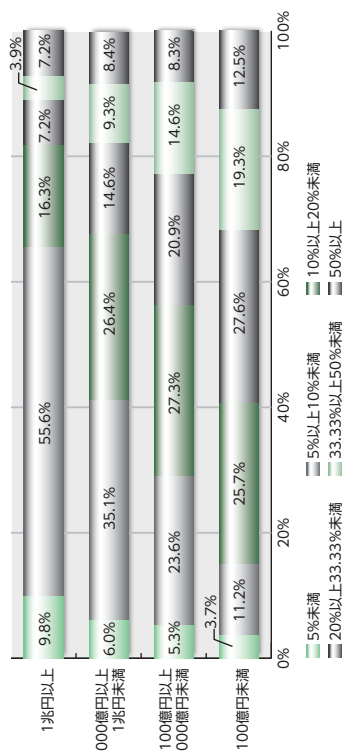
以上

【資料3】東京証券取引所「コーポレート・ガバナンス白書2019」

図表10 筆頭株主の所有比率(市場区分別)



図表11 筆頭株主の所有比率(連結売上高別)



1・9. 支配株主・親会社の有無

CG報告書では、支配株主⁷及び親会社⁸の有無について記載を要請している。支配株主とは、①親会社と、②主要株主⁹で、自己の計算により所有する議決権と近親者や自己が議決権の過半数を所有する会社などが所有する議決権とをあわせて、上場会社の議決権の過半数を占めている者とを包含する概念である。東証上場会社のうち支配株主を有する会社は629社であり、全上場会社の17.5%を占める。そのうちの372社(全社中10.4%)については親会社を有する会

7 有価証券上場規程第2条第42号の2、有価証券上場規程施行規則第3条の2。
8 財務諸表等の用語、様式及び作成方法に関する規則第8条第3項に規定する親会社をいう。
9 金融商品取引法第163条第1項。

【資料4】

コーポレートガバナンス
CORPORATE GOVERNANCE

Hitech Construction Machinery Co.,Ltd.
最終更新日:2019年7月1日
日立建機株式会社
日立建機株式会社
執行役員 平野 勇太郎
問合せ先:03-5826-8151
証券コード:6305
https://www.hitachimcm.com/global/jp/

当社のコーポレート・ガバナンスの状況は以下のとおりです。

コーポレート・ガバナンスに関する基本的な考え方や資本構成、企業属性その他の基本情報

1. 基本的な考え方

当社は、業績の向上に加え、企業が社会の一員であることを深く認識し公正かつ透明な企業行動に徹することが、コーポレート・ガバナンスの目的とすることを旨として、延いては企業価値の向上に繋がると考えています。
そのため、当社では、経営戦略を強力かつ迅速に展開できる執行体制を構築するとともに、公正で透明性の高い経営を実現するため、経営の監督機能と業務執行機能の分離によるコーポレート・ガバナンスの強化をめざし、会社法第5条第12号に定める指名委員会等設置会社の組織体制を採用しています。
また、当社が原する日立グループにおけるコーポレート・ガバナンスの基本方針として、株式会社日立製作所の日立グループ行動規範に準じて定めている当社の日立建機グループ行動規範を日立ブランド及びCSR活動の基礎として位置付け、日立グループ共通の価値観を醸成するとともに、企業が果たすべき社会的責任についての理解を共有することとしています。

コーポレート・ガバナンス・コードの各原則を実施しない理由

<指名原則2-5>
現時点において実質株主による株主総会での議決権行使の対応を行う予定はありませんが、現行の法制度及び世間動向等をふまえ、適宜検討します。

<補充原則5-1>

現在の当社の内部通報制度は、執行体制内で運営しており、外部の専門家または法務部を直接の窓口として運営する制度となっております。全ての通報内容及びその対応を取締役会及び監査委員会に報告しています。また、前記内部通報制度の運営にあたり、情報提供者の秘匿及び不利採取の禁止を含む規則を制定しています。今後、執行体制から独立した窓口の設置を検討します。

コーポレート・ガバナンス・コードの各原則に基づき開示

<原則1-4 政策保有株式>

上場株式の政策保有に関する方針及び政策保有株式の議決権行使に関する基準については、当社「コーポレートガバナンスガイドライン」第15条(上場会社株式の政策保有)において以下のとおり定められています。
https://www.hitachimcm.com/global/jp/environment-csr/csr/company-2/governance/

第15条(上場会社株式の政策保有に関する方針)

当社の政策保有株式に関する方針を以下のとおりとする。

(1) 政策保有株式の保有に関する方針

当社は、資材の安定調達や販路の強化その他中長期的に当社の企業価値向上に資すると認められる場合を除き政策保有株式を保有しないものとし、保有方針に合致しなくなった場合は、適宜売却を進め政策保有株式を縮減するものとする。

(2) 保有合理性の検証

当社は、毎年の取締役会において政策保有株式ごとに、前項に定める保有方針及び資本コストを踏まえた保有継続の合理性について具体的な検証を行い、検証の内容を開示する。

(3) 議決権行使基準

当社は、保有株式に係る議決権行使については、発行会社の持続的成長・中長期的な企業価値の向上及び当社の株主価値向上に寄与するものであるが、保有目的に照らし総合的に判断して行使する。

(4) 政策保有株主との関係

政策保有株主との取引については、経済合理性に基づき取引条件を検証のうえ取引を継続するものとし、政策保有株主から当社株式の売却の意向が示された場合は、その意向を妨げる行為を行わない。

<原則1-7 関連当事者間の取引>

取締役及び執行役員による利益相反取引及び業務取引については、毎年取締役会での事前の承認と事後の報告を明示します。当該2018年度における検証の結果、上場株式については対象対象はなく、非上場株式は露骨削減しました。その他の銘柄については保有方針を踏まえて継続保有することとしました。また、当社の政策保有株主より売却の意向を示された際には、売却の意向を妨げず買成しています。

<原則1-14 利益相反>

取締役及び執行役員は、当社の利益に反して、自身又は第三者の利益を追求してはならない、取締役会の承認を得なければ、会社法が定める利益相反取引及び業務取引を行ってはならない、前項の取締役会決議において、利害関係個人間の利害関係のほか、当社外の職業上の利害関係は、決定に加わってはならない。

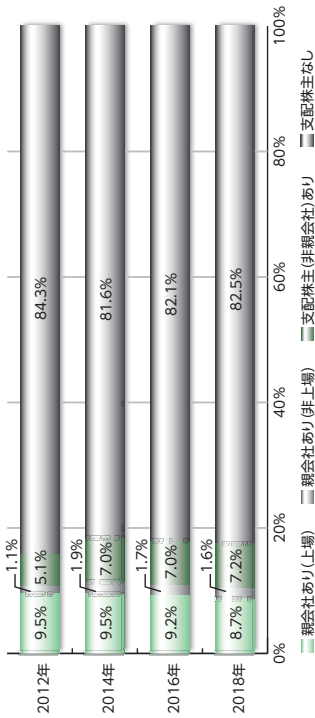
<原則2-6 企業年金のASETオナーとしての機能発揮>

【資料3】東京証券取引所「コーポレート・ガバナンス白書2019」

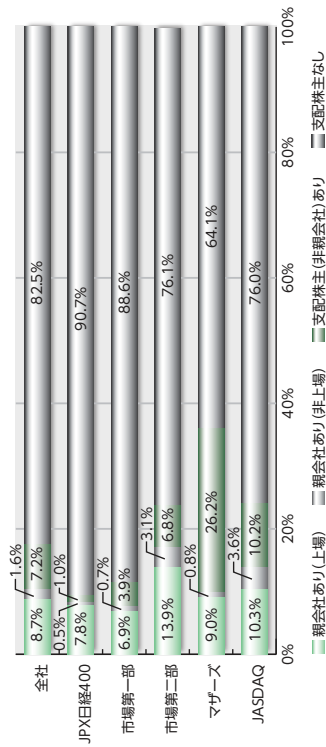
社であり、257社(同72%)については親会社以外の支配株主¹⁰⁾を有する会社である。親会社を有する会社の84.1%にあたる313社(同87%)は、親会社が上場会社である(図表12)。

市場区分別にみると、親会社を有する会社については、市場第二部(17.0%)及びJASDAQ(13.9%)、親会社以外の支配株主を有する会社については、マザーズ(26.2%)及びJASDAQ(10.2%)で比率が高くなっている(図表13)。これは、マザーズやJASDAQでは、創業者などの個人が支配株主である場合が多いことが要因であると考えられる。全上場会社に占める支配株主を有する上場会社の比率は、2013年の東証と大阪証券取引所の統合時にJASDAQ等が加わった影響で若干増加したが、その後は親会社を有する会社が減少し、親会社以外の支配株主を有する会社が増加している。(図表12)。

図表 12 支配株主・親会社の有無の推移



図表 13 支配株主・親会社の有無(市場区分別)



10 親会社以外の支配株主は、いわゆるオーナーなどの個人が一般的である。

【資料4】

保有者：野村アセットマネジメント株式会社
住所：東京都中央区日本橋一丁目12番1号
保有株券等の数：12,300,300株
保有割合：5.76%

3. 企業属性

上場取引所及び市場区分	東京 第一部
決算期	3月
業種	機械
直前事業年度末における「連結」従業員数	1000人以上
直前事業年度末における「連結」売上高	1000億円以上1兆円未満
直前事業年度末における「連結」子会社数	50社以上100社未満

4. 支配株主との取引等を行う際における少数株主の保護の方策に関する方針

当社の取締役10名のうち5名は、2019年6月24日現在において株式会社日立製作所の役員を兼任していることから、取締役会における議決の表明を通じて、当社の経営方針の決定等について影響を及ぼし得る状況にあります。しかしながら、株式会社日立製作所の役員を兼任している者は、当社の取締役会の過半数を占めるに至っており、また、株式会社東京証券取引所に対し、独立役員として届け出ている社外取締役が3名就任していることから、当社独自の経営判断を行うことができる状況にあると考えています。また、株式会社日立製作所およびそのグループ企業との取引条件は、市場価格等を参考に双方協議のうえ、合理的に決定しています。

5. その他コーポレート・ガバナンスに重要な影響を与えうる特別な事情

親会社との関係、親会社からの一定の重要な影響に関する考え方
当社は、事業運営の独立性を確保しつつ、親会社である株式会社日立製作所のグループの一員として、基本理念及びブランドを共有しており、基本的な経営方針の一体化をしています。
こうした中、日立グループに属することにより、当社は、同社及び同社グループ各社が有する研究開発力、ブランド力、その他の経営資源を有効に活用することができ、当社及び当社グループの企業価値の向上に寄与するものと考えています。

【資料4】

2018年度の取締役会及び取締役会に対するアンケート及び社外取締役に対するインタビューを実施した結果、2017年度の真面目な評価によって改善の余地があると判断された事項の一部は改善が認められましたが、取締役会の構成、取締役会またはその他の会議での中長期的な事業戦略及び企業価値向上のための議論、後継者計画に関する議論及び後継者候補を選定する機会、監査委員会の活動、運営、社外取締役の協働のための関係構築について、更なる改善の余地があることが確認され、その改善策について、取締役会で議論のうえ、より実効性を向上させるべく取り組むこととしています。
<https://www.hitachi.com/global/jp/environment/csr/company2/governance/>

<補添資料4.1.2>
取締役会に対するトレーニングの方針は、当社「コーポレート・ガバナンスガイドライン」第10条(取締役の知識習得)において以下のとおり定められています。
<https://www.hitachi.com/global/jp/environment/csr/company2/governance/>

第10条 (取締役の知識習得)
当社は、取締役に対して、就任時のオリエンテーションの他、当社取締役の職務遂行に必要な当社グループの事業その他の知識の習得のための機会を必要に応じて提供します。

<補添資料5.1 株主との建設的な対話に関する方針>
株主・投資家との対話を促進するために、IRを管理する役員の下に、専門部署として広報戦略室内にIRグループを設け、当社の経営方針や財務状況などを十分に開示した上で、企業価値向上に評価し、公正で透明性の高い情報開示に努めています。

経営戦略や業績全般に関する開示内容については、取締役・執行役員と関係部門間で事前に協議し、共有しています。IR活動を通過して把握した株主・投資家の意見等については、定期的に取締役・執行役員にフィードバックし、当社の持続的成長に向けた経営改革を進めるために活用しています。

経営方針説明会や四半期ごとの決算説明会、事業説明会を定期的に開催し、積極的な情報発信に努めており、これらの説明会における説明内容については、当社Webサイトにて掲載しています。

また、個別面談の機会も設け、国内外の株主・投資家との充実した対話に努めています。
なお、株主・投資家との対話にあたっては、インサイダー情報伝達しないよう十分に留意しています。

2. 資本構成

外国人株式保有比率	10%以上20%未満
-----------	------------

1. 株主の状況

氏名又は名称	所有株式数(株)	割合(%)
株式会社日立製作所	108,057,610	50.81
日本マスタートラスト信託銀行株式会社(信託口)	24,793,100	11.66
日本トラスティ・サービス信託銀行株式会社(信託口)	10,115,000	4.76
資産管理サービス信託銀行株式会社(証券投資信託口)	3,257,200	1.53
ゴールドマン・サックス・アランド・カンパニー・レギュリアーアカウンタント	2,846,496	1.34
日本トラスティ・サービス信託銀行株式会社(信託口9)	2,790,400	1.29
日本トラスティ・サービス信託銀行株式会社(信託口7)	1,712,700	0.81
ジェービー・モルガン・サウス・バンク 383.511)	1,639,412	0.77
ステートストリート・バンク・ウェスト・クライアアント・リサーチー 505234	1,637,905	0.77
日本トラスティ・サービス信託銀行株式会社(信託口5)	1,576,600	0.74

支配株主(親会社を除く)の有無

親会社の有無

株式会社日立製作所 (上場) 東京、名古屋 (コード) 6501

補足説明

- 表には、自己株式2,460,265株(2019年9月31日現在)を含めておりません。
- 2018年9月21日付で公衆の閲覧に提供されている大層保有報告書において、野村證券株式会社及びその共同保有者である/ムラインターナショナル・ビー・エル・シー・(NOMURA INTERNATIONAL PLC)、野村アセットマネジメント株式会社は2018年9月14日現在でそれぞれ以下の株式を所有している旨が記載されているものの、当社として2019年3月31日現在における実質的保有状況が確認できていないため、上記株主の状況には含めていません。
なお、その変更報告書の主な内容は以下のとおりです。

保有者：野村證券株式会社
住所：東京都中央区日本橋一丁目9番1号
保有株券等の数：380,088株
保有割合：0.27%

保有者：/ムラインターナショナル・ビー・エル・シー・(NOMURA INTERNATIONAL PLC)
住所：1 Angel Lane, London EC4R 3AB, United Kingdom
保有株券等の数：430,353株
保有割合：0.20%

【資料4】

平川 純子	○	○	○	○	—	—	同氏は、社外役員となること以外の方法で会社の経営に関与したことはありませんが、同氏がこれまで培ってきた法曹専門家としての豊富な経験、知識を活かし、当社の経営全般に助言いたすとともに、独立した立場から執行役等の職務の執行を監督していただくため、引き続き社外取締役候補者となりました。
-------	---	---	---	---	---	---	--

【各種委員会】

各委員会の委員構成及び議長の属性

	全委員(名)	常勤委員(名)	社内取締役(名)	社外取締役(名)	委員長(議長)
指名委員会	5	1	2	3	社内取締役
報酬委員会	3	1	1	2	社内取締役
監査委員会	5	1	2	3	社内取締役

【執行役員関係】

執行役の人数	18名
兼任状況	

氏名	代表権の有無		取締役との兼任の有無		使用人との兼任の有無
	あり	なし	指名委員	報酬委員	
平野 耕太郎	あり	あり	○	○	なし
住岡 浩二	あり	なし	×	×	なし
落合 泰志	なし	なし	×	×	なし
桂山 哲夫	なし	あり	×	×	なし
田淵 道義	なし	なし	×	×	なし
山田 清義	なし	なし	×	×	なし
池田 孝義	なし	なし	×	×	なし
石井 壮之介	なし	なし	×	×	なし
豊島 聖史	なし	あり	×	×	なし
榎本 英士	なし	なし	×	×	なし
堀田 勇輔	なし	なし	×	×	なし
角谷 守明	なし	なし	×	×	なし
先崎 正文	なし	なし	×	×	なし
中村 和則	なし	なし	×	×	なし
飯淵 雅章	なし	なし	×	×	なし
松井 英彦	なし	なし	×	×	なし
山澤 誠	なし	なし	×	×	なし
David Harvey	なし	なし	×	×	なし

【監査体制】

監査委員会の職務を補助すべき取締役及び使用人の有無	あり
---------------------------	----

当該取締役及び使用人の執行役からの独立性に関する事項

- (1) 当社の監査委員会の職務を補助すべき取締役及び使用人に関する事項
 監査委員会の職務を補助する組織として監査委員会事務局を設け、執行役の指揮命令には服さない専任の使用人を置いています。また、監査委員会事務局に所属する使用人以外に、内部監査部門及び財務・総務部門は監査委員会の職務を補助します。
 (2) 上記(1)の取締役及び使用人の執行役からの独立性並びに監査委員会の当該取締役及び使用人に対する指図の代行性の確保に関する事項
 監査委員会事務局に所属する使用人は、執行役の指揮命令には服さない監査委員会事務局員であるのとし、監査委員会は、監査委員会事務局の人事関係について事前に報告を受け、必要な場合は理由を付して人事調整執行役に対して変更を申し入れることができます。

【資料4】

II 経営上の意思決定、執行及び監督に係る経営管理組織その他のコーポレート・ガバナンス体制の状況

1. 機関構成・組織運営等に係る事項

組織形態	指名委員会等設置会社
------	------------

【取締役関係】

定款上の取締役の員数	15名
定款上の取締役の任期	1年
取締役会の議長	その他の取締役
取締役の人数	10名

【社外取締役に関する事項】

社外取締役の人数	3名
社外取締役のうち独立役員に指定されている人数	3名

【会社との関係(1)】

氏名	属性	会社との関係(※)											
		a	b	c	d	e	f	g	h	i	j	k	
奥原 一成	他の会社の出身者												
外山 晴之	他の会社の出身者												
平川 純子	弁護士												

- ※ 会社との関係についての選別項目
 ※ 本人が各項目に現在・最近において該当している場合は(△)、過去において該当している場合は(▲)
 ※ 近親者が各項目に現在・最近において該当している場合は●、過去に該当している場合は▲
 a 上場会社又はその子会社の業務執行者
 b 上場会社の親会社の業務執行者又は非業務執行取締役
 c 上場会社の兄弟会社の業務執行者
 d 上場会社を主要な取引先とする者又はその業務執行者
 e 上場会社から役員報酬(株主以外)に多額の金銭その他の財産を得ているコンサルタント、会計専門家、法律専門家
 f 上場会社の主要株主(当該主要株主が法人である場合には、当該法人の業務執行者)
 g 上場会社の取引先(a, e及びのいずれにも該当しないもの)の業務執行者(本人のみ)
 h 社外役員相互間の関係にある先の業務執行者(本人のみ)
 i 社外役員が寄附を行っている先の業務執行者(本人のみ)
 j その他
 k その他

【会社との関係(2)】

氏名	所属委員会		独立役員	適合項目に関する補足説明	選任の理由
	指名委員会	監査委員会			
奥原 一成	○	○	○	—	同氏の国際的企業の経営者としての豊富な経験、人事・労務政策に関する知識、高い見識を活かし、当社の経営全般に助言いただくこと共に、独立した立場から執行役等の職務の執行を監督していただくため、引き続き社外取締役候補者となりました。
外山 晴之	○	○	○	—	同氏がこれまで培ってきた金融・財務分野に関する豊富な経験、知識を活かし、当社の経営全般に助言いただくこと共に、独立した立場から執行役等の職務の執行を監督していただくため、引き続き社外取締役候補者となりました。

【資料4】

1. 方針の決定の方法
当社は、指名委員会等設置会社に関する会社法の規定により、報酬委員会が取締役及び執行役の個人別の報酬等の額の決定に関する方針を定めています。

2. 方針の概要
(1) 取締役及び執行役に関する事項
他社の支給水準を勘案の上、当社の業容規模・範囲、当該役員に求められる能力及び責任・リスク等を踏まえた報酬の水準を設定します。

(2) 取締役
取締役の報酬は、月俸及び期末手当からなります。

・月俸は、職務が監督機能であることに鑑み、固定金額として定め、その支給水準については、常勤・非常勤の別、基本手当、所属する委員会の委員・監事職務の内容に応じて決定します。

・期末手当は、原則として基本手当に一定の係数を乗じた額を基礎として支払うものとしますが、但し、当社の業績により減額することがあります。

なお、執行役を兼務する取締役には、取締役としての報酬は支給しません。

(3) 執行役
執行役の報酬は、月俸及び業績連動報酬からなります。

・当社の業容規模・範囲、当該役員に求められる能力・責任・リスク等を踏まえて、世間水準を基準に標準年収を設定します。

・月俸は、役員毎に基準額を設けます。

・業績連動報酬の基準額は、会長・社長は標準年収の約40%、その他執行役は標準年収の約30%とし、標準業績目標達成度合い及び担当業務における成果に応じて、一定の範囲内で決定します。

・外国人執行役の報酬水準は、人材確保の観点から各国・地域の報酬水準をベンチマークし、報酬の市場競争力も勘案して決定します。

【社外取締役のサポート体制】

(1) 取締役会資料の早期配布及び必要に応じて重要議案の内容等の事前説明を実施しています。

(2) 会社の業務運営に関する重要事項については、多面的な検討を踏まえ、慎重に決定するため担当執行役による状況の他に、執行役会や経営会議等で、審議・検討しています。社外取締役は、法務部にて管理する当該執行役会の資料について、閲覧可能であり、必要に応じて法務部より資料の説明を行います。

【代表取締役社長等を退任した者の状況】

元代表取締役社長等である相談役・顧問等の氏名等					
氏名	役職・地位	業務内容	勤務形態・条件 (常勤・非常勤、報酬の有無等)	社長等退任日	任期
元代表取締役社長等である相談役・顧問等の合計人数 5名中 0名					
その他の事項					

当社は社長経験者等に相談役を委嘱する制度がありますが、その役割は経験に基づき執行役を行うことであり、経営上の判断に影響を及ぼさずな相談役は行っておりません。

また、相談役の報酬後に名譽相談役(非常勤・無報酬・終身)を委嘱する制度がありましたが、2019年3月27日付の取締役会決議により名譽相談役制度を廃止いたしました。

2. 業務執行、監督、監査、指名、報酬決定等の機能に係る事項(現状のコーポレート・ガバナンス体制の概要)

(1) 業務執行、監督、監督の方法
取締役会の定める経営の基本方針に則り、その委任を受けて、代表執行役及び執行役が業務の執行の決定及びこれに基づく業務の執行を行っています。執行役の職務の分掌及び指揮命令関係その他の執行役の相互の関係に関する事項の決定については、取締役会が定めています。

当社は、会社の業務運営に関する重要事項については、代表執行役、執行役社長に業務執行の決定のための諮問機関として、全執行役で構成する執行役会(原則として毎月1回開催)を設置しており、業務運営に関する重要事項については、執行役会において、全執行役で構成する執行役会(原則として毎月1回開催)を設置し、執行役会を食む主要な事項については、Webを活用した会議システムを採用しています。

また、業務執行に対する監査・監督については、取締役会規則、監査委員会規則、内部監査規則に則り行われています。

(2) 取締役会及び各種委員会の構成メンバーの概要、選定方法、取締役会及び委員会の間接関係、主たる検討事項、個々の役員の出席状況、事務局等の設置状況

a. 構成メンバー選定方法・主たる検討事項と間接関係及び出席状況
取締役会指名委員会による候補者の選任に基づき株主総会で選任し、各種委員会メンバーについては取締役会で決定しています。

■取締役会
常勤社外取締役5名、取締役2名、社外取締役3名の計10名で構成されています。

経営・金融、法律等を専門とする社外取締役を含め、幅広い知識、視点から当社の経営理念、中期経営計画、連結経営計画、連結経路の方針及び事業予算等の経営の基本方針の決定のほか、四半期決算の承認や連結決算の状況等についても審議、検討しています。

2018年度の開催頻度は月1回で全て回開催し、個々の出席状況は以下のとおりです。

外山 晴之(12回/12回 出席)
外山 純子(12回/12回 出席)

【資料4】

監査委員会、会計監事人、内部監査部門の連携状況

内部監査担当部署が実施した当社及び子会社に対する内部監査の結果については、遅滞なく監査委員に報告します。

監査委員会には、常勤監査委員を置き、年間の監査方針及び監査計画に基づき、定期的に監査を行っています。

当社及び子会社の業務運営の状況を把握し、その改善を図るために、内部監査に関する規則を定め、当社及び子会社の各部署を定期的に監査する体制を構築します。

監査委員会が会計監事人を監査し、また、会計監事人の執行役からの独立性を確保するため、監査委員会の職務として、監査委員会に対する会計監事人の監査計画の承認及び監査委員会による会計監事人の報酬の相対的適正を確保します。

当社及び子会社で、財務報告へ反映されるべき事項全般につき文書化された業務プロセスの適正な実行と検証を社内又は必要に応じて外部監査者により行います。

法令遵守状況の把握及び法令違反リスクの抑止のため、監査等その他の担当部署及び子会社の担当部署による内部監査を実施し、法令遵守に関して適切な注意喚起を図るため、繰り返し担当部署の決定により各部署の委員会等を設置します。

【独立役員関係】

独立役員の数	3名
--------	----

その他独立役員に関する事項

独立役員の資格要件を満たす社外取締役は、全て独立役員として掲げています。

【インセンティブ関係】

取締役・執行役へのインセンティブ付与に関する施策の取組状況	業績連動型報酬制度の導入
-------------------------------	--------------

該当項目に関する補足説明

(1) 業績連動型報酬制度の導入について
取締役の報酬の一部に期末手当を、執行役の報酬の一部に業績連動型報酬制度を導入しており、本報告書「取締役・執行役報酬関係」のうち「報酬の額又はその算定方法の決定方針」に記載のとおり、報酬委員会において、役員報酬に係る基本方針を決定しています。

(2) ストックオプション制度について
ストックオプション制度については、取締役・執行役に対して、当社の連結業績向上に対する貢献度や士気を一層高めることを目的として、ストックオプションを付与していましたが、08年4月25日開催の報酬委員会において、ストックオプション制度の廃止を決議しました。

ストックオプションの付与対象者	個別報酬の明示はしていない
-----------------	---------------

該当項目に関する補足説明

【取締役・執行役報酬関係】

(個別)取締役報酬の「明示状況」	個別報酬の明示はしていない
------------------	---------------

(個別)執行役報酬の「明示状況」	個別報酬の明示はしていない
------------------	---------------

該当項目に関する補足説明

有価証券報告書、営業報告書(事業報告)へ記載しており、記載内容につきましては、取締役及び執行役の報酬額の総額を記載しています。

報酬の額又はその算定方法の決定方針の有無	あり
----------------------	----

報酬の額又はその算定方法の決定方針の明示内容

【資料4】

【資料4】

業務執行機能と監督機能とを分離し、迅速で責任が明確な経営を可能にすること、及び3委員会の設置により取締役会の監督機能を強化し、客観性と透明性の高い経営を実現するためです。

岡田 理(12回/2回/出席) ※2018年6月の株主総会をもって退任
石塚 達郎(12回/12回/出席)
相山 智夫(12回/12回/出席)
齊藤 裕(12回/2回/出席)
渡井 俊和(10回/10回/出席) ※2018年6月の株主総会をもって退任
住岡 浩二(11回/12回/出席) ※2018年6月の株主総会において就任
田中 幸二(10回/10回/出席) ※2018年6月の株主総会において就任
平野耕太郎(12回/12回/出席)
藤井 宏豊(12回/12回/出席)

■指名委員会

常勤社内取締役1名、取締役3名、社外取締役5名の計5名で構成されています。
取締役候補者を選任するほか、後継者の育成計画についても審議、検討しています。
2018年度は全5回開催し、個別の出席状況は以下のとおりです。

石塚 達郎(5回/5回/出席)
平野耕太郎(5回/5回/出席)
奥原 一成(5回/5回/出席)
外山 晴之(5回/5回/出席)
平川 純子(5回/5回/出席)

■報酬委員会

常勤社内取締役1名、社外取締役2名の計3名で構成されています。
執行役及び取締役の報酬の基本方針、個人別の報酬等の内容及び適正な報酬額等について審議、検討しています。
2018年度は3回開催し、個別の出席状況は以下のとおりです。

平野耕太郎(3回/3回/出席)
外山 晴之(3回/3回/出席)
平川 純子(3回/3回/出席)

■監査委員会

常勤社内取締役1名、取締役3名、社外取締役5名の計5名で構成されています。
財務・会計の状況のほか、業務執行状況を監査するため、委員会での審議に加え、国内外の拠点に往査を行っています。また、関連部署からの報告の他、執行役を含めた関係者へのインタビューなども実施し、適切な業務執行について審議、検討しています。
2018年度の監査委員会は2回開催し、その他国内外の拠点の往査も実施しました。個別の出席状況は以下のとおりです。

岡田 理(5回/5回/出席) ※2018年6月の株主総会をもって退任
櫻井 修和(16回/16回/出席) ※2018年6月の株主総会において就任
奥原 一成(21回/21回/出席)
外山 晴之(20回/21回/出席)
平川 純子(21回/21回/出席)
田中 幸二(14回/16回/出席) ※2018年6月の株主総会において就任

b. 事務局等の設置状況

監査委員会については、監査委員会事務局を設置し、専従のスタッフ1名を配置しています。

(3) 監査基準、取締役候補者の選定や報酬の内容の決定に関する一定の方針や要件

a. 監査基準
監査委員会の権限について取締役会規則に定めるとともに、監査委員会規則を定め、これに従っています。
また、内部監査の基本となる事項について、内部監査規則を定め、これに従っています。

b. 取締役候補者の選定

指名委員会については取締役会規則に定めるとともに、指名委員会規則を定め、これに従っています。

c. 報酬の内容の決定

報酬委員会については取締役会規則に定めるとともに、報酬委員会規則に定め、これに従っています。

(4) 内部監査の状況

指回会社は、内部監査を担当する部門として監査者を設置しています。監査室は、専任以下7名の専従スタッフにより構成されています。監査室は、定期的に各事業所及び各グループ会社の業務が、正確、正当かつ合理的に処理されているかどうかを監査しています。

(5) 監査委員会による監査の状況

監査委員会は、取締役会決議により選定された取締役5名(内3名は社外取締役)により構成されています。
監査委員会は、取締役会の内部機関として、取締役及び執行役の職務の執行が法令及び定款並びに株主の基本方針に適合し、効率的に行われているかを監査しています。

(6) 会計監査人の状況

前事業年度(2018年4月1日から2019年3月31日まで)の会計監査業務を執行した公認会計士は、EY新日本有限責任監査法人の業務執行社員中山清次及び田中由史並びに三木裕氏です。また、その指示により、必要に応じてEY新日本有限責任監査法人に所属する公認会計士、会計士補その他が、会計監査業務の執行を補助しました。当該会計監査業務に係る補助者は、公認会計士10名、その他2名です。

3. 現状のコーポレート・ガバナンス体制を選択している理由

【資料4】

社内規程等によりステークホルダーの立場の尊重について規定	日立建機グループ行動規範等の会社規則において、企業が社会の一員であることを認識し、公正かつ透明な企業行動に徹すると共に、環境との調和、積極的な社会貢献活動を通じ、良識ある市民として真に豊かな社会の実現に尽力する旨、国内外における株主、顧客、取引先、地域住民など広く社会の信頼を確保すべき旨等を規定しています。
環境保全活動、CSR活動等の実施	日立建機グループ全体のCSR活動については、専門部署を設け、国内外のグループ会社と定期的なコミュニケーションを通じて方向性を共有しながら、グローバルに推進することとしています。 日立建機グループは、さまざまな社内外的ステークホルダーとともにCSR重点テーマを分析を通じて社会・環境課題の解決に貢献するとともにCSR重点取組テーマを特定しました。環境保全活動を含めた具体的なCSR活動については、当ホームページに掲載しています。また、当該活動状況を確めた年次報告書である「日立建機グループCSR & Financial Report」も当ホームページに掲載しています。 環境: CSR : https://www.hitachimc.com/global/jp/environment-csr/ 社会: CSR & Financial Report : https://www.hitachimc.com/global/jp/environment-csr/csr/download/
ステークホルダーに対する情報提供に係る方針等の規定	公正で透明性の高い情報開示を行うと共に、さまざまなコミュニケーション活動を通じて、株主・投資家(他の多様なステークホルダーへの責任ある社会貢献)を基本方針とする「ディスクロージャーポリシー」を当ホームページに掲載しています。 和文URL: https://www.hitachimc.com/global/jp/ir/disclosure_policy/ 英文URL: https://www.hitachimc.com/global/investor-relations/disclosure-policy/

【資料4】

III 株主その他の利益関係者に関する施策の実施状況

1. 株主総会の活性化及び議決権行使の円滑化に向けての取組み状況

	補足説明	代弁者自身による説明の有無
株主総会招集通知の早期発送	株主の皆様への検討時間をより確保すべく早期発送を行っています。	あり
集中日を回避した株主総会の設定	より多くの株主の皆様にご出席頂く、一般的な集中日ではない日に開催するものとしています。	あり
電磁的方法による議決権の行使	2006年6月総会から、より多くの株主との意思疎通を図り、同時に定数数の確保を図る観点から採用することとしました。また、株式会社C)が運営する機関投資家向け議決権行使プラットフォームを採用しています。	あり
議決権電子行使プラットフォームへの参加その他の機関投資家の議決権行使環境向上に向けた取組み	2006年6月総会から、より多くの株主との意思疎通を図り、同時に定数数の確保を図る観点から採用することとしました。また、株式会社C)が運営する機関投資家向け議決権行使プラットフォームを採用しています。	あり
招集通知(要約)の英文での提供	2016年6月総会の招集通知より英文を作成し、和文と同時に当社のウェブサイトに掲載しています。	あり

2. IRに関する活動状況

	補足説明	代弁者自身による説明の有無
ディスクロージャーポリシーの作成・公表	当社は、「ディスクロージャーポリシー」として、情報開示の基本方針、情報開示基準、情報開示の方法、沈黙期間の設定、将来予想について定め、ホームページで公開しています。	あり
個人投資家向けに定期的説明会を開催	ランオノKKIの番組へ年間同程度、社長が出演しています。また、個々の問い合わせに対しては、その都度対応を行っています。加えて、個人株主向けの工場見学会を定期的に開催しています。	あり
アナリスト・機関投資家向けに定期的説明会を開催	四半期毎の決算発表後、当社ではアナリスト・機関投資家向けに「決算説明会」及び「セミナー・ミーティング」を開催しています。また、「中間経営計画」について年一回説明会を開催(年度決算説明会と同日)するとともに、社長・ミーティングや事業説明会、国内外の事業所見学会を定期的に実施しています。さらにIR取材の要望がある都度、個別対応しています。	あり
海外投資家向けに定期的説明会を開催	欧州・北米・アジア・韓国にて海外IRを年に複数回実施しています。なお、海外現地会社においても随時IR取材のリクエストに対応しています。	あり
IR資料のホームページ掲載	決算短信・有価証券報告書・CSR & Financial Report・10年間の財務データ・ニュースリリースならびに各種IR資料等を発行後速やかに掲載しています。 和文URL: https://www.hitachimc.com/global/jp/ir/ 英文URL: https://www.hitachimc.com/global/investor-relations/	あり
IRに関する部署(担当者)の設置	専門部署として広報戦略室内にIRグループを設置し、専任担当者を配置しています。	あり

3. ステークホルダーの立場の尊重に係る取組み状況

	補足説明

【資料5】



2019年5月21日

各位

日立建機株式会社
 日立建機株式会社
 代表者名 執行役社長兼CEO 平野 耕太郎
 (コード:6305 東証第一部)
 問い合わせ先 広報・IR部長 井戸 治子
 (TEL 03-5826-8152)

支配株主等に関する事項について

当社の親会社である株式会社日立製作所(以下、「日立製作所」という。)について、支配株主等に関する事項は、以下のとおりとなりますので、お知らせいたします。

1. 親会社、支配株主(親会社を除く。)、その他の関係会社又はその他の関係会社の親会社の商号等

(2019年3月31日現在)

名称	属性	議決権所有割合(%)		発行する株式が上場されている金融商品取引所等
		直接所有分	合計	
日立製作所	親会社	50.9	0.6	51.5 柳東京証券取引所 市場第一部 株名古屋証券取引所 市場第一部

2. 親会社の企業グループにおける上場会社の位置付けその他の上場会社と親会社との関係

- (1) 親会社の企業グループにおける上場会社の位置付け、親会社やそのグループ企業との取引関係や人的・資本的関係
- 当社は、日立グループの中で建設機械部門に属し、建設機械事業を担う唯一の企業であり、事業運営の独立性を保ちつつ、親会社である日立製作所のグループの一員として、基本理念及びブランドを共有しています。
- また、当社及び日立製作所の間には、日立グループ・プーリング制度による資金の貸借等の取引関係があり、研究開発等の分野においても協力関係にあります。日立製作所のグループ企業との間には、親会社の販売等の取引関係があります。
- なお、当社では、取締役会の監督機能強化及び日立グループとの連携を確保するため、2019年3月31日現在において取締役10名のうち1名が日立製作所のアドバイザーを兼務しています。

(役員等の兼任状況)

役職	氏名	親会社又はそのグループ企業での役職	就任理由
取締役	田中 幸二	親会社 日立製作所 アドバイザー	同氏の日立グループにおける電力事業、国際的な企業経営者としての豊富な経験、高い見識を活かし、当社の経営会役に助言いただくことで、当社の更なる経営体制の強化ができると判断しました。

【資料4】

V その他

1. 買収防衛策の導入の有無

なし

2. その他コーポレート・ガバナンス体制等に関する事項

該当項目に関する補足説明

当社は、株式の上場により、株式市場から事業運営の維持、事業の拡大に必要なとする資金の調達を行うとともに、株主、投資家及び株式市場から評価を受けています。当社は、こうした日々の評価に対して、当社及び当社グループへの期待を認識し、緊密な経営を遂行することが、企業価値の向上に大きく寄与すると考えています。

また、当社は、事業運営の独立性を保ちつつ、親会社である株式会社日立製作所のグループの一員として、基本理念及びブランドを共有し、基本的な経営方針の一体化が必要であると考えています。更に、同社及び同社グループ各社が有する研究開発力、ブランド力、その他の経営資源を有効に活用することが、当社及び当社グループの企業価値の向上に資すると考えています。

当社は、上記基本方針のもと、ガバナンス体制の構築及び経営計画の策定・推進に取り組む、企業価値の向上及び広く株主に利益を配分される価値の最大化を図ることとします。

2. その他コーポレート・ガバナンス体制等に関する事項



【資料5】

(2) 親会社の企業グループに属することによる事業上の制約、リスク及びびメリット、親会社やそのグループ企業との取引関係や人的・資本的関係の面から受ける経営・事業活動への影響等
 自立グループに属することにより、当社は、日立製作所及び日立グループ各社が有する研究開発力、ブランド力、その他の経営資源を有効に活用することができ、当社及び当社グループの企業価値の向上に寄与します。

(3) 親会社からの一定の独立性の確保に関する考え方や及びそのための施策
 当社の取締役10名のうち1名は、2019年3月31日現在において日立製作所のアドバイザーを兼任していることから、取締役会における意見の表明を通じて、当社の経営方針の決定等について影響を及ぼし得る状況にあります。しかしながら、日立製作所の職務を兼任している者は、当社の取締役会の過半数を占めるに至っておらず、さらに、関東証券取引所に対し、独立役員として届け出ている社外取締役が3名就任していることから、当社独自の経営判断を行うことができると考えられます。また、日立製作所及びそのグループ企業との取引条件は、市場価格等を参考に双方協議のうえ、合理的に決定しています。

(4) 親会社からの一定の独立性の確保の状況
 日立製作所との関係において取引の独立性を欠くことを基本として独自に事業活動を行っており、また、当社の事業活動も日立製作所との取引に大きく依存することはないことから、当社は、親会社からの一定の独立性が確保されていると認識しております。

3. 支配株主等との取引に関する事項
 2019年3月期(2018年4月1日から2019年3月31日まで)における日立製作所との取引の状況は以下のとおりです。

属性	会社名	資本金 又は 出資金	事業の内容	関連当事者 との関係	取引の内容	取引金額	科目	期末残高
								期末残高
親会社	日立製作所	458,790	電気機械器具 他各種製品の 製造・販売及び サービス	資金の貸借等 ブランド使用 料の支払	資金の引出し	2,486	短期借入金	37,508
					資金の借入	37,508	借入金利息	61
					ブランド使用料の支払	1,378	未払金	6,320

(注) 取引条件ないし取引条件の決定方針等
 資金の集中管理を目的とした日立グループ・プリーミング制度に加入しており、資金の融通は日々行われており、取引金額は前事業年度末時点との差引金額を表しています。
 資金の預入れ・借入れについては、市場金利を勘案して利率を合理的に決定してまいります。なお、担保は提供していません。

4. 支配株主との取引等を行う際における少数株主の保護の方策の履行状況
 当社は、日立製作所及び日立グループ各社と取引を行う場合には、一般に公正妥当な市場価格に基づき、双方協議のうえ、合理的に決定しており、公正な取引が確保されています。

以上

【資料6】

コーポレートガバナンス
 CORPORATE GOVERNANCE

Hitech, Ltd.
 最終更新日: 2019年6月28日
株式会社日立製作所
 執行役員兼CEO 東原 敏昭
 問合せ先: 法務本部 (電話番号: 03)3258-1111
 証券コード: 6501
<http://www.hitech.co.jp/>

当社のコーポレート・ガバナンスの状況は以下のとおりです。

I コーポレート・ガバナンスに関する基本的な考え方及び資本構成、企業属性その他の基本情報

1. 基本的な考え方

当社は、株主・出資者の長期的かつ総合的な利益の拡大を重要な経営目標と位置付けている。また、当社及び当社グループのステークホルダーを「株主・投資家の他、顧客・取引先など多岐に亘るが、当社では、これらのステークホルダーとの良好な関係は当社の企業価値の重要な一要素を形成するもの」と認識している。
 当社は、会社法に規定する指名委員会等設置会社である。監督と執行の分離を徹底することにより、事業を迅速に運営できる執行体制の確立と透明性の高い経営の実現を図っている。取締役については、グローバルかつ多様な視点を経営へ反映させることにも経営監視機能の活性化と確保する観点から、適切な選任を行っている。本報告書提出日現在、2019年6月期開議の株主総会で選任された11名の取締役の内、8名が独立社外取締役、当社及び子孫企業取締役の定めた独立社外取締役を充てた社外取締役である。なお、当社では、取締役会が決定すべき役割を含め、コーポレート・ガバナンスの基本的な枠組みを示したコーポレート・ガバナンス・ガイドラインを2012年5月に制定し、当社ウェブサイトに掲載している。
<https://www.hitech.co.jp/IR/corporate/governance/guideindex.html>
 また、日立グループ共通の行動原則として日立グループ行動規範を定め、日立グループ共通の価値観を醸成するとともに、企業が果たすべき社会的責任についての理解を共有することとしている。

【コーポレート・ガバナンス・コードの各原則を実施しない理由】

当社は、コーポレート・ガバナンス・コードの各原則について全て実施している。

【コーポレート・ガバナンス・コードの各原則に基づき(開示)する事項】

＜原則1.4. いわゆる買収保有権＞

(1) 上場株式の取得保有に関する方針
 当社は、買収や事業に必要である場合を除き、他社の株式を取得・保有しないことを基本方針とする。既に保有している株式については、保有意義や合理性が認められたい限り、売却を進めている。
 当社では、毎年、取締役会において、保有する銘柄を対象として保有の適否を検証している。当該検証においては、保有目的、保有比率が目標とする資本効率に照準を置いて、保有の合理性を評価している。検証の結果、保有意義や合理性が認められないと判断した銘柄については、売却を進めている。2018年度において保有株式数が減少した上場株式は2銘柄(売却額397百万円)であった。

(2) 政策保有株式の議決権行使に関する基準
 当社及び投資先企業の中長期的な企業価値向上の観点から、議決権を行使して、議決権の行使にあり、投資先企業の企業価値に直大な影響が生じる可能性があるものについては、特に留意して必要な情報を収集し審査の上で賛否の判断を行っている。
 ・組織再編に関する議案
 ・敵対的買収防衛策の導入に係る議案

＜原則1.7. 関連当事者間の取引＞

取締役及び執行役員による利益相反取引については、取締役会の承認を要することとしている。当該方針及び手続き等については、当社コーポレート・ガバナンス・ガイドライン第15条に以下のとおり定めている。

第15条(利益相反)

取締役及び執行役員は、当社の利益に反して、自身又は第三者の利益を追求してはならない。
 上記の趣旨がない場合でも、取締役及び執行役員は、取締役会の承認を得なければ、会社法が定める利益相反取引及び議決権行使を行ってはならない。
 前項の取締役会決議において、利害関係個人間の利害関係のほか、当社外の職業上の利害関係を有する取締役は、決定に加わってはならない。

＜原則2.6. 企業年金のアドバイザーとしての機能等＞

当社における企業年金の積立金の運用及び管理は、日立企業年金基金により行われている。同基金は、積立金の安全かつ効率的な運用を確保するため、代議士会にて決定した運用の基本方針及び運用方針を運用委託機関に交付しており、運用委託機関から定期的に運用状況の報告を受け、必要に応じて外部専門機関の専門的知見も取り入れながら、適切な監督を行っている。また、同基金は、運用委託機関のアドバイザーシップ活動について定期的にモニタリングを行っている。企業年金の受益者と会社との間に生じ得る利益相反の適切な管理のため、同基金は、買収の適正や投資先の適切な選任に関する運用委託機関に一任している。
 当社は、同基金が運用の専門性を活かし、運用委託機関に対するモニタリングなどの機能を発揮できるように、当社の財務・人事部門から適切な経験・能力を有した人材を派遣・配属している。
 また、当社では、日立グループにおける退職給付制度の適正な運営を図るため、年金担当の執行役員を委員長、財務・人事部門の幹部を委員とする委員会を設置し、制度運営上の重要事項や年金取崩などを定期的に確認している。さらに、日立グループ内に投資部門・代理店及び投資運用を行う子会社を設け、専門的な知識・能力を有した同社の人材を活用し、グループ全体の効率的な年金資産運用を図っている。

【資料6】

業種	電気機器
直前事業年度末における連結従業員数	1000人以上
直前事業年度末における連結売上高	1億円以上
直前事業年度末における連結子会社数	300社以上

4. 支配株主との取引等を行う際における少数株主の保護の方策に関する指針

5. その他コーポレート・ガバナンスに重要な影響を与える特別な事情

当社の子会社のうち、当社が直接出資する複数の子会社が国内の金融商品取引所に上場している。当該上場子会社の経営に関しては、各社の自主判断が尊重され、株主総会に附議すべき事項を除いて親会社の関与は限定的であり、各社における意思決定手続に基づいて経営判断が行われている。日立グループにおいては、グループ全体の画面上という目的を当社及び上場子会社が共有しており、上場子会社は、経営効率の向上に寄与する施策への参加を通じてメリットを享受することが可能である。

また、当社及び上場子会社は指名委員会等設置会社である。各社における独立性及び執行役の各社への役員派遣や、各社からの当社の取締役への兼任により、緊密な連携の取れた連綿した経営体制の構築を推進している。

【資料6】

2. 資本構成

外国人株式保有比率	30%以上
-----------	-------

①大株主の状況

氏名又は名称	所有株式数(株)	割合(%)
日本マスタートラスト信託銀行株式会社(信託口)	71,017,400	7.35
日本トラスティ・サービス信託銀行株式会社(信託口)	61,402,200	6.36
日立グループ社員持株会	20,694,676	2.14
日本トラスティ・サービス信託銀行株式会社(信託口)	20,016,300	2.07
日本生命保険相互会社	18,652,899	1.93
日本トラスティ・サービス信託銀行株式会社(信託口)	17,676,200	1.83
スウェーデン・アストリートバンク・ワンダストラント・グループ・オーナーズ 505254	16,620,287	1.72
スウェーデン・アストリートバンク・ワンダストラント・グループ・オーナーズ 505001	15,466,289	1.60
就任代理人 株式会社みずほ銀行	15,016,920	1.56
就任代理人 株式会社みずほ銀行	14,728,335	1.53

支配株主(親会社を除く)の有無

親会社の有無

補記説明

「大株主の状況」は、2019年3月31日現在の状況を記載している。

株主等の大株保有の状況に関する報告書が公表の履歴に供されているが、2019年3月31日現在における実質保有状況が確認できないため、「大株主の状況」の表には含まれていない。報告書の主な内容は以下のとおりである。なお、当社は、2018年10月1日付で株式併合を行っており、報告書発行日が当該株式併合の効力発生日より前の報告書は、当該株式併合前の保有株数等の数が記載されている。

- ・保有者：三菱UFJ信託銀行株式会社 他2名
- ・報告書発行日：2017年11月13日
- ・保有株数等の数：266,423,703株
- ・保有割合：5.31%
- ・保有者：三菱UFJ信託銀行株式会社他2名から、2019年6月10日を報告書発行日として、保有株数等の数が45,175,020株、保有割合が4.67%となった旨の報告書が公表の履歴に供されている。
- ・保有者：フラックロック・ジャパン株式会社 他7名
- ・報告書発行日：2017年4月14日
- ・保有株数等の数：304,755,969株
- ・保有割合：6.31%

- ・保有者：三井住友トラスト・アセットマネジメント株式会社 他1名
- ・報告書発行日：2019年2月15日
- ・保有株数等の数：48,728,827株
- ・保有割合：5.04%

- ・保有者：アセットマネジメントOne株式会社 他4名
- ・報告書発行日：2019年3月29日
- ・保有株数等の数：53,271,076株
- ・保有割合：5.51%

(注)アセットマネジメントOne株式会社他1名から、2019年4月30日を報告書発行日として、保有株数等の数が45,826,600株、保有割合が4.74%となった旨の報告書が公表の履歴に供されている。

3. 企業属性

上場取引所及び市場区分	東京 第一部、名古屋 第一部
決算期	3月

【資料6】

井原 勝美	当社との間に、独立役員関係、その他独立役員に関する事項で独立性的判断基準として記載している事項に該当する人との関係、取引関係等は、また、その他特別の利害関係もない。	○	○	○	国際的な企業経営の分野における豊富な経験と識見をもとに、取られた立場から執行役等の職務の執行を監督していただき、当社取締役会の機能強化が期待されるため、選任している。左記のとおり、当社との間に特別の利害関係はなく、独立性は確保されていると考えており、有価証券上場規程第21条第4項第6号a乃至のいずれにも該当しないため、独立役員として指定している。
シンシア・キャロル	当社との間に、独立役員関係、その他独立役員に関する事項で独立性的判断基準として記載している事項に該当する人との関係、取引関係等は、また、その他特別の利害関係もない。	○			国際的な企業経営の分野における豊富な経験と識見をもとに、グローバルな視点で当社取締役会に反映させるとともに、独立した立場から執行役等の職務の執行を監督していただくことにより、当社取締役会の機能強化が期待されるため、選任している。左記のとおり、当社との間に特別の利害関係はなく、独立性は確保されていると考えており、有価証券上場規程第21条第4項第6号a乃至のいずれにも該当しないため、独立役員として指定している。
ジョー・ハーラン	当社との間に、「独立役員関係、その他独立役員に関する事項」で独立性的判断基準として記載している事項に該当する人との関係、取引関係等は、また、その他特別の利害関係もない。	○			国際的な企業経営の分野における豊富な経験と識見をもとに、グローバルな視点で当社取締役会に反映させるとともに、独立した立場から執行役等の職務の執行を監督していただくことにより、当社取締役会の機能強化が期待されるため、選任している。左記のとおり、当社との間に特別の利害関係はなく、独立性は確保されていると考えており、有価証券上場規程第21条第4項第6号a乃至のいずれにも該当しないため、独立役員として指定している。
ジョージ・ハックリー	当社との間に、「独立役員関係、その他独立役員に関する事項」で独立性的判断基準として記載している事項に該当する人との関係、取引関係等は、また、その他特別の利害関係もない。	○			国際的な企業経営の分野における豊富な経験と識見をもとに、グローバルな視点で当社取締役会に反映させるとともに、独立した立場から執行役等の職務の執行を監督していただくことにより、当社取締役会の機能強化が期待されるため、選任している。左記のとおり、当社との間に特別の利害関係はなく、独立性は確保されていると考えており、有価証券上場規程第21条第4項第6号a乃至のいずれにも該当しないため、独立役員として指定している。
ルイズ・ベントランド	当社との間に、「独立役員関係、その他独立役員に関する事項」で独立性的判断基準として記載している事項に該当する人との関係、取引関係等は、また、その他特別の利害関係もない。	○			国際的な企業経営の分野における豊富な経験と識見をもとに、グローバルな視点で当社取締役会に反映させるとともに、独立した立場から執行役等の職務の執行を監督していただくことにより、当社取締役会の機能強化が期待されるため、選任している。左記のとおり、当社との間に特別の利害関係はなく、独立性は確保されていると考えており、有価証券上場規程第21条第4項第6号a乃至のいずれにも該当しないため、独立役員として指定している。
望月 晴文	当社との間に、「独立役員関係、その他独立役員に関する事項」で独立性的判断基準として記載している事項に該当する人との関係、取引関係等は、また、その他特別の利害関係もない。	○	○	○	行政分野等における豊富な経験と識見をもとに、独立した立場から執行役等の職務の執行を監督していただくことにより、当社取締役会の機能強化が期待されるため、選任している。左記のとおり、当社との間に特別の利害関係はなく、独立性は確保されていると考えており、有価証券上場規程第21条第4項第6号a乃至のいずれにも該当しないため、独立役員として指定している。

【資料6】

II 経営上の意思決定、執行及び監督に関する経営管理組織その他のコーポレート・ガバナンス体制の状況

1. 機関構成・組織運営等に関する事項

組織形態	指名委員会等設置会社
定款上の取締役の員数	20名
定款上の取締役の任期	1年
取締役会の議長	社外取締役
取締役の人数	11名
社外取締役の人数	8名
社外取締役のうち独立役員に指定されている人数	8名

【社外取締役に関する事項】

氏名	属性	会社との関係(※)																		
		a	b	c	d	e	f	g	h	i	j	k								
井原 勝美	他の会社の出身者																			
シンシア・キャロル	他の会社の出身者																			
ジョー・ハーラン	他の会社の出身者																			
ジョージ・ハックリー	他の会社の出身者																			
ルイズ・ベントランド	他の会社の出身者																			
望月 晴文	他の会社の出身者																			
山本 高松	その他																			
吉原 寛章	その他																			

※ 会社との関係についての選択項目

※ 本人が各項目に現在・最近において該当している場合は○、「過去」に該当している場合は△

※ 近親者が各項目に現在・最近において該当している場合は●、「過去」に該当している場合は▲

a 上場会社又はその子会社の業務執行者

b 上場会社の親会社の業務執行者又は非業務執行取締役

c 上場会社の兄弟会社の業務執行者

d 上場会社を主要な取引先とする者又はその業務執行者

e 上場会社の主要な取引先又はその業務執行者

f 上場会社から役員報酬以外に多額の金銭その他の財産を得ているコンサルタント、会計専門家、法律専門家

g 上場会社の主要株主(当該主要株主が法人である場合には、当該法人の業務執行者)

h 上場会社の取引先、d、e及びのいずれにも該当しないものの業務執行者(本人のみ)

i 社外役員の間で兼任の関係にある先の業務執行者(本人のみ)

j 上場会社が寄附を行っている先の業務執行者(本人のみ)

k その他

会社との関係(2)

氏名	所属委員会		独立役員	適合項目に関する補足説明	選任の理由
	指名委員会	監査委員会			

【資料6】

反映するものとする。
 ・経営環境や市場動向に加えて、他社の支配水準を考慮の上、報酬の水準を設定する。
 ・報酬委員会は、報酬等の内容及び額の検討に当たり、必要に応じて専門的知見や客観的視点を得るため外部専門機関を活用する。

<報酬体系>

(1) 取締役
 取締役の報酬は、固定報酬である基本報酬のみとし、基本報酬に対して、常勤・非常勤の別、所属する委員会及び役職、居住地からの移動等を反映して加算を行うことで決定する。執行役を兼務する取締役には、取締役としての報酬を支給しない。
 なお、従来支給していた期末手当は、2019年6月開催の定時株主総会で選任される取締役の報酬より、基本報酬に統合することとした。

(2) 執行役員
 執行役の報酬は、固定報酬である基本報酬、変動報酬である短期インセンティブ報酬及び中長期インセンティブ報酬から構成される。当事業年度に係る報酬については、総報酬に占める短期インセンティブ報酬の割合が概ね25～35%、中長期インセンティブ報酬の割合が概ね10～40%の範囲内に定まるよう、役員に応じて各報酬の基準額を定めることとしている。

2019年度の報酬より、各報酬(基準額)の比率は、グローバルな事業の成長を通じた企業価値の向上を図るため、主要グローバル企業の実績を参考に、報酬の構成比を参考に、1:1:1を基準とする。また、総報酬に占める変動報酬の割合は、役員が上位の執行役員と高く、下位の執行役員と低くなるよう設定する。

(基本報酬)
 ・役員に応じた基準額に基準を反映して決定する。

(短期インセンティブ報酬)
 ・役員に応じた基準額を定め、業績及び担当業務における成果に応じて、基準額の0～200%の範囲内で支給額を決定する。具体的な評価項目と評価割合は次の通りである。

業績評価連動部分

全社業績 80%

部門業績 ー

個人目標評価連動部分 20%

[その他の執行役員]
 業績評価連動部分

全社業績 30%

部門業績 30%

個人目標評価連動部分 20%

[注] 経営会議を構成する執行役員がビジネスユニット・事業を担当する場合、その他の執行役員と同様の評価割合を用いる。

業績評価連動部分の業績額は、全社業績評価及び部門業績評価の結果に基づいて算出する。具体的には、当社株式のTotal Shareholder Return(株主総利回り)とTOPIX成長率を比較し、その割合(=TOPIX成長率/総利回り)によって評価する。TOPIX成長率が20%以上の場合、全ての株主を業績連動報酬の対象とする。TOPIX成長率が10%以上20%未満の場合、TOPIX成長率の割合に相当する割合の株主を業績連動報酬の対象とする。TOPIX成長率が8%未満の場合、全ての株主について業績連動報酬は解除される。業績連動報酬が解除されたことが確定した株式は、当社が無償で取得する。

(注) 業績連動報酬の対象となる株式数 = 付与された株式数 × (TOPIX成長率 × 1.25) - 0.5
 ・居住地の法域等によって業績連動型ストックオプションに代えて、業績連動型現金報酬で代替する。
 ・2019年度より、従来の株式報酬型ストックオプションに代えて、業績連動型ストックオプションを付与することとしている。

在任期間中の不正行為への罰与等が判明した場合においては、報酬の返還を求めるとしている。
 なお、外国人など外部から採用する人材の報酬については、上記の方針を参考にしながら、ベンチマークとする人材市場の報酬水準等も考慮し、個別に定めることがある。

(再) その事項
 2007年12月18日及び2008年3月28日開催の報酬委員会において、2008年4月1日から開始する事業年度に係る報酬より、取締役及び執行役の報酬体系を見直し、退職金を廃止することを決定している。退職金の廃止に伴う切替措置については、退職金の廃止に伴う措置として、対象役員員の退任時に報酬委員会が支給金額を決定し、実施することとしている。

(注) 取締役の報酬は、監事報酬を補助すべき取締役及び使用人の有無に記載した専従の使用人が、社外取締役の職務を補助する。社外取締役に対する報酬の方針については、「取締役・執行役員報酬関係」報酬の額又はその算定方法の決定方針の開示内容に記載の通りである。

(注) 代表取締役社長等を退任した者の状況

【資料6】

8名

その他独立役員に関する事項

当社の指名委員会は、社外取締役の選任に関し、以下に記載する独立性の判断基準に加え、人柄、識見に優れた者であること及び会社経営、法律、行政、会計、教育等の分野で指図的役割を充めた者又は政策決定レベルでの経験を有する者であることを考慮することとしている。
 ・社外取締役の独立性に関する事項は、以下の事項に該当しない場合、独立性があると判断する。
 ・当該社外取締役の2親等以内の近親者が、現在又は過去3年において、当社又は子会社の取締役又は執行役員として在職していた場合
 ・当該社外取締役が、現在、業務執行取締役、執行役員又は従業員として在職している会社が、親戚や役職の兼任の理由として当社から支払いを受け、又は当社に対して支払いを行っている場合は、その取引金額が、過去3事業年度のうちのいずれかの1事業年度当たり、当社から通算売上高の2%を超える場合
 ・当該社外取締役が、過去3事業年度のうちのいずれかの1事業年度当たり、法律、会計若しくは税務の専門家又はコンサルタントとして、当社から直接的に1,000万円を超える報酬、当社取締役としての報酬を領取している非関係個人に充当する当社からの寄付金が、過去3事業年度当たり1,000万円を超えかつ当該個人の総収入又は経常収益の2%を超える場合

各社外取締役と当社との間に、上記事項に該当する人的関係、取引関係等はなく、また、その他特別の利害関係もない。
 当社は、各社外取締役について、当社からの独立性は確保されていると考えており、上場している国内の各金融商品取引所に対し、全員を独立役員として届け出ている。

(インセンティブ関係)
 取締役・執行役員へのインセンティブ付与に関する施策の実施状況

業績連動型報酬制度の導入、ストックオプション制度の導入、その他

該当事項に関する補足説明

取締役・執行役の報酬については、取締役・執行役員報酬関係 報酬の額又はその算定方法の決定方針の開示内容に記載の通り。

ストックオプションの付与対象者

執行役員、その他

該当事項に関する補足説明

執行役員は、1割当たり1円とした株主交付型の株式報酬型ストックオプション(新株予約権)を当社執行役員及び理事に付与し、新株予約権の目的とする株主の数は、1割当たり100株、2016年度における新株予約権の発行数は、執行役員に対して17,205個、理事に対して7,014個、2017年度における新株予約権の発行数は、1割当たり17,430個、理事に対して5,476個、2018年度における新株予約権の発行数は、執行役員に対して13,351個、理事に対して4,048個、個人別付与水準に関する考え方は、「取締役・執行役員報酬関係 報酬の額又はその算定方法の決定方針」の開示内容に記載の通り、なお、2019年度より、従来の株式報酬型ストックオプションに代えて、業績連動型ストックオプションを付与することとしている。

(取締役・執行役員報酬関係)
 個別の取締役報酬の開示状況

個別の執行役員報酬の開示状況

一部のものだけ個別開示

該当事項に関する補足説明

有価証券報告書において、企業内容等に関する開示に関する内閣府令の規定に従って、一部執行役の報酬の個別開示を行っている。

報酬の額又はその算定方法の決定方針

あり

報酬の額又はその算定方法の決定方針の開示内容

<方針の決定の方針>
 当社は、会社法の規定により、報酬委員会が取締役及び執行役の個人別の報酬等の額の決定に関する方針を定める。

<基本方針>
 取締役及び執行役の報酬等は、以下の基本方針に従って定める。
 ・グローバルな事業の成長を促進した企業価値向上の实现に必要人材の確保に資するものとする。
 ・取締役及び執行役のそれぞれ、それぞれに求められる役割及び責任に応じたものとする。
 ・取締役の報酬は、経営監視機能の十分な發揮に資するものとする。
 ・執行役の報酬は、業務の執行を通じて企業価値の持続的な向上への貢献を促し、短期的な成果と中長期的な成果を適切にバランスを考慮して

【資料6】

2018年度における開催日数は6日であり、各委員の出席状況は、以下のとおりである (在任期間中の開催日数に基づき)。

- 望月晴文: 6日 / 6日 (100%)
- 井原勝美: 5日 / 3日 (100%)
- 山本高徳: 6日 / 6日 (100%)
- 東京敬昭: 6日 / 6日 (100%)

2018年度において、報酬委員会、取締役及び執行役の報酬内容決定の方針に基づき、短期インセンティブ報酬について業績評価及び個人目標評価のプロセスと内容を確認・審議し、取締役及び執行役の個人別の報酬の額を決定した。また、報酬委員会は、グローバル企業の経営者報酬や株主との価値共有の観点から役員報酬制度について検討し、各報酬の構成比の見直しや業績連動型付株式報酬制度の導入を含め、2019年度に適用される取締役及び執行役の報酬内容決定の方針を決定した。

なお、当社は、各取締役・業務執行取締役等であるものを除く。)との間で会社法第42条第1項の責任限定契約を締結している。その概要は、取締役の責任の限度を会社法第42条第1項各号に掲げる額の合計額とするものである。

なお、当社は、各取締役・業務執行取締役等であるものを除く。)との間で会社法第42条第1項の責任限定契約を締結している。その概要は、取締役の責任の限度を会社法第42条第1項各号に掲げる額の合計額とするものである。

なお、当社は、各取締役・業務執行取締役等であるものを除く。)との間で会社法第42条第1項の責任限定契約を締結している。その概要は、取締役の責任の限度を会社法第42条第1項各号に掲げる額の合計額とするものである。

3. 現状のコーポレート・ガバナンス体制を選択している理由

当社は、指名委員会等設置会社であり、監事と執行役の分離を徹底することにより、事業を迅速に運営することのできる執行体制の確立と、透明性の高い経営の実現をめざしており、また、社外取締役が有する経験及び識見をもとに、独立した立場から執行役等の職務の執行を監督することによって、当社取締役会の機能強化を図っている。

【資料6】

元代表取締役社長等である相談役・顧問等の氏名等

氏名	役職・地位	業務内容	勤務形態・条件 (常勤・非常勤、報酬有無等)	社長等退任日	任期
元代表取締役社長等である相談役・顧問等の合計人数 0名					
その他の事項					

取締役会の決議により相談役を置くことができる旨の定款の定めはあるが、現在、該当者はいない。

2. 業務執行・監査・監督・指名・報酬決定等の機能に係る事項 (現状のコーポレート・ガバナンス体制の概要)

取締役会は、企業価値・株主共同の利益の継続的な向上のため、当グループの経営の基本方針を決定し、取締役及び執行役の職務の執行を監督する。経営の基本方針には、中期経営計画や年度予算を含み、取締役会においては、法令、定款又は取締役会規則に定める決議事項に加えて、経営の基本方針に関する戦略的な議論も焦点を当て、本報告書提出日現在において、取締役会を構成する11名の取締役のうち、独立社外取締役は8名、執行役を兼務する取締役は2名である。取締役会には、独立社外取締役が過半数を占める指名、監査、報酬の3つの法定の委員会を設けている。

2018年度における取締役会の開催日数は12日であり、取締役の出席率は96%であった。各取締役の出席状況は、以下のとおりである (在任期間中の開催日数に基づき)。

- 井原勝美: 9日 / 9日 (100%)
- シンシア・キヤラル: 12日 / 12日 (100%)
- ジョー・ハーラン: 9日 / 9日 (100%)
- ジョージ・バウケック: 12日 / 12日 (100%)
- カイ・ズ・ベントランド: 12日 / 12日 (100%)
- 望月晴文: 12日 / 12日 (100%)
- 山本高徳: 12日 / 12日 (100%)
- 吉原寛章: 11日 / 12日 (92%)
- 中西宏明: 11日 / 12日 (92%)
- 中村豊明: 12日 / 12日 (100%)
- 東京敬昭: 12日 / 12日 (100%)

指名委員会は、株主総会に提出する取締役の選任及び解任に関する議案の内容を決定する権限等を有する機関であり、独立社外取締役3名を含む取締役4名で構成されている。(1)コーポレート・ガバナンス・コードの各原則に基づき、執行役の選解任と取締役候補者の指名を行うに当たっては、方針と手続及び個々の選解任・指名についての説明に上記のとおり、取締役候補者を決定し、最高経営責任者を含む執行役の選解任について事前審議を行う。

2018年度における開催日数は9日であり、各委員の出席状況は、以下のとおりである (在任期間中の開催日数に基づき)。

- 望月晴文: 9日 / 9日 (100%)
- シンシア・キヤラル: 9日 / 9日 (100%)
- 吉原寛章: 7日 / 7日 (100%)
- 中西宏明: 9日 / 9日 (100%)

2019年度において、指名委員会は、2018年6月の当社臨時株主総会に提案する取締役議案の内容を決定した。また、2019年6月の当社臨時株主総会に提案する取締役候補者及び2019年度の執行役員について確認・審議した。

監査委員会は、取締役及び執行役の職務の監査並びに株主総会に提出する会計監査人の選任及び解任等に関する議案の内容を決定する権限等を有する機関であり、独立社外取締役1名及び常勤監査委員1名を含む3名の監査役で構成されている。なお、監査委員長の互選権限は、長年におわり、KPMGグループで会計等に関する業務に携わり、財務及び会計に関する相当程度の知識を有している。また、監査委員の内野望明は、長年におわり、当社の経理・財務部門の長及び同部門を管理する執行役を務め、財務及び会計に関する相当程度の知識を有している。

2018年度における開催日数は17日であり、各委員の出席状況は、以下のとおりである (在任期間中の開催日数に基づき)。

- 吉原寛章: 17日 / 17日 (100%)
- 井原勝美: 11日 / 11日 (100%)
- 望月晴文: 17日 / 17日 (100%)
- 山本高徳: 17日 / 17日 (100%)
- 中村豊明: 17日 / 17日 (100%)

2018年度において、監査委員会は、三線監査・監査委員会監査・内部監査・会計監査人監査の連携の強化と情報共有の推進、リスク管理及び業務執行の妥当性の観点に基づいた内部統制システムの構築・運用状況の監査等を重点的な検討事項として活動した。また、常勤監査委員は、内部監査部門等との連携や、経営会議との連携や、経営会議を通じた適時的な情報把握の把握等を行い、他の委員との情報共有を推進した。

報酬委員会は、取締役及び執行役の報酬内容決定の方針及びそれに基づく個人別の報酬の額等)を決定する権限等を有する機関であり、報酬決定プロセスの客観性・透明性・公正性の確保に努めており、独立社外取締役4名を含む取締役4名で構成されている。個人別の報酬内容の決定においては、基本報酬の額の決定や短期インセンティブ報酬に係る業績評価及び個人目標評価については、そのプロセスと内容を確認・審議している。

【資料6】

ステークホルダーに対する情報提供に係る方針等の規定	公正で透明性の高い情報開示を行うとともに、さまざまなコミュニケーション活動を通じて、株主・投資家他の多様なステークホルダーへの責任ある対応を行っている。 (https://www.hitachi.co.jp/IR/corporate/disclosure/index.html)
その他	本報告書提出日現在、取締役11名のうち、2名が女性である。

【資料6】

III 株主その他の利益関係者に開示する施策の実施状況

1. 株主総会の活性化及び議決権行使の円滑化に向けての取組み状況

	補足説明
株主総会招集通知の早期発送	2019年6月19日に開催した当社定時株主総会に関しては、2019年5月30日に株主総会招集通知を発送した。なお、発送日前(2019年5月22日)に、当社ウェブサイトに掲載した。
集中日を回避した株主総会の設定	当社は、2019年6月19日に定時株主総会を開催した。
電磁的方法による議決権の行使	当社の株主名簿管理人である東京証券取引所株式会社が開設した専用のウェブサイトにおいて、株主総会招集通知発送後、当該株主総会の前日まで、電磁的方法による議決権の行使が可能である。
議決権電子行使プラットフォームへの参加その他の機関投資家の議決権行使環境向上に向けた取組み	株式会社CJが運営する機関投資家向け議決権電子行使プラットフォームを利用している。
招集通知(要約)の英文での提供	株主総会招集通知、事業報告等の英訳を作成し、当社ウェブサイトに掲載している。
その他	株主総会招集通知、事業報告等に加えて、株主総会の議案の補足説明を当社ウェブサイトに掲載している。

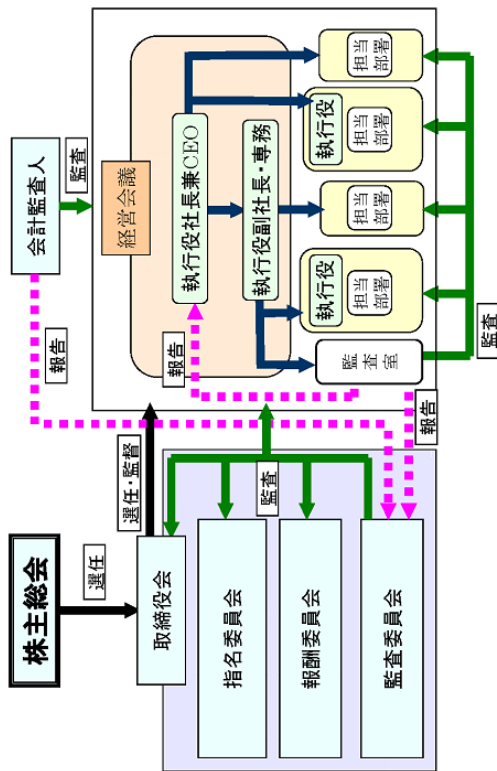
2. IRに関する活動状況

	補足説明	代表者自身による説明の有無
ディスクロージャーポリシーの作成・公表	公正で透明性の高い情報開示を行うとともに、さまざまなコミュニケーション活動を通じて、株主・投資家他の多様なステークホルダーへの責任ある対応を行っていることを基本方針とするディスクロージャーポリシーを当社ウェブサイトに掲載している。 (https://www.hitachi.co.jp/IR/corporate/disclosure/index.html)	無
アナリスト・機関投資家向けに定期的説明会を開催	当社の状況及び事業戦略等についての説明会を実施している。	あり
海外投資家向けに定期的説明会を開催	北米、欧州及びアジアの機関投資家を対象として、当グループの業績及び経営戦略について説明するため、当社役員等が個別訪問を実施している。	あり
IR資料のホームページ掲載	https://www.hitachi.co.jp/IR/index.html	
IRに関する部署(担当者)の設置	担当部署:ブランドコミュニケーション本部広報IR部	

3. ステークホルダーの立場の尊重に係る取組み状況

	補足説明
社内規程等によりステークホルダーの立場の尊重について規定	会社規程において、企業が社会の一員であることを認識し、公正かつ透明な企業行動に務めるとともに、関係との信頼と積極的な社会貢献活動を通じ、自らが属する市民として、社会の発展に貢献する責務を自覚し、内外における株主、顧客、取引先、地域住民など広範な社会の信頼を確保すべき旨等を規定している。
環境保全活動、CSR活動等の実施	日立グループ全体のCSR活動については、専門部署を設け、当社及び国内外のグループ会社において、定期的な会議等を通じて方向性を共有しながら、グローバルに推進することとしている。 社会貢献活動やダイバーシティの推進等を含めた日立グループのCSR活動や環境保全活動については、当社ウェブサイトに掲載している。また、当該活動情報を掲載した年次報告書である日立グループ サステナビリティレポートも当社ウェブサイトに掲載している。 (https://www.hitachi.co.jp/sustainability/index.html)

【資料6】



日本取引所グループ金融商品取引法研究会

有価証券上場規程の具体的検討(7)

—議決権種類株式の上場—

2019年12月27日(金) 15:00~16:59

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)

飯田	秀総	東京大学大学院法学政治学研究科准教授
石田	眞得	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
川口	恭弘	同志社大学法学部教授
北村	雅史	京都大学大学院法学研究科教授
久保	大作	大阪大学大学院高等司法研究科教授
黒沼	悦郎	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
志谷	匡史	神戸大学大学院法学研究科教授
白井	正和	同志社大学法学部教授
洲崎	博史	京都大学大学院法学研究科教授
舩津	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
若林	泰伸	早稲田大学大学院法務研究科教授

【報 告】

有価証券上場規程の具体的検討（7）

—議決権種類株式の上場—

同志社大学法学部教授

白 井 正 和

目 次

- | | |
|-----------------------------|---------------------------------|
| I. 本日の報告で扱う対象 | 2. 上場審査基準——形式審査 |
| II. 前提知識 | 3. 上場審査基準——実質基準 |
| 1. 種類株式の上場をめぐる取引所ルールの
変遷 | IV. 上場管理 |
| 2. 東京証券取引所の基本的なスタンス | 1. 議決権種類株式を上場する会社に特有
の上場管理項目 |
| III. 上場審査 | 2. 上場廃止事由 |
| 1. 上場制度の枠組み | 討論 |

○伊藤 それでは、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。

本日は、「有価証券上場規程の具体的検討（7）—議決権種類株式の上場—」というテーマで白井先生からご報告をいただきます。よろしくお願いいたします。

○白井 同志社大学の白井です。よろしくお願いいたします。

本日、私に割り当てられましたテーマは、「有価証券上場規程の具体的検討」のうち、「議決権種類株式の上場」制度です。

それでは、本日の報告を始めさせていただきます。

I. 本日の報告で扱う対象

本日の報告で扱う対象としましては、議決権種類株式の上場に関する東証のルールに加え、上場

審査等に関するガイドライン（以下「ガイドライン」という）を中心に検討を加えていきたいと思っています。

ここで、議決権種類株式とは、端的には議決権に関する種類株式をいい、会社法 115 条にいう議決権制限株式のほか、単元株制度を利用した複数議決権株式も含まれます。

本日の報告は、次の順序で進めてまいりたいと考えています。

まずⅡでは、議論の前提となる知識を確認する観点から、議決権種類株式の上場をめぐる取引所のルールの変遷について確認したうえで、議決権種類株式の上場に関する東証の基本的なスタンスを指摘したいと思います。

次のⅢでは、2014年の東証の規則改正を踏まえた、議決権種類株式の上場に関する現在の市場審査の内容について確認をしていきます。そのうえで、Ⅳでは上場管理について確認をしたいと考えておりますが、報告時間が足りない場合には、こ

のⅣは省略をさせていただければと存じます。

Ⅱ. 前提知識

1. 議決権種類株式の上場をめぐる取引所ルールの変遷

(1) 2008年の規則改正前

日本では、法令上、複数議決権株式の発行が少なくとも正面からは認められてこなかったことを背景として、東証は、伝統的には、議決権の数に差のある種類株式を発行する会社の上場を想定していませんでした。そのため、後に紹介する2008年の規則改正前は、上場会社による種類株式の利用については、以下のような規定を有していたのみでした。

まず、既に株式を上場している会社が、利益配当に関する優先株や子会社連動配当株、これらをあわせて「優先株等」といいますが、優先株等を新たに上場する場合を対象とする規定がありました。これらの規定は、現在も有価証券上場規程（以下「上場規程」といい、同規程施行規則は以下「規程施行規則」という）の第3編に存在しています。

近年の事例としましては、ソニーによる子会社連動配当株の上場の事例（既に上場廃止）や、伊藤園による無議決権優先株の上場の事例（現在も上場している）などが挙げられます。

もう一つ、2008年の規則改正前の規定の内容としまして、既に株式を上場している会社が新たに非上場の種類株式を発行することに対して、制限を設ける規定がありました。例えば、上場会社が拒否権付種類株式（会社法108条1項8号）を発行することは、買収防衛策に関する上場制度整備の一環として、一定の条件を満たす場合には上場廃止事由に該当する旨の規定があります（上場規程601条1項17号、規程施行規則601条14項3号）。

なお、例外的に上場が認められている例として、国際石油開発（現在の国際石油開発帝石）の株式が拒否権付種類株式を発行した状態で上場されていますが、これは特殊な政策目的に基づくもので、

同社の拒否権付種類株式は経済産業大臣に対して発行されています。

また、上場株式を議決権制限株式に変更すること及び上場株式よりも議決権の多い株式を発行することは、一定の条件を満たす場合には上場廃止事由に該当するという規定も存在します（上場規程601条1項17号、規程施行規則601条14項4号・5号）。

(2) 2008年の規則改正とその経緯

こうした状況の中、東証は、平成14年（2002年）の商法改正により設計の自由度が高まった種類株式をどのように上場制度の中で受容するかという課題に取り組む観点から、議決権種類株式の上場に関する制度整備に着手します。改正の経緯につきましては、レジュメ2ページ以降を御覧いただければということで省略させていただき、次に、レジュメ2ページの改正の概要の部分を説明させていただきます。

まず、2008年の改正では、上場することが許される議決権種類株式の範囲が定められました。東証に株券等が上場されていない発行者が株券等の新規上場を申請する場合の当該発行者を新規上場申請者といいます。新規上場申請者には、(a) 無議決権株式のみを上場すること、(b) 無議決権株式と議決権付株式を同時に上場すること、(c) 複数議決権方式を利用したうえで議決権の少ない株式のみを上場することの三つの選択肢が、2008年の改正で認められることになりました。

これに対しまして、既に東証に株式を上場している上場会社には、新たに無議決権株式を上場するという、これのみが選択肢として認められました。

このように、新規上場申請者の場合と既に株式を上場している会社の場合とで上場することが許される議決権種類株式の範囲が異なるのは、新規上場時にはいまだ一般株主がおらず、投資者は議決権種類株式が発行されていることを前提に投資判断を行うことが可能であることが理由であると考えられます。

これに対しまして、既に株式が上場されている会社の場合には、既に発行されている上場株式を保有する一般株主の利益保護という視点が不可欠となりますので、そうした一般株主の利益を害さない形での発行しか認められないということになるわけです。

以上の話は、逆から見ますと、次のような議決権種類株式は上場が認められないということを意味します。

まず、新規上場申請者の場合であっても、複数議決権方式を利用する場合には、議決権の多い株式と少ない株式を同時に上場することは認められていません。その理由として、東証の方が書かれた文献を読みますと、次のようなことが理由として書かれています。具体的には、複数議決権方式は、①単元株制度を利用するため投資者にとって分かりにくいという懸念があるということ、②売買単位を100株1単元に集約する取組みとの整合性を考慮する必要があること、③銘柄間違いなどの混乱を避ける必要があることが理由として指摘されています（宇都宮純子「議決権種類株式の上場に関する制度要項について」（旬刊商事法務1834号（2008年）16頁ほか））。

次に、無議決権株式を単独上場している会社について、その後に議決権付株式を追加で上場することは認められません。その理由として、これも東証の方が書かれた文献の中で説明されている内容ですが、無議決権株式を購入した投資者は、無議決権株式にしか投資できないから投資する場合のほか、議決権のある株式を保有している大株主を信頼して投資することが考えられるわけですが、いずれの場合であっても、議決権付株式が後に上場することでその投資の際の前提が崩れるということが指摘されています。

2008年改正の概要の2点目としまして、上場審査に当たり、議決権種類株式の利用が「株主の権利を尊重したもの」と言えるかについて実質審査をすることとしたうえで、「株主の権利を尊重したもの」と言えるためには、次の要件を満たす必要があると整理されました。レジュメ4ページで

は要件として(a)から(f)まで記載しておきましたが、各要件の具体的な内容につきましては、後ほど現在の規定とともに確認をしますので、ここでは省略をさせていただければと思います。

（3）2014年の規則改正

改正の経緯につきましては、レジュメ5ページを見ていただければということで、ここでは一言触れるだけとし、主に改正の概要について説明をしていきたいと思います。

改正の経緯についてですが、2013年に入ってCYBERDYNEによるマザーズ市場への新規上場の申請を受けたことを契機として、上場審査の明確化の観点から規則改正を行ったというものです。それを受けての改正の概要ですが、2014年の規則改正によって、(a)新規上場申請者が無議決権株式の上場を申請し議決権付株式の同時上場の申請は行わない場合、又は議決権の少ない株式の上場を申請する場合と、(b)新規上場申請者が無議決権株式と議決権付株式の上場を同時に申請する場合、又は既の上場している会社が無議決権株式の上場を追加で申請する場合とで、実質審査の対象となる事項が区別されることになりました。

このうち(a)の場合、すなわち新規上場申請者が無議決権株式の上場を申請する、又は議決権の少ない株式の上場を申請する場合について、実質審査の対象となる事項が次のとおり明記されました。

どのように審査対象事項を整理したかといいますと、まず一つ目の事項として、議決権種類株式（無議決権株式を発行する場合の議決権付株式及び複数議決権方式を採用する場合の議決権の多い株式）を利用することの必要性と相当性の審査が明記されることになりました。そして、このうちの必要性の審査につきましては、株主共同の利益から確認をすることとされ、必要性を審査する際の視点・観点も明記されています。次に、相当性の審査について、規則改正前の審査事項の一部であった2008年規則改正による審査事項の(a)と(d)の項目（レジュメ4頁）は、相当性の有無を

審査する際の確認事項として整理されることになりました。

2014年改正の二つ目の事項としまして、議決権種類株式を利用する主たる目的が買収防衛策ではないこと等（ガイドラインⅡ 6. (4)b～dの事項）が、実質審査の対象となる事項に加えられました。

以上の(a)の場合の審査に対しまして、(b)の場合の審査につきましては、現在のガイドラインではⅡ 6. (5)という項目になりますが、2014年の規則改正前に用意されていた審査事項がそのまま引き継がれています。

以上が、改正の大まかな流れです。

2. 東京証券取引所の基本的なスタンス

議決権種類株式の上場に関する東証の基本的なスタンスは、次のようなものであると整理できるように思われます。

最初に指摘しておくべき点として、議決権種類株式の上場は、上場会社の支配権が制約されることにより、一般株主が有利な価格で保有株式を売却する機会を減少させ、潜在的な企業買収の可能性による経営者への規律付けの効果が低下するという問題や、出資によるリスクの負担の割合と議決権による支配の割合とが比例しないため、コーポレート・ガバナンスに歪みをもたらし、少数株主の利益が侵害される可能性が高まるとの問題が指摘されており、必ずしも望ましいものとは言えないと東証は考えているようです。

このように、東証は、原則として議決権種類株式の上場については慎重な姿勢を示していることがうかがえます。

もっとも、議決権種類株式の上場は、種類株式の自由な設計が認められ、これを利用した資金調達のニーズが確実に存在し、魅力のある新たな投資対象物件の投資者への提供が可能になるとのメリットも存在します。東証はこのことを指摘したうえで、議決権種類株式の上場を一律に制限することは適当ではないということも同時に確認しています。

そこで、個別具体的な事例において、そのよう

なメリットがデメリットを上回り、かつ、株主の権利を尊重したスキームであることが確保されているのであれば、東証として、そのような議決権種類株式の上場を認める積極的な意義が存在するという立場を表明しています。

このように、議決権種類株式の上場に関する東証の基本的なスタンスとしては、議決権種類株式の上場については必ずしも望ましいものとは言えない、すなわち問題が少なくないとの基本姿勢を堅持しつつ、議決権種類株式を利用するメリットがデメリットを上回り、かつ、株主の利益を尊重したスキームであることが上場審査の場面における実質審査を通じて十分に確認することができた案件に関して、いわば例外的に上場を認めるという方向性が示されています。

こうした東証のスタンスは、例えばニューヨーク証券取引所（NYSE）のように、新規公開の場面であれば議決権種類株式の上場であっても原則として特別の審査を課さないといったスタンスを採用している取引所と比較すれば、議決権種類株式の上場について確かに慎重な姿勢を堅持するもの、言い換えますと消極的なスタンスをとるものと言うことができるのではないかと思います。

そのようなスタンスの是非については賛否のあるところだと思われませんが、ここで留意しておかなければならない点として、米国では、支配株主等に対する信託義務違反の訴訟や複数議決権方式に反対する機関投資家の委任状争奪戦に代表される様々な活動等を通じて、議決権種類株式について、たとえ取引所が特別の審査を課さなくても、株主の利益を少なくとも一定程度は尊重したスキームを採用する実務慣行が形成されると考える余地がある点を指摘する必要があります。

これに対しまして、日本では、米国と同様の実務慣行が取引所の関与なしに形成されるとは、当然には考えられないことからしますと、議決権種類株式の上場について慎重な姿勢を堅持する東証のスタンスは、少なくとも少数株主の利益保護という観点からは合理的なものとして評価する余地はあるのだらうと思われま

ただし、この問題はなかなか難しい問題でして、議決権種類株式の上場制度のあり方につきましては、前述の少数株主の利益保護という観点のみを考慮すればよいわけではなく、取引所間の国際的な競争、すなわち有望な株式の上場の誘致をめぐる競争という観点も無視することはできません。そうした観点も加味して考えるということになりますと、どのようなスタンスが望ましいのかという問題は、容易には結論の出ない難しい問題であると言わざるを得ないように思われます。単純に一つの評価軸でのみ制度を評価することができない難しさというのが、そこにはあるのではないかと考えているところです。

Ⅲ. 上場審査

それでは、具体的な上場審査の中身について見ていきたいと思えます。

1. 上場制度の枠組み

東証の上場制度は、大きくは次の二つに分類されます。第1に、株券等に関する上場制度（上場規程第2編）があり、第2に、上場会社の発行する優先株等に関する上場制度（上場規程第3編）があります。

ここで「優先株等」というのは、現在では、非参加型優先株又は子会社連動配当株をいうと整理されています。

そして、優先株等に関する上場制度を利用するためには、当該優先株等の発行者が既に議決権付株式を東証に上場させている会社であることが必要です。言い換えますと、非参加型優先株のみを東証に上場することはできないということになります。

それでは、本日の報告の対象である議決権種類株式の位置付けはどのようになるのだろうかということですが、2008年の規則改正により、議決権種類株式についても、原則として株券等の枠組みの中で規定を設けることにしています。したがって、議決権種類株式の上場に対応する規定を、株券等に関する上場制度である上場規程第2編の

中に用意するという形になっています。

ただし、優先配当を交付する議決権種類株式のうち非参加型優先株については、その経済的性質が社債に近いものとして別途取り扱うこととし、株券等に関する上場制度（上場規程第2編）ではなく、従来の優先株等による上場制度（上場規程第3編）により上場を認める形をとっています。

以下では、2008年及び2014年の規則改正を通じて導入・整備された株券等に関する上場制度（上場規程第2編）における議決権種類株式の取扱いを具体的に確認し、その内容を検討していきたいと思えます。

2. 上場審査基準——形式審査

上場申請を行うに当たって求められる審査には、形式要件の審査と実質要件の審査がありますが、そのうちの形式要件の審査につきましては、上場規程205条に定める形式審査の項目によります。

レジュメ8～9ページでは、形式審査の項目のうち、議決権種類株式の上場審査の場面に特有のものを抜粋しました（上場規程205条9号の2）。これらの審査項目について、上場申請に係る銘柄ごとに審査基準を満たす必要があります。

具体的には、新規上場を申請する株券等は、次の(a)～(c)のいずれかに該当する必要があります。

(a) 議決権付株式を1種類のみ発行している会社における当該議決権付株式

議決権付株式とは、取締役の選解任その他の重要な事項について株主総会における議決権が制限されていない種類の株式をいい（上場規程2条27号の2）、普通株式のみを発行している会社が当該普通株式を上場申請する場合の当該普通株式というのがまさにその典型になります。

なお、議決権付株式の上場を申請する会社が議決権付株式としては1種類のみを発行しているとしても、別途、無議決権株式を発行していて、この無議決権株式は上場申請をしないという可能性は存在するところです。この場合、上場規程205条9号の2の文言からしますと、非上場の無議決

権株式の発行を維持したままの状態、唯一の議決権付株式である株式を上場することは許容されると言えそうです。すなわち、上場規程 205 条 9 号の 2 (a) は、議決権付株式を 1 種類のみ発行している会社はその議決権付株式を上場することを認める旨の規定ですので、別途、無議決権株式を発行したままの状態、唯一の議決権付株式を上場させることは許容されると言えそうです。もっとも、実務家の書いた文献を見ますと、この場合、実務上は、主幹事証券会社の指導等によって、無議決権株式を全て普通株式に転換したうえで上場することが一般的であるとされています（宮下央・松尾和廣「上場制度と種類株式」（旬刊商事法務 2123 号（2017 年）26 頁））。

(b) 議決権の少ない株式

次に、(b) として、議決権の少ない株式が挙げられます。ここで留意する必要がある点として、上場規程は、議決権の少ない株式についての定義規定として、「複数の種類の議決権付株式を発行している会社において、取締役の選解任その他の重要な事項について株主総会において一個の議決権を行使することができる数の株式に係る剰余金の配当請求権その他の経済的利益を受ける権利の価額等がいずれの種類の議決権付株式よりも高い種類の議決権付株式」というものを採用しています。

要するに、議決権一個当たりの剰余金配当請求権等の価値、すなわち経済的利益を受ける権利の価値の大きさによって、議決権の多い、少ないを判断する基準のようです。単元株制度を利用した複数議決権株式を主に念頭に置いて用意された定義規定であるように思われます。

もっとも、このような定義規定を採用する場合には、例えば普通株式のほかに議決権のある（配当に関する）参加型優先株を発行しているような会社では、当該優先株は参加型ですので、この定義規定からは、議決権の少ない株式に該当することになりそうです。そうすると、議決権の多い株式である普通株式を新規に上場させることはでき

ないという結論が導かれそうです。

このように、以上の定義規定は、当初の思惑を超えて、議決権の多い株式・少ない株式に該当する場合というのを、やや広く捉え過ぎてしまう懸念のある定義規定であると言えないこともないわけです。そしてこのことは、新規上場の場面のみならず、上場廃止事由との関係でも問題となりうるように思われます。

すなわち、先述のように、上場株式よりも議決権の多い株式を発行することは、「株主の権利の不当な制限」として、一定の条件を満たす場合には上場廃止事由に該当するからです（上場規程 601 条 1 号 17 号、規程施行規則 601 条 14 項 5 号）。

例えば、トヨタ自動車の AA 種類株式について言いますと、上場株式であるトヨタ自動車の議決権付株式——トヨタ自動車の普通株式と呼んでもいいかもしれませんが——と比べて議決権が多いのか、少ないのかを以上の定義規定から判断することは、優先配当の額が徐々に増加するスキームであることとを踏まえ、必ずしも容易ではない可能性があります。そして、仮に AA 種類株式の議決権が多いと判断されますと、上場株式であるトヨタ自動車の議決権付株式（普通株式）は上場廃止事由に該当するおそれがないとは言えないことになりそうです。もちろん、上場廃止事由に該当するのは、株主及び投資者の利益を侵害するおそれ大きいと東証が認める場合に限りてはいるわけですが、不確実性が残るという点は否めないのではないかと思います。

なお、議決権の少ない株式を上場させる場合には、「当該株券以外に新規上場申請を行う銘柄がないこと」が要件とされていまして、議決権の多い株式との同時上場申請は認められません。さらには、同時上場申請が認められないのみならず、東証の新規上場ガイドブックによりますと、既に上場会社となっている会社が議決権の少ない株式を追加で上場申請することも認められないとされています。このあたりは、上場規程 205 条 9 号の 2 の規定をどのように読むのかに関して若干の疑

問の余地があるところではありますけれども、少なくとも東証の立場としては以上の点が示されています。

(c) 無議決権株式

最後に、(c)として、無議決権株式が挙げられます。無議決権株式とは、取締役の選解任その他の重要な事項について株主総会における議決権が制限されている株式をいいます。無議決権株式については、議決権付株式との同時上場申請も認められており、また、既に議決権付株式を上場している会社が無議決権株式を追加で上場させることも可能です。

ただし、無議決権株式を利用する場合の制限としては、これは東証の規則ではなく会社法の規定が根拠になりますけれども、会社法 115 条がありますので、無議決権株式は、発行済株式総数の2分の1を超えることはできません。

以上、ここまでは形式審査について見てきましたが、次に、実質審査について見ていきたいと思えます。

3. 上場審査基準——実質基準

議決権種類株式の上場に関する実質審査についても、形式審査と同じく、原則として従来の内国株券等と同様の審査項目について審査が行われ、具体的には上場規程 207 条 1 項各号に定める事項について審査が行われます。

そのうえで、議決権種類株式の上場につきましては、先ほど言及しました様々なガバナンス上の問題があることを踏まえ、上場規程 207 条 1 項 5 号「その他公益又は投資者保護の観点から当取引所が必要と認める事項」につきまして、ガイドラインに基づく踏み込んだ審査が行われます。

その内容が、レジュメの 12～14 ページにかけて抜粋しておきましたガイドラインⅡ 6. の項目になります。その各項目について説明していきたいと思えます。

上場申請に係る株券等が議決権の少ない株式又は無議決権株式の単独上場である場合には、ガイ

ドラインⅡ 6. (4)に定める各基準に適合する必要があります。以下、それぞれの項目を確認してまいります。

これらの項目は、前述の上場規程 207 条 1 号 5 号の「その他公益又は投資者保護の観点から当取引所が必要と認める事項」の審査という位置付けになります。具体的には a から h までありますが、a から順に見ていきます。

[上場審査等に係るガイドラインⅡ 6. (4) a : 必要性]

ガイドラインⅡ 6. (4) a では、議決権種類株式の利用が株主共同の利益の観点から必要であると認められるかどうかに加え、設計された議決権種類株式の具体的なスキームが同株式の利用の必要性に照らして相当なものであると認められるかどうかについて審査を行うものとしています。要するに、必要性和相当性についての審査が行われるということです。

このうち、必要性につきましては、議決権種類株式の利用に伴う特定の経営者による安定的な経営への関与が株主共同の利益の向上に資するか否かを確認することとされています。

具体的には、①ビジネスプランの遂行上、必要不可欠な属人的能力を有する特定の者が経営者として経営に関与し続けることが株主共同の利益につながるのかといった観点や、②特定の株主に議決権を集めることが普通株式では困難であるのかといった観点から、審査が行われます。

そして、必要性に関する①の点を審査するに当たりましては、レジュメ 14～15 ページに記載の点を確認することとされています。各項目につきましては読み上げを省略させていただきますが、4 点ほど示されています。

このように、必要性に関する①の審査をクリアするためには、典型的には、議決権の多い株式を保有する経営者の属人的な能力によって、当該上場会社の事業の成長や発展が実現されてきた実績が存在し、かつ、将来のさらなる成長や企業価値の向上のためには、当該経営者の能力やビジネス

プラン等が不可欠であると評価されることが求められます。少なくとも、家族経営などによる経営の安定が株主共同の利益の観点から必要であるといった抽象的な理由のみでは、必要性に関する①の審査をクリアすることはできないようです。

実際に議決権種類株式の上場が認められたCYBERDYNEの例を見ますと、そこでは、議決権種類株式を利用する目的として、企業価値の向上を実現するためには、経営者である山海氏が安定して経営に関与し続けることが必要であるということがかなり詳細かつ具体的に示されています。レジュメ15ページの注56で同社の有価証券届出書の記述を一部抜粋しておきましたが、CYBERDYNE社で行っている事業、そしてその技術の中核部分に山海氏が必要不可欠であるということが丁寧に記述されています。

次に、必要性に関する②の点、つまり普通株式では困難であるという点の審査をするに当たりましては、特定の株主に議決権を集めることが普通株式では達成困難な理由を確認するようです。

具体的には、ビジネスプラン遂行の過程で資金調達が必要であり、将来的に議決権の希薄化が認められるかどうかを確認することとしています。

なお、多額の資金調達が必要であって、将来的な株式の希薄化が見込まれる場合であっても、例えば、増資の都度、議決権の多い株式の株主が株式を引き受けることが可能であるような場合や、投資計画の主な内容が将来的なM&Aである場合など実施の蓋然性が不透明な場合については、必要性に関する②の審査をクリアすることはできないとされています。

以上見てきましたように、この①、②の点に基づく必要性の審査、すなわち議決権種類株式の利用が株主共同の利益の観点から必要であると認められるかどうかの審査は、かなり踏み込んだ事実関係の説明を必要とする厳格な基準に基づくものであると評価することができそうです。申請者の個別具体的な事情に関する詳細な説明が求められ、例えば、単に経営の安定の必要性があるといったことや、将来的な資金調達の可能性があるといっ

たことを挙げるだけでは、①、②の点に基づく必要性は認められないと解されているようです。

そして、こうした必要性の審査における厳格な基準の採用は、議決権種類株式の上場については必ずしも望ましいものとは言えないとする東証の基本的なスタンスを反映したものであると考えられるところです。

[上場審査等に係るガイドラインⅡ6.(4)a：相当性]

次に、ガイドラインⅡ6.(4)aでは、設計された議決権種類株式の具体的なスキームが同株式の利用の必要性に照らして相当なものであると認められるかどうか、すなわち相当性についても審査を行うものとしていまして、具体的には、次の(a)～(c)の事項を中心にスキームの相当性を確認することとしています。

(a) 必要性が消滅した場合に無議決権株式又は議決権の少ない株式にスキームを解消できる見込みのあること

議決権の多い株式等の利用の必要性が消滅した場合——具体的には、特定の個人が経営に関与し続けることがスキームの導入の必要性であるとされているような事例では、その個人が取締役を退任し経営に関与しなくなった場合ということになりますが——、このような場合に、無議決権株式又は議決権の少ない株式のスキームが無条件に継続することを防止するための方策を導入していることが求められます。

方策の例としては、ガイドブックによりますと、スキームを解消させる、又はスキームの継続の意思を株主に問うといったものが挙げられています。

CYBERDYNEの事例では、山海氏が退任した場合であっても、同氏が保有していた議決権の多い株式は、同氏と同様に議決権の多い株式の株主である財団法人に譲渡され、スキームは存続することが想定されていますが、そのことが株主の意思と合致しない可能性を踏まえ、山海氏が退任した場合には、5年ごとに株主の意思確認手続を実施す

る旨が CYBERDYNE の定款に規定されています。

このガイドラインⅡ 6. (4) a の(a)の相当性の審査ですけれども、若干の疑問点がありまして、そこで検討事項として問題提起をさせていただければと考えているのですが、経営者の退任後も経営の意思確認手続を実施することでスキームを継続することを認めるという取扱いは、議決権種類株式の上場をめぐる東証の基本的なスタンス又は他の審査基準、とりわけ必要性に関する審査基準と整合的なのだろうかという疑問を紹介させていただければと思います。

議決権の多い株式を保有する経営者が退任した場合には、議決権種類株式を利用することの株主共同の利益という観点からの必要性は、通常は消失することになると考えられます。

CYBERDYNE の事例に関しましても、山海氏が退任した後は、届出書に書かれていた「山海氏が経営に安定して関与し続けることによる企業価値の向上」という目的は当然に消失することになり、おそらくは技術の平和利用の確保という目的のみが残ることになると考えられそうです。そうであるにもかかわらず、定期的に株主の意思確認手続を実施することを条件にスキームの継続が認められるとすることは、上場審査の場面一般における議決権種類株式の上場をめぐる東証の基本的なスタンスからは、やや異質な取扱いであるようにも思われるところです。私個人としては、厳しい方に寄せるべきなのか、それとも緩やかな方に寄せるべきなのかについて、立場はまだ明確に定まっていはいないのですけれども、少なくとも東証のスタンスの一貫性という観点からすると、ここは若干凹凸があるといえますか、異質な取扱いではないかと感じた次第です。

すなわち、上場審査の場面では、たとえその株式の購入を望む投資者が多数いることが見込まれるとしても、株主共同の利益という観点からの必要性が認められない以上は、東証は上場を認められないという慎重な姿勢、言い換えますと、投資者の自由な判断に委ねることはしないというある意味パターンリスティックな姿勢を示しているわ

けですが、そうであるとすれば、経営者が退任し、株主共同の利益という観点からの必要性が消失した場合には、株主の意思にかかわらず速やかにスキームの解消を求めることが、姿勢としては一貫しているように思われるからです。

もちろん、新規上場の申請の場面における投資者の判断、つまり株式の価格付けには、スキームの継続に関する意思確認の場面での株主の判断以上に信頼を置くことができないというのであれば、以上の対応の違いは理屈上説明可能であるとも言えそうなのですが、株主（投資者）の判断に対するそのような区別は、十分な説得力を有するとは言い難いのではないかとと思われるところです。

(b) 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無議決権株式又は議決権の少ない株式のスキームが解消される旨が定款等に適切に定められていること

いわゆるブレイクスルー条項やサンセット条項の導入を促すものであると言われてしています。

ブレイクスルー条項とは、発行済株式総数のうち一定割合の株式を取得した者が現れた場合に、議決権種類株式の構造を解消するスキームをいいます。

次に、サンセット条項とは、議決権種類株式の導入の目的が終了した場合、同目的を逸脱した場合若しくは同目的を達することができないことが確定した場合、又はこれらの事由が生じたときとみなすことができる場合に、スキームを解消させる方策をいいます。

東証のガイドブックなどにはこのようなサンセット条項についての説明があるのですが、以上を内容とするサンセット条項は、現在では、むしろガイドラインⅡ 6. (4) a の(a)の方で見べき内容であるとも考えられそうです。

CYBERDYNE の事例についてですが、同社の発行する株式について上場後に公開買付けが実施された結果、公開買付け者の保有する株式の数が発行済株式総数の75%以上を占めることとなった場合に、議決権の多い株式の全てを普通株式に転換する旨

のブレイクスルー条項が定款に定められています。

(c) 新規上場申請に係る内国株券等が議決権の少ない株式である場合には、議決権の多い株式について、原則として、その譲渡等が行われるときに議決権の少ない株式に転換される旨が定款等に適切に定められていること

この要件は、議決権の少ない株式に投資する投資者は、非上場の議決権の多い株式が特定の経営者等により保有されていることを前提として、すなわち特定の経営者等の能力を信頼したうえで投資を行っていると考えられるため、当該経営者等が保有する議決権の多い株式が譲渡される場合には、スキームが解消されることが望ましいという考え方に基づくものです。譲渡された場合にまでスキームが継続されるとすることは、議決権の少ない株式に投資する者の期待に反する可能性が高いからではないかと思われます。

なお、(c)の要件に関しまして、相続の場合について言及したいと思えますけれども、相続の場合に転換条項の例外を認めることは基本的にはできないというのが、東証の立場として示されています。特定の経営者に対する投資者の信頼という観点からしますと、相続の場合に転換条項の例外を認めることの必要性は通常は認められないと考えられますので、こうした取扱いは妥当ではないかと思われるところです。

以上の転換条項に関しましては、法人が議決権の多い株式を保有する場合には、若干悩ましい問題が生じ得ます。この場合、当該法人の支配権が移転することにより、譲渡等がされることなく議決権の多い株式の実質的な保有者が変更されるという事態が生じ得るからです。

この問題につきまして、東証は、一般にこのような事態に対して慎重に対応することを議決権種類株式の発行者に求めています。何か具体的な対策の例が示されているわけではないようです。学説上は、松尾健一先生のご見解ですけれども、自然人たる複数議決権株主（議決権の多い株式の株主）が支配権を有する法人は、当該自然人と同

様に議決権の多い株式を保有することは認められてよいが、自然人たる複数議決権株主がその法人に対する支配権を失った時点で、その法人が保有する議決権の多い株式は議決権の少ない株式に転換される旨の転換条項を設けるように求めるべきであるとする見解があります（松尾健一「議決権種類株式上場に関する取引所規則の検討」（阪大法学 64 卷 3・4 号（2014 年）955 頁））。私自身もこの見解に賛成でして、レジュメ 19 ページの脚注 79 でその理由を書いておりますが、問題の状況を正確に捉えた妥当な見解であるように思われます。

それでは、CYBERDYNE の事例ではどのようになっていたかということですが、(i)議決権の多い株式について同株式の株主以外の者が譲受人となる譲渡の承認請求がされた場合、又は(ii)議決権の多い株式の株主が死亡した日から 90 日が経過した場合には、譲渡承認請求が行われた株式及び死亡した株主が保有していた株式の全部について、取得条項が発動し、議決権の少ない株式に転換される旨が定款に規定されています。

その一方で、法人の支配権が移った場合の規定等は、CYBERDYNE の事例ではどうやら設けられていないようです。

〔上場審査等に関するガイドラインⅡ 6. (4) a〕

最後に、以上(a)～(c)の事項以外に、相当性を検討するうえで考慮することが考えられそうな事項について、やや蛇足の感はありますが、考えてみたいと思います。

ガイドラインⅡ 6. (4) a では、(a)～(c)まで項目が具体的に挙がっていますが、それ以外に「その他の事項」というものがありますので、この「その他の事項」として考えられそうな事項ということになります。

幾つか考えられそうなものはありますが、ここでは、議決権倍率について取り上げて見たいと思います。ガイドラインでは、議決権倍率については明示的な制限はないようです。なお、複数議決権方式を採用した議決権種類株式を上場している

唯一の例である CYBERDYNE の事例では、10 倍の議決権でした。

したがって、上場株式については 100 株 1 単元であることに基づいて、100 株を超えて差を設けることができないという事実上の制約があるのみだと考えることができそうです。

もっとも、議決権倍率は(a)～(c)の事項では審査事項とはされていないわけですが、例えば 10 倍を大きく超えるような議決権倍率を採用しようとする案件がもし出てきた場合には、相当性との関係で審査の対象となり得るのではないかと予想されます。すなわち、「その他の事項」としてやはり審査の対象とする余地があるのではないかと考えます。

〔上場審査等に関するガイドラインⅡ 6. (4) b〕

ガイドラインⅡ 6. (4) b では、議決権の多い株式を利用する主要な目的が、新規上場申請者の取締役等の地位の保全又は買収防衛策ではないと認められるかどうかを審査します。大前提として東証は、議決権種類株式の利用の目的が何であるのかというのは、株主共同の利益の観点から利用の必要性が認められる点が確保される以上は、原則として問わないという姿勢を示しており、著しく不合理な目的や公序良俗に反する目的でない限りは、上場審査において利用の目的自体を問題視することは想定していないとされています。

そのうえで、東証は、取締役の地位の保全や敵対的買収への防衛のみを目的とする場合にまで議決権種類株式の上場を認めることに合理性はないと整理し、議決権種類株式の濫用を牽制するという観点から、ガイドラインⅡ 6. (4) b に基づく審査を行うこととしています。

CYBERDYNE の事例では、議決権種類株式の利用について、株主共同の利益の観点で必要性が高いとするとともに、同時に先進技術の平和的な目的での利用の確保がその動機として挙げられていますが、東証は、先進技術の平和的な目的での利用という動機については、その当否を上場審査に際して考慮しているわけではないと明確に述べてい

ます。

〔上場審査等に関するガイドラインⅡ 6. (4) c〕

ガイドラインⅡ 6. (4) c では、議決権種類株式を利用する目的やその必要性、少数株主保護のための弊害防止措置を含むスキームの内容が有価証券届出書等において適切に開示されているかどうかを確認します。これらの情報は、議決権の少ない株式に投資をする者にとって重要な投資判断材料となるからです。

〔上場審査等に関するガイドラインⅡ 6. (4) d〕

ガイドラインⅡ 6. (4) d では、議決権の多い株式の株主が同株式の発行者の取締役等ではない場合の取扱いについて定めます。この場合には、議決権の多い株式の株主が経営者による経営への安定的な関与を実現する際の協力者であることが求められるとともに、同株主が少数株主の利益を侵害するリスクを軽減するという観点から、次の(a)、(b)の要件を追加的に満たすことが必要となります。

まず、(a)では、議決権の多い株式の株主の議決権行使について、議決権種類株式を利用する必要性に沿った議決権行使がなされるかどうかという点を確認します。具体的には、議決権の多い株式の株主がどのような目的や方針で議決権行使を行うのか、また、当該目的や方針と議決権種類株式の利用の必要性との関係を確認します。

そのうえで、議決権の多い株式の株主の議決権行使の目的や方針について、投資者がその内容を理解できるように適切に開示されるかどうかという点も、審査の対象となっています。

次に、(b)では、新規上場申請者の企業グループが、議決権の多い株式の株主の企業グループとの間に、原則として事業内容の関連性、人的関係及び取引関係がないことを確認します。(b)の審査事項は、議決権の多い株式の株主が親会社等の法人である場合、すなわち子会社上場に該当する場合を想定した規定であると考えられます。

東証では、子会社上場の場合について、親会社

等との間の不利な条件による取引や、親会社等の経営方針に基づく事業活動が制約されることにより、子会社の少数株主の権利や利益が不当に損なわれないよう、一般に、上場審査に際して親会社等からの独立性の確保を求めています。この点は、先月の本研究会で船津先生がご報告された内容です。

そのうえで、議決権種類株式を利用した子会社上場の場面では、相対的に少ない出資により多くの議決権を有することになるため、少数株主の利益が侵害されるリスクが高まる面があることから、本審査項目に基づき、原則として、上場申請者の事業内容と親会社等の事業内容に関連性がないことに加え、人的関係も取引関係もないことを求めるなど、親会社等からの独立性についてはより慎重に検討するものとしています。

例えば、通常の子会社上場の審査でも、上場申請者である子会社が親会社等の事業活動の一部機能を担うだけの存在ではないことを確認はしているわけですが、議決権種類株式を利用した子会社上場の場面では、原則として、事業内容に密接な関連性がないことまで求めているわけです。

このような独立性の審査について、実務家の見解として、(b)の審査事項が満たされるような状況は具体的に想定しづらいと指摘する見解もあります。この点に関しまして、議決権種類株式を利用した子会社上場に対する東証のスタンスとしては、通常の子会社上場と比較して問題が大きいことから、原則認められるものではないという厳しい姿勢が示されています。

〔上場審査等に関するガイドラインⅡ 6. (4) e〕

ガイドラインⅡ 6. (4) eでは、種類株主間の利害が対立する場面における株主保護の方策について確認をします。

具体的には、次のような観点を踏まえての対応が例として示されています。

まず、株式の併合・分割等の割合的な権利の変動が行われる場合においては、全ての種類の株式につき同種・同割合での併合・分割等を行う旨を

あらかじめ定款に規定するという対応例が示されています。

次に、議決権種類株式の発行会社が消滅会社となる組織再編の場面では、議決権の多い株式の全てを議決権の少ない株式に転換することなどをあらかじめ定款に規定するという対応例が示されています。仮にこのような定款の規定が設けられることになると、議決権の多い株式と少ない株式とで買収の対価を異なるものとするのが果たして許されるのだろうかという問題が生じないことになり、買収対価は同一であることが求められることとなります。また、こうした対応例のほかにも、議決権種類株式の発行会社が消滅会社となる組織再編の場面では、そもそも種類株主総会決議を不要であると定款に規定することはしないと示されています。

〔上場審査等に関するガイドラインⅡ 6. (4) f〕

ガイドラインⅡ 6. (4) fでは、支配株主との取引における利益相反の弊害の防止の観点から、支配株主との間で取引がある場合の少数株主の保護の方策を確認します。東証では、一般に、上場会社に支配株主が存在する場合には、支配株主と上場会社との間で取引等を行う場合における少数株主の保護の方策に関する指針をあらかじめ定め、その内容を継続的に開示するよう求めています。

そのうえで、議決権種類株式を利用した上場の場面では、相対的に少ない出資により多くの議決権を有することになるため、少数株主の利益が侵害されるリスクが高まる面があることから、本審査項目に基づき、少数株主の保護の方策を実施するための実効的な体制が整備されているのか、また、当該方策に係る指針の内容が適切に開示されているのかについて、上場審査において評価することとしているわけです。

すなわち、議決権種類株式を上場させる会社については、開示にとどまることなく、支配株主との取引において、その取引条件が経営陣の恣意的判断により決定されないための仕組みの整備を要求し、これを東証が審査することとしているわけ

です。

具体的には、支配株主との間で取引がある場合には、独立の立場の社外取締役等で構成された独立性の高い委員会などにより、支配株主との取引内容や取引条件の妥当性が検討される仕組みが整備されることや、取引の重要性等に応じて議決権の少ない株式の株主の意思確認手続を実施することなどが例として挙げられています。

CYBERDYNE の事例では、社外取締役及び社外監査役で構成される委員会の事前承認を要求するという仕組みが採られているようです。

〔上場審査等に関するガイドラインⅡ 6. (4) g〕

ガイドラインⅡ 6. (4) g では、議決権の少ない株式に優先配当が交付されることとなっている場合には、当該優先配当を実際に行うために必要な利益を計上する見込みがあることを審査します。この審査項目は、議決権種類株式に該当しない非参加型優先株の上場に際しても、同様に要求されています。

〔上場審査等に関するガイドラインⅡ 6. (4) h〕

最後に、ガイドラインⅡ 6. (4) h では、これまで見てきた a ~ g で述べられているような具体的な審査項目のほかに、議決権種類株式の発行目的や発行会社のコーポレート・ガバナンスの形態等を勘案し、少数株主の権利を尊重したものと言えるかといった観点から、議決権種類株式のスキームを総合的に検討することになります。いわゆるキャッチオール条項として設けられているものです。

レジュメ 25 ページ下に飛びます。新規上場申請者が無議決権株式と議決権付株式の上場を同時に申請する場合、又は上場会社が無議決権株式の上場を追加で申請する場合には、ガイドラインⅡ 6. (5) が定める各基準に適合する必要があります。

ただし、その内容ですけれども、具体的には、これまで見てきたガイドラインⅡ 6. (4) が定める基準のうち、a (b)、e ~ h の各審査項目と同内

容の項目について審査をすることになります。各審査項目につきましては既に検討済みですので、ここでは省略したいと思います。

IV. 上場管理

最後に、上場管理について簡単に述べさせていただきます。

1. 議決権種類株式を上場する会社に特有の上場管理項目

議決権種類株式を上場する会社の上場管理については、基本的には内国株券等と同じ取扱いがされますが、次の点で若干の違いがあります。

まず、議決権種類株式を上場する会社に独自の適時開示事項として、議決権種類株式のスキームを変更した場合の開示が要求されます。これは、議決権種類株式のスキームの変更によって上場廃止となる場合があることから、開示事項とされているわけです。

また、企業行動規範（上場規程第2編第4章第4節）について、無議決権株式を上場させている会社に対しては、議決権付株式の株主に交付する株主向け書類を無議決権株式の株主にも交付することが望まれるとされています。これは、上場無議決権株式の株主に対する情報提供のための制度と位置付けることができそうです。

2. 上場廃止事由

次に、上場廃止事由について確認します。議決権種類株式を上場する会社の上場廃止事由についても、原則として内国株券等と同様に、上場規程 601 条が適用されますが、次の点で若干の違いがあります。

第1に、議決権種類株式と無議決権株式を同時上場している場合、無議決権株式については、内国株券等の上場廃止事由に加えて、議決権付株式が上場廃止となる場合が上場廃止事由として追加されています。その理由として、無議決権株式を後から発行して、その資金によって議決権付株式を買い取り、同株式を上場廃止にするような、資

金調達目的とは無関係な上場を認めることは望ましくないということが指摘されています。

第2に、議決権種類株式のスキームを変更したり、当初のスキームを遵守しなかったりすることによって、株主の利益を尊重するものと言えなくなったような場合には、「株主の権利の不当な制限」（上場規程 601 条 1 項 17 号、規程施行規則 601 条 14 号）に該当するものとして、上場されている議決権種類株式は上場廃止となる可能性があります。

以上で報告を終えたいと思います。大変雑駁な報告ではございますが、ご指導のほど、何とぞよろしくお願いいたします。

~~~~~

#### 【討 論】

○伊藤 ありがとうございます。

ご報告の内容についてまとめて議論をさせていただければと思います。ご質問、ご意見をいただけますでしょうか。

#### 【普通株式に転換するタイミングの問題】

○飯田 二つ質問です。

1点目は、今日は報告されなかった話かもしれませんが、ベンチャー企業がベンチャーキャピタル等に優先株等の種類株式を発行している場合に、種類株式を普通株式に転換して上場すると思います。この場合、実務家の方がよくおっしゃる問題として、上場申請する段階で普通株式に転換する必要があるという指導を受けるのが一般であるということが言われています。

その指導の根拠が必ずしもよく分からないので、ご存じだったら教えていただきたいのですが、ガイドライン等でそういうことが求められているのでしょうか。あるいは、東証の審査基準や運用としては、上場申請時に普通株式に転換せずとも、上場の効力発生日の直前に普通株式に転換されていれば構わないにもかかわらず、主幹事証券会社が、ある意味では東証の一株一議決権を重視する

立場を付度して、上場しやすくするために勝手にそういう指導をベンチャー企業等に対してしているようにも思われます。

転換のタイミングを上場申請時としなければいけないとなりますと、仮に上場申請したけれども上場が認められなかった場合には、普通株式に転換した種類株式を元の種類株式の状態に戻したいということになると思われるわけですが、普通株式に転換してしまっているのだから、それを戻すには手間かかってしまうから、問題ではないかと私は考えています。上場規則に通底する、一株一議決権原則を墨守するようなスタンスには、このような予期せぬ問題を生じさせる副作用があるといえるかもしれません。

この問題を解決するには、東証の方から、そこはきちんと上場効力発生日のタイミングで転換すればいいのですよというメッセージを出せばよく、そうすれば主幹事証券会社の付度のような指導も必要なくなるかと私は考えています。この点について、もし何かご意見があれば伺いたいというのが1点目です。

2点目は、支配株主の忠実義務の仕組みがなければ、複数議決権株式のある会社の上場は広く認めてはいけないとお考えでしょうか。例えば、東証一部では一株一議決権の形しか認めないけれども、マザーズでは複数議決権株式ももう少し緩やかに認めるとか、そういった差は認められないでしょうか。白井先生のお考えでは、支配株主の忠実義務の考え方など、支配株主の行動を規律する仕組みの状況が米国と日本では違うので、認められないというお考えでしょうか。

端的に言うと、取引所の経営裁量というか経営判断的な話として複数議決権方式の種類株式の上場を認めるということにつき、白井先生はどういう評価をされるのかというあたりについて、雑駁ですが、ご意見があれば教えてください。

つまり、支配株主の忠実義務などの仕組みがないと、複数議決権方式の種類株式の上場というのは余り広く認めるべきではないという法的な問題として考えるのか、それとも、単に取引所の裁量

の問題として、複数議決権方式は投資家にとって魅力のあるマーケットとはならないから認めていないというだけであって、取引所の経営裁量の中で複数議決権方式を広く認めることは可能とお考えでしょうか、ということです。

○白井 飯田先生、ご質問ありがとうございます。

1点目のご質問は、具体的な審査実務に関するもので、私でお答えできる部分はほとんどないのかもしれませんが、上場申請の段階で普通株式に転換することがガイドライン等で求められているわけではないと認識しております。上場審査基準及びその背後にある考え方との関係では、上場申請時に全て普通株式になっている必要はなく、実際に上場の効力が生じる日までの間にそのような対応がとられていれば、一般株主に不測の損害をもたらす恐れはないわけですから、飯田先生のおっしゃるように、上場申請時に既に転換されている必要があるとする現在の実務が新規上場申請者に過度の負担を生じさせているのであれば、そのような負担は取り除くことが望ましいのではないかと思います。もっとも、実際の上場審査実務に関する内容なので、私が予期すらしていない問題等もあるのかもしれませんが、この点につきまして、実際に上場審査を担当されている東証の方から、補足・ご説明等をお願いすることはできませんでしょうか。

○菊池（東証上場部統括課長） ※ 当該回の研究会に傍聴者として出席

東証上場部の菊池と申します。

飯田先生のご質問は、特殊な議決権付種類株式を発行している場合には、申請前の時点で既に転換や消却を終えていないといけないのかという点について、上場が承認されない可能性もあるのだから、承認されるまでの間は残しておいてもいいのではないのかという趣旨と理解いたしました。

基本的には私どもも、上場申請の時点で株主間契約ですとか、そういった種類株式といったものは解消していただくというのが原則とは言っているのですが、上場が承認されることを停止条件と

してそういった株式をなくすということであれば、それを確認したうえで認めるという運用をしています。

#### 【市場区分に応じた審査基準の違い】

○伊藤 飯田先生のご質問の1点目はそれでしょうか。

2点目がまだ残っていたのですね。市場の区分に応じて何か違いを設けることは政策的にはどうかというお話でしたよね。

○白井 まず、市場ごとに差を設けることは認められるのかという点ですが、合理的な理由があるのであれば、東証の上場政策としてあってもよいのかもしれないと思います。つまり、株式を上場する会社や投資者の属性等を考慮して、議決権種類株式を利用するニーズやメリットは東証一部よりもマザーズの方が高いと考えられるのであれば、マザーズでは複数議決権方式の種類株式の上場をもう少し緩やかに認め、その一方で、東証一部では今の厳しい基準を維持するという考え方は、あってもよいのだらうと考えます。そこでは、支配株主の忠実義務といった弊害防止措置の有無で区別するのではなく、ニーズやメリットの違いに基づいて区別するという発想が根底にあります。

次に、飯田先生が最初の方で質問されていた、支配株主の忠実義務といった仕組みがないので、日本では複数議決権株式を広く認めるべきではないという価値判断は成り立つのかという問題についてお答えします。支配株主の忠実義務のみが弊害防止措置というわけではないと思いますが、一般に、私はそのような価値判断、すなわち（上場審査基準以外の）弊害防止措置が備わっているかどうかで上場審査における厳格さの程度を変え得るという価値判断は成り立つと考えておきまして、その意味では、飯田先生のお言葉でいうところの「法的な問題」として考えなければならない面はあると理解しております。こうした観点からは、少なくとも日本で今東証がとっている上場審査のスタンスについては、私は基本的には賛成という立場で、その理由として、米国のようなアクティ

ビストの活動や支配株主の信認義務訴訟等を通じて一般株主の利益保護を図る実務が徐々に形成され、それが実務慣行となって定着するということが、日本の場合は想定することが必ずしも容易ではないと思うからです。ですから、東証が詳細なガイドラインを用意して議決権種類株式に関する健全な実務を促していくというやり方は、私自身は基本的に賛成です。

なお、弊害防止措置が備わっているかどうかで上場審査における厳格さの程度を変え得るという価値判断を支持する点と、合理的な理由があれば市場ごとに差を設けることを認め得るという点は、矛盾するのではないと思われるかもしれませんが、私自身は、後者の点に関しては、先ほども申しましたように、(弊害防止措置の有無という点では違いはないのかもしれないですが) ニーズやメリットの違いに基づいて区別するという発想が根底にありますので、両立してもよいと考えています。

#### 【利用の必要性と利用目的の関係】

○小出 詳細なご報告をいただきまして、大変勉強になりました。ありがとうございます。

基本的なところで私の不勉強かと思うのですが、レジュメ 12~13 ページにガイドライン II 6. が掲げられていまして、それぞれの要件について詳細にご説明いただきましたが、ちょっと私が混乱してしまったところがあります。(4) a で必要性・相当性基準があると書かれており、他方で b では取締役の地位の保全ないしは買収防衛策ではないということが要件となっていて、双方を満たす必要があるということだったと思うのですが、私には、a を満たしつつ b も満たすというのがよく理解できなかったのです。すなわち、a の時点で特定の者が経営に関与するという状況を確保することが必要である、それが目的であるというふうにはっきりと言っているにもかかわらず、それが取締役の地位を保全するものでもなく、買収防衛策でもないという状態はあり得るのだろうかというのがよく分からなくなりました。

私の中では、a の要件を満たせば、まさに防衛策という観点で複数議決権株式を上場してもいいということにすればと思っていたのですけれども、本当はその関係はどうなるのか。言い方を変えると、a を満たしつつ b を満たさないということがあるのかどうかというのが、ちょっとよく分からなくなりました。

レジュメ 20~21 ページに CYBERDYNE の事例が書いてあります。CYBERDYNE の事例が悪いというのでは全くなくて、これについて私自身が評価するというわけでは全くないのですけれども、CYBERDYNE の事例のところで白井先生が挙げておられる、先進技術の平和的な目的の利用の確保の動機というものについて、東証はその当否を審査しているわけではないというふうに書いてあるのですが、ここは本当に b の問題なのかなというのがよく分からないわけです。b はあくまでも地位の保全ないしは買収防衛策でないかどうかということの認定だと思ふのですけれども、その関係で、技術の平和的な利用という目的があることが地位の保全、買収防衛策ではないということ、その当否を審査をしないということが、ここに関連する話なのかということもちょっとよく分かりませんので、この二つについて教えていただければと思います。

○白井 まず1点目のご質問で、a を満たしつつ b を満たさないということがあるのかということですが、私も小出先生と同じ考えで、そのようなことはほとんど想定できないのではないかと考えております。基本的に a の必要性の審査というのはかなり厳しい審査内容になりますので、それを満たしたうえで、利用の主要な目的が買収防衛や取締役等の地位の保全に該当するケースは、基本的には考えにくいと思います。ですので、実例としては、a の必要性・相当性を満たせるのであれば、b を満たせないというケースはほとんどないのではないかと考えています。

ただし、a と b の二つの要件を並列的に挙げている理由を推察しますと、a の部分では、株主共同の利益という観点から利用が必要であることを

立証してもらおう。その一方で、複数議決権株式や無議決権株式を発行する動機や目的に関しては、株主共同の利益を図るという目的以外の目的が併存している可能性がありますので、その後者の併存する目的について、東証は基本的には審査の対象としないけれども、買収防衛や取締役等の地位の保全の目的が併存し、かつその目的が主要な目的である場合には、bの審査で排除するという仕組みを用意しているのではないかと考えます。

次に、小出先生の2点目のご質問についてですが、CYBERDYNEのケースで、レジュメ20~21ページについて、bの方で挙げることが適切なのだろうかということですが、それは確かにおっしゃるとおりかもしれません。

ただし、私の理解では、aの必要性のところでは、株主共同の利益という観点からの必要性を申請者が積極的に示さないといけないというもので、それ以外に併存的に示されている利用の目的については、取締役等の地位の保全のものや買収防衛のものが挙げられている場合にのみ、上場審査を満たさない場合があるというのがbの方の審査になると整理しています。ですので、CYBERDYNEの事例のような技術の平和的利用というのは、例外的にbの要件によってはじかれる買収防衛や取締役等の地位の保全の目的には該当しないという位置付けになるのではないかと考え、文言からはやや遠いのですが、レジュメではbの方で挙げました。

○小出 ありがとうございます。

○川口 レジュメ20頁では、bの趣旨について、「取締役等の地位の保全や敵対的買収の防衛のみを目的とする場合にまで、議決権種類株式の上場を認めることに合理性がない」と整理されています。私も、「のみ」に意味があるように思いますね。

○白井 一応、ガイドラインの文言によれば、「主要な」目的が買収防衛等でないと認められることとされています。「のみ」というのは、レジュメ20ページ注83の東証の方の解説で出てくる表現なのですが、あくまでガイドラインの文言上は「主要な」目的かどうかを基準になります。

○川口 確かに、ガイドラインでは、「主要な目的」と書かれていました。いずれにしても、bでは「主要な」目的でなければ、外れるのですね。

○白井 その点はおっしゃる通りで、ほかの目的があり、買収防衛等が主要な目的でなければ、bの審査はクリアすることになると思います。

○川口 もう一つは、先進技術の話です。これは、公益という視点からは審査されなかったということでしたか。

○白井 東証の方が書かれた文献によれば、公益という観点からその当否を審査したわけではないと明言されています。

○川口 しかし、上場規程207条1項5号では、「公益又は投資者保護の観点から当取引所が必要と認める事項」について審査するとされています。株主共同の利益というのは、確かに投資者保護の観点から説明がつくのかもかもしれません。CYBERDYNEの件では、「議決権種類株式の利用について、株主共同の利益の観点から必要性が高いとするとともに、先進技術の平和的な目的での利用の確保」がその動機とされています（レジュメ20頁）。これは、まさに、公益の視点からの審査を意識して主張されているのではないのでしょうか。それなのに、なぜ、あえて、その当否を上場審査に際して考慮しないと切り切るのでしょうかね。

○白井 そうですね。大もとの上場規程の方では、「公益又は投資者保護」の観点から必要な事項を審査するという作りになっているのですけれども、それを受けて作られたガイドラインの方では、利用の必要性に関しては株主共同の利益という観点で審査をするという視点が示されているようです。

そのうえで、ガイドラインに基づく現在の審査実務では、公益目的の有無・当否を上場審査に際して考慮しているわけではないとされていますが、もちろん、そのことの妥当性については議論の余地があると思います。すなわち、株主共同の利益の観点からのみ審査し、それ以外に何か公益に資するような目的があろうがなかろうが、その目的

が買収防衛のような特殊なものでない限りは、審査に当たって考慮しないという枠組みが妥当かどうかというところは、議論の余地があるとは思いますが、今の審査基準としては、恐らくは株主共同の利益という観点から判断して、それ以外の目的は例外的に拒絶事由として考慮されるという枠組みになっているのではないかと思います。

○川口 ありがとうございます。

#### 【株主意思の尊重と上場審査基準】

○前田 上場審査基準のうち、必要性の要件については、東証が相当に踏み込んだ実質的な審査を行うというお話でした。議決権種類株式の利用は、先ほどのように買収防衛策目的のものは除外されているにしても、会社の支配の所在にかかわるものですから、その必要性については、東証が直接に判断するのではなくて、株主の意思を尊重するというやり方もあり得ると思いますし、その方がむしろ会社法の平時の買収防衛策の適法性に関する議論とは整合するようにも思われるところでは。

白井先生のお話にもありましたように、東証は基本的に議決権種類株式の上場は認めないというスタンスだということなのですが、余りに厳格なようにも感じます。これについて、白井先生はどのようなご感触をお持ちでしょうか。

○白井 前田先生、貴重なご指摘を誠にありがとうございます。先生のおっしゃるとおり、会社の買収防衛の場面では、防衛策の必要性に関して、株主総会を通じた株主の判断があれば基本的にはその判断を尊重するというのが判例の枠組みだと言えるのですが（最決平成 19 年 8 月 7 日民集 61 卷 5 号 2215 頁）、議決権種類株式の上場に関しては、確かに東証の立場はかなりパターンリスティックなものであると言えそうです。たとえ多くの投資者が受け入れるような内容のものであっても、株主共同の利益の観点から強い必要性が認められなければ、そもそも上場を認めないという立場を採っているわけです。

こうした違いをどのように説明するか。一つの考え方としては、IPO の場面で適切に投資者による価格付けができるのであれば、東証のような立場を採る必要はないと言えるのかもしれませんが、そのあたりの株式の価格付けを通じた市場のメカニズムがどの程度有効に働くか評価できるかが、議論の分かれ目ではないかと思えます。仮に有効に働くと言えるのであれば、不適切な、すなわち株主の利益を不当に害するようなスキームの議決権種類株式については、投資者はあまり買わないという行動に出るでしょうから価格が下がるわけです。その一方で、きちんと株主利益にも配慮がされており、かつ企業価値という点で採用することのメリットも大きい複数議決権株式なり無議決権株式の発行であれば、買い手も多くなりますから高い価格がつくことが予想されます。このように、株式の価格付けが有効に機能するのであれば、市場メカニズムを通じて株主利益に配慮したスキームが実務において標準になっていくでしょうから、東証のような厳格な立場を採る必要はないと言えると思うのですが、日本の IPO 市場において果たしてそのような評価が可能かどうか、議決権種類株式のスキームは複雑なものが多くて情報コストも高いことから、個人的には疑問を感じています。

○前田 ありがとうございます。私は、上場審査基準に株主の意思という要素も加わっていいような気がしたのです。例えば、圧倒的多数の株主が、ある特定の株主の議決権を強化することに賛同しているときに、東証が、いや、そのような株主の議決権を強化することは株主共同の利益に反します、というようなことを言える仕組みが果たして適切なのか、というようにも感じたのです。

○白井 前田先生の今のご指摘の点に関連して、ということになりますが、株主の意思というものをどのように積極的に活用していくことが考えられるか。議決権種類株式を導入する場面では、一般株主は通常おりませんので、先ほどの IPO を通じた価格付けという仕組みにならざるを得ないわ

けですけれども、導入した議決権種類株式のスキームを継続するかどうかをめぐっては、株主の意思を有効活用する余地はあるのではないかと考えています。実際、議決権種類株式を使って特定の経営者の能力を最大限活用しようとするとしても、経営者の能力というのは常に一定というわけではありませんので、年をとるにつれて能力や意欲が衰えていくということは当然考えられます。そのことを踏まえたうえで、複数議決権方式のメリットとデメリットを考えていくと、前述のようにメリットは時間とともに減少する一方で、潜在的なコスト・デメリットについては、時間とともに増加するという可能性があり、こうした点は、近年の米国の論文でも強く指摘されているところです（Lucian A. Bebchuk & Kobi Kastiel, *The Untenable Case for Perpetual Dual-Class Stock*, 103 VA.L.REV. 585 (2017)）。潜在的なコスト・デメリットが時間とともに増加する可能性があるというのは、具体的には、議決権種類株式を通じて経営を委ねられた経営者が高齢化して能力や意欲が衰えるとか、又は議決権種類株式の導入企業が IT 企業であれば、導入当初は経営者のみが持っていた技術的な優位性が時間とともに失われていくといったことが考えられるところです。

以上の分析を踏まえますと、これは東証の上場審査基準で採用されているわけではないのですけれども、例えば特定の経営者が退任するまでの間ずっと議決権種類株式のスキームの維持を認めるというやり方は果たして適切なのだろうかという疑問が生じそうです。そこで、こうした疑問に対処する観点からは、前田先生がご指摘くださった株主の意思というものをスキームの中にうまく取り込んで、退任するまでずっと自動的にスキームの維持を認めるのではなく、例えば導入から 10 年又は 15 年経ったところで一度、議決権の少ない株主の意思を問い、同経営者の下でスキームを継続するかどうかを判断する機会を設けることが望ましいのではないかとという提案が、米国では学説上されているところです（Lucian A. Bebchuk & Kobi Kastiel, *The Untenable Case for*

*Perpetual Dual-Class Stock*, 103 VA.L.REV. 585 (2017)）。そこでは、株主の意思を尊重しつつ、議決権種類株式というものをよりよく活用できないかということが議論されているものと認識しております。

#### 【議決権種類株式の期間制限の是非】

○洲崎 今、白井先生が言われたことに関連して、この種類株式が経営者の個人的能力を最大限発揮するための制度だとすると、例えば、その経営者が病気になって能力を発揮できないような状態になった場合にも居座ってしまうことはデメリットになります。経営者が適切な経営を行えないのに居座るのは、取締役等の地位の保全のためにこの株式が使われている状態と言えますから、先ほど白井先生が海外での提言として紹介されたように、b の要件を満たすかどうかの上場審査の際に、このデメリットを封じ込めるような仕組みが採用されているかどうかを判断基準とすることも考えられるのではないかとというのが私の質問です。

○白井 洲崎先生のおっしゃるとおり、私も、東証が上場審査基準の中で期間制限の有無を確認するという事は、十分に考えられると思いますし、そこまですることが東証のスタンスとして理論的には一貫するように思います。最初に本日のレジュメを用意したときに、そのあたりの議論も少しだけ書こうかとも思ったのですが、もともと日本では、複数議決権方式のスキームが CYBERDYNE 以降一件も使われていないということもあり、かつ、世の中の一般的な評価としては、東証の上場審査基準はかなり厳しいと言われている中で、より厳しくしていくという方向の議論が果たして受け入れやすいものかどうか若干の悩みで、レジュメからは最終的に落とすことにしました。

ただし、先ほども申しましたように、株主共同の利益の見地から経営者の能力を最大限活用して企業価値の向上に資するという観点から、例外的に複数議決権株式の上場を認めるという東証のスタンスからすると、洲崎先生がご指摘くださった



ような審査の枠組みが、本来は上場審査基準の中にあってもよいのではないかと私は考えます。

○志谷 その点ですけれども、白井先生のご報告の中で、そういった有力な経営者、能力の高い経営者がいらっしゃって、だからその人に議決権を集めるということで複数の種類株式を認めて、普通株式を上場させるというのはオーケーだということですが、しかし一方で、そういう人が病気になるか、あるいは能力が落ちたということになったときに、サンセット条項ではなくて、定期的にという形で株主の意見を聞くという方がやはりよろしいのでしょうか。

もう複数議決権方式はやめて一株一議決権の原則に戻してしまうというようなサンセット条項ではなくて、複数議決権方式を制度としては残したまま、株主の意見を定期的に聞くという方がまだ穏便でいいというご見解かなと思ったのですが、そのときに、経営者とは関係のない人たちだけで意見を聞く会みたいなのを開くというのは、会社法上どのようなスキームにしたらいのかということ、もしご意見があったらお聞きしたいというのがまず一点です。

○白井 志谷先生、大変貴重なご指摘をありがとうございます。

サンセット条項は確かにあるのですけれども、仮にサンセット条項しかない場合の問題として、目的が達せられない状態になったということの評価を誰がどのように下すのかという問題があるように思います。例えば、経営者が病気になる経営を担うことが困難な状態になっていても、当該経営者からすぐ回復してまた自分が経営を担うのだと言われてしまうと、「目的が達せられない状態」になったかどうかについて疑義や反論の余地が生じてしまうことになり、そこが、実際には、サンセット条項はあったとしても、経営者が実際に退任するまでは、なかなか同条項を発動することができない要因になっているのではないかと思います。そうした点を踏まえ、一定の期間、例えば10年とか15年のタイムスパンで、スキームの継続について一度株主の意思を問うという仕組

みは、サンセット条項が設けられている場合であっても、独自の意義を有し得るのではないかと考えます。

もっとも、それでは、そのような意思確認手続を会社法上どのように位置付けるかというのは、これがまた難しい問題でして、会社法上は、複数議決権方式について単元株制度を利用して実現する場合には、ある決議事項についてだけ単元をやめますということは恐らくできません。ですので、会社法上の株主総会として決議するというのは難しくなるのではないかと思います。そうだとしますと、意思確認手続を実現するとすれば、勧告的決議の形をとり、その場合にだけ単元株制度をやめて、一株一議決権で議決権行使をして判断してもらうという場を設けないといけないように思われるのですけれども、勧告的決議であることを前提にするのであれば、次に、経営者がなぜその決議に拘束されるのかという問題が生じそうです。もちろん、勧告的決議による株主の意思に素直にしたがって、スキームを解消して全ての株式について議決権の大きさを同じにするということ、を自発的に経営者がやってくれば問題は起こらないのですけれども、仮にその場面で、経営者が、勧告的決議に過ぎないものになぜ従わないといけないのかという形で争い始めた場合には、いろいろと難しい問題が生じ得るように感じているところです。

#### 【議決権の少ない株式の定義】

○志谷 もう一点、全く別の話ですが、10ページの「議決権の少ない株式」の定義のところ、私はずっと頭に入らなかったのですけれども、たくさん配当がもらえることが、議決権が少ないという評価になるということなのですか。

○白井 私の理解がもし間違っていれば、東証の方に訂正いただければありがたいのですが、恐らく発想としては、議決権という会社の支配に関する権利の大きさと会社から受ける経済的利益の大きさとを比較して、議決権の多い、少ないを判断する枠組みなのではないかと思います。ですの

で、同じ議決権の大きさなのに、会社からもらえる経済的利益（配当等）が大きい株式であれば、議決権は少ない株式という評価になります。

○志谷 あ、小さいという評価になりますか。

○白井 議決権の大きさと経済的利益の大きさのバランスで見るということですので、議決権の大きさが同じであれば、経済的利益を多く受け取ることができる株式は議決権が少ない株式ということになりそうです。

○志谷 本来は同じものだと考えておいて、しかし配当が多いと、議決権が相対的に小さいというふうになる、こういう発想……。

○白井 そういう発想だと理解しています。ですので、その発想で議決権の多い、少ないを判断してしまうと難しい問題が生じ得ると感じているのが、参加型優先株です。

○志谷 そうですね。

○白井 参加型優先株では、仮に議決権の大きさが同じであっても、参加型であって配当が多くなることから、議決権の少ない株式という評価になってしまうのではないかと思います。

○北村 私も志谷先生と同じように、ここはよくわからなかったのですけれども、なぜ端的に単元株式数の多い方としなかったのが疑問です。

このあたりは、CYBERDYNE の事例をもとに制度を整備したということですね。もし配当についてほとんど違いがなくて単元株式数だけ違うという場合は確かに単元株式数の多い方が議決権当たりの配当は高くなるのですけれども、それを狙っているのだとしたら、最初から単元株式数を基準にすべきではないでしょうか。ここで問題となる会社は公開会社ですから、半数を超えて議決権制限株式とすることができないので、議決権は全く制限されていないという状況で、単元株式数のみ違いを設けているという形にしているわけです。その場合に、単元株式数の多い方だけしか上場できないということですね。制度を設ける際に、なぜ単元株式数に着目しなかったのかというのが第一の質問です。

第二は、9ページの(a)のところですが、

ここでは、「議決権制限株式とは、取締役の選解任その他の重要な事項について株主総会における議決権が制限されていない……」と書かれているのですけれども、議決権付株式を1種類のみ発行しているという状況であれば、そもそも株主総会における議決権は、事項に関係なく制限されていないのではないのでしょうか。

○白井 2点目のご質問の方は、すみません、私のレジュメの書き方が悪かっただけだと思うのですけれども、ここでは、議決権付株式の定義として、上場規程の一般的な定義規定を持ってきて説明してしまっています。あくまでレジュメ9ページの(a)の場面では、議決権付株式を1種類しか発行していない場面なので、北村先生のおっしゃるとおりです。

なぜ端的に単元株式数を変えるという定義を採用しなかったのかという1点目のご質問の方は、ちょっと私のお答えすることができる能力を超えるものであるようにも思うのですけれども、確かに私も、単元株式数が違うということだけを書けば定義として簡便ではないかと思っていました。

完全に推測に基づく話ですが、ひょっとしたら東証としては、100株1単元の採用を決めてしまっていましたので、100株1単元が基本である以上、単元株式数が違うというのを定義規定としては書きづらかったのかなと。もちろん、上場株式については100株1単元にしておいて、非上場の株式については100株よりも単元株が少ないようにすることは可能であり、そうであれば、定義規定として単元株式数を基準にするということはある得たと思うのですけれども、そうはいつでも、100株1単元に整理統合していくという流れの中で、単元株式数が多い、少ないといったことを定義規定として正面からは書きにくかったのかなと推測するところなのですが、すみません、完全に推測なので、東証の方からご説明いただけるとありがたいです。

○菊池 そのような方法も検討されたのですけれども、例えば、配当は普通株式の100分の1で議決権は普通株式と同様に100株で1単元という

種類株式の場合、普通株式と種類株式とは、単元株式数は同じ 100 でも、普通株式の方が配当をたくさんもらえて種類株式の方の値段はすごく安くなるということになります。そのような場合でもカバーできるように、ちょっと分かりにくいかもしれませんが、今の表現になっています。

#### 【複数議決権方式の会社法上の位置付け】

○片木 上場規則のところから少し外れた問題というか、会社法の問題かもしれないのですが、種類株式制度を平成 13、14 年に拡充させたときに、複数議決権株式は設けなかったわけですね。その時点で既に、単元株制度を使えば実質同じことはできるという指摘は確かにあったと思うのですが、これでいきましょうという積極的な評価をしていたわけではないと思うのです。

そういう可能性はあるという話はあったわけですが、それが後になって CYBERDYNE が本当にこれをして、しかも上場までやり遂げたという話になるわけですが、先生としては、評価というか、今見たときに、やはりそういう単元株という枠内でのみこういうものを認めるということに積極的な意義を持たれるか、それとも端的に、こういう状況であれば、むしろ複数議決権株式というのを種類株式として考えた方がいいというふうにお考えか、もしご見解があればお聞かせください。

○白井 片木先生のおっしゃるように、種類株式制度を導入した時点では、種類株式として複数議決権株式というものが正面から認められたわけではなかったということは、私もそのとおりだと思います。ただし、恐らくはそのときに正面からは導入されなかった理由として、複数議決権株式がけしからんから入れるべきではないということまではコンセンサスはなかったのではないかと思います。そうというよりはむしろ、複数議決権株式を積極的に利用するニーズについて、あまり認識されていなかったということが大きかったのではないかと理解しています。

この複数議決権株式が実務上大きく認識される

契機となったのが、2004年に米国でグーグルが上場したときに、10倍の大きさの議決権のある株式を創業メンバーに発行したという事例で、その後の米国では、IT企業を中心として、複数議決権株式が実務上利用されるようになってきました。こうした海外の事例を参照し、複数議決権株式の実務上のニーズが徐々に認識されるようになってきた中で、2000年代の後半に入って、日本でも複数議決権株式というものをどう評価したらいいのかという問題意識が生じ始め、東証でも実際に上場を認めるという流れになったのだと思います。

その意味では、会社法では確かに正面から種類株式として複数議決権株式が採用されているわけではないのですが、かといって、複数議決権株式はけしからんから絶対やってはいけないというコンセンサスもなかったように理解しておりますので、実務上、複数議決権株式に意義が認められて合理的なニーズがあるのであれば、禁止する必要はないのではないかと感じている次第です。

今後の在り方として、それでは、複数議決権株式を今のように単元株制度のまま維持していくのがよいのか、それとも新たな種類株式として、会社法 108 条に規定を設けるのがよいのかという方向性については、いろいろと議論のあるところなのかはしませんが、個人的な感想としては、仮に今後、複数議決権株式を採用する実務上のニーズが高まるのであれば、法的な確実性を高める観点から、会社法 108 条の種類株式の一つとして規定を設けてもいいのではないかと思います。

#### 【外国会社と複数議決権方式の採用】

○梅本 最初の飯田先生の質問の二つ目と関係するのですが、市場によっては、この複数議決権株式について東証のスタンスを変えることはあり得るのかという点に関してです。今日、先生はあえて時間の関係上省かれたと思いますが、外国会社については上場規程 206 条が定めていますね。ここでは複数議決権株式に関する定めはないと思うのです。

先生が7ページの注で、少数株主の利益保護以外にも、市場間競争、国際的な競争という見地も無視することはできないと書いておられて、まさにそのとおりだと思うのですが、これは恐らく外国企業の日本の市場での上場ということ念頭に置いて、外国会社であれば、おっしゃるようにグーグル、あるいはアリババのような重複上場をする大型案件を日本に持ってくるという話もあり得ると思うのです。これについては、上場規程 206 条にはどうやら上場規程 205 条 9 号の 2 のような規定はないようですので、少なくとも外国企業については、日本ではこういった複数議決権株式の上場というのは許容されているという理解でよろしいのでしょうか。先生が省略されたところでお聞きするのも失礼なのですが。

上場規程 206 条の重複上場のある場合とない場合を 1 項、2 項で書き分けていますけれども、重複上場をしている 2 項の場合などはかなり緩い要件で日本での上場を認めているようです。ですから、外国企業の日本での上場については、市場間競争の見地からは、少なくとも複数議決権株式について否定的なスタンスは適用されていないのかなと思ったのですが、そういう理解でいいのかなというところです。

○白井 上場規程 206 条 2 項の外国株券等の重複上場の場合について、上場規程 205 条 9 号の 2 に相当するものがないというところまでは私も認識していたのですが、今回の報告の対象外ということでしたので、それ以上は詳しく調べておりません。そのことが、重複上場の場合には特段の審査なくして複数議決権株式を上場してよいということになるのかが、自信がないところでして、申し訳ありませんが東証の方に教えていただければ幸いです。

○菊池 外国会社の場合に関しましては、本国等の法制度を勘案するというような規定もありまして、日本式のやり方にぴったり合わないといけないということにはなっていないというのがまず大前提としてあります。重複上場の場合は、本国の市場においてきちんと上場審査がされている、

投資者保護上問題がないかどうかというのは判断されているという前提のもとで、単独上場の場合よりも上場しやすいような制度は設けております。

ただ、本国で上場していれば複数議決権株式は何でも認めてよいかというと、やはり個別に中身を見て判断をしていく必要はありますので、一律にいいとか悪いとか、白黒をはっきりつけるような規定にはなっておりません。

○白井 ご説明ありがとうございます。勉強になりました。

【議決権の少ない株式の定義に関する東証の説明】

○洲崎 先ほどの議決権の少ない株式の定義に関して、菊池さんのご説明によれば、クラス A とクラス B を作って、クラス B はクラス A の 10 倍の剰余金配当がもらえるようにすると、クラス B の実質的な株式価値は恐らく A の 10 倍近くになる。しかし、一株一議決権のままなら、クラス B の方は、実質的にクラス A の 10 分の 1 の議決権しか行使できないことになる。このようなケースも含めるために、単元株制度云々ではなくて、議決権と配当請求権の関係で見ることにしたのだという趣旨の説明をされたものと理解いたしました。

このような形でクラス A とクラス B を作った場合には、クラス B の方が議決権の少ない株式として扱われ、現在の上場規程でも、クラス B だけなら上場することは可能であるというのが東証のスタンスだと考えてよろしいでしょうか。

○菊池 はい。議決権の少ない株式を上場対象にするというのは、簡単に言いますと、普通株式と複数議決権株式があるとしたら、普通株式の方を上場させますということの意味しているのです。分かりにくい表現ですが、簡単に言うとそういうことになります。

○洲崎 議決権の少ない方を上場させるということは、先ほどのケースで言うと、配当が 10 倍のクラス B の方を上場させることになるのですね。

○菊池 そうです。

○洲崎 ともかく現在の上場規程のもとでも、配当 10 倍の株式を上場させ、配当 1 倍の方は経

営者が持つておくことも可能であると。確認になりますけれども、そういうことですね。

○菊池 10倍というか、10分の1というかというのは相対的なことかと思しますので、そのように理解しております。

○洲崎 ありがとうございます。

#### 【東証の上場審査スタンスの評価】

○志谷 最初に白井先生から、現在の東証のスタンスというのは、パターナリスティックというのでしょうか、基本的にはそういうものは望ましくないという姿勢で臨まれているというご紹介があったと思うのですが、もしも優れた能力のある方がいらっしゃって、その方がスタートアップとして優れた企業を創設されたら、そこへエンジェルとかファンドが応援に来られて、そちらの方が議決権が少ない株であると。で、議決権の多い方を経営者がお持ちになっている。そういう仕組みのもとで高い能力のある方を守りつつ、その企業が繁栄していくということと、その企業を支援したエンジェルやファンドが、さあ投資を回収しましょうと思って、手っ取り早く上場しようやというふうに考えることとは、ちょっとやはり次元が違うのではないのかというのが私の個人的な感覚です。

そうすると、そこでちょっと待ってと、東証が来るのだったら、一旦そこでしっかり審査させてもらいますよというのは、私個人的としてはそれなりにじっくりくるような感覚がありまして、守り育てたいということと、それを上場させて一般の投資家を買いますということは、やはり違うのではないのかなと思ったもので、これは全くの個人的な見解なのですが、白井先生もやはりそういうふうにお思いなのか、いや、それは間違っていて、別の感覚だということなのか、その点を少し教えていただけたらと思って質問させていただきました。

○白井 志谷先生のご見解に私も同感です。志谷先生のおっしゃるとおり、株主構造が分散しておらず、1人、2人のスポンサー株主、すなわち

エンジェルや投資ファンドが議決権の少ない株式を保有したまま、優れた能力のある経営者を近くで監視しながら資金面でサポートをしていく段階と、エンジェルや投資ファンドがやっていた役割を分散した一般投資家に担ってもらう段階とでは、私も次元が違うのではないかと思います。確かに、IPOの段階で投資家は、株式の価格付けはできますけれども、複雑な議決権種類株式のスキームを適正に価格に反映させることが容易に行われるとも限りませんので、一度、東証の方でしっかりと審査をする機会を設けるといえるのは、私もじっくり来る考え方だと思います。

#### 【東証の上場審査の実態】

○小出 冒頭に私の申し上げた質問の、12～13ページのガイドラインII 6.(4)の(a)と(b)の関係ですけれども、私が言いたかったことは、(a)を満たすものは常に(b)を満たさないのではないかと思いますということ。つまり、(a)を満たすということは、基本的にこれは株主共同の利益の観点から特定の者が経営に関与し続けるためのスキームだということなので、そうすると常に(b)を満たさないことになってしまわないかというふうに思ったということでした。

それともう一点は、先ほど前田先生がおっしゃったことで、株主の意向みたいなものを反映させる余地はないのだろうかというようなご指摘があったかと思うのですが、上場の場面ということなので、株主の意向を反映させるのだとすると、要するに上場させて一般投資家を買ってくれるかどうかということなのかと。つまり、買って欲があれば、それは同意して買っているということだというふうに思うのです。

その意味で、今日のご報告の中では、基本的に東証は必要性和相当性をパターナリスティックにかなり厳格に見ているというご指摘で、もしかして思想はそうなのかもしれないと思いつつ、他方で、例えばレジュメ15ページの注56にあるようなCYBERDYNEの事例は、確かに詳細に書いてはあるものの、何を言っているのかというのは、よく

よく読んでみると、要するに山海社長がこの会社の企業価値には必要ですということ以上のことは言っていないような気がします。ただ、これが開示されるということが非常に大事で、開示されたものを見たうえで株主は買うということなのだと思いますから、こういったことを開示させるということは、実はこのシステム全体で担保されている気はするのですが、果たして本当にそこまでパターナリスティックに見ているのだろうか、あるいは東証は見られるのだろうか、そのような能力があるのだろうかというところについては、ちょっとよく分からないという気がします。

ただ、私は、実は CYBERDYNE の事例は悪いと全然思っていないし、東証が厳格に見ることがいいことかどうかというところは、私自身もちょっと留保があるので、それが悪いということは全然ないのですが、果たして本当にそこまでパターナリスティックになれているのかなというのが、感想かもしれませんが、二つ目のコメントです。

○伊藤 今の小出先生のおっしゃった点は、私も気になっていました。白井先生のご報告では16ページに、必要性の審査が「かなり踏み込んだ事実関係の説明を必要とする厳格な基準に基づくものと評価することができる」と書かれているのですが、そう評価できる根拠が知りたいわけです。東証は、14ページに書かれている「経営者が事業展開、研究開発、人材採用等にどのように関与し、影響を与えているか」といった点を、上場申請の時点で、いろいろな資料を出させて、時間もかけて評価されているということなのではないでしょうか。

後で出てきた有価証券報告書などの説明自体は、小出先生のおっしゃったとおり長々書いていますが、大したことは書いていませんので、上場申請のときにここをどこまで見られているかで、パターナリスティックにきちんと評価されていると言えるかどうかが決まるかと思うのですが、その辺、差し支えない範囲で教えていただけたらありがたいかなと思います。

○菊池 まだ1銘柄しか事例がなく、特に最初

の銘柄ということですので、丁寧にヒアリング等をしてきたかとは思いますが、まだ事例も蓄積されておきませんので、それで十分なのかどうかというところは、今後の事例が蓄積されていく中で改めて検討していくということかと思えます。

○伊藤 確かに、いろいろな細かいことまで公表させてしまうと、まさにその会社の機密を公表させることになりますので、まずいというのは重々承知はしております。

#### 【拒否権付種類株式の審査】

○片木 事案で非常に問題になったのは、いわゆる実質的な複数議決権株式ですが、種類株式としては拒否権付種類株式の上場というのも実際に行われているわけですね。恐らく拒否権付種類株式の上場審査のときに、これが株主の共同の利益を著しく害するかどうかの判断はできるだろうとは思いますが、拒否権付種類株式を上場することが株主の共同の利益に資するという言い方が果たして適切かどうか。もちろん、上場審査基準は全然違うのだろうと思うのですが……。

○白井 拒否権付種類株式それ自体は上場することができませんので、株式を上場している会社が、上場株式のほかに非上場の拒否権付種類株式を発行している場合ということでしょうか。

○片木 すみません。会社が拒否権付種類株式を発行している場合です。拒否権付種類株式を発行している会社の上場というときに、その拒否権付種類株式が株主の共同の利益を害するかどうかという判断をしたうえで、著しくは害しない、大きく害することはないという判断で、そういう株を持っている会社でも上場を認めるという仕組みになると思うのですね。

日本の上場の例におきましても、恐らく海外での例にしましても、明らかに一種の国策的な観点といたしましうか、海外やその他いろいろなどところからの買収をいわば防衛するという国策的な観点から、拒否権付種類株式を持っているような会

社の上場を認めているということだろうと思うのですが、こういう株について必要性という観点から見ていくのだとおっしゃったのですけれども、本当にそれが貫けるのかなど。

実際には、平和産業に徹するというような例の議論というのも、一応は上場審査においては正式には考慮しないという形にはなっているのですけれども、やはりそこが考慮されていた余地も見受けられないことはないように思うのですね。平たく言えば、正面切って国防というか、あるいは国益という観点から見るのだという議論をしてもいいような気もしたのですけれども、という感想みたいな話なのですが。

○白井 片木先生のおっしゃった拒否権付種類株式の上場というのは、株式を発行・上場している会社がそれとは別に拒否権付種類株式を発行するということですね。

○片木 日本で言えば、拒否権付種類株式を発行したままで上場されていますよね。

○白井 そうであるとすれば、上場している株式について、非上場の拒否権付種類株式を発行することが上場廃止基準に当たらないかどうかということが議論になりそうですけれども、その際の基準（規程施行規則 601 条 14 項 3 号）と、本日の報告でご紹介した議決権種類株式を新規上場する場合の基準とは、やはり違うのではないかと思います。

#### 【経営者が取締役として残る場合の扱い】

○川口 最後に、少し時間があるようですので、本日の報告とすこしずれのかもしれないのですが、上場審査において、属人的な能力を重視するという点で、お尋ねします。先日、米国で、グーグルの創業者でトップである 2 人が退くという報道がありましたね。ただ、取締役には残るそうなので、報道によれば、プラウドペアレンツ、すなわち、「誇り高き両親」とか言って、監視の目は光らせるようなのです。おそらく、そのためには、議決権は保持したままなのでしょうね。米国ではこれが許されるようなのですが、日本ではどうな

るのでしょうか。

例えば、創業者が会社経営を後継者に譲るとして、代表取締役社長は辞めるけれども、取締役会のメンバーとしては残るのです。この場合、その人は属人的な力を発揮して会社をリードしていくというふうに言えるのか。取締役として監視するというのと、事業の中核で業務に携わるのとでは違うような気もするのです。この場合でも、事実上の複数議決権株式を認め続ける必要があるのでしょうか。ガイドラインにいう「必要性に照らして相当なもの」と言えるのかということですね。レジュメ 14 ページにある「ビジネスプランの遂行上、必要不可欠な属人的な能力を有する特定の者が代表取締役等（経営者）として経営に参与し続ける」に当てはまるのでしょうか。

○白井 日本の場合はどうなるかということですが、恐らくはケース・バイ・ケースであって、複数議決権株式を導入している会社がどのような内容の規定を設けているのか次第であるように思います。とりわけサンセット条項が問題になりそうですが、サンセット条項において何をトリガーとして規定しているのか次第のところが大きいうように思うのですけれども、もし取締役として退任するというのがスキーム解消のトリガーだとすると、代表取締役社長は辞めたけれども、取締役として残って後継者を指導・監視する場合でも、当然にはスキームは解消されないことになると思われます。

○川口 取締役としての監視であれば、別の人も可能な気もするのです。あえて、例外的に支配権を維持するスキームを継続することが必要なのか。取締役としての監視に属人的な能力が必要かというのが論点でしょうかね。

○白井 経営から退き、監視の役割を担うだけの元経営者に議決権の多い株式を引き続き保持させることを可能にする規定が妥当かどうかについては、議論の余地があるところだと思います。個人的な感想としても、議決権種類株式を新規に上場する際の東証の必要性の審査では、この経営者のこうした能力が具体的にこの事業との関係で必

要だからということまで見ているのに、上場申請の段階では認識されていなかった後継者に譲りたいのでスキームを継続することを認めるということは、東証のスタンスの一貫性という観点からは、なかなか説明が難しいと思います。ただし、恐らくは東証の現在の上場審査の運用としては、代表権を失った場合にはたとえ取締役として残っていてもスキームの解消を求めるといった厳しい運用はされていないように思われます。

実際に、CYBERDYNE のケースを見ますと、取締役の退任がトリガーになっていますし、しかも、退任後若しくは亡くなった後も議決権の多い株式を財団法人に譲渡してスキームを継続することに株主が賛同すれば、もう少し正確に申しますと3分の2以上の議決権を有する株主がスキームの継続に反対しなければ、スキームは継続することになっています。事例としては CYBERDYNE のケースしかありませんので、そのみを踏まえて確定的なことを述べるのは避けた方が良いのかもしれませんが、川口先生のご指摘の問題に対しては、どちらかということ、東証の審査は比較的緩やかであるといえるのかもしれませんが。

○伊藤　それでは、時間になりましたので、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。



2019年12月27日

### 有価証券上場規程の具体的検討(7) —— 議決権種類株式の上場

同志社大学 白井 正和

- 一 本日の報告で扱う対象
- 本日の報告では、議決権種類株式の上場に関する東京証券取引所の規程・ガイドラインを中心に検討を加える。
  - 議決権種類株式とは、端的には議決権を利用した複数議決権株式も含まれる。
  - 議決権制限株式のほか、単元株制度を利用した複数議決権株式も含まれる。
  - 本日の報告の順序は、次の通りである。IIでは、議論の前提となる知識を確認する観点から、議決権種類株式の上場をめぐる取引所ルールの変遷について確認した上で、議決権種類株式の上場に関する東京証券取引所の基本的なスタンスを指摘する。次のIIIでは、2014年の規則改正を踏まえた議決権種類株式の上場に関する現在の市場審査の内容について検討する。その上で、IVでは、市場管理について確認する。

## II 前提知識

### 1 議決権種類株式の上場をめぐる取引所ルールの変遷

- (1) 2008年の規則改正以前
- 日本では、法令上、複数議決権株式の発行が(少なくとも正面からは)認められてこなかったことを背景として、東京証券取引所は、伝統的には、議決権の数に差のある種類株式を発行する会社の市場を想定していなかった<sup>2</sup>。
  - そのため、後に紹介する2008年の規則改正以前は、上場会社による種類株式の利用について、以下のような規定を有していたのみである<sup>3</sup>。
  - 既に株式を上場している会社が新たに(利益配当に関する)優先株や子会社連動配

<sup>1</sup> 種類株式については、議決権種類株式のほか、剰余金の配当・剰余財産の分配といった経済的権利に関する種類株式、ならびに取得条項付株式、全部取得条項付株式および議決権制限株式などその他の種類株式に分けて考えることができる(東京証券取引所「種類株式の上場制度整備に向けた実務者懇談会「議決権種類株式の上場制度に関する報告書」(2008年1月16日公表)3頁)。

<sup>2</sup> 林謙太郎「議決権種類株式に関する市場基準の概要」証券アナリストジャーナル52巻11号(2014年)26頁。

<sup>3</sup> 加藤貴仁「上場会社による種類株式の利用」ジュリスト1495号(2016年)16頁。

1

当株(以下、あわせて「優先株等」という)を新たに上場する場合を対象とする規定

- ✓ これらの規定は、現在も有価証券上場規程の第3編に存在する。
- ✓ 近年の事例：ゾニーによる子会社連動配当株の上場(既に上場廃止)  
伊藤園による無議決権優先株の上場<sup>5</sup>(現在も上場している)
- 既に株式を上場している会社が新たに(非上場の)種類株式を発行することに対する制限規定
- ✓ 2006年の規則改正：上場会社が拒否権付種類株式(会社法108条1項8号)を発行することは、買収防衛策に関する上場制度整備の一環として、一定の条件を満たす場合には上場廃止事由に該当する<sup>6</sup>(有価証券上場規程601条1号17号、有価証券上場規程施行規則601条14項3号)。
- ✓ 2007年の規則改正：上場株式を議決権制限株式に変更することおよび上場株式よりも議決権の多い株式を発行することは、一定の条件を満たす場合には上場廃止事由に該当する(有価証券上場規程601条1号17号、有価証券上場規程施行規則601条14項4号・5号)。

## (2) 2008年の規則改正とその経緯

### ① 改正の経緯

- こうした状況の中、東京証券取引所は、平成14年(2002年)の商法改正により設計の自由度が高まった種類株式をどのように上場制度に受容するかという(これまで積み残されていた)課題に取り組む観点から、議決権種類株式の上場に関する制度整備に着手する。
- 東京証券取引所が、議決権種類株式の上場に関する制度整備に向けた議論を本格的に開始したのは、2006年9月に組織された上場制度整備懇談会においてである<sup>7</sup>。一同懇談会は、企業行動に関する制度整備の一環として種類株式の上場制度について議論した上で、2007年3月27日に中間報告を公表し<sup>8</sup>、これを受けて東京証券取引所は、報告内容の実行計画として「上場制度総合整備プログラム2007」を公表した。

<sup>4</sup> 有価証券上場規程2条90号。

<sup>5</sup> 伊藤園の無議決権優先株の設計については、葉田匡美＝高原達広＝宮下央「上場種類株式の設計・発行に関する実務上の留意点」旬刊商事法務1811号(2007年)37頁参照。

<sup>6</sup> 例外的に上場が認められている例として、国際石油開発(現在の国際石油開発帝石)の株式が拒否権付種類株式を(経済産業大臣に)発行した状態で上場されている。

<sup>7</sup> 松尾健一「議決権種類株式上場に関する取引所規則の検討」阪大法字64巻3・4号(2014年)945頁、林・前掲注2)26頁等。

<sup>8</sup> 中間報告の概要については、戸崎浩二「種類株式の上場制度に関する検討状況」旬刊商事法務1800号(2007年)15頁、林・前掲注2)27頁参照。

2

にくくという懸念<sup>14</sup>、売買単位の集約（100株一元化）の取組みとの整合性を考慮する必要があること<sup>15</sup>、銘柄間違いなどの混乱を避ける必要<sup>16</sup>

- 無議決権株式を単独上場している会社について、その後議決権付株式を上場することは認められない。
  - その理由：無議決権株式を購入した投資者は無議決権株式にしか投資できないから投資する場合のほか、大株主を信頼して投資することが考えられるが、いずれの場合も、議決権付株式が後に上場することでその前提が崩れる<sup>17</sup>。
- (ii) 上場審査に当たり、議決権種類株式の利用が「株主の権利を尊重したもの」といえるかについて実質審査をすることとした上<sup>18</sup>、「株主の権利を尊重したもの」といえるためには、次の要件を満たす必要があると整理

- (a) 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できる見込みのあること。
- (b) 異なる種類の株主間で利害が対立する状況が生じた場合に、議決権種類株式の株主が不当に害されないための保護の方策をとることができる状況にあると認められること。
- (c) 支配株主が存在する場合は、支配株主と議決権種類株式の発行者との間で利益相反取引が行われる際に、少数株主の保護の方策をとることができる見込みがあること。
- (d) 議決権の少ない株式の上場の場合は、議決権の多い株式について、その譲渡等が行われるときに議決権の少ない株式に転換される旨が定められていること。
- (e) 議決権種類株式に優先配当が交付されることとなっている場合、原則として、議決権種類株式の発行者が当該銘柄に係る剰余金配当を行うに足りる利益を計上する見込みがあること。
- (f) その他株主および投資者の利益を侵害するおそれ大きいと認められる状況にならなければならないこと。

(3) 2014年の規則改正

<sup>14</sup> 宇都宮純子「議決権種類株式の上場に関する制度要項について」旬刊商事法務 1834号（2008年）16頁。  
<sup>15</sup> 宇都宮・前掲注14）16頁、林・前掲注2）29頁。  
<sup>16</sup> 東京証券取引所「新規上場ガイドブック（市場第一部・第二部編）」[2019年版] 88頁。  
<sup>17</sup> 宇都宮・前掲注14）21頁。  
<sup>18</sup> 有価証券上場規程 207条1項5号にいう「その他公益又は投資者保護の観点から当該取引所が必要と認める事項」の一内容として、議決権種類株式の利用が「株主の権利を尊重したもの」といえるかについて実質審査をすることとした（宇都宮・前掲注14）18頁）。

→さらに、中間報告およびプログラム 2007 に基づいて、議決権制限株式や単元株制度を利用した複数議決権種類株式類似の構造など議決権種類株式の上場制度について具体的な検討を行うため、種類株式の上場制度整備に向けた実務者懇談会が設置され、同懇談会は 2008 年 1 月 16 日に報告書（東京証券取引所・種類株式の上場制度整備に向けた実務者懇談会「議決権種類株式の上場制度に関する報告書」、以下「報告書」という [本レジュメ参考資料]）を公表した。

→その後、東京証券取引所は、報告書の内容を踏まえて 2008 年 4 月に議決権種類株式の上場に関する制度要綱を公表し、規則改正を行った。

② 改正の概要

- (i) 上場することが許される議決権種類株式の範囲
  - 新規上場申請者（東京証券取引所に株券等が上場されていない発行者が、株券等の新規上場を申請する場合の当該発行者をいう<sup>10</sup>）には、(a)無議決権株式のみを上場すること、(b)無議決権株式と議決権付株式を同時に上場すること、(c)複数議決権方式を利用した上で議決権の少ない株式のみを上場すること、の3つの選択肢がある。
  - 東京証券取引所に既に株式を上場している上場会社<sup>11</sup>には、新たに無議決権株式を上場することが選択肢として認められる<sup>12</sup>。
    - 新規上場申請者の場合と既上場会社の場合とで上場することが許される議決権種類株式の範囲が異なるのは、新規上場時には未だ一般株主がおらず、投資者は議決権種類株式が発行されていることを前提に投資判断を行うことが可能であることが理由である<sup>13</sup>（これに対して、既上場会社の場合には、既に発行されている上場株式の一般株主の利益保護という視点が不可欠となる）。
- （新規上場申請者の場合であっても）複数議決権方式を利用する場合には、議決権の多い株式と議決権の少ない株式を同時に上場することは認められない。
  - その理由：複数議決権方式は単元株制度を利用するため投資者にとって分かり

<sup>10</sup> <https://www.jpex.co.jp/equities/improvements/class-shares/index.html>

<sup>11</sup> 有価証券上場規程 2 条 64 号。  
<sup>12</sup> 上場株券等をいう（有価証券上場規程 2 条 50 号）。  
<sup>13</sup> なお、既存の上場会社が（本文中で記述した無議決権株式ではなく）複数議決権方式を利用し議決権の少ない株式のみを上場しようとする場合には、いったん MBO 等により会社を非公団化してから議決権の少ない株式を新規上場する必要がある（田中亘「複数議決権株式の意義と規制の必要性」金融・商事判例 1510 号（2017 年）13 頁）。  
<sup>14</sup> 戸嶋浩二「複数議決権方式による種類株上場の実務と展望」旬刊商事法務 2032 号（2014 年）82 頁等。

- ① 改正の経緯
- 以上みてきたように、東京証券取引所では、2008年に議決権種類株式の上場制度を整備・導入されたわけであるが、その直後に生じたリーマン・ショックの影響によるIPO市場全体の低迷もあり、その後の数年間は、当該制度を利用した具体的な新規上場案件は発生しなかった<sup>19</sup>。
  - こうした状況の中、2013年に入ってCYBERDYNEによる東証マザーズ市場への新規上場の申請を受けたことを契機として、東京証券取引所では、議決権種類株式の上場制度の健全な利用を促す観点から、上場制度整備懇談会に当該制度に関する追加的な検討を諮問し、その結果を踏まえ2014年2月5日に「IPOの活性化等に向けた上場制度の見直しについて」[本レジュメ参考資料]を公表した<sup>20</sup>。
  - ➔その後、東京証券取引所は、CYBERDYNEの上場事例<sup>21</sup>を踏まえて、上場審査の明確化の観点から2014年7月に規則改正を行った。
  - ➔なお、現在までの間に、東京証券取引所においてCYBERDYNE以外に複数議決権種類株式(議決権の少ない株式)を上場している会社はない模様。
- ② 改正の概要
- 2014年の規則改正により、(a)新規上場申請者が無議決権株式(議決権付株式)の同時上場の申請は行わない) または議決権の少ない株式である場合と、(b)新規上場申請者が無議決権株式と議決権付株式の上場を同時に申請する場合または上場会社が無議決権株式の上場を(追加で)申請する場合とで、実質審査の対象となる事項が区別されることになった<sup>22</sup>。
  - ➔(a)の場合：現在の上場審査等に関するガイドラインⅡ6.(4)
    - ➔2014年の規則改正を踏まえた審査対象事項に基づき審査
  - (b)の場合：現在の上場審査等に関するガイドラインⅡ6.(5)<sup>23</sup>
    - ➔2014年の規則改正前に用意されていた審査対象事項に基づき審査
  - (a)の場合、すなわち新規上場申請者が無議決権株式のみまたは議決権の少ない株式の上場を申請する場合について、実質審査の対象となる事項が次の通り明記された。

<sup>19</sup> 林・前掲注2) 27頁、戸嶋・前掲注13) 83頁。  
<sup>20</sup> <https://www.jpjx.co.jp/rules-participants/public-comment/detail/140205.html>  
<sup>21</sup> 2014年3月26日に東証マザーズ市場に上場。同社では、上場された議決権付株式と比較して、実質的に10倍の議決権を伴うB種類株式(非上場)を発行したまま新規上場しており、いわゆる複数議決権方式を利用した初めての新規上場案件である。  
<sup>22</sup> 加藤・前掲注3) 17頁。  
<sup>23</sup> 上場会社が無議決権株式の上場を申請する場合における実質審査の対象となる事項は、新規上場申請者が同時上場の申請をする場合と同じく、上場審査等に関するガイドラインⅡ6.(5)の事項とされている(上場審査等に関するガイドラインⅢの4.(1)、東京証券取引所『新規上場ガイドブック(市場第一部・第二部編)』[2019年版] 89頁)。

- 議決権種類株式(無議決権株式を発行する場合の議決権付株式および複数議決権方式を採用する場合の議決権の多い株式)を利用することの必要性と相当性
    - ➔必要性については、株主共同の利益の観点から確認する。
    - ➔相当性については、規則改正前の審査事項の一部(2008年規則改正による審査事項の(a)と(d))は、相当性を判断する際の確認事項として整理された。
  - 議決権種類株式を利用する主たる目的が買収防衛策ではないこと等(上場審査等に関するガイドラインⅡ6.(4)b~d)の事項
    - ➔実質審査の対象となる事項に加えられた。
- 2 東京証券取引所の基本的なスタンス
- 議決権種類株式の上場に関する東京証券取引所の基本的なスタンスは、次のようなものである。
    - 議決権種類株式の上場は、上場会社の支配権の移動が制約されることにより、一般株主が有利な価格で保有株式を売却する機会を減少させ、潜在的な企業買収の可能性による経営者への規律付けの効果が低下するという問題や、出資によるリスク負担の割合と議決権による支配の割合とが比例しないため、コーポレート・ガバナンスに歪みをもたらし、少数株主の利益が侵害される可能性が高まるとの問題が指摘されており、必ずしも望ましいものとはいえない<sup>24</sup>。
    - ➔このように、東京証券取引所は、原則として議決権種類株式の上場については慎重な姿勢を示していることがうかがえる。
    - もつとも、議決権種類株式の上場は、種類株式の自由な設計が認められ、これを利用した資金調達ニーズが確実に存在し、魅力のある新たな投資対象物件の投資者への提供が可能になるとのメリットも存在する<sup>25</sup>。
      - ➔議決権種類株式の上場を一律に制限することは適当ではない。
      - ➔個別具体的な事例において、そのようなメリットがデメリットを上回り、かつ、株主の権利を尊重したうえで、そのようなメリットがあることが確保されているのであれば、東京証券取引所として、そのような議決権種類株式の上場を認める積極的な意義が存在

<sup>24</sup> 林・前掲注2) 27頁、宇都宮・前掲注14) 17頁および報告書4頁も参照。こうした問題は、複数議決権株式を付与した時点では(同株式の付与を受けた)経営者の能力は高く、士気も旺盛であるため目立たないが、経営者の高齢化により能力や意欲が衰えるにつれて問題が顕在化する可能性がある旨指摘されている(田中・前掲注12) 13頁参照)。この点に関連して、近年の米国の研究論文によれば、複数議決権株式の潜在的なメリットは時間の経過とともに減少することが見込まれる一方で、潜在的なコストは時間の経過とともに増加することが見込まれる。See Lucian A. Bebchuk & Kobi Kastiel, *The Untenable Case for Perpetual Dual-Class Stock*, 103 Va. L. Rev. 585 (2017).

<sup>25</sup> 林・前掲注2) 27頁、報告書5頁も参照。

Ⅲ 上場審査

1 上場制度の枠組み

- 東京証券取引所の上場制度は、大きくは次の2つに分類される。
  - 株券等に関する上場制度（有価証券上場規程第2編）
  - 上場会社の発行する優先株等に関する上場制度<sup>32</sup>（有価証券上場規程第3編）
- 一優先株等：非参加型優先株または子会社連動配当株をいう<sup>33</sup>。
- 一優先株等：非参加型優先株等を利用するためには、当該優先株等の発行者が既に議決権付株式を東京証券取引所に上場させている会社であることが必要<sup>34</sup>。
- 議決権種類株式の位置づけ
  - 2008年の規則改正により、議決権種類株式についても原則として株券等の枠組みの中で規定を設けることとした（＝議決権種類株式の上場に対応する規定を株券等に関する上場制度（規程第2編）の中に用意する）。
    - ∴ 株式の性質を有するものについて基本的に同じ扱いをすることが望ましい<sup>35</sup>。
  - ただし、優先配当を交付する議決権種類株式のうち非参加型優先株については、その経済的性質が社債に近いものとして別途取り扱うこととし、株券等に関する上場制度（規程第2編）ではなく、従来の優先株等による上場制度（規程第3編）により上場を認める形をとる<sup>36</sup>。
- 以下では、本レジュメの項目ⅢとⅣで、2008年および2014年の規則改正を通じて導入・整備された、株券等に関する上場制度（規程第2編）における議決権種類株式の取り扱いを確認し、その内容を検討する。

2 上場審査基準—形式審査

〔有価証券上場規程 205 条〕

観点も加味すれば、どのようなスタンスが望ましいかという問題は容易には結論の出ない難しい問題であるといわざるをえない。

<sup>32</sup> 東京証券取引所における優先株に関する上場制度は、1976年に導入された。2001年には優先株の上場制度が一部改正され、優先株に加えて子会社連動配当株の上場制度が整備されている。その後、2008年7月の議決権種類株式の上場制度に関する規則改正において「優先株」の定義が改められ、非参加型優先株のみが優先株の上場制度の対象とされた。

<sup>33</sup> 有価証券上場規程 2 条 90 号。

<sup>34</sup> 有価証券上場規程 2 条 90 号。

<sup>35</sup> 有価証券上場規程 804 条 1 号。

<sup>36</sup> 宇都宮・前掲注 14）17 頁。

<sup>37</sup> 宇都宮・前掲注 14）17 頁。その結果、議決権種類株式の上場という観点からは、既に議決権付株式を上場している会社が非参加型優先株である無議決権株式を追加で発行・上場しようとする場合にも、規程第3編が適用されるものと解される。

する<sup>26</sup>。

- このように、議決権種類株式の上場に関する東京証券取引所の基本的なスタンスとしては、議決権種類株式の上場については必ずしも望ましいものとはいえない（＝問題が少なくない）との基本姿勢を堅持しつつ、議決権種類株式を利用するメリットがデメリットを上回り、かつ、株主の利益を尊重したスキームであることが上場審査の場面に於ける実質審査を通じて十分に確認することができた案件に関して、（いわば例外的に）上場を認めるという方向性が示されている。
- こうした東京証券取引所のスタンスは、例えばニューヨーク証券取引所（NYSE）のように、新規公開（initial registered public offering）の場面であれば議決権種類株式の上場でも原則として特別の審査を課さないといったスタンスを採用している取引所<sup>27</sup>と比較すれば、議決権種類株式の上場について確かに慎重な姿勢を堅持するもの（消極的なスタンスをとるもの）といえることができる<sup>28</sup>。
- そのようなスタンスの是非については賛否のあるところだと思われるが、米国では、支配株主等に対する信託義務違反の訴訟<sup>29</sup>や複数議決権方式に反対する機関投資家の活動等を通じて、議決権種類株式について、たとえ取引所が特別の審査を課さなくても、株主の利益を（少なくとも一定程度は）尊重したスキームを採用する実務慣行が形成されると考えられる<sup>30</sup>点には、留意が必要である。
- これに対して、日本で米国と同様の実務慣行が（取引所の関与なしに）形成されるところは当然には考えられないことからすれば、議決権種類株式の上場について慎重な姿勢を堅持する東京証券取引所のスタンスは、少なくとも少数株主の利益保護という観点からは合理的なものと同程度であると評価する余地はあるだろう<sup>31</sup>。

<sup>26</sup> 林・前掲注 2）27 頁。報告書 5 頁も参照。

<sup>27</sup> 詳細については、戸嶋・前掲注 8）16-17 頁および太田洋ほか「米国および我が国における複数議決権株式の取扱いと複数議決権株式発行会社に係る M&A（上）」金融・商事判例 1509 号（2017 年）7-8 頁参照。

<sup>28</sup> この点に関して、松尾・前掲注 7）959 頁も、議決権種類株式の上場に関する東京証券取引所の姿勢については非常に慎重であると分析する。松井智予「複数議決権株式を用いた株主構造のコントロール」日本証券経済研究所・金融商品取引法研究会研究記録 70 号（2019 年）88-39 頁〔加藤貴仁発言〕も参照。

<sup>29</sup> 松井・前掲注 28）29-30 頁〔松井智予発言〕参照。

<sup>30</sup> 例えば、米国で複数議決権方式を採用している代表的な会社としてグループ社やフェイェックス社が挙げられるが、いずれの会社も、議決権の多い株式を保有する創業者が死亡した場合に、その者が保有している議決権の多い株式はすべて普通株式に転換される旨が定款に定められているようである（松尾・前掲注 7）952 頁参照）。

<sup>31</sup> 松井・前掲注 28）39 頁〔加藤貴仁発言〕参照。ただし、議決権種類株式の上場制度のあり方については、本文で記述した少数株主の利益保護という観点のほかにも、取引所間の国際的な競争（株式上場の勝敗をめぐる競争）という観点も無視することはできず、そうした

内国株券等に係る第 207 条に定める本則市場の上場審査は、次の各号に適合するものを対象として行うものとする。この場合における当該各号の取扱いは施行規則で定める。

(略)

(9)の2 株券の種類

新規上場申請に係る株券等が内国株券である場合は、原則として、次のaからcまでに掲げる株券のいずれかであること。この場合において、bに掲げる株券にあつては、当該株券以外に新規上場申請を行う銘柄がないこと。

- a 議決権付株式を1種類のみ発行している会社における当該議決権付株式
- b 複数の種類の議決権付株式を発行している会社において、取締役の選解任その他の重要な事項について株主総会において一個の議決権を行使することができる数の株式に係る剰余金の配当請求権その他の経済的利益を受ける権利の価額等が他のいずれの種類の議決権付株式よりも高い種類の議決権付株式
- c 無議決権株式

(略)

- 上場申請を行うに当たって求められる形式要件の審査については、有価証券上場規程 205 条に定める形式審査項目による。上場申請に係る銘柄ごとに審査基準を満たす必要がある<sup>37)</sup>。
- その内容：新規上場（東京証券取引所に上場されていない種類または回数の有価証券の上場をいう<sup>38)</sup>）を申請する株券等は、次の(a)～(c)のいずれかに該当する必要がある（有価証券上場規程 205 条 9 号の 2)。

- (a) 議決権付株式を1種類のみ発行している会社における当該議決権付株式
- 議決権付株式とは、取締役の選解任その他の重要な事項について株主総会における議決権が制限されていない種類の株式をいい<sup>39)</sup>、普通株式のみを発行している会社が当該普通株式を上場申請する場合の当該普通株式が典型である。
- なお、議決権付株式の上場を申請する会社が議決権付株式としては1種類のみを発行しているとしても、別途、無議決権付株式（こちらは上場申請をしない）も発行している可能性はある。

<sup>37)</sup> ただし、形式審査項目には、株主数（1号）や流通株式数（2号）といった銘柄に係る項目と、事業継続年数（4号）、純資産の額（5号）、利益の額（6号）といった会社に係る項目があることから、既に議決権付株式を上場させている会社による無議決権付株式の追加上場申請の場合には、形式審査項目のうち銘柄に係る基準のみを満たせば足りる（字稻宮・前掲注 14）17 頁）。

<sup>38)</sup> 有価証券上場規程 2 条 63 号。

<sup>39)</sup> 有価証券上場規程 2 条 27 号の 2。

9

この場合、規程の文言上は、非上場の無議決権付株式の発行を維持したままの状態、唯一の議決権付株式である株式を上場させることは許容されるといえそうであるが、実務上は、主幹事証券会社の指導等により、無議決権付株式をすべて普通株式に転換した上で上場することが一般的であるとされている<sup>40)</sup>。

(b) 議決権の少ない株式

- 有価証券上場規程は、議決権の少ない株式についての定義規定として、「複数の種類の議決権付株式を発行している会社において、取締役の選解任その他の重要な事項について株主総会において一個の議決権を行使することができる数の株式に係る剰余金の配当請求権その他の経済的利益を受ける権利の価額等が他のいずれの種類の議決権付株式よりも高い種類の議決権付株式」というものを採用している。
- 要するに、議決権1個当たりの剰余金の配当請求権等の価値（＝経済的利益を受けられる権利の価値）によって、議決権の多い・少ないを判断するという基準。単元株制度を利用した複数議決権付株式を主に念頭に置き、用意された定義規定であるように思われる。

↓

- もつとも、このような定義規定を採用する場合、普通株式<sup>41)</sup>のほかに議決権のある（配当に関する）参加型優先株を発行している会社では、当該優先株はすべて議決権の少ない株式に該当することになり、議決権の多い株式である普通株式を上場させることができずという結論が導かれそう。
- 当初の思惑を超えて、議決権の多い株式・少ない株式に該当する場合をやや広く捉えすぎてしまう懸念のある定義規定といえないこともない（このことは上場廃止事由との関係でも問題となる<sup>42)</sup>）。

<sup>40)</sup> 宮下央＝松尾和廣「上場制度と種類株式」旬刊商事法務 2123 号（2017 年）26 頁。

<sup>41)</sup> 会社法 108 条 1 項に規定する事項について特に定めを設けていない株式という意味で用いる。

<sup>42)</sup> 宮下＝松尾・前掲注 40）32 頁。

<sup>43)</sup> 先述のように、上場株式よりも議決権の多い株式を発行することは、「株主の権利の不当な制限」として、一定の条件を満たす場合には上場廃止事由に該当するからである（有価証券上場規程 601 条 1 号 17 号、有価証券上場規程施行規則 601 条 14 項 5 号）。例えば、トヨタの AA 種類株式についていえば、上場株式であるトヨタの議決権付株式と比べて議決権が多いのか少ないのかを以上の定義規定から判断することは、優先配当の額が徐々に増加するススキーームであることを踏まえたうえで必ずしも容易ではない可能性があるが（加藤・前掲注 3）20 頁）、仮に AA 種類株式の議決権が多いと判断されると、上場株式であるトヨタの議決権付株式は上場廃止事由に該当するおそれがないとはいえない。もちろん、上場廃止事由に該当するのは、株主および投資者の利益を侵害するおそれがあるといえない。これが認められる場合は、株主が、不確実性が残るといえる点に否めない。

10

- 議決権種類株式の上場に関する実質審査についても、形式審査と同じく、原則として従来の国内株券等と同様の審査項目について審査が行われ、具体的には有価証券上場規程 207 条 1 項各号に定める事項について審査が行われる。
- その上で、議決権種類株式の上場については、上場会社の支配権の移動が制約されることにより、一般株主が有利な価格で保有株式を売却する機会を減少させ、潜在的な企業買収の可能性による経営者への支配の割合が低下するという問題や、出資によるリスク負担の割合と議決権による支配の割合とが比例しないため、コーポレート・ガバナンスに至り、少数株主の利益が侵害される可能性が高まるとの問題があること<sup>47</sup>を踏まえ、有価証券上場規程 207 条 1 項 5 号の「その他公益又は投資者保護の観点から当取引所が必要と認める事項」について、上場審査等に関するガイドラインに基づく踏み込んだ審査が行われる

**【上場審査等に関するガイドライン II 6】**

新規上場申請者が国内会社である場合には、規程第 207 条第 1 項第 5 号に定める事項についての上場審査は、次の (1) から (6) までに掲げる観点その他の観点から検討することにより行う。

(略)

(4) 新規上場申請に係る国内株券等が、無議決権株式（当該国内株券等以外に新規上場申請を行う銘柄がない場合に限る。）又は議決権の少ない株式（規程第 205 条第 9 号の 2b に掲げるものをいう。以下同じ。）である場合は、次の a から h までのいずれにも適合すること。

a 議決権の多い株式等（無議決権株式を発行している場合の議決権付株式及び議決権の多い株式（議決権の少ない株式以外の議決権付株式をいう。以下同じ。）をいう。以下同じ。）により特定の者が経営に関与し続けることができる状況を確認すること等が、株主共同の利益の観点から必要であると認められ、かつ、そのスキームが当該必要性に照らして議決権の多い株式等の株主を不当に利するものではなく相当なものであると認められること。この場合において、相当なものであるか否かの認定は、次の (a) から (c) までに掲げる事項その他の事項を当該必要性に照らして確認することにより行うものとする。

- (a) 当該必要性が消滅した場合に無議決権株式又は議決権の少ない株式のスキームを解消できる見込みのあること。
- (b) 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無議決権株式又は

<sup>47</sup> 本レジュメ項目 II 2（東京証券取引所の基本的なスタンス）参照。

- なお、議決権の少ない株式を上場させる場合には、「当該株券以外に新規上場申請を行う銘柄がないこと」が要件とされており、議決権の多い株式との同時上場申請は認められない。

→この点に関して、新規上場ガイドブックによれば、同時上場申請が認められなもののみならず、既に上場会社となっている会社が議決権の少ない株式を追加で上場申請することも認められたいとされている<sup>44</sup>。

(c) 無議決権株式

- 無議決権株式とは、取締役の選解任その他の重要な事項について株主総会における議決権が制限されている株式をいう<sup>45</sup>。  
→無議決権株式については、議決権付株式との同時上場申請も認められており、また、既に議決権付株式を上場している会社が無議決権株式を追加で上場させることも可能である<sup>46</sup>。

**3 上場審査基準—実質基準**

**【有価証券上場規程 207 条】**

本則市場への新規上場申請が行われた株券等の上場審査は、新規上場申請者及びその企業グループに関する次の各号に掲げる事項について行うものとする。

- (1) 企業の継続性及び収益性  
継続的に事業を営み、かつ、安定的な収益基盤を有していること。
- (2) 企業経営の健全性  
事業を公正かつ忠実に遂行していること。
- (3) 企業のコーポレート・ガバナンス及び内部管理体制の有効性  
コーポレート・ガバナンス及び内部管理体制が適切に整備され、機能していること。
- (4) 企業内容等の開示の適正性  
企業内容等の開示を適正に行うことができる状況にあること。
- (5) その他公益又は投資者保護の観点から当取引所が必要と認める事項  
(略)

4 第 1 項の上場審査に関して必要な事項は、上場審査等に関するガイドラインをもつて定める。  
(略)

<sup>44</sup> 東京証券取引所「新規上場ガイドブック（市場第一部・第二部編）」[2019 年版] 88 頁。  
有価証券上場規程 205 条 9 号の 2 の「行う」という文言を「行うまたは行った」という意味で解釈・運用している？

<sup>45</sup> 有価証券上場規程 2 条 87 号。

<sup>46</sup> 東京証券取引所「新規上場ガイドブック（市場第一部・第二部編）」[2019 年版] 88 頁。  
宮下＝松尾・前掲注 40) 26 頁も参照。

議決権の少ない株式のスキームが解消される旨が定款等に適切に定められていること。

(c) 当該新規上場申請に係る内国株券等が議決権の少ない株式である場合には、議決権の多い株式について、原則として、その譲渡等が行われるときに議決権の少ない株式に転換される旨が定款等に適切に定められていること。

b 議決権の多い株式等を利用する主要な目的が、新規上場申請者の取締役等の地位を保全すること又は買収防衛策とすることでないことと認められること。

c 議決権の多い株式等の利用の目的、必要性及びそのスキームが、新規上場申請書類のうち企業内容の開示に係るものにおいて適切に記載されていることと認められること。

d 議決権の多い株式等の株主が新規上場申請者の取締役等でない場合には、次の(a)及び(b)に適合すること。

(a) 議決権の多い株式等の株主の議決権行使の目的や方針が、当該必要性に照らして明らかに不適切なものでないことと認められ、かつ、新規上場申請書類のうち企業内容の開示に係るものにおいて適切に記載されていること。

(b) 新規上場申請者の企業グループが、議決権の多い株式等の株主（新規上場申請者の親会社等である場合に限る。）の企業グループとの間に、原則として、事業内容の関連性、人的関係及び取引関係がないこと。

e 異なる種類の株主の間で利害が対立する状況が生じた場合に当該新規上場申請に係る内国株券等の株主が不当に害されないための保護の方策をとることができる状態にあることと認められること。

f 当該新規上場申請に係る内国株券等の発行者が次の(a)から(c)までに掲げる者との取引（同(a)から(c)までに掲げる者が第三者のために当該発行者との間で行う取引及び当該発行者と第三者との間の取引で同(a)から(c)までに掲げる者が当該取引に関して当該発行者に重要な影響を及ぼしているものを含む。）を行う際に、少数株主の保護の方策をとることができる見込みがあると認められること。

(a) 親会社  
 (b) 支配株主（親会社を除く。）及びその近親者  
 (c) 前(b)に掲げる者が議決権の過半数を自己の計算において所有している会社等及び当該会社等の子会社

g 当該新規上場申請に係る内国株券等が剰余金配当に関して優先的内容を有している場合には、原則として、上場申請日の直前事業年度の末日後2年間の予想利益及び上場申請日の直前事業年度の末日における分配可能額が良好であると認められ、当該内国株券等の発行者が当該内国株券等に係る剰余金配当を行うに足りる利益を計上

する見込みがあること。

h その他株主及び投資者の利益を侵害するおそれ大きいと認められる状況にないこと。

(略)

➢ 上場申請に係る株券等が議決権の少ない株式または無議決権株式の単独上場である場合には、上場審査等に関するガイドラインⅡ6. (4)が定める各基準に適合する必要がある<sup>48</sup>。以下、それぞれの項目を確認する。

[上場審査等に関するガイドラインⅡ6. (4)a：必要性]

➢ ガイドラインⅡ6. (4)a では、議決権種類株式の利用が株主共同の利益の観点から必要であると認められるかどうか（必要性）に加え、設計された議決権種類株式の具体的なスキームが同株式の利用の必要性に照らして相当なものであると認められるかどうか（相当性）について、審査を行うものとしている。

➢ このうち、必要性については、議決権種類株式の利用に伴う特定の経営者による安定的な経営への関与が株主共同の利益の向上に資するか否かを確認する<sup>49</sup>。

→具体的には、①ビジネスプランの遂行上、必要不可欠な個人的な能力を有する特定の者が代表取締役社長等（経営者）として経営に関与し続けることが株主共同の利益につながるかどうかといった観点や、②特定の株主に議決権を集めることが普通株式では困難であるかといった観点から審査が行われる<sup>50</sup>。

➢ 必要性に関する①の点を審査するに当たっては、次の点を確認する<sup>51</sup>。（なお、以下の観点以外の必要性を一切否定するものではないが、株主共同の利益の観点からの必要性の根拠は具体的に説明可能であることが求められる<sup>52</sup>）。

➢ 経営者が例えば事業展開、研究開発、人材採用等によどのように関与し、影響を与えているか。

➢ 必要性の根拠は、経営者の過去の実績や申請会社の事業面での実績を踏まえて、具体的に説明可能か。

➢ 現時点における必要性のみならず、将来的にも必要性が認められるか。

➢ 経営者のみならず、取締役会・監査役会等、会社として必要性の認識が適切

48 有価証券上場規程上の関係では、同規程 207 条 1 項 5 号の「その他公益又は投資者保護の観点から当該取引所が必要と認める事項」の審査という位置づけになる。

49 林・前掲註 2） 29 頁。

50 東京証券取引所『新規上場ガイドブック（市場第一部・第二部編）』[2019 年版] 90 頁。

51 東京証券取引所『新規上場ガイドブック（市場第一部・第二部編）』[2019 年版] 90 頁。

52 東京証券取引所『新規上場ガイドブック（市場第一部・第二部編）』[2019 年版] 100 頁。

→ に行われているか。

- すなわち、必要性に関する①の審査をクリアするためには、典型的には、議決権の多い株式を保有する経営者の個人的な能力により当該上場会社の事業の成長や発展が実現してきた実績が存在し<sup>53</sup>、将来のさらなる成長や企業価値の向上のために当該経営者の能力やビジネスプラン等が不可欠であると評価される<sup>54</sup>ことが求められる<sup>55</sup>。
- 少なくとも、家族経営などによる経営の安定が株主共同の利益の観点から必要であるといった抽象的な理由のみでは、必要性に関する①の審査をクリアすることはできない<sup>56</sup>。（→ 必要性は認められないと判断される）。
- CYBERDYNE の事例：議決権種類株式を利用する目的として、企業価値の向上を実現するためには、山海氏が経営に安定して経営に関与し続けることが必要であることが詳細かつ具体的に示されている<sup>56</sup>。

- 次に、必要性に関する②の点を審査するに当たっては、特定の株主に議決権を集めることが普通株式では達成困難な理由を確認する。
- 具体的には、ビジネスプラン遂行の過程で資金調達が必要であり、将来的に議決権の希薄化が見込まれるかどうかを判断する<sup>57</sup>。
- なお、多額の資金調達が必要であり、将来的な希薄化が見込まれる場合であっても、例えば、増資の都度、議決権の多い株式の株主が株式を引き受けること

<sup>53</sup> この点に関し、東京証券取引所は、経営者の過去の業績について特段のものが無い会社については、必要性の根拠を具体的に説明することが困難であり、議決権の多い株式の利用が必要であると想定していないようである（東京証券取引所『新規上場ガイドブック（市場第一部・第二部編）』[2019年版] 100頁参照）。

<sup>54</sup> 宮下＝松尾・前掲注 40）28頁。松尾・前掲注 7）948頁も参照。

<sup>55</sup> 東京証券取引所『新規上場ガイドブック（市場第一部・第二部編）』[2019年版] 90頁、100頁。

<sup>56</sup> CYBERDYNE の 2014 年 2 月 19 日付け有価証券届出書 53 頁。具体的には、「当社グループの将来ビジョンである、少子高齢化という社会が直面する課題を解決しつつ、人支障産業という新しい産業分野を開拓するためには、サイバニクス技術の研究開発と事業経営を一貫して促進する必要があります。当社代表取締役社長である山海氏は、このサイバニクス技術を創出し、現在もサイバニクス研究の中心的存在であり、更にその革新的な技術に還元するための事業推進者でもあります。このため、当社グループの企業価値向上（株主共同利益）には、当面の間、山海氏が経営に安定して関与し続けることが必要であると考慮しており、これを実現する本スキームは、株主共同利益の観点で必要性が高いスキームであると認識しています」と記載されている。

<sup>57</sup> 将来的な希薄化の一定の目安としては、資金調達の計画を踏まえ、議決権の多い株式等の株主の特権比率が取締役選任を安定的に行うことが可能な 50% を下回る見込まれる場合が考えられるとされている（東京証券取引所『新規上場ガイドブック（市場第一部・第二部編）』[2019年版] 91頁）。

が可能である場合や、投資計画の主な内容が将来的な M&A である場合など実施の蓋然性が不透明な場合については、必要性に関する②の審査をクリアすることはできない<sup>58</sup>。（→ 必要性は認められないと判断される）。

- 以上の①②の点に基づき必要性（議決権種類株式の利用が株主共同の利益の観点から必要であると認められるかどうか）の審査は、かなり踏み込んだ事実関係の説明を必要とする厳格な基準に基づくものと評価することができ、
- 申請者の個別具体的な事情に基づき必要性に関する詳細な説明が求められ、例えば単に経営の安定の必要性および将来的な資金調達の可能性を挙げるだけでは、①②の点に基づき必要性は認められない。
- こうした必要性の審査における厳格な基準の採用は、議決権種類株式の上場については必ずしも望ましいものとはいえないとすると東京証券取引所の基本的なスタンスを反映したものと考えられる。
- （→ 東京証券取引所の基本的なスタンスについては、本レジュメ II 2 を参照）

〔上場審査等に関するガイドライン II 6. (4)a：相当性〕

- ガイドライン II 6. (4)a では、設計された議決権種類株式の具体的なスキームが同株式の利用の必要性に照らして相当なものであると認められるかどうか（相当性）についても審査を行うものとしており、具体的には、次の (a)～(c) の事項を中心にスキームの相当性を確認する。

- (a) 必要性が消滅した場合に無議決権株式又は議決権の少ない株式のスキームを解消できる見込みのあること。
- 議決権の多い株式等の利用の必要性が消滅した場合<sup>59</sup>に、無議決権株式または議決権の少ない株式のスキームが無条件に継続することを防止するための方策を導入していることが求められる。
- 方策の例：スキームを解消させる、スキームの継続の意思を株主に問う<sup>60</sup>
- 永続的にスキームが議決権種類株式を保有する事象が想定されるため、スキームの解消について適切に考慮されている必要があると指摘されている<sup>61</sup>。

<sup>58</sup> 東京証券取引所『新規上場ガイドブック（市場第一部・第二部編）』[2019年版] 91頁。

<sup>59</sup> 特定の個人が経営に関与し続けることがスキーム導入の必要性であるとされている事例では、その個人が取締役を退任し経営に関与しなくなった際にスキームを解消する見込みがあることを確認することになる（東京証券取引所『新規上場ガイドブック（市場第一部・第二部編）』[2019年版] 91頁）。

<sup>60</sup> 東京証券取引所『新規上場ガイドブック（市場第一部・第二部編）』[2019年版] 91頁。林・前掲注 2）30頁、宮下＝松尾・前掲注 40）28頁参照。

<sup>61</sup> 林・前掲注 2）30頁。



- CYBERDYNE の事例：山海氏が退任した場合であっても、同氏が保有していた議決権の多い株式は（同氏と同様に議決権の多い株式の株主である）財団法人に譲渡され、スキームは存続することが想定されているが、そのことが株主の意思と合致しない可能性を踏まえ、山海氏が退任した場合には、5年ごとに株主の意思確認手続を実施する<sup>62</sup>旨が CYBERDYNE の定款に規定されている<sup>63</sup>。
- 検討：経営者の退任後も株主の意思確認手続を実施することでスキームを継続することを認めるという取り扱いは、議決権種類株式の上場をめぐる東京証券取引所の基本的なスタンスと整合的か？
  - 議決権の多い株式を保有する経営者が退任した後は、議決権種類株式を利用することの株主共同の利益という観点からの必要性は、通常は消失することになる<sup>64</sup>。
  - にもかかわらず、定期的に株主の意思確認手続を実施することを条件にスキームの存続が認められることは、上場審査の場面に一般における議決権種類株式の上場をめぐる東京証券取引所の基本的なスタンスからは、(一)質性

を欠くとまではいわないもの) やや異質な取り扱いであるようにも思われる<sup>65</sup>。

- (b) 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無議決権株式又は議決権の少ない株式のスキームが解消される旨が定款等に適切に定められていること。

<sup>62</sup> 具体的には、総株主の議決権の3分の1以上を有する株主の意思が確認でき、行使されたい議決権の3分の2以上に当たる多数がスキームの解消に賛成する場合には、議決権の多い株式はすべて議決権の少ない株式(上場された議決権付株式)に転換されることになる。なお、以上の議決権行使に当たっては、いずれも単元株式数が100株であるとみなして計算される。

<sup>63</sup> CYBERDYNE の2014年2月19日付有価証券届出書 57頁。松尾・前掲注7) 952頁、戸嶋・前掲注13) 87頁、林・前掲注2) 30頁参照。

<sup>64</sup> CYBERDYNE の事例に関しても、山海氏が退任した後は、「山海氏が経営に安定して関与し続けることによる企業価値の向上」という目的は消失し、技術の平和利用の確保という目的のみが残ることになると考えられる(戸嶋・前掲注13) 88頁参照)。

<sup>65</sup> 上場審査の場面では、たとえ購入を望む投資者が多数いるとしても、株主共同の利益という観点から必要性が認められない以上は、東京証券取引所は上場を認めないという慎重な姿勢(投資者の自由な判断に委ねることはしない)というある意味パターナリスティックな姿勢を示しているが、そうであるとするれば、経営者が退任し、速やかにスキームの解消を観点から必要性が消失した場合には、株主の意思に聞わず、速やかにスキームの解消を求めることが姿勢としては一貫しているように思われる。もちろん、新規上場申請の場面に於ける投資者の判断(順付け)には、スキームの継続に関する意思確認の場面での株主の判断以上に信頼を置くことができないというのであれば、以上の対応の違いは説明可能であるともいえる。また、株主(投資者)の判断に対するそのような区別は十分な説得力を有するとはいい難いように思われる。

- いわゆるブレイクスルー条項やサンセット条項の導入を促すものである<sup>66</sup>。
- ブレイクスルー条項：発行済株式総数のうち一定割合の株式を取得した者が現れた場合に、議決権種類株式の構造を解消するスキームをいう<sup>67</sup>。
- サンセット条項：議決権種類株式導入の目的が終了した場合、同目的を逸脱した場合もしくは同目的を達することができないことが確定した場合、またはこれらの事由が生じたこととみなすことのできる場合に、スキームを解消させる方策をいう<sup>68</sup> (→以上を内容とするサンセット条項は、現在ではガイドライン II 6. (4) a (6) でみるべき内容<sup>69</sup>)。

- CYBERDYNE の事例：同社の発行する株式について上場後に公開買付けが実施された結果、公開買付者の保有する株式の数が発行済株式総数の75%以上を占めることとなった場合に、議決権の多い株式のすべてを普通株式に転換する旨のブレイクスルー条項が定款に定められている<sup>70</sup>。

(c) 当該新規上場申請に係る内国株券等が議決権の少ない株式である場合には、議決権の多い株式について、原則として、その譲渡等が行われるときに議決権の少ない株式に転換される旨が定款等に適切に定められていること。

→ 議決権の少ない株式に投資する投資者は、非上場の議決権の多い株式が特定の経営者等により保有されていることを前提として(=特定の経営者等の能力を信頼して)投資を行っていると考えられるため、当該経営者等が保有する議決権の多い株式が譲渡される場合には、スキームが解消されることが望ましいという考え方に基づく<sup>71</sup>。

<sup>66</sup> これらの条項の導入により、少なくとも一定割合の出資がないとスキームが解消される可能性が生じる点で、これらの条項は、事実上、少なくとも一定割合を超える出資を求めるものということができ(報告書 20頁)。宇都宮・前掲注14) 18頁も参照。

<sup>67</sup> 報告書 14頁。ブレイクスルー条項の発動の基準については、発行済株式総数の75%が一つの目安とされているが、上場審査において、それよりも小さい割合を設定することが適切であると判断されることもある(東京証券取引所『新規上場ガイドブック(市場第一部・第二部編)』[2019年版] 101頁)。

<sup>68</sup> 報告書 15頁。東京証券取引所『新規上場ガイドブック(市場第一部・第二部編)』[2019年版] 92頁、林・前掲注2) 31頁も参照。

<sup>69</sup> この点に関して、上場審査等に関するガイドライン II 6. (4) a (6) の審査の対象となるサンセット条項とは、議決権の多い株式を保有している株主の保有株式数が一定割合を下回ったときに、議決権の多い株式が少ない株式に転換される旨の条項を指すと指摘するものもある(松尾・前掲注7) 953頁)。

<sup>70</sup> CYBERDYNE の2014年2月19日付有価証券届出書 56頁。松尾・前掲注7) 954頁、林・前掲注2) 31頁参照。

<sup>71</sup> 東京証券取引所『新規上場ガイドブック(市場第一部・第二部編)』[2019年版] 92頁。議決権の少ない株式に投資する者の期待に反する可能性が高いからである(松尾・前掲注7) 954頁)。

- 以上の観点からすれば、一部の株主が保有する議決権の多い株式が従来から議決権の多い株式を保有する他の株主に移されるような事例については、スキームを継続する必要性が認められる（＝継続するとしても投資者の投資の前提が損なわれるわけではない）可能性もあるため、転換条項の条件としないことが認められることもある<sup>73</sup>。
- これに対して、相続の場合に転換条項の例外を認めることは基本的にはできないとされている<sup>74</sup>。特定の経営者等に対する投資者の信頼という観点からすれば、相続の場合に転換条項の例外を認めることの必要性は通常は認められないと考えられるため、こうした取り扱いは妥当と思われる<sup>75</sup>。
- 以上の転換条項に関して、法人が議決権の多い株式を保有する場合には尚ましい問題が生じる。この場合、当該法人の支配権が移転することにより、譲渡等がされることなく議決権の多い株式の実質的な保有者の変更される事態が起こりうるからである<sup>76</sup>。
- 東京証券取引所は、一般に、このような事態に対して慎重に対応することを議決権種類株式の発行者に求めているが<sup>77</sup>、何か具体的な対応策の例を示しているわけではないようである。
- この問題について、学説上は、グループ社の定款を参照しつつ、自然人たる複数議決権株主（議決権の多い株式の株主）が支配権を有する法人は、当該自然人と同様に議決権の多い株式を保有することが認められるが、自然人が複数議決権株主がその法人に対する支配権を失った時点で、その法人が保有する議決権の多い株式は議決権の少ない株式に転換される旨の条項を設けるよう求めるべきであるとするものがある<sup>78</sup>。問題の状況を正確に捉えた妥当な見解であると思われる<sup>79</sup>。
- **CYBERDYNE**の事例：議決権の多い株式について譲渡制限および取得条項を付した上で、(i)議決権の多い株式について同株式の株主以外の者が譲受人となる譲

<sup>73</sup> 東京証券取引所「新規上場ガイドブック（市場第一部・第二部編）」[2019年版] 101頁。  
<sup>74</sup> 東京証券取引所「新規上場ガイドブック（市場第一部・第二部編）」[2019年版] 101頁。  
<sup>75</sup> なお、米国の事例ではあるが、グループ社やフェイズブック社の定款においても、議決権の多い株式の譲渡等（相続を含む）がされた場合には、転換条項が発動する旨が定められているようである（松尾・前掲注7）955頁）。  
<sup>76</sup> 松尾・前掲注7）955頁。  
<sup>77</sup> 東京証券取引所「新規上場ガイドブック（市場第一部・第二部編）」[2019年版] 101頁。  
<sup>78</sup> 松尾・前掲注7）955頁。  
<sup>79</sup> 特定の経営者等に対する支配権を失った場合には、当該法人に議決権の多い株式を保有させ続ける必要性は失われるわけであり、少なくとも原則としては、そのような場合に転換条項が発動されるよう求めていくことが望ましいだろう。

- 渡の承認請求がされた場合<sup>80</sup>、または(i)議決権の多い株式の株主が死亡した日から90日が経過した場合には、譲渡承認請求が行われた株式および死亡した株主が保有していた株式の全部について、取得条項が発動し、議決権の少ない株式に転換される旨が定款に規定されている<sup>81</sup>。
- 以上の(a)～(c)の事項以外に、相当性を検討する上で考慮することが考えられそうな事項（ガイドラインII.6.(4)a「その他の事項」として考えられそうな事項）
- 議決権倍率：東証のガイドラインでは、議決権倍率について明示的な制限はない模様（なお、CYBERDYNEの事例では10倍）。
- 100株一単元であることに基づいて、100株を超えて差を設けることができないという事実上の制約があるのみ。
- 議決権倍率は(a)～(c)の事項では審査事項とされていないが、10倍を大きく超える議決権倍率を採用しようとする案件が出てきた場合には、相当性との関係で審査の対象となりうるのではないかと予想される。
- 〔上場審査等に関するガイドラインII.6.(4)b〕
- ガイドラインII.6.(4)bでは、議決権の多い株式を利用する主な目的が、新規上場申請者の取締役等の地位の保全または買収防衛でないことと認められるかどうかを確認する。
- 大前提として、東京証券取引所は、議決権種類株式の利用の目的が何であるかは（株主共同の利益の観点から利用の必要性が認められるという点が確保される以上は）原則として問わないという姿勢を示しており、著しく不合理な目的や公序良俗に反する目的でない限りは、上場審査の実務において利用の目的自体を問題視することは想定していない<sup>82</sup>。
- その上で、取締役等の地位の保全や敵対的買収への防衛のみを目的とする場合にまで議決権種類株式の上場を認めることに合理性はないと整理し、議決権種類株式の濫用を牽制するという観点から、ガイドラインII.6.(4)bに基づき審査を行うこととしている<sup>83</sup>。
- **CYBERDYNE**の事例：議決権種類株式の利用について、株主共同の利益の観点で必要性が高いとするとともに、先進技術の平和的な目的での利用の確保がその

<sup>80</sup> 逆にいえば、議決権の多い株式について同株式の株主間での譲渡の場合には転換条項は発動しないこととされている。  
<sup>81</sup> **CYBERDYNE**の2014年2月19日付け有価証券届出書 55頁、松尾・前掲注7）955頁、林・前掲注2）81頁参照。  
<sup>82</sup> 東京証券取引所「新規上場ガイドブック（市場第一部・第二部編）」[2019年版] 93頁、林・前掲注2）32頁参照。  
<sup>83</sup> 林・前掲注2）32頁。

動機として挙げられているが<sup>84</sup>、東京証券取引所は、先進技術の平和的な目的での利用という動機については、その可否を上場審査に際して考慮しているわけではないとする<sup>85</sup>。

[ 上場審査等に関するガイドライン II 6. (4)c ]

- ガイドライン II 6. (4)c では、議決権種類株式を利用する目的やその必要性、少数株主保護のための弊害防止措置を含むスキームの内容が、有価証券届出書等において適切に開示されているかどうかを確認する。これらの情報は、議決権の少ない株式に投資する者にとって重要な投資判断材料になるからである<sup>86</sup>。

[ 上場審査等に関するガイドライン II 6. (4)d ]

- ガイドライン II 6. (4)d では、議決権の多い株式の株主が同株式の発行者の取締役等ではない場合の取り扱いについて定める<sup>87</sup>。この場合には、議決権の多い株式の株主が経営者による経営への安定的な関与を実現する際の協力者であることが求められるとともに、同株主が少数株主の利益を侵害するリスクを軽減する観点から<sup>88</sup>、次の(a)(b)の要件を追加的に満たすことが必要となる。

(a) 議決権の多い株式の株主の議決権行使の目的や方針が、必要性に照らして明らかに不適切なものでないことと認められ、かつ、新規上場申請書類のうち企業内容の開示に係るものにおいて適切に記載されていること。

- 議決権の多い株式の株主の議決権行使について、議決権種類株式を利用する必要性に沿った議決権行使がなされるかどうかについて確認する。
  - 具体的には、議決権行使がなされるかどうかについて確認する。
  - 一方、このような場合はあくまで例外であって、東京証券取引所は、議決権種類株式を発行して上場する典型例として、議決権の多い株式を代表取締役社長や共同創業者である取締役が保有するケースを想定している(東京証券取引所『新規上場ガイドブック(第一部・第二部編)』[2019年版] 94頁)。
- その上で、議決権の多い株式の株主の議決権行使の目的や方針について、投資者がその内容を理解できるよう適切に開示されているかどうかを確認する<sup>89</sup>。

<sup>84</sup> CYBERDYNE の 2014 年 2 月 19 日付け有価証券届出書 53 頁、戸嶋・前掲注 13) 83 頁、太田ほか・前掲注 27) 4 頁参照。

<sup>85</sup> 林・前掲注 2) 32 頁。

<sup>86</sup> 松尾・前掲注 7) 956 頁、林・前掲注 2) 32 頁。

<sup>87</sup> ただし、このような場合はあくまで例外であって、東京証券取引所は、議決権種類株式を発行して上場する典型例として、議決権の多い株式を代表取締役社長や共同創業者である取締役が保有するケースを想定している(東京証券取引所『新規上場ガイドブック(第一部・第二部編)』[2019年版] 94頁)。

<sup>88</sup> 林・前掲注 2) 32 頁。経営者ではない議決権の多い株式の株主(親会社等)が、相対的に少ない出資により多くの議決権を有することを奇異として、少数株主の利益を侵害するリスクを念頭に置いている。

<sup>89</sup> 東京証券取引所『新規上場ガイドブック(市場第一部・第二部編)』[2019年版] 94頁。

<sup>90</sup> 東京証券取引所『新規上場ガイドブック(市場第一部・第二部編)』[2019年版] 94頁。

(b) 新規上場申請者の企業グループが、議決権の多い株式の株主(新規上場申請者の親会社等である場合に限る)の企業グループとの間に、原則として、事業内容の関連性、人的関係および取引関係がないこと。

- (b) の審査事項は、議決権の多い株式の株主が親会社等<sup>91</sup>の法人である場合、すなわち子会社上場にあたる場合(＝上場申請者が親会社等を有している場合)を想定したものである。

- 東京証券取引所では、子会社上場の場合について、親会社等との間の不利な条件による取引や、親会社等の経営方針に基づき事業活動が制約されることにより、子会社の少数株主の権利や利益が不当に損なわれないよう、一般に、上場審査に際して親会社等からの独立性の確保を求めている<sup>92</sup>。

→ その上で、議決権種類株式を利用した上場の場面では、相対的に少ない出資により多くの議決権を有することになるため、少数株主の利益が侵害されるリスクが高まる面があることから、本審査項目に基づき、原則として、上場申請者の事業内容と親会社等の事業内容に関連性がないことに加え、人的関係<sup>93</sup>も取引関係もないことを求めるなど、親会社等からの独立性についてより慎重に検討するものとしている<sup>94</sup>。

→ このような独立性の審査について、(b) の審査事項が満たされるような状況は具体的に想定し難いと指摘する見解もある<sup>95</sup>。なお、議決権種類株式を利用した子会社上場に対する東京証券取引所の姿勢は、通常の子会社上場と比較して問題が大きく、原則認められないものではないというものである<sup>96</sup>。

[ 上場審査等に関するガイドライン II 6. (4)e ]

- ガイドライン II 6. (4)e では、種類株主間の利害が対立する場面における株主保護の方策について確認する。

→ 種類株式を発行する場合、種類株主の権利内容に影響を及ぼすおそれのある会社の行

<sup>91</sup> 親会社、財務諸表等規則 8 条 17 項 4 号に規定するその他の関係会社またはその親会社をいう(有価証券上場規程 2 条 3 号)。

<sup>92</sup> 林・前掲注 2) 33 頁。子会社上場の審査に当たっては、親会社等からの独立性の確保の状況について、上場審査等に関するガイドライン II 3. (3) の基準に適合することが求められている。

<sup>93</sup> 具体的には、役員や親会社等からの役員の出自がないことが求められる(東京証券取引所『新規上場ガイドブック(市場第一部・第二部編)』[2019年版] 95頁)。

<sup>94</sup> 通常の子会社上場の審査でも、上場申請者(子会社)が親会社等の事業活動の一部機能を担うだけの存在ではないことを確認しているが、議決権種類株式を利用した子会社上場の場面では、原則として事業内容に密接な関連性がないことまで求めている(林・前掲注 2) 33 頁)。

<sup>95</sup> 宮下＝松尾・前掲注 40) 28 頁。

<sup>96</sup> 東京証券取引所『新規上場ガイドブック(市場第一部・第二部編)』[2019年版] 95頁。

あらかじめ定め、その内容を継続的に開示するよう求めている<sup>101</sup>。  
→その上で、議決権種類株式を利用した上場の場面では、相対的に少ない出資により多くの議決権を有することになるため、少数株主の利益が侵害されるリスクが高まる面があることから、本審査項目に基づき、少数株主の保護の方策を実施するための実効的な体制が整備されているか、また、当該方策に係る指針の内容が適切に開示されているかについて、上場審査において評価することとしている<sup>102</sup>。

→ 具体的には、支配株主との間で取引がある場合には、独立の立場の社外取締役等で構成された独立性の高い委員会などにより、支配株主との取引内容や取引条件の妥当性が検討される仕組みが整備されることや、取引の重要性等に応じた議決権の少ない株式の株主の意思確認手続を実施することなどが例として挙げられる<sup>103</sup>。

→ **CYBERDYNE** の事例：社外取締役および社外監査役で構成される委員会の事前承認を得た上で、取締役会の決議を得る体制を構築している<sup>104</sup>。

〔上場審査等に関するガイドラインII 6. (4)g〕

→ ガイドラインII 6. (4)g では、議決権の少ない株式に優先配当が交付されることとなっている場合には、当該優先配当を実際に行うために必要な利益を計上する見込みがあることを審査する<sup>105</sup>。

〔上場審査等に関するガイドラインII 6. (4)h〕

→ ガイドラインII 6. (4)h では、これまでみてきた a~g で述べられているような具体的な審査項目のほかに、議決権種類株式の発行目的や発行会社のコーポレート・ガバナンスの形態等を勘案し、少数株主の権利を尊重したものととらえるかといった観点から、議決権種類株式のスキームを総合的に検討する<sup>106</sup>。いわゆるキャッチオール条項である。

<sup>101</sup> 有価証券上場規程 204 条 1 号、有価証券上場規程施行規則 211 条 4 項 1 号。

<sup>102</sup> 林・前掲注 2) 34 頁。すなわち、議決権種類株式を上場させる会社については、開示にとどまらず、支配株主との間の取引において、その取引条件が経営陣の恣意的判断により決定されないための仕組みの整備を要求し、これを東京証券取引所が審査することとしている（宇都宮・前掲注 14) 19 頁）。

<sup>103</sup> 東京証券取引所『新規上場ガイドブック（市場第一部・第二部編）』（2019 年版）97 頁、林・前掲注 2) 34 頁。開示に関しては、コーポレート・ガバナンスに関する報告書の中で開示することが求められる。

<sup>104</sup> 松尾・前掲注 7) 958 頁、戸嶋・前掲注 13) 89 頁、林・前掲注 2) 34 頁。

<sup>105</sup> この点は、議決権種類株式に該当しない優先株（非参加型優先株）の上場の際に際しても同様である（林・前掲注 2) 34 頁）。なお、2 年間優先配当がなされない場合には、議決権が復活するよう仕組みを構築することが求められる（東京証券取引所『新規上場ガイドブック（市場第一部・第二部編）』（2019 年版）98 頁）。

<sup>106</sup> 東京証券取引所『新規上場ガイドブック（市場第一部・第二部編）』（2019 年版）98 頁。

をめぐっては、(影響を及ぼすおそれのある種類の株式の株主のみによって構成される)種類株主総会の決議を要求し、もって種類株主間の利害調整を図っている(会社法 322 条 1 項)。もともと、種類株主の権利内容に影響を及ぼすおそれのある会社の行為のうち、会社法 322 条 1 項 1 号以外の行為については、定款の定めにより種類株主総会を不要とすることができる(会社法 322 条 2 項・3 項)。

→そこで、議決権種類株式が発行される場合に、定款による種類株主総会の排除も想定し、議決権の少ない株式の株主の利益保護の観点から、その利益を害さないための方策が求められる。

→ 具体的には、次のような観点を踏まえての対応が例として示されている<sup>97</sup>。

→ 株式の併合・分割等の割合的な権利の変動が行われる場合において、すべての種類の株式につき同種・同割合での併合・分割等を行う旨をあらかじめ定款に規定する。

→ 議決権種類株式の発行会社が消滅会社となる組織再編の場面では、議決権の多い株式のすべてを議決権の少ない株式に転換することなどをあらかじめ定款に規定する<sup>98</sup>、またはそもそも種類株主総会決議を不要と定款に規定しない。

→ **CYBERDYNE** の事例：会社法 322 条 2 項・3 項に基づき種類株主総会決議を不要とする一方で、すべての種類の株式につき同種・同割合での併合・分割等を行う旨を定款に定め、また、同社が消滅会社となる合併等の場面では、その効力が発生する前に、議決権の多い株式のすべてを議決権の少ない株式に転換する旨を定款に規定されている<sup>99</sup>。

〔上場審査等に関するガイドラインII 6. (4)f〕

→ ガイドラインII 6. (4)f では、支配株主との取引における利益相反の弊害の防止の観点から、支配株主<sup>100</sup>との間で取引がある場合の少数株主の保護の方策を確認する。

→東京証券取引所では、一般に、上場会社に支配株主が存在する場合には、支配株主と上場会社との間で取引等を行う場合における少数株主の保護の方策に関する指針を

<sup>97</sup> 東京証券取引所『新規上場ガイドブック（市場第一部・第二部編）』（2019 年版）96 頁。  
<sup>98</sup> このような規定が設けられることで、議決権種類株式が発行される会社を買収対象会社とする場面において、(議決権の大きさ以外の権利内容が同一である場合に)議決権の多い株式と少ない株式とで買収対価を異なるものとするのが許されるかという問題が生じないことになり、買収対価は同一であることが求められる(太田洋ほか「米国および我が国における複数議決権株式の設計と複数議決権株式発行会社に係る M&A (下)」金融・商  
事判例 1510 号 (2017 年) 8 頁参照)。

<sup>99</sup> 松尾・前掲注 7) 957 頁、林・前掲注 2) 33 頁。

<sup>100</sup> 親会社または議決権の過半数を直接もしくは間接に保有する者(有価証券上場規程 2 条 42 号の 2)。

| 〔上場審査等に関するガイドラインⅡ.6.〕<br>(略) |                                                                                                                                                                                              |
|------------------------------|----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| (5)                          | 新規上場申請に係る内国株券等が、無議決権株式である場合（当該内国株券等以外に新規上場申請を行う銘柄がある場合に限る。）は、次の a から e までのいずれにも適合すること。                                                                                                       |
| a                            | 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無議決権株式のスキームが解消される旨が定款等に適切に定められていること。                                                                                                                              |
| b                            | 異なる種類の株主の間で利害が対立する状況が生じた場合に当該新規上場申請に係る内国株券等の株主が不当に害されないための保護の方策をとることができる状況にあると認められること。                                                                                                       |
| c                            | 当該新規上場申請に係る内国株券等の発行者が次の(a)から(c)までに掲げる者との取引（同(a)から(c)までに掲げる者が第三者のために当該発行者との間で行う取引及び当該発行者と第三者との間の取引で同(a)から(c)までに掲げる者が当該取引に関して当該発行者に重要な影響を及ぼしているものを含む。）を行う際に、少数株主の保護の方策をとることができる見込みがあると認められること。 |
|                              | (a) 親会社                                                                                                                                                                                      |
|                              | (b) 支配株主（親会社を除く。）及びその近親者                                                                                                                                                                     |
|                              | (c) 前(b)に掲げる者が議決権の過半数を自己の計算において所有している会社等及び当該会社等の子会社                                                                                                                                          |
| d                            | 当該新規上場申請に係る内国株券等が剰余金配当に関して優先的内容を有している場合には、原則として、上場申請日の直前事業年度の末日後2年間の予想利益及び上場申請日の直前事業年度の末日における分配可能額が良好であると認められ、当該内国株券等の発行者が当該内国株券等に係る剰余金配当を行うに足る利益を計上する見込みがあること。                              |
| e                            | その他株主及び投資者の利益を侵害するおそれ大きいと認められる状況にないこと。                                                                                                                                                       |
|                              | (略)                                                                                                                                                                                          |

➤ 新規上場申請者が無議決権株式と議決権付株式の上場を同時に申請する場合または上場会社が無議決権株式の上場を（追加で）申請する場合には、上場審査等に関するガイドラインⅡ.6.(5)が定める各基準に適合する必要がある<sup>107</sup>。

<sup>107</sup> 有価証券上場規程との関係では、同規程 207 条 1 項 5 号の「その他公益又は投資者保護」  
25

→ 具体的には、ガイドラインⅡ.6.(4)が定める基準のうち、a(b)、e~hの各審査項目と同内容の項目について審査をする<sup>108</sup>。各審査項目の内容については、既に検討済みであるのでここでは省略。

#### IV 上場管理

##### 1 議決権種類株式を上場する会社の特有の上場管理項目

- 議決権種類株式を上場する会社の上場管理については、基本的には内国株券等と同じ取り扱いがされるが、次の点で若干の違いがある。
  - 議決権種類株式を上場する会社に独自の開示事項として、議決権種類株式のスキームを変更した場合に開示が求められる<sup>109</sup>。
  - 議決権種類株式のスキームの変更により上場廃止となる場合があることから（詳細は下記）、開示事項とされている<sup>110</sup>。
  - 企業行動規範（有価証券上場規程第2編第4章第4節）について、無議決権株式を上場させている会社に対しては、議決権付株式の株主に交付する株主向け書類を無議決権株式の株主にも交付することが望まれる<sup>111</sup>。
  - 上場無議決権株式に対する情報提供のための制度

##### 2 上場廃止事由

- 議決権種類株式を上場する会社の上場廃止事由についても、原則として内国株券等と同様に有価証券上場規程 601 条が適用されるが、次の点で若干の違いがある。
  - 議決権付株式と無議決権株式を同時に上場している場合、無議決権株式については、内国株券等の上場廃止事由に加えて、議決権付株式が上場廃止となる場合が上場廃止事由として追加されている<sup>112</sup>。
  - その理由：無議決権株式を発行して、その資金により議決権付株式を買い取り、同株式を上場廃止にするような、資金調達目的とは無関係な上場を認めることは望ましくない<sup>113</sup>。
  - 議決権種類株式のスキームを変更したり、当初のスキームを遵守しなかったりす

の観点から当該引所が必要と認める事項」の審査という位置づけになる。  
<sup>108</sup> これらの項目は、2014 年の規則改正前に用意されていた審査対象事項のうち、複数議決権制度を念頭に設けられた審査項目である a(c)を除いたものということができる。

<sup>109</sup> 有価証券上場規程 402 条 1 号 ao。

<sup>110</sup> 宇都宮・前掲注 14) 20 頁。

<sup>111</sup> 有価証券上場規程 447 条。

<sup>112</sup> 有価証券上場規程 601 条 3 項。

<sup>113</sup> 宇都宮・前掲注 14) 20 頁。

【参考資料1】

JPX 金融商品取引法研究会報告資料

ることにより、株主の利益を尊重するものといえなくなつたような場合には、「株主の権利の不当な制限」<sup>114)</sup>に該当するものとして、上場されている議決権種類株式は上場廃止となる可能性がある<sup>115)</sup>。

以上

\* 本報告は、JSPS 科研費 19K01411 の助成を受けた研究成果の一部である。

## 議決権種類株式の上場制度に関する報告書

平成 20 年 1 月 16 日

株式会社東京証券取引所

種類株式の上場制度整備に向けた実務者懇談会

<sup>114)</sup> 有価証券上場規程 601 条 1 項 17 号、有価証券上場規程施行規則 601 条 14 号。

<sup>115)</sup> 宇都宮・前掲注 14) 20 頁。

【参考資料1】

|                                 |    |
|---------------------------------|----|
| 目次                              |    |
| I はじめに.....                     | 3  |
| II これまでの検討の概要.....              | 3  |
| 1 現状.....                       | 3  |
| 2 中間報告の提言の概要.....               | 4  |
| 3 プログラム2007の実行計画.....           | 5  |
| 4 当実務者懇談会の位置付け.....             | 7  |
| III 制度整備の方向性.....               | 7  |
| 1 検討の順序.....                    | 7  |
| 2 想定されるスキーム.....                | 8  |
| (1) 議決権種類株式の類型.....             | 8  |
| (2) 上場類型.....                   | 11 |
| (3) 「新規公開時」の意義.....             | 11 |
| 3 上場要件の検討.....                  | 13 |
| (1) 検討の視点.....                  | 13 |
| (2) 当実務者懇談会にて検討された上場要件.....     | 14 |
| (3) 各要件の関係.....                 | 19 |
| (4) 議決権種類株式の上場要件.....           | 21 |
| (5) その他の上場基準のあり方.....           | 23 |
| (6) 優先配当を交付する場合の取扱い等.....       | 23 |
| IV 実務上の諸問題.....                 | 26 |
| 1 はじめに.....                     | 26 |
| 2 市場区分等.....                    | 26 |
| (1) 問題の所在.....                  | 26 |
| (2) 整理の方向性.....                 | 26 |
| 3 TOPIX.....                    | 27 |
| (1) 問題の所在.....                  | 27 |
| (2) 日本及び諸外国の指数採用の状況.....        | 28 |
| (3) 議決権種類株式上場の観点から見た指数算出基準..... | 28 |

【参考資料1】

|                        |    |
|------------------------|----|
| 4 証券コード.....           | 30 |
| 5 その他の諸問題.....         | 31 |
| (1) 売買単位.....          | 31 |
| (2) 3種類以上の種類株式の発行..... | 31 |
| V 今後の検討事項.....         | 32 |
| 委員名簿.....              | 33 |
| 審議経過.....              | 34 |

【参考資料1】

I はじめに

東京証券取引所（以下「東証」という。）は、市場の運営者として、企業の自由な経済活動を尊重しつつ、資本市場の機能を十分に発揮させて、市場の公正性と健全性を確保するという役割を適切に果たす観点から、上場制度の総合的な整備に取り組んでいる。

2006年9月に組織された上場制度整備懇談会では、上場制度整備に向けた基本方針、企業行動に関する制度の整備、市場制度の整備、上場諸規則の実効性確保の各テーマについて議論が行われ、種類株式の上場制度についても企業行動に関する制度整備の一環として議論がなされた。同懇談会は、2007年3月に、上場制度の具体化にあたっての方向性をとりまとめた「上場制度整備懇談会中間報告」<sup>1</sup>（以下「中間報告」という。）を公表し、東証は、4月には、中間報告を受けた実行計画である「上場制度総合整備プログラム2007」<sup>2</sup>（以下「プログラム2007」という。）を公表した。

当実務者懇談会は、中間報告の提言及びプログラム2007の実行計画に基づき、議決権制限株式（会社法第115条に定義される「議決権制限株式」という。）や単元株制度を利用した複数議決権株式類似の構造など議決権に関する種類株式（以下「議決権種類株式」という。）<sup>3</sup>の上場制度について具体的な検討を行うために設置されたものである。当報告書は、当実務者懇談会における議論の結果をとりまとめたものであり、東証においては、今後、当報告書に基づいて、速やかに議決権種類株式の上場制度の整備に取り組むことが期待される。

II これまでの検討の概要

1 現状

東証は、拒否権付種類株式の発行については、一定の条件で上場廃止となる旨を定めている<sup>4</sup>。また、上場株券等より議決権の多い株式の発行に係る決議又

<sup>1</sup> <http://www.tse.or.jp/rules/seib/houkoku.pdf>  
<sup>2</sup> <http://www.tse.or.jp/rules/seib/2007/program.pdf>

<sup>3</sup> 種類株式については、議決権種類株式のほか、剰余金の配当・剰余金の配当・剰余金の配当・議決権制限株式の権利に関する種類株式、並びに取得条項付株式、全部取得条項付株式及び議決権制限株式などその他の種類株式に分けて考えることができる。

<sup>4</sup> 東証有価証券上場規程（以下「規程」という。）第601条第17号、有価証券上場規程施行規則（以下「施行規則」という。）第601条第12項第1号c、上場管理等に關するガイドライン5、等。ただし、株主及び投資者の利益を侵害するおそれが少ないと当取引所が認める場合はこの限りでない。例えば、国際石油開発帝石ホールディングス株式会社は、拒否権付種類株式を発行しているが、この例外規定により上場廃止基準には抵触しない。

【参考資料1】

は決定についても、一定の条件で上場廃止となる旨を定めている<sup>5</sup>。このように、議決権種類株式の発行についての制度は整備がされてきている。

一方、議決権種類株式の上場に関する制度については、現行では、優先株<sup>6</sup>及び子会社連動配当株式<sup>7</sup>（以下「優先株等」という。）に関する上場制度があり、これに基づき無議決権の優先株等を上場させることは可能であるが、発行会社の株式が既に上場していることが前提となっている<sup>8</sup>。このように、議決権種類株式の上場に関する制度の整備は進んでおらず、従来は、上場株式は、議決権種類株式ではないことが暗黙の前提とされてきた。

2 中間報告の提言の概要

議決権種類株式に関する中間報告の提言の概要は、以下のとおりである。

議決権種類株式の上場は、①より少ない資金で支配権を維持することができるため、支配権の移動が起りにくくなること、②意思決定の最終的な結果は、リスクを負担する者（利益分配又は残余財産の分配に参加する権利を有する者）に帰属する以上、出資割合と支配比率はできる限り比例すべきであり、比例しない場合には出資割合の小さい株主が自らコストを負担して経営を監視・規律することは困難なので、コーポレート・ガバナンスに歪みをもたらすこと、③一株一議決権のときに比べて、支配株主が存在する会社の市場を上場をより容易にし、利益相反の度合いもより強くなるため、少数株主の犠牲の下、支配株主が自己の利益を図る可能性がより高くなること等を考え合わせると、必ずしも望ましいものとはいえない。

<sup>5</sup> 2007年11月1日施行の規則改正により、上場廃止基準に掲げる「株主の権利内容及びその行使が不当に制限されている」ものとして、次に掲げる場合が追加された（規程第601条第17号、施行規則第601条第12項第1号d、e等、上場管理等に關するガイドラインV6、及び同7、等）。

<sup>6</sup> 上場株券等において、株主総会において議決権を行使することができる事項のうち取締役の過半数の選解任その他の重要な事項について制限のある種類の株式への変更に係る決議又は決定。ただし、株主及び投資者の利益を侵害するおそれが少ないと当取引所が認める場合は、この限りでない。

<sup>7</sup> 上場株券等より議決権の多い株式（株）の発行に係る決議又は決定（株主及び投資者の利益を侵害するおそれが大きいと当取引所が認めるものに限る。）

<sup>8</sup> 利益分配に関する優先配当の権利を有する種類の株式をいう（規程第2条第89号）。

<sup>9</sup> 発行者がその連結子会社の業績、配当等に応じて株主に剰余金配当を支払うことを内容とする種類の株式をいう（規程第2条第38号）。

<sup>10</sup> 規程第804条第1号。

<sup>11</sup> 支配権の移動には、①株主に対して時価よりも高い価格で株式を売却する機会を与える、②ベンチャーを創出する、③経営陣に対する規律として機能するという点において、社会的・経済的なメリットがあり、これを制限すべきではないという考え方に基づいている。



## 【参考資料1】

その一方で、新規公開時を中心に議決権種類株式の上場に関する社会的  
 欲求が高まっており、投資者のニーズや海外の状況を考慮すれば、議決権  
 種類株式の上場を一律に制限することは適当ではないと考えられる。

この点、上場後に議決権種類株式を導入する場合は、上場株式を保有す  
 る一般株主が不測の損害をこうむる可能性があることから、既に投資して  
 いる一般株主の利益を守るため、議決権種類株式の上場は、原則として、  
 市場における投資者すべてが同意して株式を取得する新規公開時のみ認  
 める方向で検討することが適当である<sup>10</sup>。上場会社による上場株式より議決  
 権の少ない株式の発行（及びその上場）については、基本的に既存の一般  
 株主の権利を毀損するものではないので認めてよいと考えられるが、種類  
 株式には様々なスキームが考えられるので、株主・投資者の権利を制限し  
 ないかについて慎重な判断が必要であり、「株主の権利の不当な制限」とな  
 らない限りで認めるのが適当である。この場合、議決権種類株式の上場で  
 あることを投資者が理解しやすくするような市場区分や独立した表示など、  
 投資者が選択的に投資することが可能になるような工夫を行うことが望ま  
 しい。

議決権種類株式の上場が認められるとした場合、そのスキームについて  
 は、議決権種類株式に伴うデメリット（①支配権の移動が制限されること  
 による株式売却の機会減少及びコーポレート・ガバナンスの弱化、並びに  
 ②株主による監視・規律の困難さや支配株主と少数株主の利益相反等、出  
 資割合と支配比率が比例しないことによるコーポレート・ガバナンスの歪  
 み）を緩和する観点を中心として、株主の権利を尊重したスキームの議決  
 権種類株式の上場のみを認めることが適当である。

「株主の権利の尊重」がなされたスキームの詳細については、東証とし  
 ては、検討結果をガイドラインとして対外的に公表していくことが望まし  
 い。この場合、その影響の大きさにかんがみると、まずは議決権種類株式  
 に伴うデメリットの程度が低いものについてガイドラインの整備を目指す  
 ことが望ましい。

### 3 プログラム2007の実行計画

上記中間報告を受けて策定された議決権種類株式に関するプログラム200  
 7の実行計画は、以下のとおりである。

<sup>10</sup> ①上場株式を保有する一般株主が議決権の希釈化により不測の損害を被る可能性がある、  
 ②定款変更等のための株主総会の特別決議により株主の同意を得た場合であっても集団  
 的行動の問題や戦略的選好の問題があるため真の意味で株主の意思を反映した決定とは  
 言い難い、③支配権を取得する者がそのコストを負担しないという考え方に基づいている。

## 【参考資料1】

#### (1) 直ちに実施する事項（第一次実施事項）<sup>11</sup>

- 議決権に関する種類株式の上場を認める場合の要件等について、具体  
 的な検討を開始する。
  - ・ 新規公開時であっても上場が認められる種類株式のスキームに一  
 定の制限を設けることとし、どのようなスキームであれば上場が  
 認められるかについて、実務家・専門家らと交えて検討を開始す  
 る。
- 既に上場している会社による種類株式の発行等が認められない場合  
 について、整理を行う。<sup>12</sup>
  - ・ 上場会社による種類株式の発行等が認められない場合については、  
 「株主の権利の不当な制限」に該当する場合として整理する。
  - ・ 「株主の権利の不当な制限」となる場合としては、原則として、  
 上場会社が上場株式より議決権の多い種類株式を発行する場合や、  
 上場株式の議決権を制限する場合などが想定される。

#### (2) 具体案を検討のうえ実施する事項（第二次実施事項）<sup>13</sup>

- 議決権に関する種類株式の上場に必要ない要件等について整理を行う。
  - ・ 議決権に関する種類株式の上場が認められる場合について具体的  
 に整理する。
  - ・ 議決権に関する種類株式の発行・上場が認められる具体的なスキ  
 ームを、新規公開の場合や上場会社が議決権の少ない株式を発行  
 する場合などに分けて検討する。
  - ・ 議決権に関する種類株式について必要とされる上場審査、上場廃  
 止の各基準（例えば流動性基準等）について整理する。
  - ・ 議決権に関する種類株式を上場する会社について、企業行動規範  
 として求めるべき内容がないか検討を行う。
  - ・ 種類株式の上場であることを投資者が理解しやすいうような表示上  
 の工夫の方法について検討を行う。
  - ・ 上場した種類株式の指数等における取扱いについて整理する。

<sup>11</sup> 本プログラムの公表後速やかに制度要綱をとりまとめ、又は要請を実施することとした  
 事項

<sup>12</sup> 前注(5)の上場制度改正は、この実行計画に基づく。

<sup>13</sup> 2007年度中に制度要綱をとりまとめ、又は要請を実施するために、詳細について有識者  
 らを交えて検討を行うこととした事項

【参考資料1】

(3) 検討を継続する事項<sup>14</sup>

- 普通株式を上場していない会社について、優先株式の上場の場を認めるべきかについて検討する。
  - ・ 優先株式の上場の可否及び優先株式の上場の場を認める場合の要件やスキーム等について上場規則の整備を行う。
- 議決権に関する種類株式の上場に関するガイドラインを作成する。
  - ・ 実際の上場した事案に基づきガイドラインの整備を行う。

4 当実務者懇談会の位置付け

当実務者懇談会は、中間報告における提言及びプログラム2007の第一次実施事項の第一項目及び第二実施事項に基づき、新規公開時や上場会社が議決権の少ない株式を発行する場合について、議決権種類株式の上場の場を認める場合の具体的な要件等について考え方を整理することを目的として設置された。また、議決権種類株式の上場に関する実務上の諸問題についても、併せて検討を行った。

なお、当実務者懇談会における検討は、会社法をはじめとする日本法の下での実施を前提としている。東証に上場する外国会社が発行する議決権種類株式やそれに類似したスキームについても、基本的には、当実務者懇談会における考え方の枠組みが妥当であると思われるが、具体的な事例への適用にあたっては本国の法制度や実務慣行等を勘案することが望ましい<sup>15</sup>。

III 制度整備の方向性

1 検討の順序

制度整備の方向性を検討するにあたっては、以下のような順序で検討するものとする。

まず、次の第2節では、当実務者懇談会において検討の対象とした議決権種類株式の類型及びその上場類型を明らかにする。また、上場類型を構成する重要な要素である「新規公開時」の概念についても検討する。

第3節では、具体的な上場要件の検討を行う。まず、検討にあたっての基本的な視点を明らかにしたうえで(1)、当該検討の視点にしたがって、各議決権種類株式の各上場類型において課すことができる上場要件を提示する((2))。続いて、(3)において、これらのうちいかなる要件を課すことが望ましいかについて検討し、これを踏まえて、(4)で議決権種類株式の上場要件に関する当

<sup>14</sup> 基礎的な問題点の洗い出しなど、実現に向けた検討を継続的に行っていくこととした事項(内容によっては上場制度整備懇談会において検討を行う)。  
<sup>15</sup> 規程第7条。

【参考資料1】

実務者懇談会の提言を明らかにする。

最後に、(5)及び(6)において、上場要件に関するその他の論点である流動性等の諸基準のあり方及び優先配当を交付する場合の取扱いについて検討する。

2 想定されるスキーム

(1) 議決権種類株式の類型

会社法上考えられる議決権種類株式の類型は多様だが、現時点では、株主総会において議決権を行使することが認められない無議決権株式、単元株制度を利用した複数議決権株式類似の構造、及び議決権の行使を一定の条件にかからしめる議決権制限プランが一般的に議論されている。

このうち、議決権制限プランとは、「株主が有する株式の数が発行済株式総数の一定割合未満(例えば20%未満)である」<sup>16</sup>を、当該株主についての「議決権の行使の条件」<sup>16</sup>として定めるものである<sup>17</sup>が、当該プランについては、株主平等原則(会社法第109条第1項)違反の懸念や、公開会社でない会社のみ認められている議決権に関する「属人的定め」に該当するおそれ(会社法第109条第2項)、更に議決権を行使することができざる事項について制限のある種類の株式の数が発行済株式総数の2分の1を超える場合における取扱い(会社法第115条)との関係から、学界を中心に、適法性に疑問を持つ声が根強いようである。そこで、当実務者懇談会は、議決権制限プランについては以下の法的な議論の動向を注視することとし、上場要件の検討の対象とはせず、以下に説明する無議決権株式及び複数議決権方式について、上場要件等を検討した<sup>18</sup>。

以下では、記述の便宜上、議決権に関して有利な取扱いを受ける株式(無議決権株式を発行する場合における議決権付株式及び議決権の多い株式と少ない株式を発行する場合における議決権の多い株式)を「A種株式」と呼び、議決権に関して不利な取扱いをされる株式(無議決権株式を発行する場合における無議決権株式及び議決権の多い株式と少ない株式を発行する場合における議決権の少ない株式)を「B種株式」と呼ぶこととし、その保有者をそれぞれ「A種株主」及び「B種株主」と呼ぶこととする。

<sup>16</sup> 会社法第108条第2項第3号ロ。

<sup>17</sup> 議決権制限プランによる買収防衛策の提案として、葉玉匡美「議決権制限株式を利用した買収防衛策」旬刊商事法務1742号28頁(商事法務・2005)。

<sup>18</sup> なお、無議決権株式及び複数議決権方式以外の類型の種類の株式については、当実務者懇談会の検討の対象とはしていないが、今後の制度の明確等を踏まえて、上場制度上の対応範囲を順次拡大していくことが望ましい。

## 【参考資料1】

## (無議決権株式)

株主総会において議決権を行使することができる事項について制限のある議決権制限株式については、全ての事項について議決権を行使することができない完全無議決権株式と、一部の事項については議決権を行使することが認められる一部無議決権株式に分けられる。このうち、本報告書においては、完全無議決権株式をはじめとする取締役の選解任その他の重要な事項<sup>19)</sup>については議決権のない株式を取り扱うものとし、これを「無議決権株式」と言うものとする。

無議決権株式には会社法第115条が適用され、公開会社において議決権制限株式の数が発行済株式総数の2分の1を超えるに至ったときは、2分の1以下にするための必要な措置をとらなければならないとされている。その趣旨は、経営者等が小さい出資割合で会社を支配することに対し一定の歯止めをかけることにある<sup>20)</sup>。具体的には、無議決権株式が上限まで発行された場合に支配権を確保するためには、議決権付株式の過半数、すなわち全体の25%を超える出資が必要となる。

## (複数議決権方式)

諸外国に見られる複数議決権株式に類似するものとして、例えば、会社がA種株式とB種株式(いずれも取締役の選解任その他の重要な事項についての議決権を有するものとする。)を発行し、A種株式については単元株式数を100株、B種株式については単元株式数を1000株<sup>21)</sup>とするスキーム<sup>22)</sup>が考えられる(以下「複数議決権方式」という)。これにより、A種株式の保有者は1000株を保有していれば10議決権を行使できるのに対し、B種株式の保有者は同じ1000株で1議決権しか行使できないこととなり、10倍議決権株式を発行したのと同様の効果を得ることが可能である。

上場会社が無議決権株式及び複数議決権方式を利用することにより生じる出資割合と支配比率の乖離の状況は、株式の種類の数、議決権倍率(一議決権を行使するのに必要な単元株式数の差異)、各種類株式の発行数(割合)及び株主

<sup>19)</sup> 規程第601条第17号、施行規則第601条第12項第1号e参照。

<sup>20)</sup> 江頭憲治郎『株式会社法』(有斐閣・2006)140頁。

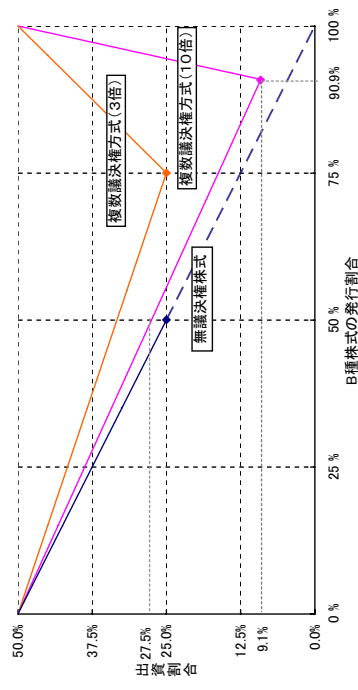
<sup>21)</sup> 1000株を超える数の株式を単元と定めることはできない(会社法第188条第2項、会社法施行規則第34条)

<sup>22)</sup> 「単元株制度」のこのような利用に関しては、本来の制度趣旨、すなわち、種類株主間で一株あたりの議決権の量に大きな差異が生じないようにするという目的から外れるものであり、許されないとの解釈も考えられる。しかし、単元株に関する規定の文言は一義的であって、このような解釈をする余地はないとの見解が有力である。加藤貴仁『株主間の議決権配分』(商事法務・2007)81頁

## 【参考資料1】

が各種類株式を保有する割合のそれぞれにより決定される。例えば、2種類の株式を発行している場合に、どの程度の出資を行えば(保有する株式数の発行済株式総数に対する割合がどの程度であれば)議決権の過半数を取得できるかを示したのが、図表1である<sup>23)</sup>。B種株式の発行割合が増えるほど、また、複数議決権方式では議決権倍率が高いほど、小さい出資割合による支配権の取得が可能となる。ただし、無議決権株式については、会社法第115条による規律が働くため、少なくとも25%を超える出資が必要であることが分かる。

図表1: 支配権の取得に必要な出資割合



## (剰余金の配当に関する取扱い)

無議決権株式及び複数議決権方式の中でも、剰余金の配当や残余財産請求権に関する取扱い、取得条項の有無等によって、様々なバリエーションが考えられる。以下では、検討の便宜上、まず議決権に焦点を絞り、議決権以外の配当や残余財産請求権等、その他の事項の取扱いについては同じであるという前提

<sup>23)</sup> B種株式の1株あたりの議決権数に対するA種株式の1株あたりの議決権数の割合を $v$ 、A種株式及びB種株式の発行済株式総数に対するA種株式の発行数の割合を $r$ とすると、A種株式のみを保有して総議決権の過半数を取得するためには、以下の関係が成り立つ必要がある。  

$$rv > 1 - r$$

これを整理すると、 $r > 1 - \frac{1}{1+v}$

この式に $v$ の値を入れたときの $r$ が、図表1における出資割合が一番低い値となる。

【参考資料1】

で議論するが、優先配当を交付するスキームも相当程度ニューズがあると思われるため、かかる場合の取扱いについては、3（6）において検討することとする。

（2）上場類型

議決権種類株式を上場する場合、①新規公開時の利用か、既公開会社による利用か、②議決権種類株式のうち一方だけを上場するか、双方を上場するか、③既公開会社が双方を上場する場合については、既に上場している株式より議決権の多い株式を上場するのか、少ない株式を上場するのか等の事由により、下記図表2のような類型が考えられる。

このうち類型IV（上場会社が上場している株式よりも議決権の多い株式を上場すること）については、既に投資している一般株主の利益を守るという観点から、より慎重な検討が必要であることから、当実務者懇談会における上場要件の検討の対象とはしないこととした<sup>24</sup>。ただし、上場会社の安定株主の創出その他の目的のため、この解禁を望む意見も根強く、今後、継続して検討していくことが望ましい。

更に、理論上は、3種類以上の議決権種類株式を発行・上場する場合、その他の種類株式を発行・上場する場合など、さまざまなバリエーションが考えられるが、当実務者懇談会では、まずは2種類の議決権種類株式を発行する場合の上場要件について整理することとした。

図表2：上場類型

| 分類          |            | 類型    |
|-------------|------------|-------|
| 新規公開時       | B種のみ上場     | 類型I   |
|             | A種・B種の同時上場 | 類型II  |
| 新規公開時<br>以外 | B種の上場      | 類型III |
|             | A種の上場      | 類型IV  |

（3）「新規公開時」の意義  
（問題の所在）

既公開の会社が上場株式より議決権の多い株式を上場すること（類型IV）については、上記（2）で述べたとおり既に投資している一般株主の権利保護の観点から当実務者懇談会における上場要件の検討の対象とはしないこととした関係上、当面解禁されないのに対し<sup>25</sup>、新規公開時には、同様のスキームを導入

<sup>24</sup> 前注(6)参照。

<sup>25</sup> アメリカでは、同じ考え方にに基づき、証券取引所規則により、上場会社については、①

【参考資料1】

する場合（類型II）でも既存の一般株主は存在しないため、このような考慮は必要ない。そのため、「新規公開時」か否かによって、議決権種類株式の発行・上場要件は異なるものと整理でき、「新規公開時」の意義を明らかにする必要がある。

（新規公開時の意義）

「新規公開時」は、多くの場合、東証への新規上場時と同じである。しかし、一般株主の保護の観点から必要とされる要件であることから、東証に対する新規上場時であっても、既存の一般株主が存在し、その保護が必要な場合には異なることとなる。例えば、組織再編等の場合に、非上場会社が上場会社を吸収合併するなどして新規に上場することは可能だが、この場合は、消滅会社等である上場会社の株主の権利を保護する必要がある。また、東証以外の国内外の証券取引所に上場している会社が東証に新規に上場する場合も、東証との関係では新規上場時に該当するが、既に一般株主が存在することから、「新規公開時」には該当しない<sup>26</sup>。

また、過去に東証や他の証券取引所から上場廃止になった会社が、東証に新規に上場する場合の取扱いについては、当該上場廃止が債務超過・虚偽記載等のM&A以外の事由による場合など、以前に市場で株式を購入した一般株主が存在する場合については、「新規公開時」に該当しないものとするべきである。

他方、過去に上場廃止になった会社のうち、現金によるスクイーズ・アウトを伴うM&Aなどにより、一般株主が存在しないこととなった会社の新規上場については、既存の一般株主の保護の必要性はないため、「新規公開時」に該当するものとして取り扱う余地がある。この点、非公開化時のスクイーズ・アウト等による一般株主の利益の毀損の防止の観点や、上場制度が上場会社に非公開化を促す方向で作用するのは望ましくないとの考え方に基づき議決権種類株式として再上場することのみを目的とした安易な非公開化を防止すべきとの観点から、このような場合について「新規公開時」として取り扱うべきかどうかは慎重に考えるべきとの意見もあった。

保有期間に基づく議決権制限、②保有株式数に基づく議決権制限、③1株あたりの議決権が（上場株式より）大きい株式の発行、④既存する普通株1株あたりの議決権よりも小さい議決権を有する株式の交換による発行は、原則として禁止されている（NYSE Listed Company Manual § 313.00, NASDAQ Manual § 4351）。他方、①新規公開による証券の発行、②上場株式の1株あたりの議決権よりも大きくない議決権を有する証券の公募又は合併・買収による発行などは、禁止されており、新規公開時に議決権種類株式を利用することが実務として定着している。

<sup>26</sup> 他の証券取引所の上場銘柄でなくとも、例えば一部のグリーンシート銘柄のように、既に一般株主が多数存在する場合も考えられる。このような銘柄の新規上場については、「新規公開時」には該当しないものと整理するのが望ましい。

## 【参考資料1】

しかし、非公開化時の一般株主の利益の保護の観点からは、再上場時に議決権種類株式を利用しない場合についても該当するので、議決権種類株式のみに関係する「新規公開時」の意義によって規制するのは適切ではない。MBOにより非公開化した会社の再上場申請については、非公開化時の事情を慎重に審査する取扱いとなっていることから<sup>27</sup>、非公開化時における一般株主の保護についてはかかる枠組みにより図ることができると考えられる。また、議決権種類株式として再上場することのみを目的とした安易な非公開化については、議決権種類株式に通常の普通株式の上場以上の上場要件が課されることや、再上場時にも審査が行われることによって、一定程度防止することができることから、議決権種類株式としての再上場を目的とした上場廃止を東証が推奨することにもならない。

そのため、現金によるスクイーズ・アウトを伴うM&Aなどにより、一般株主が存在しないこととなった会社による新規上場は、「新規公開時」に該当すると整理するのが適当と思われる。

## 3 上場要件の検討

## (1) 検討の視点

当実務者懇談会の議論の過程において、新規公開時については、種類株式構造を前提に投資が行われるものであり、上場要件による制約を特に加える必要はなく、投資者による選別、市場価格への反映等に任せればよいという意見もあった。しかしながら、東証は投資者保護に一定の役割を發揮することが期待されていること、投資者や株主が必ずしも十分な情報に基づき適切な判断を下せるとは限らないこと、一つの企業が複数の種類の株式を発行すると利害関係が複雑となり、一定の事象がどのように特定の種類の株式に影響するかの判断が困難となる可能性があり、その結果投資者にとって魅力的な商品ではなくなる可能性もあること等を考え合わせると、中間報告及びプログラム2007において提示された方向性のとおり、議決権種類株式の上場を認める場合には、投資者保護の観点から必要と認められる一定の要件を満たした株主の権利を尊重したスキームで、かつ、投資者にわかりやすい商品から順次解禁していくことが望ましいと考えられる<sup>28</sup>。

上場要件を検討するにあたっては、上記Ⅱ2に概要を記した中間報告で示された方針に基づき、支配権の移動の制約及び種類株主間又は支配株主と少数株主の利益相反関係の悪化をはじめとする、出資割合と支配比率の乖離の弊害の

<sup>27</sup> 『2007年版 新規上場の手引き 市場第一部・第二部編』93頁。

<sup>28</sup> 当実務者懇談会は、少なくとも当面の間必要な上場要件を検討しており、今後、議決権種類株式に対する投資者の理解が深まっていく過程において、解消される問題点もあると考えられる。そのため、今後の上場要件の緩和の可能性を否定するものではない。

## 【参考資料1】

防止を基本的な視点とした。その具体的なアプローチとしては、概ね、議決権種類株式のスキームの解消による方法、議決権種類株式の発行数等を規制することにより極めて小さい出資割合で支配権を確保することを制限する方法、及び業務執行その他会社の重大な決定がなされる場面における利益相反による弊害を防止する方法が考えられる。

## (2) 当実務者懇談会にて検討された上場要件

当実務者懇談会は、上記(1)の視点にしたがって、上場制度上の諸要件について検討した。検討した諸要件は、(a)スキームの解消を可能とする方策、(b)極めて小さい出資割合による支配権の確保を制限する方策及び(c)株主利益の保護のための方策に大別される。

## (a) スキームの解消を可能とする方策

## ① プレックスルール条項

本報告書において、プレックスルール条項とは、発行済株式総数のうち一定割合<sup>29</sup>の株式を取得した者が現れた場合、議決権種類株式の構造を解消するスキームをいう<sup>30</sup>。極めて小さい出資割合によって支配権を維持することは望ましくなく、一定割合しか出資していない支配株主は支配権を奪取される可能性もあるものとするべきとの考え方が多い。本要件については、法令等にプレックスルールに関するルールのない日本法のもとでは、定款に定める株式の種類の内容に本要件を組み込む必要があるため、スキームが複雑となること、買取者が登場しない場合又は支配株主が一定割合以上の株式を保有する場合には機能しないことなどが指摘されている。

なお、A種株式及びB種株式の双方上場の場合(類型Ⅱ及びⅢ)に本要件を課すと、同条項が発動した際にA種株式の一般株主の議決権が害されるのではないかと指摘があったが、本来であれば、B種株式の発行時にA種株式の議決権が希釈されるどころ、議決権種類株式スキームにより、解消までの一定期間だけ有利に取り扱われていたにすぎない。したがって、もしこれを規制するのであれば、新たな株式の発行自体を問題にするべきであり<sup>31</sup>、本要件の是非と

<sup>29</sup> EUの公開買付け指令におけるプレックスルール条項では75%であること、及び会社法第115条が無議決権株式の発行数を発行済株式総数の2分の1以下に制限しているのは、経営者等が25%以下の出資で会社を支配することに對し一定の歯止めをかけることであると考えられるから、75%とするのが考えられる。

<sup>30</sup> 日本の会社法でこのスキームを実現するには、取得条項付株式を用いるが、無議決権株式であれば議決権が復活する要件とすることが考えられる。

<sup>31</sup> この点については、近時、大量の新株又は新株予約権の第三者割当を行うことにより、現存株主の権利が毀損されていると思われる例がしばしば散見され、特に株式併合などと

【参考資料1】

は無関係であることから、ブレイクスルー条項を導入することを排除するまでの理由はないと考えられる<sup>32</sup>。

② サンセット条項

本報告書において、サンセット条項とは、議決権種類株式導入の目的が終了した場合、同目的を逸脱した場合若しくは同目的を達することができないことが確定した場合、又はこれら事由が生じたときのみならず、スキームを解消させる方策をいう。

議決権種類株式の上場の意義としては、安定的な支配により、創業者等による長期的視点にたった企業価値の向上への取組みが期待できることがあげられている。もしそうであれば、そのような目的が終了した場合、同目的を逸脱した場合又は同目的を達することができないことが社会的に望ましいと考えられる。そこで、株式のスキームを解消することが社会的に望ましいこととなるが、目的が終了のような考え方のもと、スキーム解消を検討することとなるが、目的が終了したか等の判断を株主（場合によっては種類株主）の意思に委ねるか、一定の事由をもってそのようなみにみなしてスキームを解消させるか等によりバリエーションが生じうる。かかるバリエーションとしては、主として(a)目的が終了した場合等の判断を株主の意思に委ねるものとして、一定期間<sup>33</sup>経過後に一株議決権とする株主総会の特別決議<sup>34</sup>等によりスキームの解消を可能とするもの、(b)目的を逸脱した又は目的を達し得ない状態になったとみなされる例として、支配株主グループの発行済株式総数に占める保有割合が一定以下<sup>35</sup>になった場合に

組み合わせた場合にはかかる弊害は顕著である。現行会社法の下では、かかる第三者割当も有利発行にあらず限り発行可能株式総数の定めその他は特段の規制はないが、東証としてかかる第三者割当を無制限に認めてよいからという点については、今後、上場制度総合整備懇談会の場で議論すべきこととされている。

<sup>32</sup> <http://www.tse.or.jp/rules/esbj/071116.pdf>

<sup>33</sup> その他、これを要件にするにあたっては、後から支配株主が現れた場合の対応が困難でありうるが、これを要件にするにあたっては、後から支配株主に保有させることにより容易に潜脱が可能である。「支配株主」の定義に該当しない者に保有させることにより容易に潜脱が可能であるなどの制度の運用上の課題をまず解決する必要がある。

<sup>34</sup> 企業の中期経営計画の期間と同様、3年から5年程度とすることが考えられるとの提案がなされたが、議決権種類株式の導入の意義が、長期的な視点に立った経営が可能となることにあることからすると、中期経営計画の期間ではその意義が生かされず、合理性がないという意見が多かった。そこで、長期的な視点に立った経営を可能とするため、例えば議決権等の際の転換条項が定款上定められている場合など、投資者の権利保護に十分な配慮がなされている場合には、より長期とすることを認めることなどが考えられる。

<sup>35</sup> 複数議決権方式の場合には、単元株式数をその時々に応じた定めることは容易でなく、一株議決権方式による株主総会の実現は困難と考えられる。その場合、会社法上の株主総会としての効力のない勧告的決議のようなものとして実現することが考えられる。

<sup>36</sup> 会社法第1115条の趣旨から、2.5%以下とすることが考えられる。前注(29)参照。

【参考資料1】

は、スキームが自動的に解消されるものなどが考えられる<sup>36</sup>。なお、類型II及びIIIにおいて、サンセット条項が発動すると、議決権種類株式の導入に費成していないA種株式の一般株主の議決権が害されるのではないかとの懸念については、ブレイクスルー条項において論じられたことと同様に考えられる。

③ 譲渡等の際の転換条項

本要件は、A種株式の譲渡や移転等により、実質的に保有者が変更した場合、B種株式に強制転換されるというものであり、複数議決権方式の類型Iの場合のみ課しうる要件である<sup>37</sup>。Google Inc.がNASDAQにおいて新規公開した際に、かかる転換条項を設けている<sup>38</sup>。通常、A種株主の個性に着目して複数議決権方式を導入されれば、保有者が変更された場合は、スキームは解消されるべきとの価値判断に基づく要件である。

かかる転換条項については、非上場のA種株式を譲渡すると上場株式になり流動性を得られるという点で、相続などがあった際に売買をしやすい等、A種株主にとってもメリットがあるという指摘がある一方、保有者の変更がある場合全てに厳密に適用されることとすると、例えば、当初よりA種株式を保有していた他のA種株主に譲渡される場合など不都合があるとは考えにくい事例についてまで適用されることになるため、かかる場合については、例外をガイドライン等において明確にすることも考えられる<sup>39</sup>。なお、本要件による転換は、Google Inc.などの例と同じく、1株対1株の割合によることを想定している<sup>40</sup>。

(b) 極めて小さい出資割合による支配権の確保を制限する方策

<sup>36</sup> 米国における例であるが、(b)のタイプのサンセット条項を入れているものとしては、Dow Jones & Company Inc. 等がある(2007年12月1日時点)。

<sup>37</sup> 無議決権株式の場合、A種株式を譲渡したらB種株式に転換されるとすれば、最終的に全ての株式が無議決権株式となってしまう。また、ある株主がA種株式を譲渡したらB種株式が全てA種株式に転換されることとすれば、譲渡をしていないA種株主が害されることになる。また、複数議決権方式であっても、A種株式が上場している場合には、事実上の譲渡制限である本要件は課すことができない。

<sup>38</sup> 詳細については、<http://investor.google.com/charter.html>

<sup>39</sup> Google Inc.の定款でもかかる場合は、強制転換の例外として認められている。40 これについては、A種株式のB種株式に対する議決権の倍率が10倍である場合には、A種株式1株について、B種株式10株に転換することも考えられるのではないかと意見があった。しかし、このような転換を認めれば、出資割合が小さいまま10株の議決権相当分の利益を得るという点でスキームの解消に向かうものとはいえず、また、このような取扱いは、「議決権行使できる事項」に関する調整のみならず、残余財産請求権その他の経済的価値についても異なる取扱いを認めるに等しく、議決権に焦点を絞って検討するという当実務者懇談会の目的から外れ、別途の検討を要する。

## 【参考資料1】

④ 少議決権株式の発行数の制限  
議決権制限株式の発行数の上限を発行済株式総数の2分の1と定める会社法第115条の趣旨は、経営者等が小さい出資割合で会社を支配することに對し一定の歯止めをかけることにあると考えられる。これによれば、無議決権株式の場合、支配権を取得するには25%を超える出資が必要となる。これと同じ趣旨は、複數議決権方式における議決権の少ない株式の発行にも当てはまりうる。そこで、例えば、複數議決権方式におけるB種株式の発行数の上限を議決権割合の2分の1と定めることが考えられる。これにより、いかなる議決権割合をとりとも支配権を取得するには少なくとも25%<sup>41</sup>を超える出資が必要となる。ただし、本要件については、複數議決権方式を利用した将来の資金調達に制限を設けることとなるため、スキームの価値が大きく損なわれる。そのため、同じ目的を達成できる他の要件があれば当該他の要件と選択的に課すべきであると考えられる。

## ⑤ 議決権倍率の制限

④と同じ趣旨は、A種株式のB種株式に対する議決権の倍率を一定の割合以下に抑えることによっても実現可能である<sup>42</sup>。仮に、④と同様、支配権の取得に25%を超える出資を必要とする場合、当該倍率は3倍未満であることが求められることになる<sup>43</sup>。したがって、本要件を課す場合には、B種株式の単元株式数はA種株式の3倍未満しか認められず、これを超えてA種株式の例えば10倍や100倍の単元株式数を有するB種株式の存在は認められないこととなる。

## (c) 株主利益の保護のための方策

## ⑥ 種類株主間の利害が対立する場面上における株主の保護

議決権種類株式を発行する場合、A種株主とB種株主の間で利害が相反する場がある。そこで、会社法第322条第1項各号に規定されるような株式の内容へ影響が大きいと思われる事項について、各種類株式の利害が相反し得る場面上について検討する。

会社法は、特定の種類の株式の種類株主が害されることを防止するため、第322条第1項を設け、定款の変更や会社の組織的行為等の一定の重要な事項を会社が行うときで、「ある種類の株式の種類株主に損害を及ぼすおそれがあるとき」は、当該種類の種類株主総会の決議を要するものと定めている。かかる種類株主総会の決議は、同条第2項及び第3項により、定款に規定すれば株式

<sup>41</sup> 例えば、倍率10倍の場合は、27.5%の出資が必要となる(図表1参照)。

<sup>42</sup> 当然ながら、本要件は、無議決権株式には適用できない。

<sup>43</sup> 図表1及び前注(2)参照。

## 【参考資料1】

内容の変更その他株式に関わる一定の定款の変更<sup>44</sup>を除き、排除することが可能であるが、議決権種類株式におけるB種株式は、「議決権」という権利保護の場面上において最も重要な役割を果たす権利について不利な取扱いを受ける種類株式であることから、他の種類株式と比べて株主の権利侵害が惹起されやすい。そこで、同条第2項や第3項にかかわらず、同条第1項に定める場面上において、B種株主を保護するための方策を求めることが考えられる。かかる方策としては、④(会社法第322条第2項)に基づき定款で種類株主総会の決議を排除することを禁止すること、⑤(同条第1項)に基づき定款で種類株主総会の決議を排除することを認めつつも、同条第1項に掲げる事項につき、事前に特別な委員会等の利害関係のない第三者の意見を聴取すること<sup>45</sup>、⑥(同条第2項)に基づき定款で種類株主総会の決議を排除することを認めつつも、事前に会社法第322条第1項に掲げる各場合におけるB種株主を害さないような取扱いを定款に定めておき、これに限りは種類株主総会の決議は不要とすることなどが考えられる<sup>46</sup>。もっとも、保護の方策としては様々な態様がありうることから、会社法第322条第1項に定める場面上におけるB種株主の保護として適切と認められる他の方策が十分に講じられていなければ足りる。

なお、⑥については、会社法第322条第1項の「損害を及ぼすおそれ」の有無について保守的に解釈する実務が定着しているため、もしこのような要件が課されれば、常に種類株主総会の開催が必要となり、事実上種類株主に拒否権を与えるに等しいという反対意見があったが、かかる点については、要件⑥又は⑥(同条)などの他の方策を講じれば足りるとすることで回避できる。

## ⑦ 支配株主と会社の利益相反取引の場面上における少数株主の保護

議決権種類株式を利用する会社では、同じく利益相反が問題となりうる子会社上場等と比較しても、より小さい出資割合により支配状態を創出することができることから、支配株主<sup>47</sup>と少数株主との利益相反がより顕著となる。そこで、

<sup>44</sup> ただし、単元株式数についての定款の変更は除く。

<sup>45</sup> 企業価値が向上するか否かという観点から判断すればよい買収防衛の局面と異なり、適切な利益調整がなされているかの判断は困難であり、実際上は事前に定款等に定めておく方法で対応するほかにないかという指摘もあった。

<sup>46</sup> なお、上場会社が組織再編における存続株式会社等となる場合で、当該組織再編に際して定款変更を要せずB種株式を発行する場合など、第322条第1項の事由であっても必ずしも株主保護の方策を要しない場合も考えられる。また、株主保護の方策を要する場合でも、事前に取扱いを定めることが難しい場合も考えられ、可能な範囲で取扱いを定めたうえで、取扱いを定めない事項については特別委員会等の第三者の意見を聴取することを要する旨の規定をおくことも考えられる。

<sup>47</sup> 「支配株主」の定義については詳しくは間接又は間接に保有する者とするなどが考えべきである。例えば、議決権の過半数を直接又は間接に保有する者とするなどが考え

【参考資料1】

ここでは、支配株主と会社の利益相反取引による弊害を防止するための諸方策を検討する<sup>48</sup>。

かかる具体的方策としては、まず、支配株主から独立した立場の取締役や社外取締役の選任を義務付けることが提案されたが、単に選任するだけでは意味をなさない。そこで、買収防衛策の導入が経営者の恣意的判断に依存するものではないことを求められている<sup>49</sup>のと同様に、支配株主と会社が重要な取引<sup>50</sup>を、するような場面において、かかる取引の公正さを担保できるよう、十分な情報開示に加えて、支配株主から独立した立場の取締役、監査役又は特別委員会等<sup>52</sup>の関与を必要とし、その意見を聴取することを求めることなどが考えられる。本要件についても、上記⑧と同じく、保護の方策としては様々な態様がありうることから、利益相反の弊害を防止するための方策として適切と認められる他の方策が十分に講じられていれば足りると考えられる。

（3）各要件の関係

①、②及び③の関係

スキームの解消を可能とする方策の各要件を比較すると、①のブレイクスル一条項及び②のサンセット条項は、いずれも、支配株主の出資が一定割合を下回る場合に、スキームの解消が可能となるものである。ブレイクスル一条項は、発行済株式総数のうち一定割合（75%など）の株式を取得した者が現れた場合にスキームを解消させるものであり、一定程度の出資（例えば25%を超える出資）がない場合には、当該スキームの解消が生じうることとなる。サンセット条項は、株主総会特別決議による解消のスキームであれば、3分の1未満の出資を行う場合、支配株主グループの保有割合による解消のスキームであれ

られる。

<sup>48</sup> なお、本要件については、子会社上場の際の少数株主保護のあり方一般についての議論とも関係してくることから、今後予定されている上場制度整備懇談会における議論と平仄を合わせる必要があるとの指摘があった。

<sup>49</sup> 規程第442条第2号。

<sup>50</sup> 何が「重要な取引」かについては、少数株主の保護と会社経営の迅速性の調和の観点から、一定の基準が定められることが望ましい。

<sup>51</sup> ここでは支配株主と少数株主が直接取引をするのではなく、支配株主と会社が取引を行っていることから、「取引の公正さ」とは、⑥の要件の場合と異なりA種株式とB種株式の利益調整が適切かどうかではなく、会社の利益を害することによって、取引相手である支配株主の利益が図られていないかどうかを判断すれば足りる。

<sup>52</sup> 「支配株主からの独立」とは、少数株主に選任権を与える趣旨ではなく、例えば個人支配株主の親族や法人支配株主の用人など、支配株主から容易に影響を受け得る者で、利益相反を疑われる地位にある者でなければ足りる。また、少数株主保護が目的であるから、支配株主からの独立性のほか、一定の専門的知見を有するものであることも必要であると思われる。

【参考資料1】

は当該基準となる比率以下の出資を行う場合、スキームの解消が生じうることになる。このような観点からは、①のブレイクスル一条項及び②のサンセット条項は類似しており、上場要件としては、選択的に適用するべきで、いずれも「一部の株主グループが極めて小さい出資割合で会社を支配するような状況が生じた場合に議決権種類株式のスキームを解消できるようにするための方策」と整理できる<sup>53</sup>。

他方、③の譲渡等の際の転換条項は、出資の割合には関係ない要件であり、①・②とは独立した要件として検討することが適切と思われるところ、目的を逸脱したスキームを存続させる理由はないとの意見が強く、原則として①又は②に加えて要件として採用することが望ましい。

④及び⑤の関係

④及び⑤は、無議決権株式については、上場要件として課すことができず、複数議決権方式についてのみ、その是非が問われる。両者は、いずれも、支配権の確保のために一定割合を超える出資を求めるものであり、両者は選択的な関係にあると考えられる。

①・②と④・⑤の関係

①・②の要件は、少なくとも一定割合の出資がないとスキームが解消される可能性がある点で、事実上、少なくとも一定割合を超える出資を求めるものということができる。すなわち、④及び⑤のみならず、①及び②も、支配権の確保のために一定割合の出資を求めることを包含するルールであり、これをもつて、①・②・④・⑤いずれも選択的要件とすべきであるとの考え方もありうる。しかし、(i) ①・②の規律には、支配権の保持には一定割合の出資を要するという観点に加えて、買収者が発行済株式総数の75%又は3分の2（いずれにもよるかは、基準の設定による）を取得したときには、①・②ではスキームの解消が可能という観点もあること、(ii) 無議決権株式の場合、「当該株式の取得と引換えに議決権のある株式を交付する旨の定款の定めのない株式」<sup>54</sup>に該当すると公開買付けの対象とならないことから、買収の場面において無議決権株式

<sup>53</sup> ブレイクスル一条項やサンセット条項以外でも「一部の株主グループが極めて小さい出資割合で会社を支配するような状況が生じた場合に議決権種類株式のスキームを解消するための方策」といえるものがあるれば、かかる方策を導入することも足りる。また、そもそも議決権種類株式スキームは支配権の移動を制限するものであるという理解に基づき、これらの要件が必要とされることからすれば、仮に支配権の移動を過度に制限しないといえるような議決権種類株式スキームが存在すれば、ブレイクスル一条項やサンセット条項は不要とすることも可能であるように思われる。

<sup>54</sup> 発行者以外の者による株券等の公開買付けの開示に関する内閣府令第2条第1号。



【参考資料1】

の株主のみ取り残されるという問題があること等に照らすと、①・②は要件として必須と考えられ、その場合、④・⑤の要件により代替できるものとは考えられず、逆に①・②の要件が満たされている場合には、④・⑤の要件まで求める必要はないと考えられる。

⑥及び⑦の関係並びに①・②と⑥・⑦の関係

⑥及び⑦は、いずれも議決権種類株式の発行により先鋭化する利益相反による弊害を防止するための規律であるが、⑥は種類株主間の利害が相反する場面における株主保護、⑦は支配株主と会社との利益相反取引の場面における少数株主の保護であることから、両要件は、独立して適用を考えるべき性質のものと考えられる。

両要件については、①のブレイク スルースル項又は②のサンセット条項により最終的にスキームが解消される場合には不要であるとの意見、逆に⑥及び⑦の要件により株主保護の方策がとられている場合には、①又は②の要件によりスキームを解消させる必要はないのではないか、との意見もあった。しかしながら、①又は②の要件により最終的にスキームを解消させることができるとしても、スキーム解消までの間、利益相反による弊害は問題となりうることから、①又は②の要件によりスキームの解消が可能であったとしても、⑥及び⑦により株主保護を図る必要がある。また、利益相反からの株主保護の方策をとったとしても、その手当には限界があることから、極めて小さい出資割合で会社を支配するといった極限状況が生じないスキームに限りて上場を認めるべきと考えられ、①又は②によりスキームの解消が可能であることと⑥及び⑦による株主の保護は並列的に課すべき要件と考えられる。

(4) 議決権種類株式の上場要件

以上をまとめると、少なくとも以下の要件を満たした無議決権株式並びに複数議決権方式における議決権多い株式及び議決権の少ない株式については、株主の権利の尊重がなされているものとして、原則としてその上場を認めることとすべきと考えられる（下記の図表3も参照のこと）。

以下の5つの方策の全てが取られていること。

- i) 既公開会社にあつては、上場株式より議決権の多い株式を上場させる場合に当たらないこと<sup>55</sup>。

<sup>55</sup> 既公開の会社が上場株式より議決権の多い株式を上場することについては、当実務者懇談会が、検討の対象としないこととした関係上、当面解禁されないことから求められる要

【参考資料1】

- ii) 極めて小さい出資割合で会社を支配するような状況が生じた場合に議決権種類株式のスキームが解消できるような方策がとられていること。
- iii) 種類株主間の利害が対立する場面における株主保護の方策がとられていること。
- iv) 支配株主と会社の利益相反取引の場面における少数株主の保護の方策がとられていること。
- v) 複数議決権方式の類型I（新規公開時におけるB種株式の単独上場）の場合は、A種株式の譲渡等の時にB種株式に転換する条項が付されていること。

図表3：議決権種類株式の上場要件

| 株式の種類   | 類型                        | (a) スキームの解消を可能とする方策   |          | (b) 株主の利益の保護のための方策      |                             |
|---------|---------------------------|-----------------------|----------|-------------------------|-----------------------------|
|         |                           | ブレイク スルースル項又はサンセット条項等 | 譲渡時の転換条項 | 種類株主間の利害が対立する場面に於ける株主保護 | 支配株主と会社の利益相反取引の場面に於ける少数株主保護 |
| 無議決権株式  | 類型I<br>(新規公開/<br>B種単独上場)  | ○                     | —        | ○                       | ○                           |
|         | 類型II<br>(新規公開/<br>同時上場)   | ○                     | —        | ○                       | ○                           |
|         | 類型III<br>(既公開/B種<br>追加上場) | ○                     | —        | ○                       | ○                           |
| 複数議決権方式 | 類型I<br>(新規公開/<br>B種単独上場)  | ○                     | ○        | ○                       | ○                           |
|         | 類型II<br>(新規公開/<br>追加上場)   | ○                     | —        | ○                       | ○                           |
|         | 類型III<br>(既公開/B種<br>追加上場) | ○                     | —        | ○                       | ○                           |

○：要件として課すべき —：理論的に課すことができない

なお、当実務者懇談会は、会社の自主性を尊重するためできるだけ議決権種類株式のスキームに柔軟性を持たせることが望ましいと考慮しており、上記①から⑦の個別検討の箇所而言及した具体例の他、同じ目的を達しようとする要件が他に存在する場合には、今後、東証で検討の上、当該他の要件も選択肢として認められ、今後の議論によつては本要件は不要となることも考えられる。

【参考資料1】

ることが望ましい。  
また、複数議決権方式における類型 II 及び類型 III については、東証が他の証券取引所とともに作成した「売買単位の集約に向けた行動計画」<sup>56</sup>に従い売買単位を 100 に統一しようとしていることとの関係や銘柄間違いの問題が生じやすいことから、解禁するにあたってはこれらの視点を慎重に考慮すべきであるという意見があった。更に、議決権種類株式市場を成功させるため、投資者が二の足を踏むことのないよう、投資者にとつてわかりやすい、できるだけ単純なスキームであること等、投資者が安心して投資できる商品設計がなされているかについて十分配慮することが望まれる。

(5) その他の上場基準のあり方

流動性等の上場基準については、基本的に、議決権種類株式であるか否かを問わず、一定の水準が必要と思われる。そこで、基本的には、現行の株式の上場基準と同じ基準とするのが適切であるように思われる。

ただし、複数の種類株式を同時に上場する場合には、上場時価総額については、合算が必要になると思われる。

また、無議決権株式の上場の場合には、無議決権株式の株主に対しても株主向け書面（議決権行使書面を除く。）の交付を求めるのが望ましい。

(6) 優先配当を交付する場合の取扱い等

前述のとおり、上記の議論は、全て普通配当株式を前提としたものである。そこで、議決権の対価として優先配当を付与されている場合、すなわち優先配当議決権種類株式の上場要件は、上記（4）で議論した普通配当議決権種類株式とどのような異なるかについて整理する。

(優先配当株の取扱いについて)

優先配当は議決権の対価として交付されるものであることから、優先配当がなされない場合に議決権が復活するような仕組みとなっていれば、議決権がなないことによる不利益も甘受すべきで、ブレイクスルー一条項等の要件は不要であるという意見もあった。しかしながら、優先配当額が議決権の対価として十分といえないような場合までブレイクスルー一条項等の要件は不要であるとは言い難いこと、優先配当の有無は、議決権がないこと又は少ないことを、優先配当により調整するか価格により調整するかという差にすぎず、普通配当株式と区別する本質的な差異とは言えないことから、かかる取扱いには必ずしも適切でないと考えられる。

<sup>56</sup> 詳細については、<http://www.tse.or.jp/rules/seibi/keikaku.pdf>

【参考資料1】

そもそも、上記（4）において議決権種類株式に必要な要件は、意思決定の最終的な結果はリスクを負担する者（利益分配又は残余財産の分配に参加する権利を有する者）に帰属する以上、出資割合と支配比率はできる限り比例すべきであるという考え方に基づき、出資割合と支配比率が乖離することによる弊害を防止するという観点から導かれたものである。かかる観点からすれば、優先配当金の支払いを受けた後、残余の分配可能額からの配当も普通配当株式の株主と共に受け取ることができる優先株式（かかる優先株式は一般的に「参加型」と呼ばれる。）については、普通配当株式と同様に会社の利益増大の恩恵又は利益減少の影響を受けるという点で、普通配当議決権種類株式とほぼ同視できる。他方、優先配当金の支払いを受けた後、残余の分配可能額からの配当を普通配当株式の株主と共に受け取ることができない優先株式（かかる優先株式は一般的に「非参加型」と呼ばれる。）は、普通配当株式が会社の利益増減の影響を受けるときも、一定の配当を受けられる（ただし、配当可能利益がある場合に限る）という点で、普通配当株式と同様のリスク負担をしているとは言いがたい。そこで、議決権種類株式が同時に参加型の優先配当株式でもある場合については、普通配当株式と同じ扱い<sup>57</sup>、上記（4）に列挙した要件を求めるとし、非参加型の優先株式である場合は、普通配当株式とは別に取扱いすることが適切であるように思われる<sup>58</sup>。

なお、優先株式には上記の参加型・非参加型という区別の他に、ある事業年度に優先配当金全額の支払いが行われなかった場合に、不足額について翌期以降の分配可能額から補填支払がなされるか否かによって累積型・非累積型による区別があるが、優先配当金の支払不足が生じる場合に、その不足額の限りで問題になる区別であり、リスク負担の有無という観点から普通配当株式との差異を論じるうえで本質的差異となるものではないことから、ここでは、累積型・非累積型を問わず、参加型については原則として普通配当株式と同様に扱う

<sup>57</sup> 現行の優先株等の上場制度に基づき上場している銘柄は株式会社伊藤園の第 1 種優先株式のみであり、15 円の優先配当を確保しつつ「普通株式 1 株に対して交付する金銭の額に、12.5 パーセントを乗じた額」が 15 円を上回る場合には当該金額を剰余金の配当として行うとされている。この優先株式は、参加型に分類されるものであり、中間報告に従い規程の改正等が行われた場合、上記（4）の要件を満たす必要があるものとなる。ただし、既に上場している優先株式については、企業行動規範として求める場合を除き、基本的に規程の改正等の適用除外とすべきことはもちろん、上記優先株式の条項は概ねこれらの要件を満たしているように思われる。

<sup>58</sup> リスク負担の有無という観点から、優先配当が参加か非参加かを区別するよりも、残余財産の分配において参加型か非参加型で区別すべきであるという意見があった。しかしながら、残余財産の分配という上場会社には極めて稀な局面における取扱いを区別の基準とすることは、適切でないように思われる。なお、参加型については優先配当部分が議決権の対価として十分と評価できるような場合には、普通配当株式とは別途に考える余地もあるのではないかとこの指摘がなされた。

## 【参考資料1】

## 【参考資料1】

ものとする。

(非参加型の優先株式の要件について)<sup>59</sup>

前述のとおり、普通配当議決権種類株式及び参加型優先配当議決権種類株式に求められる(4)の要件は、(1)の検討の観点で述べたとおり、支配権の移動の制約及び種類株主間又は支配株主と少数株主の利益相反関係の悪化等、出資割合と支配比率の乖離による弊害を防止するという観点から株主保護のため要求される要件である。

非参加型の優先配当株式については、基本的には社債と同視でき、残余財産の増大については利害関係を有しておらず、シナジーの創出や経営陣に対する規律といった支配権の移動から生じるメリットを享受し得ない。したがって、支配権の移動を阻害することを防止するための要件である、ブレークスルー条項やサンセット条項等、「極めて小さい出資割合で会社を支配するような状況が生じた場合に議決権種類株式のスキームが解消できるような方策」の他、スキームを終了させるための要件であるA種株式を譲渡した場合のB種株式への転換条項も不要であると考えられる。

これに対して、利益相反による弊害を防止する方策については、別途検討の必要がある。まず、種類株主間の利害が対立する場面における株主保護の方策についてであるが、会社法第322条第1項の列挙事由は、いずれも種類株式の権利内容に大きな影響を与える事項であり、残余財産の増大への利害関係とは関わりなく保護されてしかるべき事項である。社債の内容の変更の際には、全社債権者の同意を得るか、社債権者集会の決議を得ること<sup>60</sup>が必要であることに照らしても、かかる取扱いが適切と考えられる。

他方で、支配株主との利益相反取引の場面における少数株主の保護については、A種株式を有する支配株主が権利を濫用して会社財産に損害を与えたとし、ても、残余財産の増大に利害関係のない非参加型優先配当株主にはほとんど影響がなく、これに対する保護の方策は不要であるとの考え方もありうるように思われる。しかし、支配株主が存する場合においては、B種株主のみならず、A種株式の一般株主についても配慮する必要があることから、今後予定されている市場制度整備懇談会における議論と平仄を合わせることを望ましいと考えられる。

なお、かかる非参加型の優先配当株式の単独での市場まで認めるべきかにつ

<sup>59</sup> 過去に優先株市場に上場していたことのある優先株式のうち、さくら銀行(現・三井住友銀行)の優先株式については、非参加型・非累積型、日造船の優先株式については、非参加型・累積型であった。

<sup>60</sup> 社債権者集会の決議による場合は、当該決議は裁判所の認可がなければじめてその効力を生じる(会社法第784条)。

いては、今後実務的なニーズを見極めつつ更に検討の必要がある。

#### IV 実務上の諸問題

##### 1 はじめに

議決権種類株式の実務の上場にあたっては、以上で検討した上場制度上の諸問題に加えて、東証株価指数(以下「TOPIX」という。)や証券コード等の実務上の諸問題についても、考え方や取扱いの整理、システム対応等が必要になると考えられる。

当実務者懇談会は、上場制度に関する検討を中心的な目的として設置されたものではないが、実務上の諸問題は、上場制度のあり方と密接に関連するものであり、また、現実これからの制度が機能するためには、実務上の諸問題が適切に解決されることもきわめて重要である。そこで、当実務者懇談会としては、実務上の諸問題についても、問題提起を行うこととする。東証においては、当実務者懇談会の問題提起及び幅広い市場関係者のニーズ等を総合的に考慮の上、適時適切な対応を行うことが望ましい。

##### 2 市場区分等<sup>61</sup>

###### (1) 問題の所在

東証の上場株式に関する市場には、本則市場とマザーズとがあり、本則市場上場銘柄は、更に市場第一部銘柄と市場第二部銘柄とに分かれる。市場第一部銘柄である国内「普通株式」は、TOPIXに組み入れられることとされている。また、優先株等は、上場株式と同一の市場区分に指定されることとされているが、これらは市場第一部銘柄であってもTOPIXには組み入れられていない。

議決権種類株式の市場区分等については、議決権種類株式の上場であることと投資者にとつて理解しやすい方法で表示するという観点から、従来の上場株式とは別の区分を新たに設けることが考えられる<sup>62</sup>。

###### (2) 整理の方向性

従来の市場区分等とは別に新たな市場区分等を設けることは、議決権種類株式であることを投資者にとつて理解しやすい方法で表示するという目的のためには有効な手段である。しかし、会社による開示、証券コード、フラグの設定

<sup>61</sup> 市場区分等は上場制度上の問題だが、TOPIXのあり方のような実務上の諸問題に密接に関連するため、ここで議論することにした。

<sup>62</sup> 従来の上場株式と別の区分とする場合には、議決権種類株式はTOPIXの対象からは必ず除外されることとなる一方、同一の区分とする場合であっても、現行制度上の優先株等のように、TOPIXの対象にならない場合もある。

【参考資料1】

などの他の手段によっても、議決権種類株式であることを投資者に分かりやすく伝えることは可能である。また、議決権種類株式の市場区分等を新たに設けるとすると、従来、企業の規模や流動性等を基準としていた市場区分の考え方を大きく変えてしまう。

これまで優先株式や外国株等、基本的商品性が共通するものについては、同一の市場区分としてきたという経緯も考えると、議決権種類株式であることとの表示は市場区分以外の方法で図ることとし、議決権種類株式に関する市場区分については、新たに設けないこととしても問題ないように思われる。

3 TOPIX

(1) 問題の所在

TOPIXは、東証が算出する指数で、現在に至るまで、東証の市場第一部銘柄である内国普通株式を対象として計算してきており<sup>63</sup>、その算出方法については、東証が利用者の意見等を踏まえて定めている。

議決権種類株式をTOPIXの対象にすることは、市場参加者の間でも多様な意見がある。

投資者の意見としては、例えば、TOPIXをベンチマークとしてパッシブに運用する機関投資家には、議決権種類株式がTOPIXの対象とされて運用対象に加えられ、ことに否定的な意見がある。ただし、パッシブ運用の投資者の中にも、議決権種類株式に特段否定的ではなく、もし商品の魅力があれば是非投資対象にしたいという意見や、逆にTOPIXに採用されないことにより投資対象にできないことを懸念する意見もある<sup>64</sup>。また、アクティブ運用を行う投資者の立場からは、商品の魅力があれば投資対象としたいが、投資対象とする銘柄の十分な流動性の確保の観点から、TOPIXへの採用を期待する意見もある。

他方、議決権種類株式の利用者である会社や、取引参加者である証券会社の立場から、高い流動性を確保し商品及び市場の発展を促す観点から、TOPIXへの採用を強く求める意見が寄せられている。

議決権種類株式が、日本における主要なインデックスであるTOPIXに採用されるか否かは、議決権種類株式の流動性については商品性に大きな影響のある問題であるため、当実務者懇談会としては、主に、議決権種類株式の利用価値を高める観点から、いくつ問題提起を行うこととした。

<sup>63</sup> 算出要領については、<http://www.tse.or.jp/market/topix/float/yorvo.pdf>

<sup>64</sup> 議決権種類株式を発行していないTOPIX採用の上場会社が、無償割当の方法により無議決権株式を発行するような場合、当該無議決権株式は、TOPIXに採用されなければ、TOPIXをベンチマークとする投資者から売られてしまい、無償割当の前後で変化しないはずの株式価値が大きく下落してしまうという指摘もある。

【参考資料1】

(2) 日本及び諸外国の指数採用の状況

TOPIXは、東証の市場第一部に上場する内国普通株式全銘柄を対象とした指数であると考えられており、新株予約権証券及び優先株等については算出の対象としない取扱いとなっている。

日経平均株価は、算出対象とする225銘柄の選定については東証の市場第一部上場銘柄から流動性・業種セクターのバランスを考慮してなされるものとされているが、議決権種類株式の取扱いは明らかではない。

なお、拒否権付種類株式を発行している国際石油開発帝石ホールディングスの上場株式は、TOPIXと日経平均株価の双方について、組入れの対象とされている。

海外における複数議決権株式又は無議決権株式を導入している上場会社の指数への採用状況をみると、TOPIX同様、証券取引所が算出する指数であるNYSE総合指数<sup>65</sup>及びNASDAQ総合指数<sup>66</sup>では、多議決権株式と少議決権株式を両方上場している場合に、その両方を採用している。他方、S&P500指数や、ドイツの主要30企業で構成されるドイツDax指数では、複数種類を上場している場合には、流動性の高い方を採用することとなっている。このように、海外における議決権種類株式の指数採用の状況は多様である。

(3) 議決権種類株式の上場の観点から見た指数算出基準

TOPIXの経済・統計指標、ベンチマーク及び投資対象としての継続性の観点からは、指数算出基準の継続性は非常に重要である。他方で、浮動株比率をTOPIXに反映したように、環境変化等に対応して、適宜見直しの検討を

<sup>65</sup> 「NYSE総合指数は、NYSEに上場している全ての「普通株式」のパフォーマンスを示すよう設計されており、その対象には、ADR、REIT、トラッキングストックを含む。」(<http://www.nyse.com/markinfo/indexes/nyv.shtml>)とされている。ただし、ここでいう普通株式は、日本で一般的に言われている普通株式と異なり、無議決権株式等を含む概念であり、NYSEの用語集によれば、「普通株式の株主は、より大きなリスクを負担するが、より大きな支配権を有するのが通常であり、配当や資本増価によって、より大きな利益を得ることができる。」とされている。また、「優先株 (Preferred Stock) は対象とされていないものの、その定義は、「会社の利益に関わらず、一定の配当の支払いを普通株式に優先して受ける株式をいう。優先株には議決権がなく、もし会社の利益が著しく増え、普通株式がより多くの配当を手にならなくなったとしても、優先株は同額の配当額しか受け取ることができない。」とされている。この定義によれば、非参加型の優先株式のみが対象から排除されることになる。

<sup>66</sup> NASDAQ総合指数は、NASDAQ市場に上場する全ての国内・国外の普通型株式 (common type stocks) を対象としている。  
(<http://dynamic.nasdaq.com/services/indexes/default.aspx?page=indexInfo&index=IXI>)

## 【参考資料1】

行うことも必要と考えられる。  
議決権種類株式の発行・上場の事例は、優先株等を除けば従来なかったが、今後は、上場制度の整備によってこのような事例が増えることも予想される。このような環境の変化に対応して指数算出基準のあり方を見直すことはあつてよいと考えられる。

TOPIXは、市場第一部に上場する国内「普通株式」を対象にする指数だが、ここでいう「普通株式」の意味するところは明らかではなく、また議決権種類株式の発行・上場事例はないため、事例の蓄積もない。そこで、TOPIXの指数算出基準の明確化のために、まず「普通株式」の意味するところを明らかにすべきであるとの意見が呈された。この場合、拒否権付種類株式の発行会社の上場「普通株式」がTOPIXに採用されていることや、優先株式が採用されていないことと整合的な取扱いとなることが望ましい。また、なるべく予見可能性の高い基準であることが望ましい。

ちなみに、「普通株式」という用語は、会社法には存在しない。会社が会社法第107条や第108条に基づく定款の定めを何も置かないような場合に、会社法がその内容を自動的に定めてくれるものを「普通株式」とするという考え方はあるが<sup>67</sup>、会社法第108条第1項において、同項に列挙された事項について株式の内容が異なる場合には、「種類」であるという整理がされているため、内容の異なる株式について定款の定めを置くこと、その時点で、当該会社の発行するすべての株式はいわば「種類株式」となり、そのいずれかが「普通株式」とあるという区別はされていない<sup>68</sup>。例えば、拒否権付種類株式と、何も定めのない株式の2種類がある場合には、何も定めのない株式は、拒否権付種類株式によってその権限が制限されたものとなるように、株式の内容は相対的に定まるものであるため、どちらを「普通株式」と呼ぶべきかは必然的に定まるのではない。

このような整理によれば、拒否権付種類株式や優先株式などを発行している会社の上場株式はすべて「普通株式」にはあたらないとも考えられ<sup>69</sup>、必ずしも現行の実務が首尾一貫しているとは言いえないとの指摘もある。このような指摘に加えて、議決権種類株式のTOPIXへの組み入れについて何らかの対応を要する声が多いことを考えると、当実務者懇談会は、議決権種類株式の利用価値を高める観点から、東証において議決権種類株式のTOPIXへの組み入れに向けた対応を行うべきと考えられる。

<sup>67</sup> 神田秀樹『会社法（第9版）』（弘文堂・2007）68頁。

<sup>68</sup> 相澤哲ほか編著『論点解説 新・会社法 千問の道標』（商事法務・2006）54頁。

<sup>69</sup> この整理によれば、拒否権付種類株式を発行している国際石油開発帝石ホールディングスの上場株式も、非上場の優先株式を発行している会社の上場株式も、TOPIXの対象になりえないこととなる。

## 【参考資料1】

このほか、一つの会社について上場株式が複数あるときに、そのすべてをTOPIXに採用することの是非という問題もある。仮に一つの銘柄を選ぶ場合にはその基準が問題になるが、例えば、株式時価総額等の流動性の大きさや、占めている議決権の大きさを基準とすることが考えられる。前者の場合は、少議決権株式又は無議決権株式の単独銘柄の上場であれば当該上場銘柄が、複数銘柄の同時上場であればより株式時価総額の大きいほうが、指数の算出対象とされる。また、後者の場合、少議決権株式又は無議決権株式の単独銘柄の上場であれば、当該銘柄はTOPIXの算出対象とならず、複数銘柄の双方上場であれば、議決権の多い方又は議決権を有する方の株式が、指数の算出対象となる。しかし、これについては、TOPIXが上場会社全体の株主価値に関する指標であることを踏まえると、TOPIXに採用する銘柄を一つにつき一つに限る必要は特にないのではないかと考えられる。

## 4 証券コード

証券コードは、証券コード協議会が管理している<sup>70</sup>。証券のコードについては、「普通株式」<sup>71</sup>は固有コード4桁のみで表示し、それ以外については、予備コード1桁を最後に加えることとしている。具体的には、新株式の場合は1、第二新株式の場合は2、優先株式の場合は5、新株予約権証券の場合は9を加えることになっている。その他の種類株式については、残りの番号（3、4、6、7、8）の中から、上場順に、若い番号を付けていくことになっている。

新規公開会社による単独銘柄の上場の場合、このルールから直接結論を導き出すことはできないが、議決権種類株式であることを投資者に十分に理解してもらおう観点からは、予備コードを利用することが望ましい。既上場会社が議決権のより少ない株式又は無議決権株式を上場する場合には、このルールを前提とすると予備コードを利用することになる。新規公開時に複数銘柄が同時に上場する場合は、既上場会社による議決権のより少ない株式の上場との平仄の観点から、議決権の多い方を「普通株式」と同じとし、少ない方で予備コードを利用するのがよいと思われる<sup>72</sup>。

他方、議決権種類株式については「普通株式」とは別の固有固有コードを割り当てることとすべきとの意見もあった。機関投資家の中には予備コードにシス

<sup>70</sup> 「株式及び公社債銘柄コードの設定、変更及び削除に関する取扱い要領」参照。

(<http://www.fise.or.jp/fisc/codes/codelist.pdf>)

<sup>71</sup> 普通株式の意義については、(3)と同様の問題があるが、ここでは触れない。

<sup>72</sup> 上場会社が複数の銘柄を上場している場合のTOPIXの取扱いとの関係では、仮にそのうち一つの銘柄をTOPIXの対象とする場合であっても、固有固有コード4桁のみを割り当てられた銘柄が当然にTOPIXの対象となるべきとまではいえない。

【参考資料1】

テム上対応しないところもあること<sup>73</sup>、議決権種類株式であることを投資者に十分に理解してもらいたうためには予備コードが必須とまではいえないことなどがその理由である。ただし、これについては、利用できる証券コードの数の不足や証券コードが1社につき複数あることによる投資者らの混乱が懸念される。

なお、これらの証券コードの取扱いについては、システム上の対応の必要性についても、検討が必要である。

以上を踏まえたくらうで、議決権種類株式の実現に向け、証券コード協議会との間で更に協議・検討をすすめていくことが望ましい。

5 その他の諸問題

(1) 売買単位

東証では、国内株式の売買単位は、上場会社が単元株式数を定めているときは当該単元株式数とし、定めていないときは1株としている<sup>74</sup>。そのため、例えば会社が100株単元と1000株単元の2種類の株式を発行して、上場するような場合は、前者の売買単位は100株、後者の売買単位は1000株となる。

売買単位については、投資者にとつての分かりやすさの観点から、1種類のみの上場の場合（すなわち新規公開の場合）は、原則として、100株単位を採用するのが望ましい。単元の異なる複数の株式が同時に上場する場合は、単元がそのまま売買単位になるため、売買単位の大きさや分かりやすさについても考慮する必要がある。例えば、A種株式の議決権がB種株式の3倍であるような場合のA種・B種の同時上場のような手法は、投資者にとつてわかりにくいと思われる。また、100株単元と1000株単元の株式の同時上場のような場合については、1000株単元株式の投資単位が非常に大きくなる可能性があることについても考慮が必要である。

したがって、複数議決権方式の同時上場（類型II及びIII）を解禁する場合は、この点に関して慎重に検討する必要があると思われる。

(2) 3種類以上の種類株式の発行

理屈のうえでは、一つの会社が、議決権種類株式を3種類以上発行・上場することも考えられる。3種類以上の議決権種類株式の発行により、2種類だけの場合よりも多様な設計が可能になると考えられ、会社にとつては利便性が高まると思われるが、他方で、投資者にとつては、複雑で分かりにくい設計とな

<sup>73</sup> 一部の機関投資家が議決権種類株式のTOPIX採用に消極的な理由として、予備コードへの対応が困難であることを挙げる指摘もあった。

<sup>74</sup> 業務規程第15条。

【参考資料1】

る。更に、3種類以上の同時上場ということになれば、証券コードの不足の可能性に加えて、投資者が一層混乱することも懸念される。そのため、3種類以上の種類株式の発行は、即座に否定されるものではないが、会社は、その必要性をあらかじめ慎重に検討することが望ましい。

V 今後の検討事項

以上、当実務者懇談会では、新規公開会社による議決権種類株式及び既公開会社による既公開の株式より議決権の少ない株式についての議決権の多い株式の方を整理したが、既公開会社による既公開株式より議決権の多い株式の上場要件については、検討の対象とはしていない。しかしながら、本報告書に基づいて無議決権付株式の単独上場が解禁された場合、現行の上場規則<sup>75</sup>に基づくと、その後議決権付株式を上場することができないのではないかとといった問題も生じてくるほか、現在では上場廃止要件とされている上場株式より議決権の多い株式の発行についても会社の財務状況が著しく悪化した場合などの一定の状況においては認めてもよいのではないかとといった問題意識もありうる。これらの問題については、新規公開会社による議決権種類株式の上場要件及び既公開会社による上場株式より議決権の少ない株式の上場要件よりも、既存の一般株主の保護の観点から、慎重な考慮が必要であることから本報告書の対象とはしていないが、更に議論・検討を継続することが望ましい。

<sup>75</sup> 施行規則第601条第12項第1号e。

## 【参考資料1】

## 審議経過

- 第1回(平成19年7月6日)  
懇談会の設置の経緯について  
今後の進め方について
- 第2回(平成19年7月26日)  
種類株式に関する学説の状況について  
機関投資家へのヒアリング
- 第3回(平成19年8月28日)  
議決権制限プランについて
- 第4回(平成19年9月18日)  
実務上の諸問題について  
「新規公開時」の意義について
- 第5回(平成19年10月24日)  
「新規公開時」の意義について(続き)  
種類株式の上場要件について
- 第6回(平成19年11月7日)  
種類株式の上場要件について(続き)
- 第7回(平成19年12月5日)  
実務上の諸問題について  
報告書のとりまとめについて
- 第8回(平成19年12月18日)  
報告書のとりまとめについて(続き)

## 【参考資料1】

## 委員名簿

- |             |        |                                                |
|-------------|--------|------------------------------------------------|
| 座長          | 黒沼悦郎   | 早稲田大学大学院法務研究科 教授                               |
| メンバー        | 安部利則   | 日興シテインググループ証券 エクイティ・キャピタル・マーケティング部 パイオス プレジデント |
| "           | 瓜生真久   | 大和証券SMBC キャピタル・ソリューション部 部長(平成19年10月より)         |
| "           | 貝原達男   | 野村証券 公開業務開発部次長                                 |
| "           | 佐久間絵一郎 | 新日本製鐵 総務部法規担当部長                                |
| "           | 佐山展生   | GCA 代表取締役パートナー<br>一橋大学大学院国際企業戦略研究科教授           |
| "           | 菅井博之   | 住友商事 財務部資本市場チーム長                               |
| "           | 武井一浩   | 弁護士 西村あさひ法律事務所                                 |
| "           | 戸嶋浩二   | 弁護士 森・濱田松本法律事務所(平成19年9月より)                     |
| "           | 野村修也   | 中央大学法科大学院 教授                                   |
| "           | 東野稔    | 大和証券SMBC キャピタル・ソリューション部 部長(平成19年9月まで)          |
| "           | 松尾健一   | 同志社大学 専任講師                                     |
| "           | 松岡直美   | ゴールドマン・サックス証券 株式資本市場部長                         |
| 第2回ゲストスピーカー | 山本卓    | 企業年金連合会 年金運用部 株式グループリーダー<br>チーフ・フアンドマネージャー     |
| 第3回ゲストスピーカー | 葉玉匡美   | 弁護士 TMI 総合法律事務所                                |

(敬称略：五十音順)

IPOの活性化等に向けた上場制度の見直しについて

平成26年2月5日  
株式会社東京証券取引所

I 趣旨

政府では、昨年6月に閣議決定した「規制改革実施計画」及び「日本再興戦略」において、起業や新規ビジネスの創出を促すためにリスクマネーの供給の促進に取り組む方針を掲げており、金融審議会「新規・成長企業へのリスクマネーの供給のあり方等に関するワーキング・グループ」では、IPO活性化策を含めその具体的な施策が検討され、昨年12月に報告書が取りまとめられました(注)。その検討を踏まえ、当取引所におけるIPO活性化策として、新規上場時の株主数基準の引下げを行うこととします。

また、議決権種類株式の上場制度について、我が国においても利用ニーズが顕在化しつつある中で、今後の健全な利用を図るため、上場審査の観点を明確化するなど所要の制度整備を行います。

(注) 金融庁ホームページ ([http://www.fsa.go.jp/singi/singi\\_kinyu/base.html](http://www.fsa.go.jp/singi/singi_kinyu/base.html)) を参照。

II 概要

| 項目                       | 内容                                                                         | 備考                                                                                                                                                                 |
|--------------------------|----------------------------------------------------------------------------|--------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| 1. 新規上場時の株主数基準の引下げ       | ・マザーズ、JASDAQスタンダード及びJASDAQグロースの新規上場時の株主数基準は200人以上となる見込みがあれば足りるものとします。      | ・現在は300人以上となる見込みであることを求めています。<br>・廃止基準(150人)については現行どおりとします。                                                                                                        |
| 2. 議決権種類株式に係る上場審査の観点の明確化 | ・議決権種類株式の利用の必要性及び当該必要性に照らしたスキームの相当性について、上場審査にお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ます。 | ・既存の審査項目のうち、①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のスキーム解消条項(サンセット条項又はブレイクスルー条項)及び②譲渡等が行われるときの転換条項については、今後は相当性に関する審査項目としてその内容を評価します。<br>・少数株主保護のための方策などその他の審査項目については現行どおりとします。 |
| 3. その他                   | ・その他所要の改正を行うものとします。                                                        |                                                                                                                                                                    |

III 実施時期(予定)

- ・平成26年3月を目途に実施します。

以上



日本取引所金融商品取引法研究 第17号 2020年10月

ISSN 2188-2150

---



株式会社日本取引所グループ

<https://www.jpx.co.jp/>

〒103-8224 東京都中央区日本橋兜町2番1号

本冊子の内容につきましては、ホームページ

(<https://www.jpx.co.jp/corporate/research-study/research-group/01.html>)

でもご覧になれます。

本出版物は著作権法によって保護されており、株式会社日本取引所グループに無断で転用、複製又は販売を行うことは固く禁じます。

---

※ 本冊子における報告者及び出席者の肩書は、特に断りのない限り、各研究会当時のものです。