

III 上場審査の内容（有価証券上場規程第 207 条関係）

上場審査は、形式要件(有価証券上場規程第 205 条)に適合する申請会社の企業グループ(注)を対象として、有価証券上場規程第 207 条（以下「実質審査基準」といいます。）に掲げる事項に基づいて行います。

(注) 申請会社並びにその子会社及び関連会社をいいます。

実質審査基準は、上場会社として必要とされる 5 つの適格要件で構成されており、各々の適格要件に適合するか否かを判断する具体的な基準は「上場審査等に関するガイドライン」(以下「ガイドライン」といいます。)において定めています。

実際の審査においては、申請会社が東証に提出する「新規上場申請のための有価証券報告書(「I の部」及び「II の部」)」に記載された内容を主な審査対象項目として、申請会社へのヒアリング等を通じて基準への適合状況を確認することとなります。

なお、申請会社の企業グループが当該基準に適合していると判断される場合であっても、上場会社としてより望ましい姿となるよう改善を要請する場合があります。

以下で実質審査基準の内容と上場審査のポイントについて解説します。

…実質審査基準一覧表…

有価証券上場規程第 207 条	上場審査等に関するガイドラインⅡ 2. ～6. (要約)
<p>1. 企業の継続性及び収益性</p> <p>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</p>	<p>(1) 事業計画が、そのビジネスモデル、事業環境、リスク要因等を踏まえて、適切に策定されていると認められること</p> <p>(2) 今後において安定的に利益を計上することができる合理的な見込みがあること</p> <p>(3) 経営活動が、安定かつ継続的に遂行することができる状況にあること</p>
<p>2. 企業経営の健全性</p> <p>事業を公正かつ忠実に遂行していること</p>	<p>(1) 関連当事者その他の特定の者との間で、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こと</p> <p>(2) 役員の相互の親族関係、その構成、勤務実態又は他の会社等の役員等との兼職の状況が、公正、忠実かつ十分な業務の執行又は有効な監査の実施を損なう状況でないこと</p> <p>(3) (申請会社が親会社等を有している場合) 親会社等からの独立性を有する状況にあること</p>
<p>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</p> <p>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</p>	<p>(1) 役員の適正な職務の執行を確保するための体制が、適切に整備、運用されている状況にあること</p> <p>(2) 内部管理体制が適切に整備、運用されている状況にあること</p> <p>(3) 経営活動の安定かつ継続的な遂行及び適切な内部管理体制の維持のために必要な人員が確保されている状況にあること</p> <p>(4) 実態に即した会計処理基準を採用し、必要な会計組織が、適切に整備、運用されている状況にあること</p> <p>(5) 法令遵守の体制が適切に整備、運用され、重大な法令違反となるおそれのある行為を行っていない状況にあること</p>
<p>4. 企業内容等の開示の適正性</p> <p>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</p>	<p>(1) 経営に重大な影響を与える事実等の会社情報を管理し、当該会社情報を適時、適切に開示することができる状況にあること及び内部者取引等の未然防止体制が適切に整備、運用されていること</p> <p>(2) 企業内容の開示に係る書類が法令等に準じて作成されており、かつ、投資者の投資判断に重要な影響を及ぼす可能性のある事項や、主要な事業活動の前提となる事項について適切に記載されていること</p> <p>(3) 関連当事者その他の特定の者との間の取引行為又は株式の所有割合の調整等により、企業グループの実態の開示</p>

	<p>を歪めていないこと</p>
<p>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</p>	<p>(4) (申請会社が親会社等を有している場合) 当該親会社等に関する事実等の会社情報を、投資者に対して適時、適切に開示できる状況にあること</p> <p>(1) 株主の権利内容及びその行使の状況が公益又は投資者保護の観点で適当と認められること</p> <p>(2) 経営活動や業績に重大な影響を与える係争又は紛争等を抱えていないこと</p> <p>(3) 反社会的勢力による経営活動への関与を防止するための社内体制を整備し、当該関与の防止に努めていること及びその実態が公益又は投資者保護の観点から適当と認められること</p> <p>(4) 新規上場申請に係る内国株券等が、無議決権株式(当該内国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である場合は、ガイドラインⅡ 6 (4)に掲げる項目のいずれにも適合すること</p> <p>(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、ガイドラインⅡ 6 (5)に掲げる項目のいずれにも適合すること</p> <p>(6) 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</p>

1 企業の継続性及び収益性 (規程第 207 条第 1 項第 1 号)

(1) 新規上場申請者の企業グループの事業計画が、そのビジネスモデル、事業環境、リスク要因等を踏まえて、適切に策定されていると認められること。

(ガイドラインⅡ 2. (1))

基準の内容・審査のポイント

この基準に基づく審査では、提出された新規上場申請者の事業計画が適切な方法、プロセスで作成されているかどうかの確認を行います。

実際の審査においては、まず、申請会社のビジネスモデルの特徴(強み・弱み)や収益構造について、過年度の業績の変動要因等も踏まえて把握した上で、今後の事業展開に際して考慮すべき様々な要素(業界環境や競合他社の状況、対象とする市場規模や市況、製商品・サービスの需要動向、原材料市場等の動向、主要な取引先の状況、法的規制の状況)が事業計画に齟齬なく反映されているかどうかを中心に確認します。この際、利益計画、販売計画、仕入・生産計画、設備投資計画、人員計画、資金計画などの各計画が整合的であるかどうかについても確認します。

また、当該事業計画が、一部の経営者や特定の部署の独断的な立案による社内の努力目標的な計画でなく、申請会社内の組織的な手続きを踏んだ合理的な計画であるかといった観点での確認も行います。

(2) 新規上場申請者の企業グループが今後において安定的に利益を計上することができる合理的な見込みがあること。

(ガイドラインⅡ 2. (2))

基準の内容・審査のポイント

この基準に基づく審査では、企業グループの事業計画等を踏まえ、上場後一定の期間において安定的に利益が計上できる合理的な見込みがあるかどうかを確認します。

ここでいう「上場後一定の期間」とは、原則、申請事業年度を含む2期間としますが、3期目以降に企業グループの業績に多大な影響を与え得る事象(例えば、法規制の改正予定や大規模な設備投資計画等)が想定される場合には、当該事象も踏まえて判断することとなります。

また、この基準においては、新規上場申請者の本業における収益性を確認するという考えから、確認対象とする「利益」は原則として経常利益とします。

「安定的に利益を計上することができる合理的な見込みがあるか否か」の判断においては、以下のイ、ロに掲げるとおり新規上場申請者の企業グループにおける業績推移などに応じた確認を行うこととしています。

イ 業績が安定的又は増益基調で推移している場合

新規上場申請者の企業グループにおける業績が安定的もしくは増益基調で推移している場合は、事業計画が適切に策定されているかどうかの観点(ガイドラインⅡ 2.(1))以外の確認は原則として行いません。

ただし、新規上場申請者の企業グループにおける利益の額が小さい場合は、上場後の継続的な利益計上の根拠を確認します。具体的には、例えば企業グループの損益分岐点の所在や当該分岐点を上回ることができる根拠、企業グループ全体の費用を上回る利益を継続的に計上しているセグメントの安定性などを確認することとなります。

ロ 業績が減益基調で推移している場合

新規上場申請者の企業グループにおける業績が減益基調で推移している場合は、上場後の継続的な利益計上の根拠を確認します。具体的には、例えば企業グループの損益分岐点の所在や当該分岐点を上回ることができる根拠、企業グループ全体の費用を上回る利益を継続的に計上しているセグメントの安定性などを確認することとなります。

なお、利益の額が小さい場合には、上場後に経常赤字を計上する可能性が相対的に高いと考えられるため、上場後の継続的な利益計上の根拠をより精緻に確認していくこととなります。この確認が困難な場合、申請期の業績進捗実績等により業績の底打ちを確認することが必要となる場合もあります。

特殊な事情等により損益が変動している場合には、当該事情等を勘案した上で判断することになります。

(3) 新規上場申請者の企業グループの経営活動(事業活動並びに投資活動及び財務活動をいう。以下同じ。)が、次の a から d までに掲げる事項その他の事項から、安定かつ継続的に遂行することができる状況にあると認められること。

a 新規上場申請者の企業グループの事業活動が、次の (a) 及び (b) に掲げる状況にあること。

(a) 仕入れ、生産、販売の状況、取引先との取引実績並びに製商品・サービスの特徴及び需要動向その他の事業の遂行に関する状況(企業グループの構造に関する観点を除く。)に照らして、安定かつ継続的に遂行することができる状況にあること。

(b) 企業グループの構造が、継続的な事業活動の遂行を著しく妨げるものでないこと。

(ガイドラインⅡ 2.(3))

(注) 例えば、外資規制の適用を受ける中国企業が海外上場する場合にみられる形態などの特殊な構造が、申請会社とその企業グループに属する中国企業との間に存在する場合には、(b)の観点で確認を行います。

基準の内容・審査のポイント

前述の（１）及び（２）の基準が、主に損益及び収支という数値の見通しを審査する基準であるのに対し、この（３）の基準に基づく審査では、申請会社の企業グループの経営活動が、上場後も安定的に行われるかどうかを実態面から確認します。なお、子会社等の状況については、申請会社の企業グループに及ぼす影響の重要性を考慮して検討を行います。

これをどのように確認するか、そのポイントを次に概説します。

ここでは、まず、申請会社の企業グループの仕入れ、生産、販売（ここでは、製造業である場合を例にしたものであり、業種、業態が異なれば、それに応じて審査対象項目も変わることになります。）といった事業活動の内容を確認します。

仕入れについては、仕入品目ごとに必要とする質・量を必要な時期に安定的に確保することができるかどうかという点がポイントとなります。

生産については、継続的な販売活動に支障を来さないような量を、販売先の信頼を損なわれないような質をもって生産できる体制となっているかどうかを確認することとなります。この際に外注生産を利用する場合には、当然のことながら、優良な外注先が確保されているかどうかも審査の対象となってきます。

販売については、主要な販売先との関係が良好であるかどうか、主要な販売先に経営不振の会社がないかどうか、といった点がポイントとなります。例えば、主要な販売先との関係が悪化しているような場合には、当該販売先との取引が縮小、あるいは解消された場合の申請会社の企業グループに対する影響はどのようなものか、また、そうした影響による損失を補う手立てはあるのかどうか、といった点をさらに確認し、上場後も事業活動を継続していくうえで大きな支障となるものがないのかどうかという観点から検討することとなります。

仕入れ、生産、販売についてそれぞれ個々に活動を行うことなく、事業全体として連携が図られながら進められているかどうかという点も重要と考えられます。

また、当該項目の審査にあたっては申請会社の企業グループの属する業界の状況とその業界内での競争力についても重要なポイントとなります。

ここでは、業界環境、製商品の市場性が凋落の傾向にないかどうか、その中で申請会社の企業グループの製商品が安定的に需要を確保していく特性を有しているかどうかといった点がポイントとなります。仮に業界としての市場規模が拡大傾向にある場合でも、製商品の市場占有率が低下傾向にあるとすると、その要因は何か、今後の見通しはどうか、また、そうした状況に対する具体的な対応策を有しているかどうかといった点を確認していくこととなります。

その他、以下のような点もポイントといえます。

●事業所の展開方針とその状況等について

多店舗展開を行っている場合、出店方針の確立、出店基準の設定などにより、継続的に出店

していくことが可能か。

● 経営上の重要な契約等の状況について

フランチャイズ契約、ロイヤリティー契約などの事業経営上、重要な契約が存在しているか、そうした契約が上場後も継続して締結される見込みがあるか。

● 係争事件、訴訟事件、法令違反等について

訴訟等により、製商品等の信頼性を損なうようなことがないかどうか、また、事業活動を制約するような影響を及ぼすものがないかどうか。

● 危機管理について

事故や災害が発生した場合の事業継続及び復旧に関して適切な対策、対応を整えているか。

- b 新規上場申請者の企業グループの設備投資及び事業投資等の投資活動が、投資状況の推移及び今後の見通し等の状況に照らして、経営活動の継続性に支障を来す状況にないこと。
- c 新規上場申請者の企業グループの資金調達等の財務活動が、財務状況の推移及び今後の見通し等に照らして、経営活動の継続性に支障を来す状況にないこと。

(ガイドラインⅡ 2. (3))

基準の内容・審査のポイント

企業グループの経営活動の継続性の審査にあたっては、事業活動の継続性を支える投資活動の状況及び財務活動の状況も確認のポイントとなります。

投資活動については、事業活動における競争力の維持、将来の事業拡大などに対応するために必要となる設備投資、研究開発投資などの投資計画を適切に立案しているか、また新規の事業投資を行う場合、収支計画及び投資回収計画など必要十分な検討を行っているか、といった点を確認していくことになります。

財務活動の面からは、申請会社の企業グループの財務状況に照らして、事業の拡大及び投資計画の遂行にあたって必要となる資金調達の目途、見通しを確認していきます。

また、今後の設備投資等によって継続的に借入金の増加が見込まれる場合、業界の動向及び申請会社の取引銀行との関係、上場後の公募増資等の資金計画等を踏まえ、事業の継続に影響を及ぼす財務状況の著しい悪化が見込まれないかといった点を確認します。

なお、新規上場時に公募増資等を行う場合には、調達資金による具体的な投資計画の内容、その投資回収の見通しについても確認を行うことになります。

- d 新規上場申請者の企業グループの主要な事業活動の前提となる事項（主要な業務又は製商品に係る許可、認可、免許若しくは登録又は販売代理店契約若しくは生産委託契約をいう。以下同じ。）について、その継続に支障を来す要因が発生している状況が見られないこと。

(ガイドラインⅡ 2. (3))

基準の内容・審査のポイント

この基準に基づく審査では、申請会社の企業グループの主要な事業活動において、許認可等が必要とする場合、当該許認可等を継続して更新できる状況にあるか等について確認を行います。

ここでいう、「主要な事業活動の前提となる事項」とは、「主要な業務又は製商品に係る許可、認可、免許若しくは登録又は販売代理店契約若しくは生産委託契約」のことを指します。

企業グループの主要な事業活動が、行政等による許可、認可、免許、登録を必要とする業態である場合、或いは、特定の取引先との販売代理店契約又は生産委託契約に大きく依存する業態である場合には、それらが取り消されると事業活動が立ち行かなくなることが考えられます。

したがって、そのような観点から、当該許認可等が更新できなくなる要因が発生していないことを確認していくこととなります。

加えて、主要な事業活動の前提となる事項については、申請会社より、以下に掲げる事項を記載した書面をご提出いただき、その内容を確認していくこととなります。

- ・申請会社の企業グループの主要な事業活動の前提となる事項
- ・許認可等の有効期間その他の期限が法令、契約等により定められている場合には、当該期限
- ・免許等の取消し、解約その他の事由が法令、契約等により定められている場合には、当該事由
- ・申請会社の企業グループの主要な事業活動の前提となる事項について、その継続に支障を来す要因が発生していない旨及び当該要因が発生した場合に事業活動に重大な影響を及ぼす旨

なお、主要な事業活動の前提となる事項が存在しない場合は、その旨を記載していただくこととなります。

2 企業経営の健全性 (規程第 207 条第 1 項第 2 号)

この基準に基づく審査では、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ます。

企業経営の健全性に関して、具体的には次に掲げる基準に適合するかどうかを検討します。

- (1) 新規上場申請者の企業グループが、次の a 及び b に掲げる事項その他の事項から、その関連当事者 (注 1) その他の特定の者 (注 2) との間で、取引行為 (間接的な取引行為及び無償の役務の提供及び享受を含む。以下同じ。) (注 3) 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。
- a 新規上場申請者の企業グループとその関連当事者その他の特定の者との間に取引が発生している場合において、当該取引が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。
 - b 新規上場申請者の企業グループの関連当事者その他の特定の者が自己の利益を優先することにより、新規上場申請者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。

(ガイドラインⅡ 3. (1))

(注 1) 「関連当事者」とは、財務諸表等規則第 8 条第 17 項に掲げる「関連当事者」を指します。

(注 2) 「その他の特定の者」とは、関連当事者の範囲に含まれないものの、申請会社の企業グループと人的、資本的な関連を強く有すると考えられる者を指します (以下、「関連当事者」とあわせて「関連当事者等」という。)

(注 3) 「取引行為」とは、営業取引、資金取引、不動産等の賃借取引、産業財産権の使用に関する取引等を指します。なお、申請会社の企業グループが直接に取引行為を行っていても、間接的に取引行為を行っているようなもの、また、正当な対価がなく単にサービスとして業務を提供しているものなども含まれます。

基準の内容・審査のポイント

関連当事者等との取引は、申請会社の企業グループと特別な関係を有する相手との取引であるため、本来不要な取引を強要されたり取引条件が歪められたりする懸念があり、申請会社にとって注意する必要性が高い取引といえます。

一方で、上場準備を開始する以前から継続する取引で事業に必要な取引であって、代替の取引先を探すことが難しい場合や、他に有利な取引条件の取引先がない場合など、当該取引を上場後も引き続き継続することが合理的なケースも考えられます。そのような場合は、当該取引の事業上の必要性やその条件の妥当性などについて審査の中で確認することになります。

ここでのポイントは、取引条件が第三者との比較において妥当と認められる場合であっても、その取引行為の存在自体に合理性 (事業上の必要性) がない場合には、ここでいうところの利

益供与とみなすということです。

また、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で、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こととなります。

この基準に基づく審査の際に、利益供与とみなされる取引行為等であるかどうかの判断の一つのポイントは、例えば申請会社の経営者の方々が、個人としてではなく、申請会社の企業グループとしての利益を第一に考えたときに、その取引行為等を正当なものとして合理的に説明可能かという点です。

特に、いわゆるオーナー企業の場合、非上場の時代には所有と経営が一致した状態であるため、会社にとって必要な取引なのかオーナー個人にとって必要な取引なのかを意識しなくてもあまり問題となることはないかもしれませんが、多数の一般株主を有する上場会社となる以上は、会社資産とオーナー等の個人資産とを適切に峻別するとともに、取引行為等を行う際には一般株主を含めた株主の利益に適うものであることが求められます。

以上を踏まえ、申請会社において関連当事者等との取引が発生している場合には、当該取引を継続する合理性（事業上の必要性）があるのか、またその条件は妥当であるかについて、改めて組織的に検討していただくことが必要です。

また、関連当事者等との取引が生じていない場合や既存の取引に合理性や条件の妥当性が認められる場合でも、上場後に合理性のない取引や条件に妥当性のない取引が行われることがないように、申請会社が関連当事者等との取引に対する適切な認識（注意する必要性が高い取引であるという認識）を有しているか、適切に牽制する仕組みを有しているかどうかについて確認します。

なお、経営者が関与する取引（経営者自らが営業して獲得した案件・企画した案件や、例外的に経営者が決裁を行っている案件等）については、一般的に社内からの牽制が効きにくく、不正につながる懸念もあります。したがって、そうした取引に対しても組織的に検討が行われ牽制機能が発揮されるような適切な体制が整備されているかどうか、また実際に行われた取引が不適切なものでないかどうかについて確認します。

(2) 新規上場申請者の役員（取締役、会計参与（会計参与が法人であるときはその職務を行うべき社員を含む。以下同じ。）、監査役又は執行役（理事及び監事その他これらに準ずるものを含む。）。以下同じ。）の相互の親族関係、その構成、勤務実態又は他の会社等の役員等との兼職の状況が、当該新規上場申請者の役員としての公正、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。この場合において、新規上場申請者の取締役、会計参与又は執行役その他これらに準ずるものの配偶者並びに二親等内の血族及び姻族が監査役、監査委員その他これらに準ずるものに就任しているときは、有効な監査の実施を損なう状況にあるとみなすものとする。

(ガイドラインⅡ 3. (2))

この基準に基づく審査では、申請会社の役員の状況が、公正、忠実かつ十分な職務の執行又は有効な監査を損なう状況にないかどうかを確認します。具体的には申請会社の役員の構成に偏り（同族色が強いなど）があることにより、特定のグループへ有利な判断がなされるなど、申請会社の意思決定が歪められる可能性が高い場合、また、申請会社の役員が他の会社の役員等を兼務していることにより、申請会社の取締役会の開催、日常の業務執行等において機動的かつ適正な意思決定に支障が生じる可能性が高い場合にはこの基準に抵触することになります。

これをどのように確認するか、そのポイントを次に概説します。

はじめに、同族色の強い役員構成の場合においては、同族役員 of 申請会社における影響力が強いことが想定されるため、各同族役員の就任経緯及び管轄業務、当該一族との関連当事者等との取引の状況等を踏まえ、申請会社の利益よりも同族役員 of 利益を優先するような傾向にないかどうかを検討します。特に同族の役員が取締役の半数を占めるようなケースについては、取締役会の議事の決議に際して、同族取締役が及ぼす影響が大きいため、審査の進め方はより慎重なものとなります。

また、監査役又は監査委員については、その機能を考える場合に、同族関係を有する方の就任は避けていただくことが望ましいといえます。特に取締役、執行役又は会計参与（会計参与が法人である場合はその職務を行うべき社員）の配偶者、二親等内の血族及び姻族が監査役又は監査委員に就任している場合は、自己監査とみなし、形態をもって有効な監査の実施が損なわれる状況と判断することとなります。

次に、申請会社の役員が他の会社等の役職員等と兼職関係にある場合については、まず、取締役会への出席状況などから、当該役員がその求められる監督機能を十分発揮しているかどうかを確認するとともに、常勤役員については、その業務の執行の機動性が損なわれていないかどうかを確認します。

当該兼職先と申請会社が取引関係を有するような場合にあっては、その取引に対する適切な牽制を働かせることのできるガバナンス体制が構築できているか、取引条件の決定の手続きの状況などを踏まえ、申請会社が不利益を被るような決定となっていないか等を審査において確認し、適切な体制、運用が確認できれば、当該兼任について、認められるものと判断することもあります。

また、申請会社が親会社等を有している場合（いわゆる「子会社上場」に該当する場合）で、親会社等の役職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ります。

役員の構成や兼職の状況について検討される場合には、上場会社としてのコーポレート・ガバナンスの重要性を十分に認識されたうえで、経営効率の向上、企業倫理の確立、経営に対する有効なチェック機能の確保といった観点から適切に対応されるべきと考えられます。

また、申請会社の企業経営の健全性に関連して、まれに親会社等の役職員が申請会社へ出資しているケース、親会社等の役職員へ新株予約権を付与しているケースが見られます。申請会

社の事業運営に直接関わりのない親会社等の役職員による出資等は、経営責任の明確化やインセンティブ付与といった合理性・必然性に乏しいことから、審査においては慎重に対応することとしています。

○親会社等(注)を有している場合

(3) 新規上場申請者が親会社等を有している場合(上場後最初に終了する事業年度の末日までに親会社等を有しないこととなる見込みがある場合を除く。)には、次の a から c までに掲げる事項その他の事項から、新規上場申請者の企業グループの経営活動が当該親会社等からの独立性を有する状況にあると認められること。

(ガイドラインⅡ 3. (3))

基準の内容・審査のポイント

申請会社が「親会社等」を有している場合(いわゆる「子会社上場」に該当する場合)、親会社等と申請会社の少数株主と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。このため「子会社上場」の上場審査に当たっては、申請会社の少数株主の権利や利益が損なわれないことが求められる等の理由から、親会社等からの独立性確保の状況について、次の a ~ c の基準に適合しているかどうかを確認することとなります。

また、「子会社上場」は上場後も親会社等が申請会社株式の議決権の大きな割合を保有している点、親会社等の役員と申請会社の役職員との兼職が行われることが多い点などから、申請会社自身が独自の意思決定を行いづらい状況にあります。本来は、上場会社のガバナンス上、特定の親会社等が大きな影響力を持つのは望ましいものではなく、将来的には親会社等による出資比率を下げる、親会社等の役員と兼職をする役員を減らすなどの対応を図り、申請会社が独自の経営を行えるような形態に移行していくことが望ましいと考えられます。

なお、そもそも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価値の相当部分を占めるような子会社)の子会社上場は、金融商品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られることから、審査において慎重に対応することとしています。([【参考資料】通知文：親会社を有する会社の上場に対する取扱いについて]参照)

一方で、申請会社が他の金融商品取引所において既に上場している場合には、新規公開に伴う利得を二重に獲得しようとしているとは必ずしもいえず、上記の懸念は低いものと考えられます。なおこのような場合においても、他の金融商品取引所における新規上場時の状況について考慮するものとします。

また、親会社の業績変動や申請会社の成長により、親会社グループの企業価値に占める申請会社の割合が相当程度大きくなることも考えられます。このような場合には、一時的な業績の変動の状況のみをもって判断を行なうのではなく、過去の業績推移の状況や将来の収益見通し等を総合的に勘案した上で、判断をすることとなります。

(注)「親会社」とは、申請会社の財務諸表等規則第 8 条第 3 項に規定する親会社を示し、「親会社等」とは「親会社」、財務諸表等規則第 8 条第 17 項第 4 号に規定するその他の関係会社又はその親会社をいいます。ただし、上場前の公募又は売出し等により上場後最初に終了する事業年度の末日までに「親会社等」を有しないこととなる見込みのある場合

は除きます。

- a 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（新規上場申請者の企業グループを除く。以下同じ。）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。

(ガイドラインⅡ 3. (3))

基準の内容・審査のポイント

申請会社が親会社等の一事業部門を分社化して設立されている場合には、申請会社の事業活動が親会社等の事業活動の一部の機能を担うのみで、申請会社自らが事業活動上の意思決定を行わず、専ら親会社等の指示のみにより事業活動を行っていることも考えられます。

あるいは親会社等における関係会社管理の方針などの理由から、申請会社が事業活動を継続的かつ自由に遂行するうえで必要となる経営方針又は営業方針等の決定を独自に行い難い状況にあることも考えられます。

このような場合には、親会社等の裁量により、本来、申請会社の株主に還元されるべき利益が不当に侵害される可能性が高いこととなり、申請会社は単なる親会社等における「一事業部門」に過ぎないと考えられます。このような会社は独立した投資対象物件として投資者に提供するには望ましくないこととなります。

したがって、申請会社が親会社等における「一事業部門」であるか否かについては、例えば、次のような点を確認し、申請会社が独自に事業活動を行う機能を有しているか、親会社等から自由な事業活動や経営判断を阻害されておらず近い将来においても阻害されるおそれがないか判断することになります。

- ・申請会社の役員の親会社等の企業グループの役職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、既存顧客に対する拡販活動、等の営業活動を自らが行っているか

なお、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は、親会社等が申請会社の利益よりも、グループ全体の利益を優先させようとするために、その支配的立場を利用し、申請会社の事業活動を制限又は調整する可能性が想定されます。この場合には、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ないだけの独立性を有しているかどうか判断することになります。

また、申請会社が親会社等の「一事業部門」である懸念があり、親会社等の申請会社に対する出資比率も高い場合（連結子会社である場合など）においては、親会社等の出資比率の引き下げの方向性についての確認を踏まえて、判断することとなります。

＜親会社等に対して売上を計上している場合の考え方＞

親会社等に対して売上を計上している場合は、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ます。そこで、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ことになります。

例えば、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ります。

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ります。

また、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ります。

＜一部に一事業部門と判断される部分がある場合の考え方＞

申請会社の全事業の中に、一事業部門と判断される部分があったとしても、一事業部門でないと判断される部分（独立性のある部分）を有しており、当該部分に相応の収益力があり、かつ、当該部分に継続性又は成長性が充分に見込まれる場合は、その状況を勘案して総合的に判断することとなります。

＜不動産賃借取引等がある場合の考え方＞

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」か否かの判定を行うこととなります。

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も、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ますので、「一事業部門」か否かを慎重に確認することとなります。（注）

(注) 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、かつ当該 CMS が相当の資金規模を有しているなど、実質的に一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ります。したがってこのような CMS からの借入れについては、申請会社が外部金融機関からの資金調達能力が示されるなど、申請会社の独自の資金調達能力に疑念が認められない場合には、申請直前事業年度初日以降の借入れについても弾力的に取り扱うこととなります。

b 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。

(ガイドラインⅡ 3. (3))

基準の内容・審査のポイント

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ます。

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取引の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には、上場会社としての独立性が確保されているとはいえないと考えられます。

そこで、この基準では、親会社等との取引に関して通常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ます。

この「通常取引と同様の条件」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こととなります。例えば、営業取引については「他の一般取引先との取引条件」との比較を中心に検討を行いますし、資金取引で言えば「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」などについて確認することとなります。不動産の賃貸借取引については「近隣相場」との比較や必要に応じて「不動産鑑定評価」などを確認することとなります。ブランド使用料については「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こととなります。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こととなります。

- ｃ 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。

(ガイドラインⅡ 3. (3))

基準の内容・審査のポイント

この基準に基づく審査では、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します。

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します。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ものと考えられます。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出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ります。

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です。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と考えられますが、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認できれば、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ります。

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 (規程第 207 条第 1 項第 3 号)

(1) 新規上場申請者の企業グループの役員の適正な職務の執行を確保するための体制が、次の a 及び b に掲げる事項その他の事項から、適切に整備、運用されている状況にあると認められること。

- a 新規上場申請者の企業グループの役員の職務の執行に対する有効な牽制及び監査が実施できる機関設計及び役員構成であること。この場合における上場審査は、規程第 436 条の 2 から第 439 条までの規定に定める事項の遵守状況を勘案して行うものとする。
- b 新規上場申請者の企業グループにおいて、企業の継続及び効率的な経営の為に役員職務の執行に対する牽制及び監査が実施され、有効に機能していること。

(ガイドラインⅡ 4. (1))

基準の内容・審査のポイント

企業が株式を公開しパブリックカンパニーとなるにあたっては、収益力の確保及び維持、健全性の確保、適切なディスクロージャーの実施などを組織的に継続して行う必要があるため、適切なコーポレート・ガバナンスの仕組みが確立されていることが求められます。

この基準に基づく審査では、機関設計及び役員構成を中心に申請会社の企業グループが適切なコーポレート・ガバナンスの体制を構築し、また当該体制が有効に機能しているかどうかを確認します。具体的には、申請会社のコーポレート・ガバナンスに関する基本的な考え方を踏まえ、現在の体制を採用している経緯、役員構成に関する考え方を確認します。(注1)

(注1) 申請会社のコーポレート・ガバナンスの体制についての審査においては、「コーポレート・ガバナンスに関する報告書」(ドラフト)をご提出いただき、その記載内容についても確認します。当該報告書の記載要領については、東証ホームページ「新規上場申請会社提出書類ダウンロード」をご参照ください。

(<http://www.jpx.co.jp/equities/listing-on-tse/format/index.html>)

また、監査役会(又は監査委員会、監査等委員会)については、そのコーポレート・ガバナンスにおける重要性に鑑み、常勤監査役に対する面談などを通じて、日常の監査業務の内容とその取組状況を確認します。

なお、適切なコーポレート・ガバナンスの体制は企業の規模や置かれている環境等に応じた様々な形態があると考えられますが、一方で公開企業としてのコーポレート・ガバナンスの体制を構築するために整備することが望ましい機関等も考えられます。

有価証券上場規程の「企業行動規範」の項目では、上場会社として遵守すべき行動規範を定めていますが、申請会社も有価証券上場規程第 436 条の 2 から第 439 条に掲げられた機関の設置及び取組み等を行う必要があります(注2)(注3)(注4)(注5)。

また、「企業行動規範」では、上場会社として望まれる事項の中で、「上場内国株券の発行者は、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」（上場規程第 445 条の 4）と定めています。上場審査では独立役員の構成に関する方針（独立役員の人数、取締役・監査役の別等）を確認し、取締役である独立役員を確保していない場合には、確保の方針及びその取組状況等を確認するとともに、確認した取組状況のコーポレート・ガバナンスに関する報告書への記載を要請します。特に市場第一部への申請を行う場合や、関係の強い親会社等を有する場合、同族色の強い取締役構成の場合には、その確保に向けた具体的な計画を確認します。また、一部指定審査及び市場変更審査においても、同様の確認に加えて、前回（新規上場時）の審査において取締役である独立役員の確保の方針や取組状況を確認している場合には、その後の進捗状況も確認します。

その他、コーポレートガバナンス・コード（以下「コード」といいます。）に関して、「企業行動規範」の上場会社として望まれる事項として、「上場会社は、別添「コーポレートガバナンス・コード」の趣旨・精神を尊重してコーポレート・ガバナンスの充実に取り組むよう努めるものとする」（上場規程第 445 条の 3）と定めています。また、上場会社として遵守すべき事項として、上場会社に、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コーポレート・ガバナンスに関する報告書において説明することを義務付けています（上場規程第 436 条の 3）。上場審査では、コードに関して、上場申請時に提出されるコーポレート・ガバナンスに関する報告書（ドラフト）の記載状況（コードの各原則を実施しない理由の説明の記載有無、コードの各原則に基づく開示事項の記載有無）を確認します。

（注 2）規程第 436 条の 2 から第 439 条の内容は以下のとおりです。

第 436 条の 2 上場内国株券の発行者は、一般株主保護のため、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って、会社法施行規則（平成 18 年法務省令第 12 号）第 2 条第 3 項第 5 号に規定する社外役員に該当する者をいう。）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って、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をいう。）をいう。以下同じ。）を 1 名以上確保しなければならない。

第 436 条の 3 上場内国株券の発行者は、別添「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第 419 条に規定する報告書において説明するものとする。この場合において、「実施するか、実施しない場合にはその理由を説明する」ことが必要となる各原則の範囲については、次の各号に掲げる上場会社の区分に従い、当該各号に定めるところによる。

- (1) 本則市場の上場会社
基本原則・原則・補充原則
- (2) マザーズ及び JASDAQ の上場会社
基本原則

第 437 条 上場内国株券の発行者は、次の各号に掲げる機関を置くものとする。

- (1) 取締役会
- (2) 監査役会、監査等委員会又は指名委員会等（会社法第 2 条第 12 号に規定する指名委員会等をいう。）
- (3) 会計監査人

第 438 条 上場内国株券の発行者は、当該発行者の会計監査人を、有価証券報告書又は四半期報告書に記載される財務諸表等又は四半期財務諸表等の監査証明等を行う公認会計士等として選任するものとする。

第 439 条 上場内国会社は、当該上場内国会社の取締役、執行役又は理事の職務の執行が法令及び定款に適合することを確保するための体制その他上場内国会社の業務並びに当該上場内国会社及びその子会社から成る企業集団の業務の適正を確保するために必要な体制の整備（会社法第 362 条第 4 項第 6 号、同法第 399 条の 13 第 1 項第 1 号ハ若しくは同法第 416 条第 1 項第 1 号ホに規定する体制の整備又はこれらに相当する体制の整備をいう。）を決定するとともに、当該体制を適切に構築し運用するものとする。

(注 3) 規程第 436 条の 2 に規定される独立役員については、上場日までに確保し、東証に独立役員の確保状況を記載した「独立役員届出書」を提出する必要があります。なお、当該届出書は公衆縦覧に供されます（規則第 436 条の 2）。

(注 4) 規程第 436 条の 2 に規定される独立役員については、社外取締役又は社外監査役のうち、一般株主と利益相反の生じるおそれがない者である必要があります。以下の a から d までに掲げる独立性基準（上場管理等に関するガイドラインⅢ 5. (3) の 2) のいずれかに該当している場合には、独立役員として届け出ることができませんので、これらの要件等に関して懸念がある場合には、事前にご相談ください。

- a. 当該会社を主要な取引先とする者若しくはその業務執行者又は当該会社の主要な取引先若しくはその業務執行者
- b. 当該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、会計専門家又は法律専門家（当該財産を得ている者が法人、組合等の団体である場合は、当該団体に所属する者をいう。）
- c. 最近において次の (a) から (c) までのいずれかに該当していた者
 - (a) a 又は b に掲げる者
 - (b) 当該会社の親会社の業務執行者（業務執行者でない取締役を含み、社外監査役を独立役員として指定する場合にあっては、監査役を含む。）
 - (c) 当該会社の兄弟会社の業務執行者
- d. 次の (a) から (f) までのいずれかに掲げる者（重要でない者を除く。）の近親者
 - (a) a から前 c までに掲げる者
 - (b) 当該会社の会計参与（社外監査役を独立役員として指定する場合に限る。当該会計参与が法人である場合は、その職務を行うべき社員を含む。以下同じ。）

- (c) 当該会社の子会社の業務執行者（社外監査役を独立役員として指定する場合にあっては、業務執行者でない取締役又は会計参与を含む。）
- (d) 当該会社の親会社の業務執行者（業務執行者でない取締役を含み、社外監査役を独立役員として指定する場合にあっては、監査役を含む。）
- (e) 当該会社の兄弟会社の業務執行者
- (f) 最近において (b)、(c) 又は当該会社の業務執行者（社外監査役を独立役員として指定する場合にあっては、業務執行者でない取締役）に該当していた者

(注5) 「コーポレート・ガバナンスに関する報告書」においても独立役員についての記載が必要となります（規則第 211 条第 4 項第 5 号）。

(2) 新規上場申請者及びその企業グループが経営活動を有効に行うため、その内部管理体制が、次の a 及び b に掲げる事項その他の事項から、適切に整備、運用されている状況にあると認められること。

- a 新規上場申請者の企業グループの経営活動の効率性及び内部牽制機能を確保するに当たって必要な経営管理組織（社内諸規則を含む。以下同じ。）が、適切に整備、運用されている状況にあること。
- b 新規上場申請者の企業グループの内部監査体制が、適切に整備、運用されている状況にあること。

(ガイドラインⅡ 4. (2))

基準の内容・審査のポイント

この基準に基づく審査では、申請会社の企業グループが上場会社として経営活動を適切かつ継続的に行っていくために、十分な管理組織が整備、運用されているかどうか、効率的な経営活動を行う一方で事故、不正、誤謬等のある程度未然に防止し、不測の損失を防ぐなど適切な対応ができる状況にあるかどうかを確認します。

これをどのように確認するか、そのポイントを次に概説します。

この基準に基づく審査において重要な審査項目となるのは、経営管理組織・社内諸規則の整備、経理事務、予算統制、内部監査等の内部統制の運用状況についてです。

はじめに、経営管理組織、社内諸規則の整備の状況について、社内諸規則の内容、経営管理の具体的方策、管理状況が申請会社の企業グループの事業内容又は業容等に照らして適切なものであるかどうか、という観点から確認します。

具体的には、仕入れに関しては、仕入れコストの削減あるいは安定化が図れるような体制であるか、また、原材料等の資産が適正な水準となるような手続きがなされているか、販売に関しては、販売先の経営状況や販売先に対する売上債権を適切に管理できるか、製商品等の資産が適正な水準となるように管理できるかといった点について、組織及び規程面で整備されているかどうかのポイントとなります。また、不正や誤謬を防止することができるような内部牽制が機能する組織及び規程となっているかといった点についても審査のポイントとなります。

加えて、それらの運用状況について経理事務のフローチャート等を用いて確認します。仮に社内諸規則と実務に不整合があるような場合には、実務の方が適切なものであれば規則を実務に沿ったものとする必要があることとなり、逆に規則の定めた方法が適切なものである場合には、実務を規則に従った処理に改善することが必要となります。

また、予算統制の状況については、申請会社における連結又は個別の予算の策定が組織的、かつ合理的に行われているかどうかということを確認することとなります。

その確認に際しては、まず、各種の予算が申請会社の企業グループの事業実態に応じて、適切な期間、単位（年次、半期、四半期、月次等の別、事業の種類別セグメント、事業部門、又は取扱製商品ごとなど）で作成されているかどうかという点がポイントとなります。また、その予算が上場後において投資者に公表するに足る情報として質的にも有効なレベルのものとな

っているかどうかについて検討することとなります。

予算の管理状況については、申請会社における連結又は個別の予算と実績の差異に関する分析及びその手続きが適切に行われ、適時開示に支障が生じないような体制となっているか、申請会社の企業グループにおける経営判断の有効な材料となっているか、また、それが、その後の事業活動や予算作成に反映されているかどうかを検討することとなります。

さらに、これらの組織運営や社内規程の遵守状況についてチェックを行う内部監査の体制及び実施状況などについても確認することとなります。この際に留意すべきポイントは、内部監査が公正かつ独立の立場から実施可能な体制が構築できているか、ということです。内部監査の専門の組織を有する場合は、当該組織が特定の事業部門に属していないかを確認します。また、専門の組織を有せず、内部監査を担当する人員を定める場合は、当該担当者の属する部門に対する内部監査が、自己監査とならないよう手当されているか等を確認します。

一方で、内部監査業務をアウトソーシングする場合は、通常、公正・独立性は担保されると考えられますが、アウトソーサー任せにせず、社長等が内部監査の重要性を認識したうえで主体的に関与しているかどうかを確認します。例えば、計画・監査内容の策定や改善方法の決定等といった主要な業務を申請会社が行うことが考えられますが、ノウハウやリソースの関係からそれらを含めて包括的にアウトソースする場合には、実効性の高い内部監査が実施されるよう、会社の現状、業務内容、問題意識などを適切に伝えたりするなど主体的に関与することが必要となります。

（３）新規上場申請者の企業グループの経営活動の安定かつ継続的な遂行及び適切な内部管理体制の維持のために必要な人員が確保されている状況にあると認められること。

（ガイドラインⅡ 4.（３））

基準の内容・審査のポイント

この基準に基づく審査では、申請会社の企業グループが独自に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します。

これをどのように確認するか、そのポイントを次に概説します。

まず、最近の従業員の異動の状況（新規採用等による人員の補充の状況、退職の状況等）から、申請会社の企業グループの事業の運営に必要な人員の確保が図られてきたかどうかの確認を行います。この際に、自己都合を理由に従業員が大量に退職しているような状況にある場合には、その要因及び背景となる事情等も併せて確認し、今後の事業運営に支障を来すような事態となるかどうかを検討することとなります。

また、申請会社の企業グループが、有効な牽制機能を確保するために必要な人員を確保していることも重要な審査項目になります。複数の部署にまたがる横断的な役職の兼務、同一部門内の縦の役職の兼務等が行われている場合、当該兼務によって組織的な牽制体制が阻害されていないかの確認を行います。

例えば、以下のようなケースについては内部牽制上、職務遂行上の懸念があるため、認めら

れないと考えます。

- ・代表取締役社長等が特定部門の組織長を兼任しており、実質的にも必要な牽制が効いていないケース
- ・代表取締役社長等が複数の組織長を兼任していることで、本来の社長等としてすべき職務の遂行に支障を来しているケース

次に、申請会社の企業グループが、外部から出向者を受け入れているような場合には、出向者の受入理由等を確認するとともに、それが人事政策面等からの自主的な判断で行われているものかどうかをみることとなります。例えば、受入出向者の出向元の会社、例えば申請会社の親会社等や大口取引先、取引先金融機関などの任意の第三者が、申請会社の企業グループを自らの管理下に置くことを意図して、自らの判断のみにより出向者を派遣しているような場合については、その人数、ポストなどからみて独自の事業運営が行われているかどうかを慎重に検討することとなります。

なお、申請会社の企業グループにおける役職員の多くが出向者で占められている場合には、申請会社の企業グループの継続性の観点から、代替性が確保されているかどうかを中心に確認していくこととなります。

その他、以下のような点もポイントといえます。

●労働組合の状況について

労働組合との争議などにより、申請会社の企業グループとしての事業運営が著しく滞るような状況にないかどうか。

●人材教育制度について

申請会社の企業グループの業務に携わるうえで、特殊な資格や専門的な知識・技能等が必要な場合、そのための人材を育成する研修制度等が整っているかどうか。

(4) 新規上場申請者の企業グループがその実態に即した会計処理基準を採用し、かつ、必要な会計組織が、適切に整備、運用されている状況にあると認められること。

(ガイドラインⅡ 4. (4))

基準の内容・審査のポイント

この基準に基づく審査では、開示資料を適正に作成する前提ともなる日常の経理処理などの実務が適切に行われているかどうか、適切に経理処理等を行うために必要な会計組織が適切に整備されているかどうかを確認します。

これをどのように確認するか、そのポイントを次に概説します。

ここでの審査は、ひとつにはフローチャートを中心にして進めていくこととなります。

まず、申請会社の経理規程等に定められている会計基準や手続き等に基づいて実務が適切に処理されているかどうかを確認していきます。帳簿等のサンプルに基づいて確認を行っていく

中で規程と実務が異なる場合には、申請会社に出向いて、さらに同様の確認を行うとともに、申請会社の会計監査人の見解も参考にしながら審査を進めることになります。

また、会計処理基準が申請会社の実態に即したものであるか否か、その運用が恣意的なものとなっていないか否か、などの観点についても確認します。

会計組織については、その整備状況について、経理部門と財務部門の分離がなされる等、適切な牽制が働く状況となっているか、過度に個人の経験、能力に依拠する状況となっていないか、などの観点について確認します。なお、会計参与設置会社においては、申請会社の会計組織上、会計参与に過度に依存している状況となっていないか否かなどの観点から確認し、必要に応じて会計参与にヒアリングを行います。

また、上場後に適用となる財務報告に係る内部統制報告制度についても対応準備を進めていただく必要があります。会社の規模・業種、上場申請のタイミング等に応じて、その会社に適した準備計画を策定し、上場後に内部統制報告書の提出ができる体制を構築していただく必要があります。

(5) 新規上場申請者の企業グループにおいて、その経営活動その他の事項に関する法令等を遵守するための有効な体制が、適切に整備、運用され、また、最近において重大な法令違反を犯しておらず、今後においても重大な法令違反となるおそれのある行為を行っていない状況にあると認められること。

(ガイドラインⅡ 4. (5))

基準の内容・審査のポイント

この基準に基づく審査では、申請会社の企業グループが経営活動を行うにあたってのコンプライアンス（法令遵守）の体制整備の状況を確認します。

まず、申請会社の企業グループの経営活動に関係する法規制、監督官庁等による行政指導の状況を確認します。その上で当該法令等を遵守するための体制として、内部監査、監査役監査等の監査項目に経営活動に関する法規制等の項目が反映されているかどうかについて確認を行います。

なお、過去に法令違反等が発生している場合、当該違反に伴う法的瑕疵の治癒状況及び再発防止体制の整備状況について慎重に確認を行うことになります。

4 企業内容等の開示の適正性 (規程第 207 条第 1 項第 4 号)

(1) 新規上場申請者の企業グループが、経営に重大な影響を与える事実等の会社情報を適正に管理し、投資者に対して適時、適切に開示することができる状況にあると認められること。また、内部者取引等の未然防止に向けた体制が、適切に整備、運用されている状況にあると認められること。

(ガイドラインⅡ 5. (1))

基準の内容・審査のポイント

この基準では、申請会社が上場後において、投資者の投資判断に重要な影響を与える会社情報を適時にそして適切に開示できる状況にあるかどうかという点と、内部者取引及び情報伝達・取引推奨行為(以下「内部者取引等」といいます。)の未然防止の観点から会社情報の公表までの間の情報管理が適切に行える状況にあるかどうかという点を確認します。

これをどのように確認するか、そのポイントを次に概説します。

ここで重要な審査項目となるのは月次の予算及び実績の管理です。申請会社ができるだけ早く業績の動向等を的確に把握できるかどうかを確認します。

月次での管理といってもその方法や精度は申請会社のグループにおける事業活動の内容などによって異なることとなりますが、少なくとも公表された業績予想などの将来予測情報に修正の必要があるかどうか、修正の必要がある場合にはどのような修正をするのが把握できることが求められます。

また、東証では、有価証券上場規程において、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ていただき、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てもらうことを定めています。従って、上場後の決算短信等の開示など、適時開示に係る規則を遵守し、またその他の要請にも対応できる体制にあるかどうかもここでの審査項目となります。

次に内部者取引等の未然防止の観点からは、申請会社が内部情報の管理や内部者取引等の防止に関する規程を有しているかどうか、またその内容が法令等に照らし合わせて適切なものかどうか、役員・従業員等の会社関係者に対する内部者取引等の防止のための研修を適切に実施している又は実施予定であるか、上場後においても継続的に実施する予定があるか、役員及び内部者取引等や情報管理に係る管理部門の責任者等が内部者取引規制の意義や内容を理解しているかといった点などについて確認します。更に、申請会社が既に他の取引所に上場している場合には、例えば、会社関係者が行う自社株式の売買に係る事前届出時の確認が適切に行われているかなどの運用も併せて確認することとなります。

近年、役員・従業員等の会社関係者が内部者取引等の違反行為により告発・課徴金納付の対象となるケースは増加傾向にあります。会社関係者が内部者取引等の違反行為を行うことは、申請会社の信用を毀損するだけでなく、金融商品市場全体の信頼を低下させる事態にもつながることとなりますので、一層の留意が必要です。

なお、この基準に基づく審査では、会社情報の公表予定時刻前のウェブサイトへの掲載に係るセキュリティ確保の状況についても併せて確認します。当該セキュリティ確保にあたっての留意事項については、「【参考資料】 通知文：ウェブサイト等に会社情報を掲載する際の留意点について」をご参照ください。

(2) 新規上場申請書類のうち企業内容の開示に係るものについて、法令等に準じて作成されており、かつ、次の a 及び b に掲げる事項その他の事項が適切に記載されていると認められること。

a 新規上場申請者及びその企業グループの財政状態及び経営成績、役員・大株主・関係会社等に関する重要事項等の投資者の投資判断に重要な影響を及ぼす可能性のある事項

b 新規上場申請者の企業グループの主要な事業活動の前提となる事項に係る次の (a) から (d) までに掲げる事項

(a) 新規上場申請者の企業グループの主要な事業活動の前提となる事項の内容

(b) 許認可等の有効期間その他の期限が法令又は契約等により定められている場合には、当該期限

(c) 許認可等の取消し、解約その他の事由が法令又は契約等により定められている場合には、当該事由

(d) 新規上場申請者の企業グループの主要な事業活動の前提となる事項について、その継続に支障を来す要因が発生していない旨及び当該要因が発生した場合に事業活動に重大な影響を及ぼす旨

(ガイドラインⅡ 5. (2))

基準の内容・審査のポイント

この基準に基づく審査では、投資者の投資判断の拠り所となる開示資料等を、申請会社が法令等（開示府令等）に照らして適正に作成しているかどうかという点と、その開示資料の内容が申請会社の実情を理解するうえで分かりやすく誤解を生じさせることのない記載となっているかどうかという点を確認します。

これをどのように確認することとなるのかそのポイントを次に概説します。

ここでは「新規上場申請のための有価証券報告書（Ⅰの部）」を主な審査資料として審査を進めていくこととなります。

まず、これが法令等に準じて適正に作成されているかどうかを、次に同業他社等の有価証券報告書と比較し、記載内容や表示方法に異なるものがあるかどうかを確認します。記載に誤りがあると認められる場合等には、資料を訂正していただくこととなりますが、訂正の内容が重要と認められるものや、誤りの原因が申請会社の意図的なもの、訂正あるいは申請会社の開示資料を作成する手続き等の改善が容易にできないものである場合には不適格となります。また、他社の記載と異なる場合は、他社との比較可能性といった観点から、申請会社の会計監査人の意見なども交えて投資者に分かりやすい開示となるよう要請することもあります。

また、申請会社の企業グループの主要な事業活動の前提となる事項（主要な業務又は製商品に係る許可、認可、免許若しくは登録又は販売代理店契約若しくは生産委託契約）が存在する場合は当該事項の内容、許認可等の有効期間や期限がある場合は当該期限、許認可等の取消し等の事由が法令等に定められている場合は当該事由、企業グループの主要な事業活動の前提となる事項の継続に支障を来す要因が発生していない旨及び当該要因が発生した場合に事業活動に重大な影響を及ぼす旨を「新規上場申請のための有価証券報告書（Ⅰの部）」の【事業の内容】、【事業等のリスク】等に記載していただくこととなります。

次に、申請会社の企業グループの事業活動の実情に照らして、記載された内容が、分かりやすいものかどうか、誤解を生じさせることがないものかどうかの確認を行います。開示資料は多様な投資者が投資判断のために利用するものとなります。そのため、抽象的な表現を用いたり、専門用語を羅列したりするなど一読しただけでは理解しにくい記載内容や、読み方によっては受け取り方が変わってしまうような記載内容は不適切と言えます。そのような記載がある場合には、審査の中で記載内容を変更していただくこととなります。また、そのようなことが起こらないような開示体制の整備を求めることもあります。

申請会社が「親会社等」を有している場合には、申請会社は取引関係等を通じて親会社等から様々な影響を受けることが考えられるため、親会社等との取引関係等の情報は、投資者にとって有用な投資情報となります。そのため、親会社等との取引関係等について、申請会社に及ぼす影響の重要性に応じて、その内容を「新規上場申請のための有価証券報告書（Ⅰの部）」の【関係会社の状況】、【事業等のリスク】等に分かりやすく記載されているかどうかを確認します。

実際の審査においては、例えば、取引関係であれば内容、金額、取引条件及び取引条件の設定方針等について、役員の兼任関係であれば兼任役員の氏名、役職、兼任理由といった点について、受入出向であれば受入出向の人数、申請会社における役職の状況、業務の安定的な遂行の見地からみた従業員の確保の状況に関する考え方を中心に、必要に応じて適切に記載されているかどうかを確認します。また、親会社等の企業グループ内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等には、親会社等の企業グループにおける申請会社の役割・位置づけについて、その記載内容を確認します。

開示資料については、まず申請会社自体が丁寧に、かつ、積極的な姿勢で作成していただくことが重要なことは当然ですが、審査の中ではその様な点も確認します。

（3）新規上場申請者の企業グループが、その関連当事者その他の特定の者との間の取引行為又は株式の所有割合の調整等により、新規上場申請者の企業グループの実態の開示を歪めていないこと。

（ガイドラインⅡ 5.（3））

基準の内容・審査のポイント

この基準に基づく審査では、主に申請会社の会社情報、即ち企業内容等の開示の内容を意図的に歪めるような取引行為や傘下の会社への出資の調整が行われていないかどうかを確認します。

これをどのように確認するか、そのポイントを次に概説します。

まず、取引行為については、申請会社の事業活動における各種取引に不自然な内容が認められるような場合や、財務諸表上の勘定科目に不自然な推移が認められるような場合等において、その詳細を更に確認していくこととなります。なお、明らかに申請会社の企業グループの財務諸表等をよく見せることだけを目的に取引を行ったというようなケースが認められれば、この基準に抵触するということになるといえます。

また、出資調整の有無については、まず、申請会社の企業グループの出資構成の確認を行います。この際に、申請会社グループからの出資が 100%となっていない場合、つまり、その他の出資者が存在している場合には、その出資の経緯及び理由を確認します。この結果、その他の出資者の出資理由が明確なものでなく、例えば、業績の悪化している子会社を連結対象から外すことを目的としているような場合には、申請会社の企業グループの状況が適切に開示されるようにグループの出資構成の改善を求める場合もあります。

○親会社等を有している場合

(4) 新規上場申請者が親会社等を有している場合（上場後最初に終了する事業年度の末日までに親会社等を有しないこととなる見込みがある場合を除く。）には、当該親会社等の開示が有効であるものとして、次の a 又は b のいずれかに該当すること。

- a 新規上場申請者の親会社等（親会社等が複数ある場合には、新規上場申請者に与える影響が最も大きいと認められる会社をいうものとし、その影響が同等であると認められるときは、いずれか一つの会社をいう。以下この a 及び b において同じ。）が発行する株券等が国内の金融商品取引所に上場されていること（当該親会社等が発行する株券等が外国金融商品取引所等において上場又は継続的に取引されており、かつ、当該親会社等又は当該外国金融商品取引所等が所在する国における企業内容の開示の状況が著しく投資者保護に欠けると認められない場合を含む。）。
- b 新規上場申請者が、その経営に重大な影響を与える親会社等（前 a に適合する親会社等を除く。）に関する事実等の会社情報を適切に把握することができる状況にあり、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。

(ガイドラインⅡ 5. (4))

基準の内容・審査のポイント

申請会社は、上場後も親会社等との取引関係等を通じて様々な影響を受けることが考えられ、申請会社に投資する投資者にとっては、申請会社に係る企業内容等の情報はもとより、親会社等の情報についても投資判断を行ううえで有用な判断材料となります。

そこで、この基準では、申請会社の上場にあたって親会社等の情報が開示されている状況にあることを求めています。

なお、この基準を適用する親会社等とは、「親会社等」のうち、申請会社に与える影響が最も大きいと認められる会社であり、その影響が同等と認められるときは、いずれか一つの会社となります。

申請会社に与える影響が最も大きいと認められる親会社等の判断にあたっては、申請会社と親会社等とのグループ内での位置付けや親会社等との間における出資、資金、人事、技術、取引等の関係等を参考に判断することとなります。

○支配株主等に関する事項、非上場の親会社等の決算情報

親会社、支配株主（親会社を除く。）又はその他の関係会社（以下「支配株主等」といいます。）を有する申請会社は、上場申請時に、「支配株主等に関する事項」を提出する必要があります。

(注 1)

また、上記のうち、親会社等を有する場合で、かつ、当該親会社等が非上場である場合は、前述の「支配株主等に関する事項」に加えて、当該親会社等の事業年度若しくは中間会計期間

(注 2) 又は連結会計年度若しくは中間連結会計期間(注 2)に係る直前の決算の内容を記載した書面(以下、「非上場の親会社等の決算情報」といいます。)を、上場申請時に提出する必要があります。(注 3)ただし、上場後最初に到来する事業年度の末日において支配株主等又は非上場の親会社等を有しないこととなる見込みのある場合は、いずれの書類も、提出の必要はありません。提出が求められることとなる要件(「支配株主等」や「非上場の親会社等」の定義等を含みます。)、提出書類の記載要領やフォーマット等については、「A 新規上場申請に係る提出書類等」の「支配株主等に関する事項について」、「非上場の親会社等の決算情報」をご参照ください。

(注 1) 審査期間中に内容に変更があった場合は、最新の内容に更新の上、再度ご提出いただく必要があります。

(注 2) 当該親会社等が四半期財務諸表提出会社である場合には、四半期累計期間となります。

(注 3) 審査期間中に決算情報が更新された場合は、最新の内容に更新の上、再度ご提出いただく必要があります。

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 (規程第 207 条第 1 項第 5 号)

- (1) 株主の権利内容及びその行使の状況が、次の a 及び b に掲げる事項その他の事項から、公益又は投資者保護の観点で適当と認められること。
- a 株主の権利内容及びその行使が不当に制限されていないこと。
 - b 新規上場申請者が買収防衛策を導入している場合には、規程第 440 条各号に掲げる事項を遵守していること。

(ガイドラインⅡ 6. (1))

基準の内容・審査のポイント

申請会社が申請対象となる普通株以外に種類株を発行している場合、種類株の内容によっては普通株主の権利内容やその行使を著しく制約することから、当該種類株の内容と普通株主の権利に及ぼすことが想定される影響及びその開示状況について慎重に審査を行うこととなります。

また、買収防衛策の導入に関しては、以下の事項を確認します。

①株主の権利内容及びその行使の状況

申請会社が買収防衛策を導入している場合には、適法性やいわゆる企業価値基準（企業価値を向上させる買収を排除せず、企業価値を毀損する買収を忌避できるような買収防衛策のあり方）に照らした妥当性を十分に検討のうえ行われていることに加え、投資者保護上の観点から、まず、株主の権利内容及びその行使が不当に制限されていないことが求められます。

なお、以下に掲げる行為は、株主の権利内容及びその行使が不当に制限される行為に含まれると考えられることから、上場会社として不適格ということになります。

○随伴性のないライツプランの導入

ライツプランのうち、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り当てておくものの導入（実質的に買収防衛策の発動の時点の株主に割り当てるために、導入時点において暫定的に特定の者に割り当てておく場合を除く。）

このような随伴性のないライツプランが実際に発動されると、新株予約権の割当日より後に株式を取得した株主については、買収者であるか否かにかかわらず、保有している株式の希釈化による著しい損失を被ることになります。また、実際に発動されないまでも、発動が懸念される状況が生じた際には、株式の価格形成が極めて不安定となることが想定されます。そのため、このような随伴性のないライツプランの導入は、株価形成を著しく不安定にするおそれがあるとともに、株主の財産権を不当に毀損することから、株主の権利内容及びその行使が不当に制限される行為と取り扱います。従って、このような随伴性のないライツプランを導入している会社は上場会社として不適格ということになります。

他方、いわゆる信託型ライツプランでは、新株予約権が当初信託銀行に対して発行され、買収者が出現し、所定の発動事由が充足された後にはじめて、信託銀行から発動の際の株主に対して交付される仕組みであり、その結果、新株予約権の発行後に株主となった者も含め、発動の際の株主は等しく新株予約権の交付を受けられます。このような実質的に随伴性が確保されたライツプランの導入は、事前警告型や条件決議型など導入時点で新株予約権の発行を伴わない買収防衛策と随伴性の点で差異がないことから、株主の権利内容及びその行使が不当に制限される行為に含まれないものとして取り扱います。

○デッドハンド型のライツプランの導入

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ライツプランの導入

いわゆるデッドハンド型のライツプランについては、企業価値防衛指針において、企業価値を向上する買収提案さえも実現しない、企業価値基準に反する買収防衛策であるとされています。

また、このような買収防衛策を導入している会社の株式は、事実上経営者を交代させるという株主の権利の行使が不当に制限された状態にあることから、株主の権利内容及びその行使が不当に制限される行為に含まれるものとして取り扱います。従って、デッドハンド型のライツプランを導入している会社は上場会社として不適格ということになります。

○拒否権付種類株式の発行

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（会社の事業目的、拒否権付種類株式の発行目的、権利内容及び割当対象者の属性その他の条件に照らして、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を除く。）

※持株会社である申請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（会社法第 108 条第 1 項第 8 号）又は取締役選任権付種類株式（会社法第 108 条第 1 項第 9 号）を当該申請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申請会社に対する買収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、当該申請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。

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拒否権付種類株式の発行は、取締役の選解任などの株主にとって重要な権利を不当に制限されることから、株主の権利内容及びその行使が不当に制限される行為に含まれるものとして取り扱います。従って、このような拒否権付種類株式を発行している会社は、原則、上場会社として不適格ということになります。

ただし、「会社の事業目的、拒否権付種類株式の発行目的、割当対象者の属性及び権利内容その他の条件に照らして、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」には、例外的にその発行が許容されます。この要件に該当する可能性がある場合としては、民営化企業が、その企業行動が国の政策目的に著しく矛盾することがないよう、国を割当先として拒否権付種類株式を発行するような場合が考えられます。

また、申請会社が持株会社である場合には、その子会社による申請会社以外の者に対する拒否権付種類株式又は取締役選任権付種類株式の発行についても、株主の権利内容及びその行使が不当に制限される行為に含まれる可能性があります。

②買収防衛策の導入に係る遵守事項

申請会社が買収防衛策を導入している場合には、株主の権利内容及びその行使が不当に制限されていないことに加え、有価証券上場規程第 440 条各号に掲げる事項を遵守していることが求められます。

○開示の十分性（規程第 440 条第 1 号）

買収防衛策に関して必要かつ十分な適時開示を行うこと

買収防衛策の適時開示にあたっては、株主による買収防衛策に対する賛否の判断及び投資者による投資判断のための十分な基礎となる情報が提供される必要があります。

○透明性（規程第 440 条第 2 号）

買収防衛策の発動及び廃止の条件が経営者の恣意的な判断に依存するものでないこと

買収防衛策の発動及び廃止の条件が、経営者の判断に依存するものである場合には、その判断過程が不透明であることなどにより、経営者によって発動・廃止等が恣意的に決定されるおそれがあります。これは、企業価値基準の観点から不相当であるのみならず、投資者に対して十分な投資判断材料が与えられないこととなり、投資者は会社の動向に関して不透明な状態での売買を強いられる結果となります。

そのため、買収防衛策の発動及び廃止の条件は、経営者の恣意的な判断に依存するものでないことが求められます。

○流通市場への影響（規程第 440 条第 3 号）

株式の価格形成を著しく不安定にする要因その他投資者に不測の損害を与える要因を含む買収防衛策でないこと

買収防衛策の内容そのものに、株価形成を著しく不安定にする、投資者の保有している株式の価値を低下させるなどの要素がないことが求められます。

○株主の権利の尊重（規程第 440 条第 4 号）

株主の権利内容及びその行使に配慮した内容の買収防衛策であること

買収防衛策には様々な形態が考えられますが、そのなかには、買収者を含む株主の議決権の構造を変更する方法や、議決権以外の財産権の毀損を伴う方法もあります。そのため、買収防衛策の導入にあたっては、株主の権利内容及びその行使に配慮していただく必要があります。

③その他買収防衛策導入に係る留意点

その他、申請会社が買収防衛策を導入している際の留意点は次のとおりです。

○開示上の留意点

買収防衛策については、プレスリリース及び申請会社ホームページへの掲載を通じて、詳細な開示を行ってください。また、「I の部」及び「コーポレート・ガバナンスに関する報告書」においては、買収防衛策の導入の目的及びスキームの概要を簡潔に記載してください(なお、「コーポレート・ガバナンスに関する報告書」においては、買収防衛策の詳細を開示したホームページの URL を併せて掲載してください)。

プレスリリース及び申請会社ホームページにおいては、次の事項を開示することが求められます。

- ・ 買収防衛策導入の目的
- ・ スキームの内容
- ・ 買収者出現時の手続
- ・ 株主・投資者に与える影響

※スキームの内容については、特に発動・廃止等の判断主体やその判断基準について詳細に記載するとともに、買収防衛策の合理性を高めるための工夫(例えば、導入に際しての総会決議、全株式・全現金買収の場合には消却するといった客観的な廃止条件の設定、独立社外者の判断が重視される委員会の設置、第三者専門家の意見の取得、サンセット条項(定期的に行収防衛策の内容や導入の是非を総会などで見直す条項)などの定期的な見直し条項、取締役の選解任要件及び任期等)についてわかりやすく、記載していただくことが必要です。

※買収防衛策についての開示の表題には、「買収防衛策」という文字を必ず入れてください。

○買収防衛策の類型ごとの留意点

買収防衛策の導入に伴う留意点としては、買収防衛策の類型ごとに、次のような点が考えられます。

a. ライツプラン

- ・ 株主の総体的意思

買収防衛策の廃止又は不発動の判断にあたって株主の意思(個々の株主の意思ではなく、株主総会決議によって示されるような総体的な株主意思)が反映される仕組みになっていることは、買収防衛策の適切な運用の観点から非常に重要です。

そこで、ライツプランがデッドハンド型に該当しないかどうかに加え、取締役の選解任に関する株主総会の決議要件や取締役の任期などの確認を通じて、1回の株主総会で取締役の過半数を支配することが困難となっていないか確認します。

- ・ 発動等の判断の枠組み

発動等の判断については、経営者の恣意的な判断に依存する不透明なものでないことが求められます。

ライツプランの発動及び廃止又は不発動の実質的な判断主体(独立委員会等の勧告に基

づいて取締役会が決定する場合における当該独立委員会等を含みます。)の判断の公正性・中立性は、投資者にとって非常に重要な情報です。そこで、当該判断主体について、経営者からの独立性、専門性(企業価値に関する知識の不足を補うための専門家の関与や独立調査権限等を含みます。)、会社に対する責任(たとえば委員会における取締役・監査役と社外有識者との構成割合など)といった事項について、十分な開示が行われているか確認します。

また、判断主体の公正性・中立性が上記の手続きによって十分に確認できない場合には、客観的な発動及び廃止又は不発動の条件や判断基準が開示されているかについて確認します。

・流通市場に与える影響

買収防衛策は、株式の価格形成を著しく不安定にする等、投資者に不測の損害を与える要因を含まないことが求められます。

ライツプランの発動の決定がなされ、株式の割当を受けるべき株主が確定した後においてもなお発動が中止される可能性がある場合には、割当対象株主が確定した後の株式の価格形成が不安定になるおそれがありますが、買収者との対等な交渉を実現するというライツプランの目的に照らすと、発動の決定後に買収が中止された場合や買付条件の引上げにより両社が合意に至った場合に発動を中止できることには、企業価値・株主利益向上の観点から意義があるので、このような可能性がある場合にはその旨の開示が十分になされていることを確認します。

また、株価形成を不安定にするその他の要因がスキームに内在しないかどうかについても確認します。

b. 事前警告(大量買付ルールの設定)

いわゆる事前警告型の買収防衛策では、買収者が遵守すべきルール(買収者に関する情報の提供やその手続等を定めたルール)を申請会社が独自に定め、将来の買収者に対してその遵守を求める場合があります。

このような買収防衛策の開示にあたっては、当該ルールの合理性についての株主・投資者の判断に資するため、当該ルールの内容がわかりやすく開示されることが求められます。

具体的なルールの内容は、ルールの運用主体、提出情報の内容や提出等の手続、買収者が大量買付ルールを守った場合・守らなかった場合それぞれの会社の対応などであり、これらのルールの内容がわかりやすく記載されているかについて確認するとともに、ルールの合理性(株主・投資者に対する情報提供の観点からみて過剰な情報を求めているか、検討期間が過度に長期となるおそれはないか、ルール違反に対する対抗措置が過剰ではないか等)に関する説明が十分になされているかについて確認します。

なお、大量買付ルール事前警告を設定した買収防衛策であっても、対抗措置としてライツプランに相当する措置(すなわち買収者以外の株主であることを行使又は割当の条件とする新株予約権の株主割当等)を将来行う可能性があるものについては、その態様に応じて、その旨と前記 a に準拠した事項を開示していただく必要があります。

c. 種類株式等の発行

種類株式又は新株予約権の発行により上場株式の株主の議決権が制限される可能性や財産権が毀損される可能性がある場合については、株主の権利の尊重が図られているか確認

します。

(用語の定義)

用語	定義
買 収	会社に影響力を行使しうる程度の数の株式を取得する行為
買 収 防 衛 策	株式会社が資金調達などの事業目的を主要な目的とせず新株又は新株予約権の発行を行うこと等により自己に対する買収の実現を困難にする方策のうち、経営者にとって好ましくない者による買収が開始される前に導入されるもの
導 入	買収防衛策としての新株又は新株予約権の発行決議を行う等買収防衛策の具体的内容を決定すること
発 動	買収防衛策の内容を実行することにより、買収の実現を困難にすること
(買収防衛策の) 廃 止	買収防衛策として発行された新株又は新株予約権を消却する等導入された買収防衛策を取り止めること
ライツプラン	買収者以外の株主であることを行使又は割当の条件とする新株予約権を株主割当等の形で発行する買収防衛策

(注 1) ライツプランを除き、経済産業省、法務省による「企業価値・株主共同の利益の確保又は向上のための買収防衛策に関する指針」(企業価値防衛指針)と同じ定義です。

(注 2) 上場制度上の「買収防衛策」は、いわゆる平時導入の買収防衛策を意味します。

(2) 新規上場申請者の企業グループが、経営活動や業績に重大な影響を与える係争又は紛争等を抱えていないこと。

(ガイドラインⅡ 6. (2))

基準の内容・審査のポイント

この基準に基づく審査では、経営活動や業績等に重大な影響を与える可能性のある係争又は紛争の有無を確認します。

申請会社の企業グループが係争又は紛争事件を実際に抱えており、その結果によっては経営活動や業績等に重大な影響を与える場合には、投資対象物件として投資者に提供することは適当でないと考えられます。そのため、当該係争又は紛争事件の内容及び業績等に与える影響等について確認を行うこととなります。

（３）新規上場申請者の企業グループが反社会的勢力による経営活動への関与を防止するための社内体制を整備し、当該関与の防止に努めていること及びその実態が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Ⅱ 6.（３））

基準の内容・審査のポイント

暴力団、暴力団員又はこれらに準ずる者（以下「暴力団等」といいます。）などの反社会的勢力が申請会社の企業グループの経営活動に関与している場合、当該申請会社は上場物件として不適当と考えられます。

この場合の関与とは、申請会社の企業グループの経営活動に反社会的勢力が直接関与している場合に限りません。すなわち、申請会社の企業グループ、役員又は役員に準ずる者、主な株主及び主な取引先（以下「申請会社グループ及び関係者」といいます。）が反社会的勢力である場合だけではなく、例えば、申請会社グループ及び関係者が資金提供その他の行為を行うことを通じて反社会的勢力の維持、運営に協力若しくは関与している場合、申請会社グループ及び関係者が意図して反社会的勢力と交流を持っている場合など、実態として反社会的勢力が申請会社の企業グループの経営活動に関与しているときには、上場物件としては不適当と考えられます。

この反社会的勢力との関与の確認に際しては、申請会社作成の「反社会的勢力との関係がないことを示す確認書」等（以下「確認書」といいます。）に基づいて確認することとなり、確認書の様式において一律の確認範囲を明示しています。なお、これは確認書の一律の確認範囲外を審査上の対象外とするものではなく、審査の中では、定性的な影響度も踏まえたうえで追加での確認を行う可能性もあります。

申請会社においては、これら反社会的勢力の経営活動への関与を防止するため、申請会社グループ及び関係者、その他経営活動を行うにあたっての関係者の状況を定期的に把握し、また、新たな関係を構築する場合には適切な確認を行うとともに、問題発生時の対処方法を明確とするなど、申請会社が自ら反社会的勢力を排除するために必要な体制整備を図る必要があります。なお、体制整備にあたっては、「企業が反社会的勢力による被害を防止するための指針」（平成 19 年 6 月 19 日犯罪対策閣僚会議幹事会申合せ）等を踏まえて検討することが望まれます。

当該項目の審査においては、上記の考え方を踏まえ、申請会社の企業グループの反社会的勢力排除のための体制を確認するとともに、その実態（申請会社の企業グループの経営活動への関与の有無）が公益又は投資者保護の観点から適切であるかを確認することとなります。

なお、近年、暴力団等と密接な関係を有しその活動に協力している者などを介在させ、申請会社の企業グループへの関与を図る反社会的勢力が存在すると言われていることから、こうした関係について懸念される者が申請会社の企業グループに関与している場合についても、審査の対象となります。

(4) 新規上場申請に係る内国株券等が、無議決権株式(当該内国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 2 b 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。

(ガイドラインⅡ 6. (4))

基準の内容・審査のポイント

議決権種類株式は通常より少ない出資割合で会社の支配権を維持する手段として利用することが可能であり、コーポレート・ガバナンスに歪みをもたらす可能性が高いものであることから、必ずしも望ましいものであるとはいえません。しかしながら、法的に自由な種類株式の設計が認められ、これを利用した資金調達ニーズも存在する一方で、これによってこれまでよりも多様な投資対象を投資者に提供することが可能となることから、株主の権利を尊重したスキームの議決権の少ない株式等(※)について上場を認めることとなっています。

また、議決権種類株式スキームの今後の健全な利用を図るため、上場審査の運用については、個々の事例の積み上げを踏まえつつ、事例ごとに慎重に判断を行っていくこととします。

(※) 議決権の少ない株式及び無議決権株式を指します。

議決権の少ない株式等の上場制度に関しては、実質審査基準以外の観点においても普通株式の上場制度とは異なる点があることから、ここでは、まず、上場対象となる議決権の少ない株式等や形式要件・市場区分の決定方法の概要について説明を行い、次に具体的な実質基準に関する説明や議決権の少ない株式等の上場制度全般に係る Q & A を記載しております。

(1) 上場対象となる議決権種類株式

議決権種類株式については、投資者への分かりやすさの観点や株主保護の観点から上場対象を制限しています。

銘柄間違いなどの混乱を避けるために同一の会社が複数種類の議決権がある株式を上場させることは当面の間認めないこととしています(なお、普通株式と無議決権株式を同時に上場させることは可能です)。

(参考) 上場対象となる議決権種類株式

	上場会社	未上場会社	
		単独上場	普通株式と同時上場
議決権の少ない株式	×	○	×
議決権の多い株式	×	×	×
無議決権株式(注1)	○(注2)	○	○(注2)

- (注 1) 議決権種類株式の上場制度において対象となる無議決権株式とは、参加型優先株式又は優先配当の無い無議決権株式です(参加型優先株式とは利益配当に関して優先的内容を有する種類株式のうち、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ともに受け取ることができる株式です)。なお、無議決権株式のうち非参加型優先株式については、有価証券上場規程第 3 編において規定されている優先株等の上場制度に基づいて審査を行います。
- (注 2) 普通株式と無議決権株式の同時上場のケース及び上場会社の無議決権株式が上場するケースについては、ガイドラインⅡ 6. (5)に基づいて審査を行います。
- (注 3) 市場の区分について、普通株式と無議決権株式が両方上場している場合には、議決権種類株式は普通株式と同一の市場区分に所属します。議決権種類株式のみを上場する場合には、従来の普通株式の基準と同様の基準により市場区分を決定します。

(2) 議決権の少ない株式等の形式要件

議決権の少ない株式等の形式要件は、原則として普通株式の上場審査にかかる形式要件(「Ⅱ形式要件」参照)と同様であり、上場申請に係る銘柄ごとに要件を満たすことを求めます。なお、時価総額については会社に関する形式要件となりますので、上場申請に係る各銘柄(同時に申請する他の銘柄がある場合は当該他の銘柄を含む)及びその申請会社が発行するすべての株式(国内の金融商品取引所に上場又は外国の金融商品取引所等において上場若しくは継続的に取引されているものに限り)に係る時価総額を合算して算定します。

(3) 議決権の少ない株式等の市場区分

議決権の少ない株式等の市場区分(市場変更、一部指定)に関する形式要件についても、普通株式の形式要件と同様となります。

(4) 議決権の少ない株式等の上場審査の内容

議決権の少ない株式等の実質審査基準は、普通株式の上場審査における実質審査基準に加えて、公益又は投資者保護の観点から、以下の a ~ h に基づき判断するものとします。

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保すること等が、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。

（ガイドラインⅡ 6.（4））

基準の内容・審査のポイント

この基準では、議決権の多い株式等の利用が、株主共同の利益の観点から必要かどうか（必要性）、また、議決権種類株式のスキームが、議決権の多い株式等の利用の必要性に照らして相当であると認められるかどうか（相当性）について審査します。

必要性については、議決権の多い株式等を利用して特定の者が経営に関与し続けることができる状況を確保することが、株主共同の利益の観点から必要であると認められるかについて確認します。具体的には、ビジネスプラン遂行上、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、特定の株主に議決権を集めることが普通株式会社では困難であるかといった観点から確認をします。また、経営者の属人的な能力が、ビジネスプラン遂行上、必要であるかについて、次のような点を確認して判断することになります（※）。

（※）複数の議決権種類株式を発行して上場する典型例としては、議決権の多い株式等を技術の発明者等であって創業者である経営者が保有するケースを想定しており、当該ケースを前提として記載しています。

- ・ 経営者が例えば事業展開、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
- ・ 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に行われているか

なお、上記観点以外の必要性を一律否定するものではなく、その他の観点で必要性が認められる場合は、当該必要性を確認することとなります。しかし、例えば、「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」という理由のみである場合は、必要性があるものとして想定していません。

また、必要性については、特定の株主に議決権を集めることが、普通株式会社では達成が困難な理由も確認します。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見込まれるかどうか確認します。将来的な希薄化の一定の目安としては、資金調達計画を踏まえると、議決権の多い株式等の株主の持株比率が、取締役選任を安定的に行うことが可能な 50%を下回ることが見込まれる場合が考えられます。なお、資金調達ニーズが乏しい場合でも、上場時点で議決権の多い株式等の株主の持株比率が 50%を下回っている場合には必要性があると認められることもあります。また、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も、例えば、増資の都度、議決権の多い株式等の株主が引受け可能である場合や、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、必要性があるものとして想定していません。

相当性については、議決権種類株式のスキームが、議決権の多い株式等の利用の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であると認められるか確認します。その際、次の (a) から (c) 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判断することになります。

(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。

(ガイドラインⅡ 6. (4))

この基準では、議決権の多い株式等の利用の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。

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場合には、取締役を退任し経営に関与しなくなった場合にスキームが解消する見込みがあることを確認することとなります。具体的には、特定の者が取締役を退任した際に、スキームを解消させる方策の他、スキーム継続の意思を株主に問う株主意思確認手続きを行うことが想定されます。スキーム継続の意思を株主に問う株主意思確認手続きを設ける場合は、必要性が消滅した後に関しても、定期的に株主意思確認手続きを行うよう定められていることが求められます。また、これらの方策については、定款等において適切に定められていることが適当と考えられます。

また、特定の法人が議決権の多い株式等を保有する場合であっても、必要性が失われた場合に法人が無条件に議決権の多い株式等を保有し続けるスキームではないかどうかを確認することとなります。

(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。

(ガイドラインⅡ 6. (4))

この基準では、極めて小さい出資割合での会社支配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。

具体的には、ブレイクスルー条項（一定割合以上の株式を保有するものが現れたときに議決権種類株式の構造が解消されるようなスキーム）やサンセット条項（一定の基準を満たす場合に、スキームを解消させる方策）などの導入が考えられます。

ブレイクスルー条項やサンセット条項が発動される基準については、議決権種類株式のスキームや議決権の多い株式等の利用の必要性、支配株主の状況なども踏まえて検討していただく必要があります。

また、ブレイクスルー条項やサンセット条項につきましては、定款等において適切に定められていることが求められます。

(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（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。）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。

(ガイドラインⅡ 6. (4))

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所有されていることを前提として投資を行っていると考えられます。

したがって、議決権の多い株式の譲渡等が行われ、議決権の多い株式の株主が変更される場合には、原則として、当該株主が保有していた議決権の多い株式が速やかに議決権の少ない株式（上場株式）に転換される旨が、定款等において適切に定められていることが求められます。

- 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。

（ガイドラインⅡ 6.（4））

基準の内容・審査のポイント

議決権の多い株式等を利用するのは、通常、株主共同の利益の観点から必要であるためであると想定しております。なお、仮に議決権の多い株式等を利用する目的として、必要性とは異なる目的も併せて掲げていた場合でも、原則として当該目的については問いません。

しかしながら、議決権の多い株式等は通常より少ない出資割合で会社の支配権を維持する手段として利用することが可能であり買収防衛的効果を有するものであることから、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を主要な目的として議決権の多い株式等を導入している場合に、上場を認めないことしております。

したがって、必要性とは異なる目的も併せて掲げている場合には、審査の中で、当該目的について、実態が伴っていないなど、合理性を欠くものとなっていないかについて確認することとなります。

- 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と認められること。

（ガイドラインⅡ 6.（4））

基準の内容・審査のポイント

議決権の多い株式等を利用している場合、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は、投資者にとって重要な投資判断材料となると考えられますので、適切に開示を行うことが求められます。

議決権の多い株式等の利用の目的、特定の者が経営に関与し続けることが株主共同の利益の観点から必要であること（必要性）について、投資者がその内容を理解できるよう開示されているかどうかを確認します。なお、通常、株主共同の利益の観点から必要であるため、議決権の多い株式等を利用することを想定しておりますが、その場合、利用の目的と必要性の記載は重複するものと考えられます。利用の目的、必要性の具体的な記載箇所としては、「新規上場申請のための有価証券報告書（Ⅰの部）」の【事業等のリスク】、【株式等の状況】や、有価証券届出書の【新規発行株式】等に記載することが考えられます。

スキームについては、ブレイクスルー条項やサンセット条項等の解消条項等を含め、各種類株式の内容が、網羅的にかつ適切に開示されているかどうかを確認します。具体的な記載箇所としては、「新規上場申請のための有価証券報告書（Ⅰの部）」の【事業等のリスク】、【株式等の状況】や、有価証券届出書の【新規発行株式】等に記載することが考えられます。

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。

（ガイドラインⅡ 6.（4））

基準の内容・審査のポイント

この基準は、議決権の多い株式等の株主が新規上場申請会社の取締役等でない場合に適合が求められるものです。

議決権種類株式を発行して上場する典型例としては、議決権の多い株式等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おります。しかしながら、それらの者と異なる者が、議決権の多い株式等を保有するケースも考えられることから、その際の追加的な要件を定めています。具体的には、次の（a）及び（b）に掲げる事項を確認することにより判断することになります。

（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。

（ガイドラインⅡ 6.（4））

議決権の多い株式等の株主が取締役等でない場合、取締役等とは異なる意思を持つ者が、小さい出資割合で支配権を維持できる状況であるため、議決権の多い株式等の株主の議決権行使について、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します。具体的には、議決権の多い株式等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の多い株式等の利用の必要性との関係を確認し、議決権の多い株式等の株主を不当に利するものではないかといった観点から判断することとなります。

さらに、議決権の多い株式等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します。具体的な記載箇所としては、「新規上場申請のための有価証券報告書（Ⅰの部）」の【事業等のリスク】、【株式等の状況】等に記載することが考えられます。

(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。

(ガイドラインⅡ 6. (4))

法人（親会社等を含む）による議決権の多い株式等の利用は、将来的に法人の運営方針や大株主の変更等に伴い所期の目的達成やその維持が困難となる可能性があるなど、自然人による利用と比較して議決権種類株式のスキームの不安定性が高まるといった問題をそもそも抱えていると考えられます。

加えて、親会社等による議決権の多い株式等の利用は、通常の子会社上場と比較して利益相反の懸念がさらに強まりコーポレート・ガバナンスの歪みも一層大きくなるため、こうした議決権の多い株式等の利用が株主共同の利益をもたらすものと評価することは難しく、原則認められるものではないといえます。

ただし、例外的に株主共同の利益に資すると認められる特別なケースで、かつこの基準に適合すると判断できる場合にのみ、これが許容されると考えられます。

その上でこの基準は、議決権の多い株式等の株主が親会社等である場合（いわゆる「子会社上場」に該当する場合）に適合が求められるものであり、子会社上場の上場審査に当たっては、親会社等からの独立性の確保の状況について、ガイドラインⅡ 3. (3) に適合することを求めています。

通常、親会社等の経営者はその株主に対する受託者責任を果たすべく親会社等の利益拡大が求められるため、個人が支配権を有する場合と比較して利益相反がより尖鋭化すること等から、親会社等からの独立性の確保を求めています。加えて、子会社上場において議決権の多い株式等が利用されている場合には、議決権の多い株式等が利用されていない場合と比較して、小さい出資割合で支配権を維持することが可能になり、出資と支配に乖離が生じることとなり、より顕著に申請会社の少数株主の利益と相反する事態が生じる懸念があるため、通常の子会社上場よりも独立性の要件を加重しております。

以上のことから、原則として、申請会社の事業内容と親会社等の事業内容の関連性がないこと、役員の兼任や親会社等からの役員の出自がないこと、取引関係がないことが求められます。

- 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況にあると認められること。

(ガイドラインⅡ 6. (4))

基準の内容・審査のポイント

議決権種類株式を発行する場合には、種類株主の権利内容に大きな影響を与える事項について種類株主間の利害対立が生じる恐れがあるため会社法第 322 条第 1 項によって種類株主総会の決議を得ることが求められています。

ただし、定款によって上記種類株主総会の決議を不要とすることもできるため(会社法第 322 条第 2 項及び第 3 項)、この場合には、議決権の少ない株式等の株主保護の観点から、議決権の少ない株式等の株主の利益を害さないための方策をとることが求められます。

会社の状況や株式の種類などによって求められることとなる方策は異なりますが、例えば、以下のような観点を踏まえて対応を行っていただく必要があると考えられます。

- ・株式の併合・分割、株式や新株予約権の無償割当など割合的な権利の変動が行われる場合について、例えば、各種類株式ごとに同種・同割合での株式分割を行う旨をあらかじめ定款に規定するなどにより、各種類株主を平等に取扱う方策をとること
- ・議決権種類株式の発行会社が消滅会社となる組織再編を行う場合について、各種類の株主に交付される対価を合併契約等で自由に定める事ができ種類株主の利益を害する内容が定められる可能性があることから、例えば、議決権の多い株式等を取得条項付株式として、当該組織再編が株主総会で承認された場合に、議決権の多い株式等の全てを議決権の少ない株式等に転換することなどをあらかじめ定款に規定する、又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など、議決権の少ない株式等の株主の利益を害さないための方策をとること

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

(ガイドラインⅡ 6. (4))

基準の内容・審査のポイント

議決権の多い株式等を利用する会社においては、より小さい出資割合で支配状態を創出・維持することが可能となります。

そこで、支配株主と会社の取引における利益相反の弊害の防止の観点から、支配株主と会社との取引がある場合には独立の立場の取締役、独立委員会などの関与により取引の妥当性を協議し、必要に応じて議決権の少ない株式等の株主に諮るなどの方法で、少数株主保護の方策をとることができる状況であることが必要となります。

新規上場申請時に支配株主を有していない場合であっても、上場後に支配株主との取引を行うこととなった場合の少数株主保護の観点から、「上場後に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は少数株主の保護の方策をとる旨を確約した書面」を新規上場申請時にご提出いただくこととなります (規則第 204 条第 1 項第 31 号)。また、支配株主との取引の状況により株主の権利が尊重されない状況になった場合には上場廃止事由に該当する可能性もあります。

なお、上記で求められる支配株主と会社との取引が経営者の恣意的判断により行われなための方策については、その指針をコーポレート・ガバナンスに関する報告書の中で開示することを全ての上場会社に対して求めており、議決権の少ない株式等を上場する会社に対しても、同様にコーポレート・ガバナンスに関する報告書の中での開示を求めます。

◇「支配株主」とは

財務諸表等規則第 8 条第 3 項に規定する親会社、又は自己の計算において所有している議決権と次の (1) 及び (2) に掲げるものが所有している議決権とを合わせて、申請会社の議決権の過半数を占めている主要株主をいいます。

(1) 当該主要株主の近親者 (二親等内の親族をいいます。)

(2) 当該主要株主及び (1) 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をいいます。) 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る利益を計上する見込みがあること。
(ガイドラインⅡ 6. (4))

基準の内容・審査のポイント

議決権の少ない株式等に優先配当が交付されることとなっている場合、当該優先配当を実際に配当することができるだけの利益を計上する見込みであることを審査します。通常の上場審査においても収益性の審査は行いますが、利益計画などの点でより充実した利益の見込みが求められます。

また、議決権の少ない株式等に対して優先配当が行われなるときには優先配当が支払われるまでの間、議決権が復活するなどの仕組みを導入することが望ましいと考えられます。現状、上場審査においては少なくとも 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対応することが求められます。

- h その他株主及び投資者の利益を侵害するおそれが大きいと認められる状況にないこと。
(ガイドラインⅡ 6. (4))

基準の内容・審査のポイント

上記 a ～ g で述べているような具体的な項目のほか、その発行目的やコーポレート・ガバナンスの形態等を勘案し、議決権の少ない株式等の株主の権利を尊重したものであ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となります。

〈議決権種類株式の上場制度に関する Q & A〉

Q1：無議決権株式とはどのようなものなのでしょうか。

A1：無議決権株式とは、取締役の選解任などの重要な事項についての議決権が制限されている株式のことをいいます。

Q2：議決権の多い株式・少ない株式とはどのようなものなのでしょうか。

A2：議決権の少ない株式とは、取締役の選解任その他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、他方の種類の株式より高い株式をいいます。すなわち、経済的利益（＝株価形成の要因）の割に議決権が少ない株式なので、出資額に対して議決権が少なくなる株式のことをいいます。

具体的には、議決権を行使できる単元が、議決権の多い株式に関しては 50 株単位であるのに対して、議決権が少ない株式に関しては 100 株単位とするような方法が考えられています。

議決権の多い株式とは、議決権の少ない株式以外の議決権付株式のことをいいます。

Q3：議決権の行使の条件として議決権割合が一定未満であることと定めるような議決権種類株式（議決権制限プラン）を上場することは認められるのでしょうか。

A3：議決権制限プランについては、株主平等原則（会社法第 109 条第 1 項）違反や議決権に対する属人的定め（会社法第 109 条第 2 項）に該当するのではないかとの疑義が呈されており、更に議決権を行使することができる事項について制限が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 条関連）との関係から、法的安定性にかけるため、現段階では上場を認めないこととしています。

Q4：無議決権株式の価格低迷を防ぐため、配当や残余財産権の面で無議決権株式の経済的利益が非常に大きくなるように設計した場合でも、上場させることは可能でしょうか。

A4：投資者に対する分かりやすさの観点から、議決権の内容と優先配当以外の点（残余財産権など）においては種類株式間で同じ取扱いをしていただくことが望ましいと考えられます。

また、配当などの面で無議決権株式の経済的利益を非常に大きくすることで、無議決権株式の価格が普通株式に比べて著しく高くなるような状況を作り出すことにより、実質的により少ない出資によって支配権の維持を図るようなケースについては、会社法第 115 条（無議決権株式の発行を発行済株式総数の 2 分の 1 までとする。）の潜脱となる可能性があるので慎重に対応していただくことが望まれます。

Q5 : 無議決権株式を上場させる場合、会社法第 115 条により無議決権株式の発行は発行済株式総数の 2 分の 1 までと規定されていますが、例えば、申請会社が相当数の普通株式を自己株式として保有しているような場合でも、発行済株式総数の 2 分の 1 まで無議決権株式を発行し、上場させることは可能でしょうか。

A5 : 無議決権株式を上場させる場合、会社法第 115 条(無議決権株式の発行を発行済株式総数の 2 分の 1 までとする。)の潜脱となるような状況を防止する必要があります。

したがって、申請会社が相当数の普通株式を自己株式として保有することにより実質的に支配株主がより少ない株式数の保有により支配権の維持を図ることとなるようなケースについては、慎重に対応していただくことが望まれます。

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取引所が必要と認める事項(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Ⅱ 6.(6))」をご参照ください。

Q7 : 株主共同の利益の観点からの必要性について、研究開発を開始したばかりの会社など、過去において特段の実績がない会社においても、認められるのでしょうか。

A7 : 議決権の少ない株式等の上場は、支配権の移動の制限やコーポレート・ガバナンスの歪みといったデメリットを伴うものであることから、株主共同の利益の観点からの必要性の根拠は、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、具体的に説明可能であることを求めています。そのため、過去において特段の実績がない会社においては、必要性の根拠を具体的に説明いただくことが困難であると考えられますので、株主共同の利益の観点から、議決権の多い株式の利用が必要であるものとして想定していません。

Q8 : 株主共同の利益の観点からの必要性について、財産保全会社が株主になるなどして、オーナー一族が議決権の多い株式を保有する場合も、認められるのでしょうか。

A8 : オーナー一族に議決権を集める必要性について、仮に安定的な経営が株主共同の利益に資するという理由のみである場合には、必要性があるものとして想定していません。

Q9：ブレイクスルー条項が発動される基準について、数値基準はあるのでしょうか。

A9：ブレイクスルー条項の発動の基準については、特に一定の数値基準を設けてはおりません。

会社法第115条の趣旨（無議決権株式の発行を発行済株式総数の2分の1までとする。）などに鑑みると、発行済株式総数の75%という目安もありますが、議決権種類株式のスキームの内容や議決権の多い株式等の利用の必要性、支配株主の状況などに鑑み、より種類株主の保護を図る必要があると考えられると判断されるようなケースにおいては、ブレイクスルー条項の発動の基準について発行済株式総数の75%よりも小さい割合を設定していただくことが適切と判断する場合があります。

Q10：議決権の多い株式の譲渡等が行われる場合には、原則として、議決権の少ない株式に転換するような条項を付すことが求められていますが、議決権の多い株式の株主が移動しても譲渡等には含まれないとして転換条項が必要ないと認められるのは、具体的にはどのような場合でしょうか。

A10：必要性のない新たな株主への議決権の多い株式の移動が行われた場合、当該議決権の多い株式が少ない議決権の株式に転換されることが定められていることが求められません。

したがって、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ケースについては、引き続き必要性が認められる可能性もあるため、転換条項の条件としないことが認められることもあります。

なお、財産保全会社などが議決権の多い株式を保有するような場合においては、当該財産保全会社の株主が移動することにより、譲渡が行われずに議決権の多い株式の実質的な所有者が変更されてしまうことも想定されます。このようなケースは、種類株式に投資する投資者の投資前提に反すると考えられることから慎重に対応していただく必要があります。

Q11：相続であることを理由に、議決権の多い株式の譲渡等が行われる場合の転換条項は必要ないと認められるのでしょうか。

A11：相続であることを理由に転換条項の例外と認めることは極めて限定的なものと考えられ、転換条項を付さないことの合理性を十分ご説明いただいた上で慎重に取り扱うこととなります。

Q12 : 議決権の少ない株式を上場させている場合には、議決権の多い株式の譲渡等が行われるときに議決権の少ない株式に転換するような条項を付すことが求められていますが、未上場会社が無議決権株式を単独上場させる場合には、どのような対応が必要とされるのでしょうか。

A12 : 未上場会社が無議決権株式を単独上場する場合においても、未上場の普通株式が譲渡され、支配権が移動することは、通常、無議決権株式の投資の前提に反すると共に、種類株式スキームの導入の目的から逸脱することとなると考えられることから、例えば支配権の移動をトリガー条項として、対価として普通株を付与する取得請求権を無議決権株式に付与することなど、無議決権株式の株主に十分配慮した対応を事前に図っていただく必要があると考えられます。

Q13 : 会社が多額の剰余金を有しており、長期にわたって優先配当を継続することに支障がないような場合においても、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必要でしょうか。

A13 : 優先配当の定めがあるにもかかわらず、優先配当がなされない場合は議決権の少ない株式等の株主の権利を害する状況にあるといえ、剰余金が十分にあるとしても優先配当がなされない場合には議決権を復活させて議決権の少ない株式等の株主を保護することが求められます。したがって、このような場合にも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必要となります。

なお、会社が多額の剰余金を有しており、当該剰余金が配当を行うことができる余資である場合、そもそも種類株式を用いて資金調達を行う必要性について十分にご説明いただく必要があります。

Q14 : 新規上場にあたって、議決権の多い株式等の株主が、売出しを行うことは許容されるのでしょうか。

A14 : 株主共同の利益の観点から、特定の株主に議決権を集め、特定の者が経営に関与し続けることができる状況を確保する必要があるため、議決権の多い株式等を利用していることを想定していますが、議決権の多い株式等の株主が売出しを行い、議決権比率を低下させることは、当該必要性と整合しないとも考えられます。一方で、新規上場時の売出しは、創業者利得の獲得、個人的な資金需要、申請会社の新規上場時の必要調達額と上場後の流動性確保とのバランス等を目的に実施されているものと考えられます。

そのため、議決権の多い株式等の株主が売出しを行うこと自体を直ちに否定するものではありませんが、議決権の多い株式等の利用の必要性に照らして、売出しを行う目的が著しく合理性を欠くものとなっていないか確認します。

Q15 : 議決権の少ない株式等の上場を検討している場合、その他に実務上どのような点に留意する必要があるでしょうか。

A15 : 議決権の少ない株式等の上場を検討されている場合には、主幹事証券会社を通じて事前にご相談ください。

Q16 : 議決権種類株式を上場させた後に議決権種類株式のスキームの変更を行うことは可能でしょうか。

A16 : 種類株式のスキームを上場後に変更することや遵守しないことにより、議決権種類株式のスキームが株主の権利を尊重したものであるといえなくなるような場合には上場廃止事由となる可能性もあります。

(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Ⅱ 6. (6))

基準の内容・審査のポイント

申請会社の事業目的や事業内容が公序良俗に反する場合又は法律等に違反する場合は、投資対象物件として投資者に提供することは適当でないと考えられます。

この他、公益又は投資者保護の観点から必要と認められる事項について確認を行います。例えば次のような事項があげられます。

○再建計画の遂行途上にある会社から上場申請が行われる場合には、当該計画の定めによる株主の権利の制約、経営管理組織の整備・運用状況等が投資者保護上問題ないかどうかを含め審査を行うこととなります。

○申請会社は、新たに金融商品市場に参加する者として、その健全な発展に寄与する行動をとることが適切と考えられます。よって、例えば、申請会社が組織的に金融商品取引法に違反する行為を行っている場合などでは、上場物件としては不適当と考えられます。

○MBO (Management Buy-Out) により非公開化した会社から再上場申請が行われる場合は、以下の考え方、視点及び運用により審査を行います。

【MBO 後の再上場に対する考え方】

MBO (Management Buy-Out) は、上場会社の経営者が株主から株式を買い取って会社を非公開化する取引です。MBO には、上場会社として役割を終えた企業を市場から退出させるという意味を持つ場合もあれば、機動的な経営改善を可能とすることで企業価値を向上させるなどの意義を持つ場合もあり、一方で、株主にとってはプレミアム取得の貴重な機会でもあります。

このように MBO は、活力ある資本市場を維持していくうえで重要な役割を果たしている面があり、国内でもこれまでに実施された件数は少なくはありません。

このうち、経営改善により企業価値の向上を目指すケースでは、MBO を実施する当初から再上場などによるイグジットを念頭に置き、MBO と再上場が一連の取引として行われることがあります。

一方で、MBO は、一般の TOB と異なり、株主から経営を付託された経営者が自ら株主との間で利益相反を引き起こす取引であること、また、経営者が株主と比べて大きく情報優位に立つ取引であることから、MBO を行う場合には、公正な手続きによりプレミアム配分の適切性や MBO 実施の合理性を確保すべきとされており、取引所でも上場ルールで必要かつ十分な開示を求めています。

また、MBO を実施して上場廃止となった会社が再上場する場合には、MBO 時の計画と MBO 後の進捗との間のかい離が明らかになることから、MBO と再上場との関連性が問われたり、改めてプレミアム配分の適切性や MBO 実施の合理性が問われたりすることがあります。

そこで、上場審査では、過去に MBO を実施して上場廃止となった会社が再上場する際には、市場に対する信頼を維持する観点から、通常の上場審査に加えて、個別に投資者保護のための追加的な審査を行います。

【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 実施の合理性を一義的・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。

・再上場時から見て、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得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。