

# 大証金融商品取引法研究会

## 大証における上場関連業務

平成 23 年 6 月 24 日（金）15:00～17:00 大阪証券取引所 5 階取締役会会議室にて

### 出席者（五十音順）

- 飯田 秀総 神戸大学大学院法学研究科准教授  
石田 真得 関西学院大学法学部教授  
川口 恭弘 同志社大学法学部教授  
河本 一郎 神戸大学名誉教授・弁護士  
岸田 雅雄 早稲田大学大学院ファイナンス研究科教授  
北村 雅史 京都大学大学院法学研究科教授  
近藤 光男 神戸大学大学院法学研究科教授  
齋藤 真紀 京都大学大学院法学研究科准教授  
洲崎 博史 京都大学大学院法学研究科教授  
龍田 節 京都大学名誉教授・弁護士  
前田 雅弘 京都大学大学院法学研究科教授  
松尾 健一 同志社大学法学部准教授  
森田 章 同志社大学大学院司法研究科教授  
森本 滋 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
- 藤倉 基晴 株式会社大阪証券取引所副社長執行役員  
川本 哲也 株式会社大阪証券取引所執行役員  
大西 信二 株式会社大阪証券取引所大阪上場グループリーダー

○森本 定刻になりましたので、大証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、大阪証券取引所の大阪上場グループリーダーの大西さんから、「大証における上場関連業務」と題して実務上のいろいろな問題についてご報告いただき、その後討論をしていただきたいと思います。

それでは、よろしくお願ひいたします。

~~~~~

## 【報 告】

### 大証における上場関連業務

株式会社大阪証券取引所大阪上場グループ  
グループリーダー 大 西 信 二

大阪証券取引所大阪上場グループのグループリーダーの大西と申します。本日はよろしくお願ひいたします。

簡単に業務の説明ですが、大証には自主規制本部として、私どもの上場の関係、取引審査の関係、あと取引参加者の関係と大きく3つの部門がございます。上場のパートに関しては、東京と大阪それぞれで行っておりまして、既上場の会社を担当する上場管理と、IPOのところでの上場審査の2つの部門で業務を行っているという状況でございます。

本日は、資料「大証における上場関連業務」に沿って、上場管理、上場審査に関して日ごろ少し問題意識を持っている内容についてご説明して、ご議論をいただければと思っております。参考資料として、「企業行動規範に関する規則」とコーポレート・ガバナンスレポートの2点をお配りしております。これは適宜ご参考にご覧いただければと思います。

## I 上場管理

### 1 問題認識

まず最初に、3ページですが、上場管理のパートに関して、ざっくりとした問題認識ということで2点書いております。

- ・取引所のルール、運用はどうあるべきか。

取引所の制度、あるいは取引所が関与する範囲というものは、ここ数年来拡大しているというところが意識としてございます。そのあたりは、法令との関係で法令を補足するとか埋めるといった意味合いがあるのかもしれません、そういう意味で、取引所の業務の範囲をどう考えていったらいいかというようなことをふだん考えているところでございます。

・市場の特性にあった規制についてどう考えるべきか。

例えば、私どもは、市場第一部、二部といいういわゆる伝統的なマーケットと、新興市場と一般に言われている JASDAQ といった市場がございます。これは、それぞれ上場されている会社の属性にいろいろ違いがあるということで、それらの市場の特性に沿ってどういったものを考えていくべきかといった論点がございます。ですから、市場を形づくるルールという意味で、上場審査の基準、いわゆる新規上場の入り口の基準、それから上場廃止の基準というものがあって、その中で継続的に上場している会社にお願いするような基準というものがります。このうち、継続して上場している会社にお願いする基準というのは、一・二部と JASDAQ でほとんど同じようなことになっていて、そのあたりどうなのかというようなことは、常々話題になるところでございます。

参考として、金融審の少し前のスタディグループの報告を抜粋でつけております。取引所と法令の位置付けというようなところはスタディグループの中でも色々ご議論があつたと思いますが、このスタディグループの報告の中では、取引所ルールに結構重みが置かれているように思えます。

## 2 制度概要

4ページ以降は、議論の前提というか、現状の上場の制度、あるいは枠組みといった実務的な話を少し書いております。このあたりはご存じのところもあるかと思いますが、少し聞いていただければと思います。

### (1) 制度の見直し

まず、制度の見直しということで3つ書いております。これは、取引所が制度を見直していく上での最近の背景といいますか事情というようなことで書いております。

1つ目の会社情報の充実ですが、開示の面で、常に情報の充実を図るという方向で取引所の制度は見直しが行われていくということがございます。

2つ目は、昨今の新興市場の定着、あるいは会社法制でいろいろ自由度が増しているということで、これまで法規の面でできなかつたものができるようになってくる中で、いろんなことがこの数年起こっております。したがって、このあたりは先生方もよくご存じのところだと思いますが、上場会社をめぐる環境が変化することによって、上場会社の行動面での変化が出てくるということでございます。結果的には市場の信頼性を損なうような動向も出てきており、このあたりにどう対応するかということ。

3つ目として、投資者保護と市場機能という意味で、売買の面でそれはそれできちんと機能を発揮していかなければいけないということで、何でもかんでも規制すればいいというわけでもないというのが取引所の立場でもございます。

以上のような背景を持ちつつ、さまざまなルールの見直しが行われているということです。

例えば、この数年来、株式の第三者割当という手を替え品を変え行なわれているわけですが、こういうものに対して取引所が制度上対応してきていることの一つに希薄化の問題がございます。25%以上の希薄化が起こるようなもの、あるいは支配株主が異動するという場合には、株主総会の開催や意見書をとつていただくというように、手続面の課題を強化したこと。それから、希薄化率300%を超えるものに関しては、制度がでけてからは例がないのですけれども、上場廃止ということを基準として設けております。

また、支配株主が異動した場合、その支配株主との間でいろいろと取引が行われて、その内容が不適切であるおそれがある場合もございます。そういったところについては上場廃止というルールも設けております。

MSCBに関しても、これは取引所だけではなくて、証券業協会にも数年前にワーキングがあって、その中でも議論されたことでもあります、MSCBあるいはMSワントというものに関して、流通市場への影響を配慮して色々な制限を加えました。例えば毎月幾らまでというような転換の速度に一定の制限をかけながらやっていくということとしました。また、最近ですと、株価の面でも、MSですから転換の価格がどんどん切り下げられていくのですが、その下限の価格を設定してもらうといったこともございます。これは、下限を設定しないと最大の希薄化率が算定できませんので、そういったことを発行の際に求めるというように、取引所のルールとしていろいろと制約をかけるということになったわけであります。

ただ、発行を止めるというようなことは、取引所の権限上難しい面もありますので、こ

のあたりは、基本的には開示、あるいはスキームの合理性の説明といったところで対応しているというのが現状です。

## （2）企業行動規範

現在、企業行動規範というものは大きく2つ、遵守すべき事項と望ましい事項とに分けられております。遵守すべき事項というのは、文字どおり必ず守っていただきたいということでございまして、守られない場合には、何らかの措置があり得るというものです。必ず措置を行うというわけでもないのですが、措置がおこわなれる可能性があるということございます。もう一つは、望ましい事項で、これはできる限りこのようにやっていただきたいという内容でございます。

企業行動規範は、色々と項目が置かれています、遵守すべき事項の中でも、比較的最近に入れられたものとして、例えばこの場でもたびたび議論されている独立役員や、先ほどの第三者割当に関するものなどがございます。

望ましい事項でも、投資単位引下げというのは、50万円以下にしてくださいというような話で、昔からあるようなことですが、例えば、反社会的勢力排除に向けた体制整備などは、比較的最近入れられたものです。

企業行動規範は、もともと開示で求めていたようなことの中から、廃止基準とは少し違う意味合いで守ってもらいたいという項目を、当初、プリンシップベースの規範というような位置づけで始めたのですが、最近規則化され、現状ではかなり細かくいろいろなことを規定するような形になっております。

## （3）改善措置・ペナルティー措置

次に、取引所が今とっている措置の枠組みでございます。6ページの一番右側にありますのが上場廃止で、取引所がとり得る最大の措置は、もちろん上場廃止ということです。その手前に、幾つか段階あるいは種類があるという状況でございまして、左側にある事柄の規則に違反した場合に、いろいろな措置が講じられることになっております。一つは、先ほど申し上げた企業行動規範ですし、適時開示の規則違反——開示をしなかった、あるいは遅れた、あるいは虚偽の開示していた、あるいは開示の体制がなっていなかったというような理由で、最近は措置を講ずるケースもあります。具体的な例は後ろのほうに書いております。

それから廃止基準ですが、これは主には虚偽記載です。これは年に何例か、残念ながら出てくるものでございます。こういったものに違反した場合には、改善措置とペナルティー措置という双方を我々としては行っていくことになります。

改善措置の中でも、改善報告書、あるいは改善状況報告書というものと特設注意市場というものがあります。特設注意市場のほうがより厳しい内容になっていまして、この特設注意市場銘柄に入った場合には、年に一度、内部管理のチェックを我々がするということで、これを3回受けて内部管理体制等に引き続き問題あると認めたときは、上場廃止になっていくというルールでございます。

それとは別に、ペナルティーとして公表、警告(1)、警告(2)とありますが、企業行動規範の違反ですか適時開示の違反といったものを5年間に3回繰り返した場合には、上場廃止しております。これは、東証とは少し違うルール立てになっているところです。東証は、ここで違約金という金銭的なペナルティーを置かれていて、そこがちょっと我々とは違うところでございます。

#### (4) その他の対応

虚偽記載が起こった場合に、最近はよく第三者委員会ということで、いろいろと調査をされます。上場会社自身が自主的に委員会を設置されるというケースが多いのですけれども、場合によっては、取引所のほうから調査委員会の設置を求めることがあります。

設置を求めるというケースはないのですが、実際にあったのは、委員の人選について、それではちょっと問題があるのではないかということで考え直していただいたらしく、いわゆる日弁連の第三者委員会のガイドラインに沿った内容になっているかどうかというところは私どものほうでもあらかじめ確認させていただいて、対応していただくというようなことがございます。こういう調査委員会の設置というのも、比較的最近よく見られる話かと思います。

もう一つは、会計士等へのヒアリングということで、最近割と実務上多いものです。特に会計士、監査法人の交代というのがよくあります。監査法人の交代、特に契約期間中に交代される、あるいは1年ぐらいで交代されるといったケースもございます。そういう場合には、なぜ交代されたのかということを、交代前の監査法人と交代後の監査法人の両方にお伺いしたりして事情を聞く。大体は報酬面で折り合わなかったといったことをおっしゃるのでですが、それ以外に、見解の相違といったことはないかというようなことがあります。

す。まれに、会社側が納得いかないということで監査法人を解任するといったケースもございますが、そういったときにもヒアリングをしています。それから、もちろん虚偽記載等、会計上の問題があった場合にも、監査法人にヒアリングを行っています。これらの根拠としては、我々の規則で申し上げますと、適時開示の規則に規定がございます。2つ目に、「上場会社への対応の実情と限界」と書いてあるのですが、取引参加者に関しては、その検査に係る規定などは法律面でもかなり書かれておりますが、取引所が上場会社との関係でどこまでのがどうできるというようなことは、なかなか微妙なところがあるかと思います。

ですから、基本的に上場会社に関しては実査ということでなく、ヒアリング、あるいは資料を出していただく、何かのコピーなり証票なりを出していただくという対応であるというのが現状でございます。もちろん、上場会社に対する処分その他の措置というものは規則上設けているのですが、検査云々というところはそう明確にあるものでもないということで、このあたりは、同じようなステークホルダーのように見えるのですが、上場会社と取引参加者とでは、取引所との距離感が少し違っているなという意識があります。

## （5）事例

次に、少し具体的な事例をご紹介しています。

### ・特設注意市場銘柄（現在指定中のもの）

すべて公表されているものばかりですが、まず1つ目は、前述の特設注意市場に今現在指定されている会社でございます。JASDAQ の銘柄も一・二部の銘柄もありますけれども、基本的には、主に虚偽記載が起こった場合に特設注意市場に指定しているということです。特設注意市場銘柄という制度は、もともと日興コーディアルグループの虚偽記載が問題となったときに、当時は廃止にするか、廃止しないかだけの枠組みだったものですから、その中間的な措置が必要ではないかということで、こういったものが導入されております。

ですから、基本的に、虚偽記載などで重大な違反があったものに関して、上場廃止とまでは言い切れないが会社の社内管理体制全体にわたって問題があるのではないかというような場合に、少し時間を置いて改善状況を確認していくというのが特設注意市場でございます。

### ・公表措置・警告措置実施銘柄（平成23年1月1日以降実施分）

ペナルティー措置として今年に入って実施したものということで、3社挙げております。公表措置・警告措置というのは、これらは規則の違反、適時開示に関する違反ということが言えるわけですが、少し特徴的な例を紹介しますと、例えばある会社は、第三者割当を行う旨を開示したのですが、その払込日が近づいたところで、割当の相手先から、そのような話は知らないと言われ、ファイナンス自体が中止になったという事例です。

我々として問題視したのは、第三者割当を行うに当たって、その相手先の意思確認なりの十分な確認がとられていなかつたのではないかということで、会社にもいろいろ事情を伺って、判断をしたということです。適時開示の内容そのものというよりも、適時開示を行うに当たっての体制の問題ということで、ペナルティー措置を講ずるような対応をとっています。

#### ・虚偽記載での上場廃止事例

次に、虚偽記載での上場廃止事例を幾つか記載しております。一つの違反をもって上場廃止にするというのは、我々としてはかなり重い行動でございますので、相当慎重に対応を図るということでございまして、基本的には、やはり金額ベース、あるいは期間、そういう量的な問題がまず一つ大きくございます。それから、もう一つ大きな要素がトップの関与、組織ぐるみかどうかなどがあります。あとは、その意図として上場廃止を逃れようということでやっていたというようなこと。そういったあたりを総合的に勘案して、判断していくということでございます。

ですから、例えば2つ目のI社などは、比較的新規上場から浅いところで発覚したのですが、新規上場時からそういう問題があったということで、やはりこれは影響が重大であるとの判断で上場廃止にしたというケースでございます。

## 4. 検討

### (1) 制度のあり方

従来、取引所の守備範囲というか、基本的に適時開示というところが基本のフィールドであると思います。そこからカバー範囲が明らかに広がっていっている。企業の行動といいますか、より内容に踏み込んでいっていることがあるのかと思います。例えば、これは今も継続して提出していただいておりますが、コーポレート・ガバナンス報告書がございます。これは最初に入れたものから少し内容も広がっていっているようなところでございまして、その集積・分析したものが、お手元にあるコーポレート・ガバナンスレ

ポートということになりますが、こういったものを出していただく。

それから、先ほど来ご紹介しております企業行動規範ということで、文字どおり企業行動にお願いする。企業行動規範の中には、機関の設置といったガバナンスの面の内容も含まれております。その最たるものとして、一昨年から導入しております独立役員制度があります。このように取引所の規則が拡大していく中で、どういうことが考えられるかということでございます。

先ほどのスタディグループでもよく言っていたと思うのですが、ソフトロー（取引所規則）とハードロー（法令）という言葉がありまして、柔軟性に富む取引所の規則というものでやっていくと。ただ、強制力がどうかという点が反面あるのかなと思います。先ほど、適時開示規則に基づく対応ということを申し上げましたが、適時開示規則も含めて、上場契約書というのが、我々と上場会社を結ぶ根本的なものでございまして、こういったものを上場会社の皆さまから頂戴するということでございます。

要するに、取引所の規則を遵守する旨を書いてあるだけですが、例えばこういう企業行動規範といった新たな体系のものがどんどん入っていく中で、このシンプルな形態で今後も十分かという気も個人的には少しするというところでございます。

それから、措置のあり方ということで、先ほども措置の体系ということで簡単にご説明しましたけれども、例えば私どもと東証でも、少し措置の体系は違っております。東証は金銭的なペナルティーを入れられていて、あのあたりは、私どもとしては少し難しいという考え方もあって入れてはいないのですが、果たして取引所がとり得る措置としてどういったものがいいのか、このあたりは先生方からもいろいろご意見をお伺いできればと思っております。

## （2）新興市場独自の対応

もう一つは、市場ごとに独自の対応が何か考えられるかということでございます。新興市場の特性に応じた規律、新興市場の信頼性の回復と活性化ということで、金融庁あるいは協会からいろいろと対応策が出されて、昨日も公表されているのですけれども、もちろん、法律の面で対応していただきなければいけないことも多いのですが、取引所の場面でも何かできないかということがございます。

12ページに書いておりますように、一・二部とJASDAQで少し違いはあります。例えば新規上場の会社に対して独立役員とか機関の設置を求める時期が、JASDAQのほう

が少し緩やかですから、上場したその日をもって対応しなければいけないというわけではないといった時期的な違いがございます。けれども、求める内容に関しては同じです。企業行動規範、あるいは適時開示の面ではほぼ同じという状況でございます。このあたりをどう考えるか。

実は、独立役員の導入の際にも、新興市場と一・二部で分けるのかという話は随分したことですが、差をつけることはなかなか難しいということで、今に至っております。

表で記載しておりますが、上場廃止基準の面では、JASDAQ 固有のものが幾つかございます。ここに挙げております株価は、JASDAQ だけは株価が 10 円で、これは売買単位に関係なく、1 株でも 1,000 株でも全部そうですが、とにかく 10 円未満が続くと廃止というようなルールがございます。

それから、業績面でも、5 年連続、営業利益とキャッシュフローがマイナスというような場合には上場廃止というルールがございます。

それから、これはグロースだけですが、利益計上というのがございます。というのは、JASDAQ というのはスタンダードとグロースに分かれているのですが、グロースのほうがより成長段階で早い時期にある企業を対象にしております。ですので、利益を問わない上場の審査基準になっているということです。例えば創薬のベンチャーなどが上場される場合、これは赤字で上場するということがございますので、赤字で上場した場合に、一定期間黒字化しない場合には、これはやはりビジネスモデルとしてなかなか厳しいのだろうということでご退場願うというものです。昨年の JASDAQ の市場統合時点からこれらの基準を導入し、株価基準はもう既にこの 4 月から適用が始まっています。ですから、実際に株価 10 円未満の会社が出てきていて、いろいろ各社で対応が行われているわけですが、こういう業績面の基準の適用は随分先の話になるのかなと思います。

また、取引所の規則以外の法制面、このあたりはなかなか私どもがどうこう言っても難しいところがあるのですが、何か考えられることがあるのではないかでしょうか。上場の魅力の減退というようなことが語られていて、やはりこのあたりは、上場会社のご負担ということを考えていく上で、法制面でも何かないかなというように思っています。

下に表でつけていますのは、コーポレート・ガバナンスレポートの中から、割と目立つ項目を幾つか私どもで抜粋したものでございます。JASDAQ のスタンダードと大証の一部を比べています。大証一部は、当然東証との重複上場も多いわけですが、537 社です。JASDAQ のスタンダードは、JASDAQ の中で言うと、比較的規模の大きなほうというこ

とですが、940社あり、それをそれぞれ比べたものです。

例えば上2つで言いますと、筆頭株主の保有比率が半分以上の会社、いわゆるオーナー会社、あるいは大株主上位10位の保有比率が50%を超えるような会社の比率で言うと、JASDAQスタンダードのほうが大証の市場一部と比べて圧倒的に高いということです。これはガバナンスの面の違いです。

次は企業の規模の話ですが、連結の従業員数が1,000人以上の会社の比較、あるいは売上高が1,000億円以上というようなところで比べると、これはかなり数字の面で違いが出てくるということで、やはりJASDAQというのは、相対的に規模の小さい会社が多い。連結で見ても、連結子会社が全くない会社も含めて、連結子会社が10社もないような会社がほとんどです。このあたりも、企業の属性という意味ではかなり違いがございます。

それから、取締役の人数といったところも違うのですが、社外取締役の選任比率はそれほど差がなくて、このあたりは一・二部もJASDAQもそれほど差はないということです。しかし、企業の規模等に関してはかなり差があるということなので、このあたりをとらました制度設計ができるかと思っております。

## II. 上場審査

### 1. 企業再編に係る上場制度

上場審査もいろいろな論点があるのですが、最近の話題ということで1つだけ論点を挙げております。

#### (1) 問題意識

問題意識としては、M&A等、企業再編が進む中で、新規上場のタイミング、その前後ででも企業再編を行うという会社が結構出てきているというときに、制度面をどう考えるかというところでございます。

例えば、上場申請の近くでM&Aのディールが生じたということで、これを進めるべきか、どちらを優先すべきかというようなことがあります。現実に私どもが審査をしている中でそういった事例がございまして、結果的に上場のほうを少し遅らせてM&Aのディールを先にやるとかといったことが間々ございます。

具体的に規則に明確に抵触するというわけではないものもあるのですが、投資家保護上なかなか悩ましい点が幾つかあるということで、会社自身、あるいは引受証券会社の立場

から、なかなか進めにくいような案件であるというところでございます。

## (2) 現状分析

IPOに関してM&Aを過度に規制する規則はないと書いておりまして、15、16ページあたりをごらんいただきたいと思います。ここに不受理規定というのがありますと、上場審査のところでそもそもこういうことがあつたら申請を受け付けない不受理という条件がございます。その中で一つあるのが、上場申請者が上場申請のあたりから2年以内で実質的な存続性を喪失するような合併、こういったものを行う場合にはダメですよということがございます。

この不受理規定には変遷がありまして、ここ10数年来、方向としては緩和されてきております。以前は、そもそもそういう合併等をやっていれば、申請を受け付けないということがありましたと、それは少し緩和の方向に向かっていっています。最終的に、平成13年5月の改正で今の形になっていますが、上場のあたりから2年以内はやめてください、しかも実質的な存続性が失われるような大きな合併はやめてくださいというようになっております。

実質的な存続性というのは、実はそう明確に規則に書いているわけではないので、解釈が少しあるのですが、基本的には、例えば当該会社と比べて一定規模以上の会社と合併が予定されているようなケースですとか、大きくガバナンスを含めて中身が変わってしまうようなケースを想定しております。実はこういうものが不受理規定にあります。ですから、裏を返すと、そこまでのものでなければ上場審査の上で不受理ということではなくて、上場審査の段階で検討するというような建て付けにはなっております。ただし、なかなか事例がないというのが現状でございます。

13ページに戻っていただいて、現状分析の2つ目です。なかなか事例としてこういうものは出てこないということですが、最近では、ある会社で1社ございました。業界慣行ということですが、実際に証券会社のお話を聞いていても、やはりIPO近辺での企業再編というのは基本的に避けたほうがいいのかなというところがございます。これはなぜだろうというところは、次のページで検討課題として書いておりますが、実例ということで17ページをご覧ください。

これは企業再編を予定しながら上場したケースです。ほとんど事例がなくて、ほぼこれぐらいしかないのですが、L社が上場した1年後にM社が上場しました。さらにその半年後に、株価を比べてお互いの合併比率を決定し、株主総会を開催して、その翌年に上場し

た。ですから、1年ごとに、1社が上場し、もう1社が上場し、合併したというようなケースです。

この事例はかなり特殊なケースではありました、ちなみに、L社の有価証券届出書には資料に記載したようなことが書かれています。ですから、実際に上場する相当前から、これで言うと、3年以上前から統合を期して準備を進めて、具体的な道筋が相当程度明らかになっているということで、上場に当たってかなり特殊なケースであつただろうと思われます。

ですから、これまでの状況、あるいは今後の道筋ということを届出書に記載した上で、ファイナンス上場という道をとられたということです。これは一応事例としてはあるのですが、相当珍しい内容かなと思っております。

### (3) 検討課題

基本的に、IPOの前後で企業再編というのは、やはり不確定要素が多いということは事実としてあろうかと思います。統合そのものがうまくいく、いかないということもありますし、その統合の内容も、先ほどの会社のように、そこまで具体的に決まっているケースというのは珍しいです。彼らの場合、それぞれが上場する前に周辺子会社を共同化したり整理したり、システムを統合したりといったこともやりながらなので、かなり珍しいのですが、そういう道筋が明確にあるということは、かなり難しいということです。ですから、そういう不安定な状況で統合するということは、投資家にとってもなかなか判断しづらいというような面があるのではないかと思います。

他方で、こういった懸念はありますが、制度上の問題ではないというところから、このあたり、今後、こういう再編に絡んだような上場のケースについては、どういったところを重要視して対応していったらいいかということです。一つは開示の面、不安定な要素も含めて、きちんと開示しながら進めていけばいいのかというようなこととか、あるいは上場そのものの意義ですか、あるいは株価の算定の仕方にいかに合理性を持たせながらやっていくか、こういったあたりを気にしながら進めていったほうがいいのではないかというようなことが考えられます。

以上が、上場審査にまつわる問題意識ということでございます。管理の面で2つ、審査の面で1つ、合計3つほど問題意識として申し上げました。実務的な要素も多くて、法令、制度その他と必ずしもそぐわない論点かもしれない、ちょっとその点は恐縮なのです

が、先生方のご意見あるいはお考え等を頂戴できれば幸いに思います。

私からの説明は以上でございます。

~~~~~

## 【討 論】

○森本 どうもありがとうございました。本日は、日ごろ上場管理実務に携わっておられる方から、第1に、最近、取引所の自主規制として、開示だけでなく、ガバナンス関連のいろいろなルールがソフトローという形で取り入れられているけれども、それにもっと積極的に対応すべきかどうか、取引所の守備範囲をどのように考えるべきかという点について説明していただきました。第2点目は、伝統的な一部市場と新興市場の間の上場管理のあり方をどのように考えるべきかということ、そして第3点目が、上場審査の関係で、とりわけ新規上場と企業再編のタイミングの関連で問題になる余地もあるので、そこら辺について悩んでいることのご報告をいただきました。

どこからでも結構ですが、できれば今言った順番に従って適宜時間配分しながら、ご意見なり、あるいはもう少し具体的な実情についてのご質問なりをしていただければと思います。どうぞ、どなたからでもご発言をよろしくお願ひいたします。

### 上場会社に対する措置

○前田 企業行動規範などのルールの違反があった場合に対する措置について、6ページの図を見ますと、上場廃止が最終的かつ最も重い措置として設けられているということですけれども、上場廃止という措置が本当に実効性確保措置として適切なのかという問題があるように思うのです。

つまり、経営陣がルール違反をしたにもかかわらず、直接には株主が最も痛みを受けることになってしまう。両罰規定などでも似たような問題があるとは思うのですけれども、例えば非常に悪質な第三者割当があって、株主のほうは、たださえ持株比率を大幅に下げられているのに、上場廃止で流動性まで失うことにもなりかねません。あるいは、もともと非公開化を予定している会社にとっては、上場廃止なんていうのは全く効き目がないということを聞いたこともございます。

ですから、実効性確保措置として、上場廃止という措置も必要なのでしょうけれども、

もう少しバラエティーを持たせて、例えば経営陣に対して直接痛みを与えるような仕組みのようなものを検討されたことはないのか、あるいはそういうことについての問題意識は持っておられないのかということについて、少しお考えをお聞かせいただけるでしょうか。

○大西 まさに非公開化の話がここにもあって、上場後短期間で非公開化をすることは問題であると取引所としても言っているのですけれども、それでその罰が上場廃止といるのはかなりアイロニーなのですが、今おっしゃるように、経営陣そのものへのペナルティ一付けというのは、正直なかなか難しいということで、今まで検討したことはないです。金銭面でのペナルティについて検討はしましたが、我々の考えとしては、金額の多寡も含めてなかなか根拠付けが難しいということで、今はまだ導入はしていません。

先生のおっしゃるように、確かに事を起こしているのは経営陣ですから、そこに手が届くようなことを何か考えられれば、それが一番いいのだろうとは思いますが、なかなか現状ではそこは……。

○前田 損害を受けた株主が会社法に基づいて経営陣に損害賠償を請求して救済を得るということはあり得るのでしょうかけれども、上場廃止によって受けた損害というのは、恐らくは代表訴訟によるのではなくて、429条のほうの問題になるのかなという気もしまして、なかなか救済は難しいのではないかと思うのです。

根拠ですけれども、経営陣は上場契約の相手方ではありませんけれども、上場契約に基づいて経営陣に対して何か痛みを与えるようなことも、理論的に不可能ではないよう思ったのですけれども。

○大西 ちょっと違う言い方なのかもしれないですけれども、予見可能性というようなことは、会社そのものでもそうですし、株主に対しても必要かと思います。要するに、どういうことをやるとペナルティがあるとか、どういうことをやると廃止になるとか、そういう予見可能性というところは特に最近重要なのかと思いまして、不適切な開示の事例とか、あるいは上場廃止の事例、あるいはその審査の我々の考え方といったものは、最近特にオープンにというか、できるだけお伝えして、こういうことをやると廃止になるということは、株主を含めて世間にお伝えするようなことは考えています。

だから、直接株主救済ということにつながるわけではないのですが、そういうところの意識は持っております。

○河本 役員が交代させられるという根拠は何もありませんか。

- 大西 取引所としてですか。
- 河本 はい。
- 大西 すみません、今まで考えたことはなかったのですけれども。
- 河本 あの役員をやめさせなければ上場廃止だと。(笑)
- 龍田 こういう措置は上場契約に基づいてするわけでしょう。ですから、こういう違反をした上場会社は役員に対してこういう措置をとるということを承諾させ、そのとおりしない場合は公表するとか、いろいろ方策はあり得ると思いますね。
- 大西 なるほど。
- 川口 今のお話で、株主総会にかけたけれども、それが否決されてしまったような場合はどうなるのでしょうか。会社としては、そこまでやつたら、義務を果たしたということになるでしょうか。
- 龍田 こういうことをした会社だということを公表すればよいでしょう。おかしな株主が多い会社だと世間から見られることになりますね。
- 河本 金商法の中には、役員の交代を命ずるという規定はあるのではありませんか、証券会社に対しては（金商法 52条2項）。
- 森本 重大な法令違反か何かのときに、取引所については規定があったけれども、発行会社については……。
- 河本 証券会社はどうですか。
- 川口 銀行法にはありましたね（発言者注：銀行法 27条は、「内閣総理大臣は、銀行が法令、定款若しくは法令に基づく内閣総理大臣の处分に違反したとき又は公益を害する行為をしたときは、当該銀行に対し、その業務の全部若しくは一部の停止若しくは取締役、執行役、会計参与若しくは監査役の解任を命じ、又は第四条第一項の免許を取り消すことができる。」と定めている）。
- 森本 今、龍田先生のおっしゃったこととの関連では、例えば、取引参加者と違って、上場会社については法令に根拠がないから、立入検査もきついといわれました。もちろん相場観というものがあるので、どこまで約定したらいいかという話はあるでしょうけれども、立入調査権を約定すれば不可能ではありませんね。したがって、どこまでをするかの話だと思うのですが。  
ただ、それを突出して特定の取引所がやると、上場会社がただできえ逃げているのにということで、経営上の問題となるのかもわかりませんね。(笑)

## マーケットメカニズムの重要性

○森田 上場会社ですから、マーケットメカニズムが大事ですよね。ですから、今おっしゃっているようなことは、監査役とか、会社法で法令遵守とかでやらせているわけで、それを取引所がやらないかんというようなことは、どちらかというとちょっと違うのかなと思います。むしろ今日本では、株主利益最大化というのがいろいろ議論になるぐらいでして、当然にはなっていないということがあつたりして資本市場への魅力がないわけですから、そういう意味で、マーケットメカニズムを促進するような方向での規制ということについて取引所が何かやっていただくのが筋じやないかと思います。

ですから、単に社外役員を入れるというのではなくて、社外役員または社外監査役は上場会社については効率性について意見を述べなさいとか、何かそういうふうな上場会社としてのマーケットメカニズムを促進するような形での規制というのが必要じゃないかと思っているのです。

それで、前田先生が言われたように、僕も最近、自主規制で何でもやりなさいと言っているから、ニューヨーク証券取引所で上場廃止の例を調べかけたのですが、意外といいんですよ。よっぽど経営成績が悪くてどうしようもないというところは上場廃止ですが、それ以外は結構ないんですよね。

○大西 株価の関係が多いんじゃないですかね。

○森田 ですから、実際例がありましたが、株主名簿の記載が違反しているからといって上場廃止とか言われたら、誰がかわいそうなのかを考えるべきです。つまり、投資家の方こそがえらい迷惑をこうむるわけで、それで取引所としては規制でちゃんとしたんですと言われたって、何を考えてるんですかと思いますよね。ですから、私もちよつと調べたのですが、調べ切れてないのかもしれません、ニューヨーク証券取引所の上場廃止という例は、こういう基準ではほとんどしてませんよね。

そういう意味で、マーケットもいろいろありうるでしょうが、あるマーケットについては効率経営をどんどんやるんだというような性格付けもして、それに向けての魅力づくりをしていくというような、何かそんなことでないと、悪いことをしたやつをつかまえるのだったら、会社法でもやっているし、それは金融庁に任せたらいいのと違いますか。だから、取引所としては、やはりマーケットメカニズムを大事にしてほしいなと思いますけれども。

## 上場会社を増やすような施策

○岸田 いろんなペナルティー・制裁の根拠は上場契約だとおっしゃっていますけれども、11ページの下の上場契約を見ますと、将来制定または改正することのあるすべての規定ですから、初めて上場したときはそういうことは知らなかつたとしても、後になって、そういうのも全部規制に入るわけですね。それで、先ほど前田さんがおっしゃつたように、それが投資家の保護になるのかという点が一つあります。

それでお聞きしたいのは、2006年以降、それまでは適時開示だけが取引所の規制だったと思うのですけれども、ガバナンスとか企業行動規範、独立役員制度、いろいろなものが入ってきてているのですが、去年、一昨年と上場会社が100社ぐらい減っているし、昨日の新聞によると、世界中の取引所で上場企業が減っているそうです。規制がどんどん厳しくなって、例えば内部統制とか四半期も厳しいとか、監査にお金がたくさんかかるとか、あるいは相続税対策で上場を廃止したりとか、LBOとかMBOとかで、どんどん上場が減る可能性があるわけです。それで、今おっしゃった規制はよくわかるのですが、逆に上場会社を増やすような施策というのをお考えか、その辺をお教えいただきたいと思います。

○大西 上場会社を増やすのは、IPOを増やすということだと思いますが、片や、そこは我々、上場審査をする立場でもあるので、どんどん増やしましょうというふうには、私の立場上申し上げにくいところがあります。一つはそういうところだと思います。

廃止の面では、最近、おっしゃるようにMBOというか、TOBというか、大変多くなっているのは事実ですので、このあたりについてどういう手が講じられるかというところは、我々としても考えないといけないかと思います。

MBOについては別途調査中ですが、ざっくりとした傾向としては、株価の安い会社、PBRが1を割っているような会社がやはり多いというところはあって、あるいは時価総額で10億円未満というような規模の小さな会社が比較的多かったりというようなことがあります。

業界の関係の方にお伺いした者に聞くと、特に銀行が、結構資金を貸されているということもあって、MBOを勧めておられたりという話もあるようでございますので、我々との関係は厳しいのだろうと思います。ですから、大変迂遠なというか回りくどい話かもしれませんのが、できるだけ市場評価を上げていくような方策ができるいかという

のが正直なやり方なのかと思います。

ＭＢＯの会社を調べたときに、必ずしも経営成績が悪いわけではなく、増収続きの会社も多くあります。したがって、市場評価が適切になされていないみたいなところが一つはあるのかなと思いますので、我々のほうでＩＲの支援ですとかアナリストレポート拡充というようなことは少し前から始めていますが、そういったことをやっていくということなのかと思っています。真正面からのお答えにはなっていないかもしれません。

○藤倉　　最近、証券業協会を中心として取引所もかかわって、2番目のテーマにもかかわりますけれども、新興市場の活性化という視点からいろいろと議論をしたと思います。その中で今のご質問の答えになるような、上場を考えている企業にとってプラス、こういうことをやっていこうというものが幾つかあったと思いますから、ご紹介をしたらどうでしょうか。

○大西　　そうですね、上場審査で言いますと、できるだけ透明性を高めるというところはあると思います。取引所の審査はわかりにくいというか、何か見えにくいということをよく言われます。机の引出しの中にいっぱい基準を持っているとかと昔から言われます。できるだけそういうところを透明にしていこうということが一つあります。

ですから、審査の例えはスケジュールの面、あるいは審査のチェック内容、即ち、こういったところを取引所としては確認していきますというようなこと、さらには、審査の中で、今回は残念ながら適合しませんということでお断りする場合には、その旨をきちんと書面も含めてご説明するというようなことで、方向としては、できるだけ透明性を高めることでＩＰＯを少し増やそうかというようなことがございます。

### 上場契約違約金

○川口　　きょうのご報告の中で、上場廃止以外の措置が何かないかということですが、結局、大証は違約金制度は採用されなかったのですよね。その理由は、根拠が不明確だからと記憶しています。先ほどから上場契約で、いろいろなものが書き込めるのではないかという話がありました。しかし、違約金をとるという内容は、上場契約のなかで書き込めないという結論になったということでよろしいでしょうか。契約違反があれば、それは債務不履行なので、損害がある限り、賠償責任は発生します。賠償額の予定も可能で、違約金は賠償額の予定と推定する規定もあります。しかし、自主規制違反の場合の違約金をこれらと同視するというのは難しいとも思いますが、大証としてもそのよう

に判断されたということでしょうか。

○川本 私のほうからご説明します。東証の場合は、川口先生がおっしゃったように、債務不履行に基づく契約違反というところで損害賠償請求を行っていると聞いております。私どもも、それは民法上の債務不履行において、かなり予見可能性が高くないと、なかなか債務不履行で、責任は問えないのではないかと。適時開示のルール違反というのは、正直、結構ございます。その場合において、どれをとって、どれをとらないというところを上場会社に我々が十分に説明できるのかどうか。少し自信がなかったこともあります、ちょっと難しいのではないかというところで、まだ導入を決めていない次第でございます。

この辺をもっとクリアな形ではっきり、どういう形であれば債務不履行で損害賠償請求できるというところを予めちゃんと説明できていないと。やはりそれなりの金額的な負担を求めるわけですから。

○川口 損害の賠償ということであれば、どのような損害が発生したかの立証は困難で、やはり取るのは難しいんじゃないでしょうか。

○川本 たしか1,000万円という枠を全部定められていたと思いますが、それは投資家、あるいは株主に対して払ってもらうのか、だれに対して払ってもらうのか、整理がつかなかった部分があります。それと、損害賠償の額というのは、算定できるものなのかどうかというところがございます。

○森本 不実開示により取引所にはどのような損害が生ずるのかということですね。

○大西 たしか東証は、規則上は、市場の信頼を失墜した場合にとか、何かそういう規則なのですね。

○川本 私ども、取引参加者の場合は過怠金というペナルティーを取るようなものが法的にも担保されておりますので、過怠金を取ったりするようなことは多々ありますけれども、上場会社に対してはそういう法的根拠もございませんので、それが制度として何かの争いになった場合に大丈夫なのか。罰金ではないので、正直、ちょっと難しいんじゃないいかという感想でございます。

## 上場契約の守備範囲

○近藤 措置を行う場合に、その根拠として用いられている上場契約についてお聞きします。11ページの上場契約書を見ますと、まず「その他の規則」という言葉があって、

そして2のほうでは「その他の措置」という言葉が出てきます。そうなると、結局、一体どこまでを守備範囲として考えられているのか、あるいは措置としてもかなり広いものを考えられているのかということがかなり気になっております。つまり、選択肢として相当程度広いものをそもそも考えられているのか、あるいはそうではなくある程度制約的に考えられているのかということについて、まずその感覚を教えていただきたいのですけれど。

○大西 「その他必要と認める」というのは、何と特定できないので、とにかく適正な上場管理の視点から取引所が決めることには従ってくださいという、そういう趣旨のものだろうと思います。「売買停止その他の措置」ですが、売買停止は、我々取引所が必要に応じてやる。どんな場合にやるかというと、細かな運用はもちろんあるのですが、そういうものは書き切れないで、こういうふうにざっくり書いています。その他の措置というところには、当然、上場規程に基づく措置を含めていろいろなことが考えられるということです。ですから、かなり幅広いものを念頭に置いていると。

○川本 私のほうからちょっと補足を。上場規程上、措置という項目がございまして、その中に幾つかありますて、例えば私どもが不適切な開示に対する改善報告書をとったりとか、あるいはその改善した状況を後ほど報告してもらう改善状況報告書をとったりとか、出すべき書類が出されていないことに対する改善報告書をとったりとか、さらに、特設注意市場銘柄に指定したりとか、こういった改善のための措置というものが位置付けられております。それから、公表や警告など、ルールに違反した会社はこういう重大な適時開示規則違反を行った会社として、取引所が問題視しているということを投資家に伝える、そういう措置をルール上は定めております。それから売買を停止するとか、それ以外にもさまざまな措置があるのですけれども、上場規程上はそういうことを措置として取り扱っております。

### 投資家による取引所に対する責任追及の可否

○行澤 上場廃止の観点で、先ほどから上場廃止自体は投資家保護に必ずしも適切でないでのというお話があつたのですけれども、現実問題として、例えば取引所が適切な注意深い管理を十分しなかつたから上場廃止になって、それで株主が損害をこうむつたからと、取引所が投資家の責任追及を受けるということはまずあり得ないし、それは想定されてないのですよね。

○大西 そうですね、今まで取引所が当の上場会社から訴えられたことしかありません。

○行澤 理屈の上ではあるのかもしれませんけれども、実際問題、取引所は投資家に対してそういう法的責任を負っていない。負っていないという言い方が適切かどうかわからりませんが、事実負わない。確かに上場規則がこれだけ包括的だと、投資家からしたら、必要なことは取引所が何でもやってくれるのだと思っていたのに、やってくれなかつたので上場廃止になってしまった、どうしてくれるんだという主張の可能性がでてこないとも限らない。しかし、そこは、さしあたり取引所の責任の問題ではない。

やはり、上場廃止というのは、取引所が上場会社との契約関係において信頼を裏切られたということに基づくわけですね。信頼を裏切られたからもうやつていけませんという、継続的な契約関係が解消される場面である。さらには、将来の投資家に対する品質保証といいますか、こんな危険なものはもはや上場させられないという趣旨によるのでしょうか。そして、取引所がその判断によって、直接株主に対して責任を負うという前提にない以上は、逆に株主も、上場廃止ということに対してはあくまで自己責任だということになるわけですね。

つまり、取引所は、上場廃止をしたら既存の投資家が困るからそれは回避しなければいけないのだというような、そこまでを含めて考えなければならないものかどうか、ちょっと私は疑問に思ったものですから、ご見解をお聞かせいただきたいのですが。

○大西 上場廃止基準には、株主数が足りないとか、いわゆる形式的な基準があって、これは見ればわかるというところだと思います。取引所の判断が入る部分に関して、例えば虚偽記載があると、まず監理銘柄に指定します。廃止の可能性があるということになれば、まず我々としては監理銘柄に指定して、この会社をこれから審査することをまずマーケットに知らせる。そこから先は、結論が出るまでは、我々から何かアナウンスすることはまずないですから、その間は、投資家にご判断をゆだねるしかないわけですが。

○森田 それはおかしいのと違いますか。それは根本的な考え方がおかしいですよ。つまり、上場会社だからみんな株を買うんですよ。大衆投資家は信頼しているわけです。その大衆投資家の信頼というのは、ちゃんと経営してディスクロージャーされているだろうということが取引所によって保証されていることだと思いますよ。ですから、ニューヨーク証券取引所が監査委員会の設定を要求するわけです。つまり、財務内容はしっ

かりして、投資家のためになっているのだということを、上場している以上は保証しようと。まさにマーケットメカニズムのそのところを保護しようとしているのですよ。それを自己責任でやれと言われたら、そんなものはおかしいのと違いますか。

○大西　　自己責任でなく、もちろん日常的に我々も管理ということはきちんとやっておるつもりなのですけれども。

○森田　　それは何に向けてかというと、上場というようなブランドを掲げているから、そこには投資家の信頼が来るわけだから、それにこたえるようなことをしてあげましょうと。

○大西　　そうです。ですから、基本的に日々の開示の面で、やはり我々はきちんと上場会社に対してすべて情報を出させるという対応でやっています。

#### マーケットメカニズムに基づいた投資家保護

○森田　　だから、そのときにさっきから問題になっているのは、ディスクロージャーならほかでもいろいろやっておるのですけれども、もう少し例えば人的な面で、今言っている監査委員会というようなものは、まさに財務諸表の信頼性でしょう。まさにそれは投資家にとって非常に大事なものだから、上場している以上は普通よりももっと要るんですよとか、そういう観点で、金商法と大分重なってますけれども、厳密には重なっていないところもあるかもしれません。あるいは取引所によっては、うちはこんなふうにして独自に株を売るようにしておりますよとか、何かそんなことがあってもいいのではないかでしょうか。

だから、どっちにしても、マーケットメカニズムに基づいた投資家保護でないと……。

○行澤　　そのマーケットメカニズムに基づいた投資家保護というのは、取引所は、金商法の枠組みにおいて自主規制機関として法令上の役割を担っているのですが、それ以上に、上場銘柄に対する法的責任にまでは高められないような事実上の品質保証責任があるということですね。でも、それはまさにマーケットメカニズムなのだから、まさに市場の中でどこまでを上場契約に書けばいいかということは決まってくるものですね。それを、なぜここまでやりなさい、ここまでやりなさいと取引所に要求することが、マーケットメカニズムということになるんですか。

○森田　　いやいや、担保するためです。マーケットメカニズムが機能するための環境整備ですよ。つまり、そのためには、財務諸表の信頼性がないといけない。

○行澤 第一義的には法律が枠組みをつくって、その枠組みの中で自主規制機関として取引所はどこまでやりなさいということが枠付けられているわけですよね。取引所がそれ以上の規制をかけるとすれば、それはまさにマーケットメカニズムによる自律的な調整に委ねるべきではないかと思うのですが。

○森田 それは松尾さんなんかの専門だけれども、例えば会社法では種類株でいろんなものを可能にしています。だけど、上場会社で上場という形で投資家に参加してもらうためには、こういう種類株ではやはり参加してもらえないよねというような部分があるのと違いますか。そういう意味では、そういうところは独自の上場基準ということによっての保護というふうになるんじゃないでしょうか。

○松尾 一般論としては森田先生のおっしゃることはわかるのですけれども、日本の特に一時期の新興市場なんかを見ていますと、マーケットメカニズムとか、あるいは会社法の規制にゆだねておいても、およそ自浄作用が期待できないような事例があります。極限を言いますと、いわゆるハコ企業と言われるようなものです。実際にかなり既存株主にとって不利な内容のM S C Bでも、株主総会で通ってしまっているというような例もあると思うのですね。そういう会社の株式が上場されると、取引所としては、上場している商品の品質管理という観点から、やはりはじかないといかんものも出てくるのではないかと思うわけです。そのときに、その会社の株主には犠牲になっていただくかもしれませんけれども、市場に対する信頼性を確保するという観点から、そういうものをはじくことは必要になるかなと。

○森田 どうやってはじくのですかね。

○松尾 上場廃止にするしかないのだと思います。

○森田 そしたら、その会社の株主は全体がパーになってしまうのでは。

○森本 今、松尾さんがおっしゃったように、取引所は、パブリックだけれども私的なところであって、取引所間競争もあるわけです。それから、一つの取引所の中にも一・二部市場、新興市場、それから、最近ではプロ市場なるものもあるし、その投資者層との見合いで、こういう上場商品にしましようということを取引所は提示して、その基準に従ってやることになるのですね。そこで、新興市場の上場基準ないし上場廃止基準と、一・二部市場の上場審査基準ないしは廃止基準、あるいは継続中のチェックをどうしたらしいかという話になるのですが、取引所として、自分たちは例えばこの市場についてお上品な商品だけをやりますと、そういうことはやれると。

○森田　　松尾さんの例で言うと、何かむちゃくちや危ないＭＳＣＢの株主総会決議がしにくいような規制をすればいいのでは。そういうのを出すときにはディスクローズをこれだけしなさいとか、そういう規制をするべきですよ。

○森本　　それは取引所の問題とちょっと違うのではありませんか。

○森田　　違うけれども、マーケットメカニズムという以上は、資本市場だけじゃなくて、そこでは株主の権利行使ができる、議決権行使もちゃんとしているということが前提での話だから、そこでの何らかの工夫で、それから、ゴーイングプライベートの取引のときでも、開示項目はこれだけしなさいとか、何かそういうことでやつたらどうかと。結果としての廃止というのでなくて、そこへ行くまでに投資者保護に向けて何かもっとできませんかねと思うのですけどね。

○大西　　そうですね。実際やっぱり、ＭＳＣＢでなくてもいいですが、そういう資金調達の際に、資金使途とかもそうなんですけれども、過去のファイナンスの履歴とか、前回のファイナンスのときにはこんなことを言ってましたとか、そういう周辺情報も含めて相当書かせるように、最近の傾向としては向かっていっておりますので、そのあたり、日々……

○森田　　書かせるというのは、どこへ記載させるのですか。

○大西　　適時開示の資料ですね。

○森田　　それを議決権資料にまで書かせたら一番いいね。

○大西　　そうですね。

○行澤　　話をもとに戻すようで恐縮ですが、取引所の経営判断といいますか、取引所間競争に勝ち抜くために上場廃止はできるだけ狭めたいという判断はあり得ると思うのですが、投資家保護の観点から上場廃止は抑制的でなければならないという規範は、本当に取引所を縛るべきなのでしょうか。

○森田　　しかし、投資者は困ります。持っておったら、売れんようになるから。(笑)

○行澤　　だから、それまでのプロセスで、取引所としては既存投資家に対してアラートは出す訳ですね。

○森田　　それは十分やった上であれば、最終的にはそれはしようがないですけどね。

○森本　　しかし、上場廃止はいわば死刑判決ですからね、それは例外的なもので、その事前の段階で、一発上場廃止というのは極めて例外的な悪質というのか……

○森田　　一時期、よくあったような気がしますけれど。

- 大西 そんなことはないですけれども。(笑)
- 龍田 上場廃止に限らず、制裁を加える場合には、それなりのルールがあるのではな  
いでしょうか。取引所の規則で決めればそれでよろしいというものではないはずで、基  
本的には比例原則というようなものがあるでしょう。非行とそれに対する制裁とは釣合  
いのとれたものであることが、要求されるはずだと思います。株主、投資者に何のメリ  
ットもなく、損害を及ぼすだけのような制裁は、取引所が課すべきではないですよね。  
極端な場合には、取引所が不法行為責任を負うこともあるのではないかでしょうか。そ  
ういうことを抜きにして、規則で決めさえすればどんな制裁でも可能だというのは、ちょ  
っとおおらか過ぎる議論だと思います。

### 第三者委員会

- 河本 今、私どもが経験するのは、第三者割当増資のときの第三者委員会の仕事です  
が、これも、結局は、取引所の方針に従って委員会を運営して、意見を出すということ  
になるわけです。

今まで、我々が第三者割当についての相談を受けたり意見書を書いたりするときには、発行価額そのものの公正さということだったのですね。そのときに、株主に財産的に損失が出ていなければ、それだけでオーケーだったんですよ。ところが、今は、大証の「不適切な第三者割当増資等の未然防止について」を見ても、この中の「不適切な第三  
者割当増資の要素」の第一に掲げているのが、「資金調達の必要性を欠く」ということですね。さらに、具体的には、「調達した資金が有効に活用されず、企業価値が向上しなかつた結果、既存株主が希薄化の影響のみをこうむるおそれがある」ことが挙げられています。これは増資をするときの発行価格の話じゃないんですね。発行価格は、市場価値からして適正である。したがって、ほかの株主に財産的損害は発生していない。  
しかし、今、問題にしているのは、その金の使い方ですね。今、取引所自身が判断な  
ざるもの、第三者委員会に求められているのも。

だから、第三者委員会に参加してわれわれが何を議論しているかというと、この金を  
使って、その事業をやって、その結果、うまくいくかということですね。

そういう説明はうんと聞くわけです。会社の担当者からだけでなく、会社の依頼を受  
けた専門のコンサルタント会社の膨大な資料に基づく説明も含めましてね。これは従来  
の増資規制の話と全然違うのですよ。

つまり、まさに、経営判断の話に入ってしまっているわけです。このごろの需要減退の経済環境のもとで、一か八かこの金を集めて集中投資をしてみようというわけですね。そういうぎりぎりの判断をしているわけです。これは恐らく取引所の皆さん方が事前相談をいくら受けても、それは危ないですよ、やめておきなさいとは言えないし、これは言っちゃいけないことではないですか。

そうすると、第三者委員会だって、法律学者や公認会計士が集まつたって、そんなことは私に聞いてくれるな、(笑) あんた方が決めたらいいではないかと、これしか言えないわけですよ。そこまで足を踏み込んでいるのですか、今の取引所のやり方は。

○大西 もちろん、おっしゃるとおり経営判断でございます。経営判断そのものに踏み込んでいるというよりは、どこと具体的なことは言いにくいのですが、とんでもない資金使途を提示されてきたケースというのがあります、やはり我々としては確認のしようがないことがあって、本当にそんなことに金を使っていましたかという、明らかにそういうことがあるわけです。ただ、それは我々としてはわからない。時にはいろいろ証明をもらったり、例えば不動産を買いますというときは登記簿を確認したり、もちろんそういうことは確認としてしますが、何それの開発をしますとか、何とかいう新製品の開発にかけますといった資金使途に関して言うと、確認がかなり難しくなってしまいます。

だから、意図としては、できるだけそこは詳しく書いてもらっていて、もし後からそれが違ったということが明らかになった場合に、我々として何らかの措置をとっていくとか、どちらかというとそういう意図もあってやっているというような意味合いです。

先生のおっしゃるとおり、それが経営判断として正しいかどうかということは、我々が口を挟む話ではありませんし、最終的には、そこはもうしようがない。

## ソフトインフォメーション

○森田 昔、ソフトインフォメーションの開示の問題を調べたことがあるのですが、手取金の使途というのは、ソフトインフォメーションですね、これから計画だから。いいかげんなことを書いていたんです、日本は。そのとき、SECの規制なんかを見ていたら、手取金の使途で今おっしゃったようにうそを書いていたら、えらいことになりますよ。虚偽開示です。非常に厳しいです、ディスクロージャーの責任として。日本はそれが今まで物すごく緩かったと思います。ですから、それを今、取引所のほうでカバー

されているのかなという気もしますけどね。

○河本 なぜ第三者割当てをやるかというと、そういうぎりぎりの経営のための資金といふものは、出す方にとってこそ、非常に大きな決断が要るんですよ。そういうことを株主割当によって一般の株主に判断せよと言ったって、とても判断できないから、「まあ引受けはやめとこう。」ということになる。そんな中で、「ひとつかけてみよう。」という人が出てくるから、第三者割当に持っていくざるを得ないわけですね。だから、ぎりぎりの事件というのは、大抵皆そうです。だから、結局、私の考え方としては、まさにあなたがおっしゃったことと同じかと思いますけれども、とにかく開示が十分できているかどうかということに尽きるように思うのですね。当該事業の危険性についても十分開示されておれば、後は、株主の判断に任せるべきことではないかと思うのですね。株主がこんな危険なことをする会社の株は持っておれないと判断すれば、その株を売るでしょう。

○森本 その意味から言うと、11ページに、取引所の守備範囲として、従来は適時開示を中心としていたけれども、近年、適時開示を超えるコーポレート・ガバナンスというものになっているという指摘があります。それを主体的に取引所が考えてなさっていたらそれでいいのですけれども、どうもこういう書き方からは、取引所はさせられているという意識がおありなのだろうかと推測するのです。それはともかく、そういう流れにやや違和感というか、問題点がないかというご質問と理解しました。結局、取引所の実務として、適時開示をベースに、不実・虚偽表示を防止するために、制度設計として第三者委員会なんかを設けていますと、こういう整理をするのだろうと思います。

例えば4倍額以上の増資についてはレッドカードで即上場廃止とされたのですね。これは情報開示の問題でなくて、不適切な会社行動ですが、これは本来、会社法で取り扱うべきところを、会社法が適切に対応していないから、どこからか取引所において適切に対応せよというお達しがあって、取引所も、自分たちの仕事かなあと思いながらルールを決められたのかということを、この文章から推測することになるのですね。

だから、先ほどの第三者委員会なんかは、不実・虚偽表示を避けるための制度設計と説明することができますが、それとこの300%を超える増資の問題とは異質で、むしろそっちのほうが取引所の本当の守備範囲なのかなと思わないでもありません。しかし、適切になすべき所がなければ、取引所がしなければならないのかなと、こういうことですかね。現実にあったわけですからね、300倍増資が——1,000倍以上だったん

ですか。

○大西 何かそんなものも、はい。

○森本 ソフトローとか、ハードローとか、言葉はきれいだけれども、本来ハードすべきところをソフトに任せているという面も否定できません。それもまた問題があるかなという感じがするのですけれど。

### 市場の特性に応じた規律

○北村 12ページの「新興市場の特性に応じた規律」のところの一部の企業行動規範について、一・二部と JASDAQ の違いは、適用時期だけというお話しでした。そうすると、JASDAQ については、基準に応じなくてもとりあえず上場できるようにするというものが現在の立場と理解できます。

これについて規範の内容面で違いを生じさせたいということで注目されたのは、一部と JASDAQ の規模の違い、具体的には連結従業員数、連結売上高、連結子会社数の大きな差ということでした。しかしながら、5ページにあります企業行動規範の「遵守すべき事項」とされている16項目のうち、会社の規模に関する項目が実際あるのかなという点が少し疑問です。企業行動規範の中の「望ましい事項」では規模に関係して区別する項目はあり得るかもしれません、具体的にどのような項目について差を設けたいとイメージされているのか、わかりにくかったので、ご説明いただけますでしょうか。

○大西 現状、導入時期というか、義務化の時期が違っているのが、独立役員の確保と、あと機関の設置です。これは、従来のジャスダック証券取引所時代からの違いをそのまま引き継いでいるような格好です。

実際、独立役員も、実は今年からペナルティーの対象になりますが、やはり確保に苦労されている会社もあって、特に苦労する傾向にあるのが JASDAQ の会社です。これは、一つは所在地が地方であることの問題とかもありますし、規模の問題もありますし、現実にやはりなかなか苦労されている。そう多くはありませんが、そういうところがあります。なので、そういうところをもう少し差をつけていけないと。具体的にイメージがあるわけではないのですが、何かそういうことを考えられないかなと。

○北村 ということは、JASDAQ の会社のいくつかは、現在企業行動規範を遵守するのが難しい状況にあるということがむしろポイントだということですね。

○大西 そうですね。今、この瞬間に違反の会社さんが別にそう多くあるわけではない

のですけれども、潜在的なことも含めてで言うと、結構厳しいところで頑張っておられるというところはあるかなと思います。

○北村 先ほどから森田先生がおっしゃっていますマーケットメカニズムとの関係では、上場を維持する会社として無理のない範囲で必要な規範の違いを探していくということに結局はなるのですね。

#### JASDAQの上場廃止基準

○洲崎 JASDAQ の上場廃止基準として、株価と業績について解説をいただきましたが、業績については、5年とか10年という長いスパンで見るということでした。将来の成長性を重視して投資される JASDAQ の会社についてそれはよくわかるのですが、株価については、3ヶ月という短期的な視点で見られるということで、随分視点が違うのかなという気がします。また、株価については、この基準による上場廃止を免れたければ、おそらくは、株式併合をすることで免れることもできるのだろうと思います。この点でも、業績の基準とは違うのかなという気がします。

この株価の基準を導入されたのは、どのような事情によるのでしょうか。

○大西 3ヶ月というのは、今、例えば時価総額の廃止基準は原則3ヶ月間で廃止で、再建計画を出したらもう半年延びて都合猶予期間が9ヶ月間になっています。3ヶ月間というのは、長さということではその原則部分と同じです。

株価に関しては、市場統合時の議論としてもいろいろありました。低株価が何が悪いのかというそもそもその話も結構あったのですが、ここはどちらかというと、意味としては、純粹に売買管理の要素が強くて、10円を切ってくると、日本の値刻みは最小で1円なものですから、1円動くと何%動くかという話があって、そういう株価の動きがメインになっていくことの望ましくなさというようなことから、10円という基準を入れています。

逆に言うと、これをなぜ JASDAQ にだけ入れているのかという議論はちょっと別にあるのですけれども、新興市場は特に、そういう低位株というのは現実に数社あって、先生がおっしゃるように、実際に株式併合されているケースもありますし、そういうどちらかというと売買管理の面でこういう要素を考えたというところはございます。

#### 公認会計士へのヒアリング

○河本 7ページの記載のことでお聞きしたいのですが、そこに「公認会計士へのヒアリングに対する協力義務」と書いてあるけれども、私共、例のM社の過去5年間の虚偽記載の訂正のときに委員会を設けて、随分多くの人の話を聞きましたけれども、肝心の公認会計士の話は聞けなかったのですよ。いくら要請しても、出てこなかつた。東証へ報告にいったときも、「公認会計士の話を聞いたか。」と言われたのですが、相手が拒否するから聞きようもなかつたのですね。

ここでおっしゃっているのはどういう意味ですか。公認会計士へのヒアリングができるように、発行会社が何か働きかけろということですか。

○大西 いえいえ、これは守秘義務の関係で、会計士は守秘義務を負っていますので上場会社に対してそういう了承を求めるという趣旨でございます。

私どものほうから先生方にお願いしてお話を伺っているのですが、実情として、詳しくお話を伺いできることもありますし、大変形式的なお答えに終わってしまうケースもあります。ですから、「これ以上はお答えできません」だけで終わってしまうこともありますし、それはケース・バイ・ケースですね。

○河本 とにかく公認会計士が一番よく知っているので、その話を聞くことが大事なのだけれども、それを強制して聞けるのは、役所はもちろん権限を持ってますが、取引所としては、別に契約上も何もないですね。だから、嫌だと言われたらしようがない。

○大西 そうですね。限界があるのは事実ですが、出来るだけ詳しくお伺いできるように努めているところです。

#### 取引所の役割の拡大とそれに伴う取引所のコスト

○齋藤 取引所の役割の拡大の話がずっと出てきています、本来、これをどこまで取引所が自発的にやっているのかというお話も出たところなのですけれども、企業行動規範の中には、単に開示資料だけでは遵守状況が判明しないような内容もたくさん含まれているはずで、そういうものの監視体制はどうなっているのか。結局、これは開示で判明した部分でサンクションをかけていくための制度だったら、最初から開示規制として設けたほうが筋がいいのではないかのというふうに思っているところです。

また、その監視体制の維持につき証券取引所にかかるコストが見合っているのか。たくさんいろいろな仕事を任されると、それだけ費用もかかるわけですから、そこに便利な人がいるから使えという発想がどうもあるような気がします。その人にそ

の仕事をお願いするべきかどうかを判断するには、もっといろいろな要素があると考えられますが、どうも金融商品取引所に過大な期待を寄せ過ぎているのではないかと思っているところです。そのあたりについてはいかがでしょうか。

○大西 前半のほうで申し上げますと、基本的に、できるだけいろいろな場面において開示をしていただく。その開示に関して間違っていた、あるいは不正確だった、不十分だった、言っていることと違うことをしていたと、そういう角度で我々が後から突っ込んでいくというのが基本だと思います。あるいは、その裏側に実は言っていないこんな事情があったのですか、それはどうなんですかというようなことで突っ込んでいくというのが、我々の措置の姿勢だと思います。

それで後段の話につながるのですが、そういう意味では、開示にかけるチェックや会社からご相談いただいたものの手間というのが大変多くなっているのだろうと思います。10年前と比べてどうかというふうに定量的に比べにくいのですが、いろいろな要素が増えています。開示そのものでなくとも、いろんな提出書類の関係がどんどん増えていて、これは上場会社にとってのご負担でもあるわけですが、受け取る我々もなかなか手間がかかっていることは確かですので、トータルでのワークロードが多くなっているのは事実なのだろうと思います。

そのことがコストとの見合いでどうかということは、残念ながらというか、上場賦課金を決めるのは我々ではないので、何とも申し上げられないところですが、トータルとしては何とかやっていけているだろうなという状況でございます。

○川本 ちょっと私のほうからも補足をさせていただきたいと思います。

そもそも上場会社に対しては、適時適切に開示してくださいという宣誓をするようなことをお願いしております。取引所は上場会社に対して、会社情報に対して必要と認めた場合は照会をかけるというルールが規則上定められています。照会があった場合は上場会社は正確に答えてください、必要によってはその内容を開示してくださいということで、あくまで取引所ができるることは、正直、照会程度といいましょうか、調査・検査するというようなところまでルール上は書いておりません。いろいろ話を聞くというのは、あくまで照会としての位置付けでございます。

それから、2点目のコストの点というのはなかなか難しいのですが、私どもの考え方の根底にあるのは、いろいろな不適切な開示に対して監理銘柄（審査中）に指定する、例えば、虚偽記載があった場合で上場廃止の審査を行うようなときには、上場管理料と

いうのを上場会社に請求することにしております。それによってコストに対応する料金体系として整理しているところでございます。それで実際にカバーできているのかどうかというと、もっとコストがかかっているとは思いますけれども、考え方としては、エキストラな費用については別途上場会社に負担をお願いするという考えを持っております。

### 実質的な存続性の喪失

○石田 全然違う話なのですけれども、M&Aのところで、実質的な存続性の喪失のお話をされていました。当事者の財務上の規模などを見て判断をするというようなことのようですけれども、これはそもそも趣旨というのは何ですか。裏口上場を防ぐとか、それとも投資対象の同一性を保ちたいということか、ちょっと趣旨がわからなかつたので、お教えいただきたいと思います。

○大西 15ページあたりにルールを書いておりますが、「実質的な存続性」というこの言葉自体は、上場廃止の基準のほうにもございます。先生のおっしゃるように裏口上場を防ぐということでございます。

逆に言うと、上場廃止のほうも、そういう大がかりな合併をしたら、昔はすぐ廃止だったわけですが、そうではなくて、上場を維持しながら実質的に上場審査を受けていただくというのが、上場廃止のほうの考え方です。おっしゃるとおり、企業としての存続性というか、実態が大きく変わってしまうような場合には、改めて上場審査を受けていただくというのが廃止基準のほうの考え方です。

上場審査の場面で申し上げますと、上場審査をする対象物というか、ここが短期間に大きく変貌することが見えているような場合は、今ここでやっている上場審査の意味合いは果たして何だろうということになりかねないということがございますので、そういったものに関しては、不受理というようなことがある。ですから、今ここで問題として設定させていただいたのは、そこまで行かないようなレベルでのM&Aみたいなことが想定されているときに、上場審査の場面で必ずしも拒むものではないわけですから、逆に言うと、どういうことが注意されるべきなのかとか、それはいっても、こういうことだとやはり上場はなかなか難しいんじゃないとか、そういったあたりをちょっと考えないといけないかなという、そんなところでございます。

## ハードローとソフトローのすみわけ

○岸田 森本先生のおっしゃったこととも関連するのですけれども、ハードローとソフトローの違いがよくわかりません。

例えば会社法があって、金融商品取引法があって、これらはハードローですけれども、そのほかにそれに関する規則がある。ソフトローとして取引所の規則とか証券業協会の規則とかがあるわけですが、それらの相互の関係が現在のところばらばらといいますか、統一されているのかということがあります。それから、大阪証券取引所と東京証券取引所で規則の統一をしているのか、それとも反するのか、そういうことが問題になると思います。

例えば先ほどおっしゃった独立役員は、取引所の規則にありますけれども、これは会社法の社外役員とすれば、会社法の問題でもあるし、それから取締役の報酬が、去年から内閣府令で一部、1億円以上は開示されるようになりましたけれども、これは会社法施行規則で取締役あるいは会計監査人の報酬は開示されているわけですね。

つまり、私が申し上げたいのは、規制がばらばらにあって、一般の会社の実務の方は何をするのかよくわからないというところがありますので、これを統一するか、何かわかりやすくやったほうがよろしいのではないかと思います。一部については取引所の規則、一部は内閣府令、一部は会社法の施行規則だという状態は望ましくないと思われます。例えば東証と大証の規則は大体同じなのですけれども、これは既に調整されているのか、それとも、東証がこうするなら大証はしないとか、そういう選択肢もあると思うのですけれども、その辺のお考えをお伺いできればと思います。

○大西 東証との関係で言いますと、私どもはやはり重複上場の会社が多くありますので、そういう意味で合わせるというか、同じにしておくほうがよいと思われる部分は同じにしております。但し、上場廃止基準では、大証二部と東証二部で廃止基準が違っているところもあります。時価総額だとか、そういう違いはございますけれども、特に開示の面だとかは、極力合わせていくほうがいいのだろうというふうに思っています。

## I P O付近での企業再編

○飯田 レジュメの14ページの一番最後についてですけれども、IPO付近での企業再編に関する話で、企業評価の観点から問題があるのではないかという問題提起をされたと思います。統合計画が公表されると、株式の価値の評価に影響があるのは当然です

し、これは情報開示の問題なのかもしれません、「どういう条件で合併する」とか、「どういう条件で買収をする」ということが発表されずに——例えば対等の精神でやりますということだけ発表されて——IPOになるということになると非常に問題がありそうだというのはわかるのですが、しかし、恐らくこれは、IPO固有の問題というよりは、合併その他M&A一般、日本の企業買収一般の課題というような気がします。この辺は、どういう視点で企業評価の観点から問題があるという問題提起をされたのでしょうか。

○大西 上場会社、非上場会社とあると思うのですが、例えば上下どうなるとか、グループとしてどうする、こうするとか、そういう統合のやり方というテクニカルな面もありますし、おっしゃるとおり統合比率みたいなものもありますし、あるいは中に持っている資産類をどう整理するとか、もっと具体的な話もあると思いますし、そういう内容によって評価も変わってくるし、株価のレンジも多分変わってくる。

ですから、そういう意味では、そういう不明確な案件を抱えながらIPOということでファイナンスをしていくという部分についてやはり検討課題があるのではないかと、そういう意図でございます。

○森本 特にIPOの場合には、株価形成に対して非常に不明確になるのではないかということですね。

ほかに何かございませんでしょうか。日ごろ、十分によくわからない実務をお教いいただきまして、必ずしも報告者の関心と我々の関心がマッチングしていたのかどうかよくわかりませんが、いろいろな情報提供をいただきまして、ありがとうございました。

○藤倉 上場の我々の仕事について大変貴重なご意見を賜りまして、どうもありがとうございました。

一点、これは個人的な意見も入りますけれども、上場管理のところで、取引所がルールをつくってそれを運用する際に日ごろ考えていることは、もちろん、既存の当該会社の株主様の権利が大事なのですけれども、他方で、市場の信任ということがございます。こういう会社をずっと残しておくと、周りの会社に対しても不信の芽が起きててしまうと。かつて新興市場で非常に大きな問題が起きまして、それ以来、新興市場に対する不信が増したと言われております。ですから、我々の視点としては、既存の株主様の権利と市場の信頼のバランスを常に考えながらやると。

最近、上場廃止についても、仮処分の対象になって判決も出てきております。我々と

しては、我々の権利の濫用にならない、規則がこうあっても、勝手にこうやっているじゃないかというところに対しては、そのバランスを十分に吟味して説明責任を果たすような形で常にしているかないと、仮処分に対しても我々はきっと対応できないというふうに、常に心がけております。こういうところでご理解賜ればと思います。

○森本 どうもありがとうございました。それでは、本日はこれで終わらせていただきます。