

# 大証における上場関連業務

平成23年6月24日

株式会社大阪証券取引所  
自主規制本部  
大阪上場グループ

## ■ 上場管理

### ◎問題認識

### ◎制度概要

- －制度の見直し
- －企業行動規範
- －改善措置・ペナルティ措置
- －その他対応

### ◎事例

### ◎検討

- －制度の在り方
- －新興市場独自の対応

## ■ 上場審査

### ◎企業再編に係る上場制度

### ■ 問題認識

- 取引所のルール，運用はどうあるべきか。
  - 現状の取引所制度の範囲
  - 法令との関係
  
- 市場の特性に合った規制についてどう考えるべきか。
  - いわゆる新興市場とそれ以外の市場との関係
  - 企業規模等に応じた規律付け

【参考】金融審議会 金融分科会 我が国金融・資本市場の国際化に関するスタディグループ報告（平成21年6月17日）一部抜粋  
時として，こうした会社法制の根幹に関わる事項について，取引所ルールで規律を加えるのは適切でないとの議論が行われることがあるが，市場運営の適正を確保するという取引所本来の役割を果たすため，取引所がそのルールによって，会社法制との整合性を保ちつつ，適切な規律付けを行うことは極めて重要なことであり，かつ取引所の使命でもある。また，市場自ら開設し，市場に最も近いところにいる取引所が規律付けを行うことにより，機動的できめ細かなルールの整備と日常の上場管理等を通じた実効的なルールの執行が可能になるとも考えられる。

なお，取引所ルールについては，従来，法の補完ということが強調された結果，その内容面においても法令と比べ劣ってよいものと受け止められがちであったのではないかと指摘がある。本来，取引所ルールについては，上場会社を念頭に，特に質の高い規律付けが求められることを指摘しておきたい。

## 【上場管理】 制度概要－制度の見直し

### ■ 制度の見直し

- 会社情報の充実を図ることにより透明性を確保。
- 新興市場の定着や会社法制における企業行動の自由度拡大等の上場会社を巡る環境の変化(市場の信頼性を損なうような上場会社の動向が見受けられる。)
- 投資者保護及び市場機能の適切な発揮の観点から企業に対して適切な対応をとることが求められる。

⇒企業行動規範の制定, その他上場廃止基準の見直し等の対応

#### <参考>

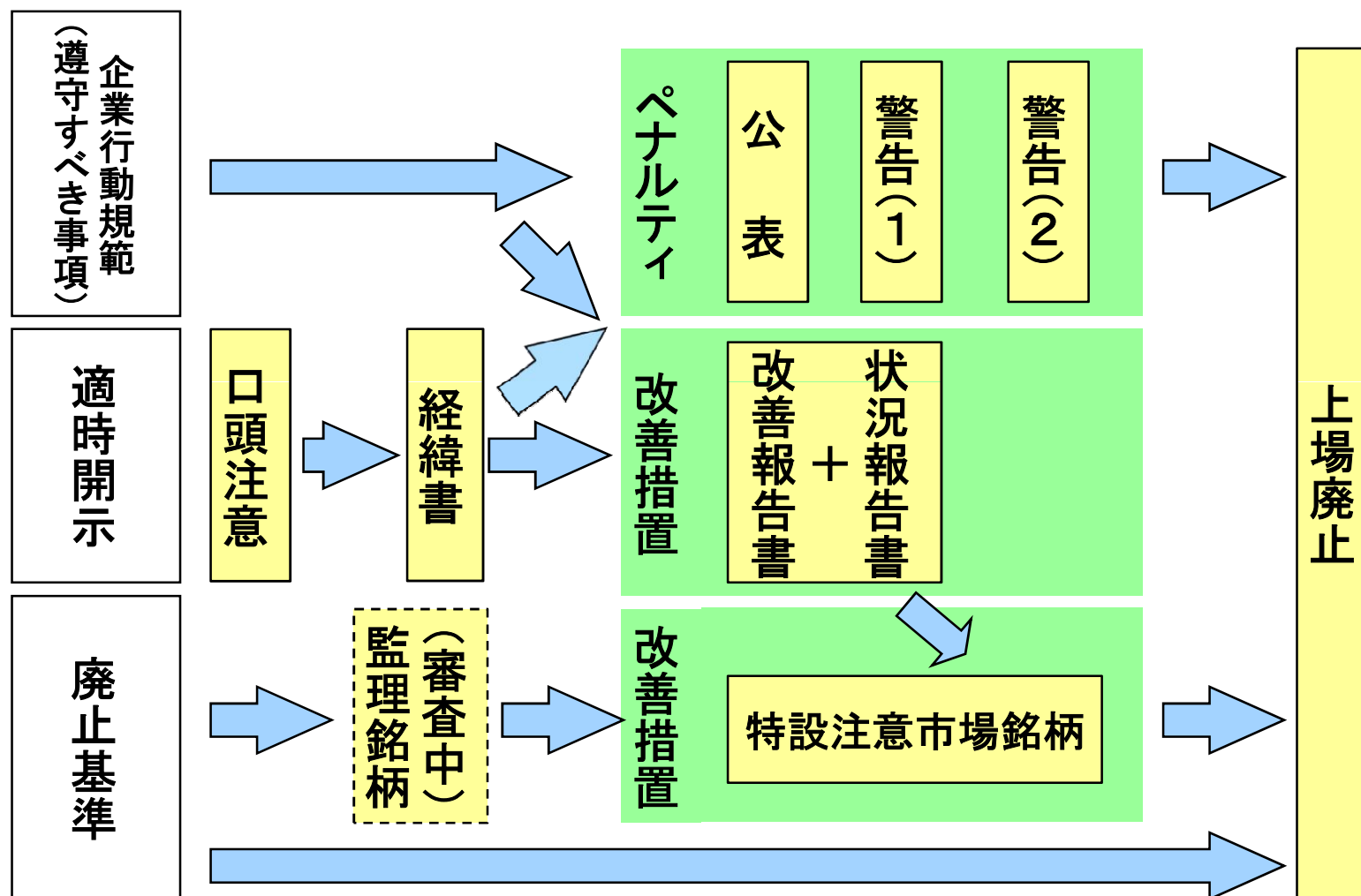
- 既存株主の権利を著しく侵害し市場の信頼性に重大な影響を及ぼす第三者割当の未然防止
  - － 希薄化率が25%以上となる時又は支配株主が異動することになるとき
    - ⇒経営者から一定程度独立した者による当該割当の必要性及び相当性に関する意見の入手又は当該割当に係る株主総会決議などによる意思確認の手続きのいずれかを行うことを義務付け
  - － 希薄化率が300%を超えると時
    - ⇒上場廃止
  - － 支配株主が異動した場合において3年以内に支配株主との取引に関する健全性が著しく毀損されていると当社が認めるとき
    - ⇒上場廃止
- MSCB等への対応
  - － MSCB等を発行する場合は, 流通市場への影響及び株主の権利に配慮すること及びMSCB等の買受人による転換又は行使を制限するよう措置を講じることの義務付け

# 【上場管理】 制度概要－企業行動規範



|        |         |   |  |
|--------|---------|---|--|
| 企業行動規範 | 遵守すべき事項 | <ul style="list-style-type: none"> <li>・第三者割当(希釈化率25%以上の場合)に係る尊重義務</li> <li>・流通市場に混乱をもたらすおそれのある株式分割等の禁止</li> <li>・MSCB等の発行に係る遵守事項</li> <li>・書面による議決権行使等</li> <li>・外国会社における議決権行使を容易にする環境整備</li> <li>・独立役員の確保</li> <li>・機関の設置</li> <li>・公認会計士等の選任</li> <li>・業務の適正性確保の体制整備</li> <li>・買収防衛策の導入に係る尊重事項</li> <li>・MBOに係る尊重義務</li> <li>・支配株主との重要な取引等に係る遵守事項</li> <li>・上場会社による内部者取引の禁止</li> <li>・反社会的勢力との関係の禁止</li> <li>・上場後短期間での非公開化の禁止</li> <li>・流通市場への機能又は株主の権利の毀損行為の禁止</li> </ul> | <p><b>【ペナルティ措置】</b><br/>公表(警告)</p> <p>※5年以内に3回目のペナルティ措置を受けることとなる場合には上場廃止</p> <p><b>【改善措置】</b><br/>改善報告書<br/>特設注意市場</p> |
|        | 望ましい事項  | <ul style="list-style-type: none"> <li>・投資単位引下げ努力</li> <li>・コーポレート・ガバナンスの充実に向けた取組み</li> <li>・議決権行使を容易にするための環境整備</li> <li>・上場会社監査事務所等による監査</li> <li>・内部者取引の未然防止に向けた体制整備</li> <li>・反社会的勢力排除に向けた体制整備</li> <li>・会計基準の変更等への的確な対応に向けた体制整備</li> <li>・決算内容に関する補足説明資料の公平な提供</li> </ul>   | なし   |

# 【上場管理】 制度概要－改善措置・ペナルティ措置



### ■ 調査委員会の設置

当社は、上場会社に以下の事実が発生した場合は、外部有識者の調査委員会の設置を求めることができる。

- ・上場会社が虚偽記載を行ったとき
- ・上場会社において反社会的勢力の介入が認められるなど金融商品市場の信頼を失墜させるような企業不祥事が起こった場合
- ・その他公益又は投資者保護のため当社が必要と認めた場合

### ■ 公認会計士へのヒアリングに対する協力義務

当社が以下の事象が発生した場合で公認会計士等に対して事情説明を求めるときは(組織的行為に起因するものであるため)、上場会社は当該事情説明等に協力しなければならない。

- ・上場廃止に係る該当性の判断のための当社が必要と認めた場合
- ・公認会計士が契約期間中に退任する場合等で当社が必要と認めた場合

- ・以上の対応は適時開示に関する規則で規定。
- ・上場会社への対応の実状と限界(検査に係る法的根拠等, 取引参加者との違い)

## ■ 特設注意市場銘柄(現在指定中のもの)

| 指定日            | 会社名 | 市場区分   | 指定理由   |
|----------------|-----|--------|--|
| 2009年<br>3月7日  | A社  | JASDAQ | 平成16年3月期から平成20年3月期に係る有価証券報告書等の訂正報告書を提出(虚偽記載)。<br>売上計上方法に係る受入検収基準の社内規定等に不備があったこと及び内部監査を行う部署の未設置により内部監査を実施していなかったことが判明し、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ため。    |
| 2009年<br>6月17日 | B社  | 市場第二部  | 同社元部長が不正取引を行っていたことに起因し、平成16年3月期から平成21年3月期第2四半期までの決算短信等を訂正するとともに、平成21年2月17日及び同年5月11日にかかる有価証券報告書及び半期報告書等の訂正報告書を提出。当社として当該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認めため。 |
| 2010年<br>1月27日 | C社  | JASDAQ | 同社棚卸資産に対する評価減の翌期戻入れの会計処理に誤りがあったことに起因し、過年度の決算短信等の訂正を行うとともに、有価証券報告書等の訂正報告書を提出(虚偽記載)。<br>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ため。                                    |
| 2010年<br>10月9日 | D社  | JASDAQ | 固定資産についての不適切な会計処理があることが判明したことから、過年度の有価証券報告書等の訂正報告書を提出(虚偽記載)。<br>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ため。  |

### 【特設注意市場】

- 虚偽記載、不適正意見等、上場契約違反又はその他公益又は投資者保護により、上場廃止のおそれが生じたものの、審査の結果、影響が重大であるとはいえないと認められ、上場廃止に至らない場合であって、かつ、内部管理体制等について改善を求めるときの指定。
- また、改善報告書を提出した場合で、改善措置の実施状況及び運用状況に改善が認められないときにも指定。



■ 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)

| 実施日            | 会社名 | 市場区分   | 実施理由  |
|----------------|-----|--------|---|
| 2011年<br>2月1日  | E社  | JASDAQ | <p>同社は、第三者割当による新株式の発行等にかかる開示において、割当先の主な出資者等について開示したが、その後に当該出資者等に変動があったにもかかわらず、出資者等の情報について適切な内容の開示を行うことができなかった。</p> <p>本件に関し、その後調査、照会したところによると、同社は、適時開示について誤った認識をし、また、十分な確認を行っていない等、適時開示体制の不備によるものであったことが判明した。したがって、同社の適時開示体制は改善の必要性が高いと認められるため、同社に対してその経緯及び改善措置を記載した改善報告書を提出するよう求め、併せて当該適時開示規則違反について公表措置を実施することとした。</p> |
| 2011年<br>2月14日 | F社  | JASDAQ | <p>同社は、第三者割当による新株予約権の発行等について開示を行ったが、その後これを中止する旨を開示した。</p> <p>本件に関し、その後調査、照会したところによると、同社において、当該新株予約権の割当先に対する確認等が十分でないまま発行決議を行う等、同社の適時開示体制において著しい不備が認められることが判明した。</p> <p>したがって、同社の適時開示体制において改善の必要性が高いものと判断し、同社に対してその経緯及び改善措置を記載した改善報告書を提出するよう求め、併せて当該適時開示規則違反について公表措置を実施することとした。</p>                                      |
| 2011年<br>4月25日 | G社  | JASDAQ | <p>同社は、第三者割当増資及び株式交換について開示を行ったが、その後一部修正を行った。</p> <p>本件に関し、調査、照会したところによると、同社において、第三者割当増資の割当先及び株式交換によって取得する予定の会社に関する確認等が十分でないまま機関決定を行うなど、同社の適時開示体制において著しい不備が認められることが判明した。</p> <p>したがって、同社の適時開示体制において改善の必要性が高いものと判断し、同社に対してその経緯及び改善措置を記載した改善報告書を提出するよう求め、併せて当該適時開示規則違反について公表措置を実施することとした。</p>                              |

## 虚偽記載での上場廃止事例

| 上場廃止日          | 会社名 | 市場区分          | 上場廃止理由  |
|----------------|-----|---------------|---|
| 2005年<br>6月13日 | H社  | 市場第一部         | 同社の虚偽記載は、複数年度において、実際は大幅な債務超過であるにもかかわらず資産超過とし、多額の純損失を計上すべきところを純利益を計上するなど、投資判断を大きく誤らせるものであったことに加え、元役員の手配で全社的に不正が行われているなど、組織的行為であったため。                         |
| 2008年<br>5月23日 | I社  | ヘラクレス<br>(当時) | 同社の虚偽記載は、主幹事証券会社による引受審査時から、上場承認を受け、上場を控えていた時期にかけて、担当役員が積極的に関与して行われているもので、更に不適切行為を繰り返す等、その関与状況も悪質であったため。   |
| 2008年<br>8月15日 | J社  | 市場第二部         | 同社の虚偽記載は、長期間に渡って数々の不適正な会計処理を繰り返すことにより多くの期間で赤字を黒字にするなど、投資判断を大きく誤らせるものであったことに加え、会社ぐるみで行われていたものが認められることや、元社長が不適正な会計処理であることを認識して関わっていたものがあるなど、組織的・意図的なものであったため。 |
| 2009年<br>2月14日 | K社  | 市場第二部         | 同社の虚偽記載は、多くの期間で赤字を黒字にし、4期連続の債務超過を隠蔽するなど、投資判断を大きく誤らせるものであったことに加え、元代表者の指示に基づいて複数の役員が実務処理に関与するなど、組織的・意図的なものであったため。   |

## 【上場管理】 検討－制度のあり方

### ■ 取引所の守備範囲

- 従来, 取引所の上場会社への関与は適時開示を中心とするもの。
- 近年, 取引所規則のカバー範囲が拡大する傾向。
  - － コーポレート・ガバナンス報告書の公表(2006年)
  - － 企業行動規範(2007年)
  - － 独立役員制度(2009年)
- ソフトロー(取引所規則)とハードロー(法令)
  - － 柔軟性(実態に即した細やかな対応)
  - － 強制力(上場契約書), 措置のあり方
- 今後取引所として検討していくべき方向性

#### 【上場契約書本文】

\_\_\_\_\_ (以下「会社」という。)は, その発行する株券を上場するについて, 株式会社大阪証券取引所(以下「取引所」という。)が定めた次の事項を承諾します。

- 1 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, その他の規則及びこれらの取扱いに関する規定(以下「諸規則等」という。)のうち, 会社及び上場される会社の株券(以下「上場株券」という。)に適用のあるすべての規定を遵守すること。
- 2 諸規則等に基づいて, 取引所が行う上場株券に対する上場廃止, 売買停止その他の措置に従うこと。

## 【上場管理】 検討－新興市場独自の対応

### ■ 新興市場の特性に応じた規律

○ 企業規模等の違いをふまえ、市場特性に応じた企業行動規範や廃止基準等が考えられるか。

- 現状、一・二部とJASDAQでは新規上場会社に対する一部企業行動規範(独立役員、機関設置)の適用時期には違いあり。
- 例えば、独立役員等について内容的な違いを設けることについてどう考えるか。
- 以下の廃止基準はJASDAQ固有。他に考えられるものはあるか。

| 項目           | 具体的内容                   |
|--------------|-------------------------|
| 株価           | 4か月連続で10円未満             |
| 業績           | 5年連続で営業利益及び営業キャッシュフローが負 |
| 利益計上(グロースのみ) | 上場後10年連続で営業利益が負         |

- 取引所規則以外の法制面についてはどうか(J-SOX, 四半期開示等)。

| 項目                  | JASDAQスタンダード | 大証市場第一部 |
|---------------------|--------------|---------|
| 筆頭株主の保有比率が50%以上     | 9.5%         | 5.6%    |
| 大株主上位10位の保有比率が50%以上 | 65.9%        | 21.6%   |
| 連結従業員数1,000人以上      | 13.6%        | 78.4%   |
| 連結売上高1,000億円以上      | 2.8%         | 60.1%   |
| 連結子会社数10社未満         | 91.1%        | 30.4%   |
| 取締役の人数(監査役設置会社)     | 6.3人         | 9.5人    |
| 社外取締役選任比率(監査役設置会社)  | 38.4%        | 47.1%   |

※平成22年10月12日時点の上場会社(JASDAQスタンダード940社、大証市場第一部537社)が平成22年8月31日までに提出した「コーポレートガバナンス報告書」に基づく。

### ■ 問題意識

- 経済のグローバル化に伴う競争激化によってM&Aが拡大する中で、他企業との統合計画を持つ企業から上場申請を受けた場合の考え方の整理。
  - 例えば、以下の2例を想定
    - ・上場申請を予定していた会社が、その申請の近くでM&Aディールが生じたため(相手先が、申請予定会社と比較して企業規模の大きな先の場合)、IPOとM&Aを同時に進めようとしている会社から申請を受けた場合
    - ・元々M&Aを計画している会社から、そのM&Aを進めやすくするため(統合比率の参考となる株価を得ることを目的)に上場申請を受けた場合
  - これらは、規則への抵触は無いものの、投資家保護の観点で悩ましい論点。どのような観点で整理したらよいか。

### ■ 現状分析

- IPOに関して、M&Aを過度に規制する取引所規則は無い(不受理規定等で求める水準程度)。
- 現状は、他企業との統合計画を持つ企業の上場申請は皆無に近い。近時の事例も非上場の保険会社の1例のみ(資料②参照)。業界慣行、必然性の低さが要因の一つと思料。
  - 上場申請が少ない理由として、過去の不受理規定(資料①「不受理規定の変遷」参照)による名残りが考えられる。
  - また、IPO近辺での企業再編では、基本的に避けた方が望ましいという業界慣行も、要因の一つではないか。
  - 更に、経営統合の相手先が上場会社の場合は、次の理由から、統合を優先させる方が合理的との判断も出来得る。
    - i) 申請予定会社が上場会社より小さい場合は、上場会社との統合によって上場会社のステータスを得ることとなるため、あえてIPOをする必要性は低い。
    - ii) 申請予定会社が上場会社より大きい場合は、上場会社の実質的存続性の喪失と判断される。仮に、実質的存続性の喪失と判断されても、当面は上場が維持され、3年(猶予期間)以内に新規上場審査に準じた審査を受けて、上場適格性が認められれば、そのまま上場が維持されることから、時間(スピード)を追求する場合は、IPOをする必要性は低い。

### ■ 検討課題

- 基本的にIPO近辺での企業再編では、不確定要素が、より多く存在することになる。想定したシナジーの達成は予測不可能であり、不安定な状況下での上場は、結果として、投資者が損失を被ることとなる懸念が払拭できないのではないか。
  - M&Aは、過去の事例(例えば、食品業界大手の事例、旅行業界再編の事例等)にもあるとおり、予定通り進まないリスク、破談するリスクは低くない。このようなタイミングでIPOをした場合においては、最終的に投資者が損失を被ることとなる懸念。
  
- 他方で、上記の懸念があるものの、不受理規定等以外に、他企業との統合計画を制限するような規則はない。このような規則に明記のない部分に対する規制の在り方は、どう整理されるべきか。
  - 開示の観点からか(例えば、投資者に対して統合計画を適切に開示できるか等。)
  - 上場の意義の観点からか(例えば、投資家保護の懸念が残る中、あえて合併前の時点で上場する意義は何か等。)
  - 企業評価の観点からか(例えば、M&Aの相手先が上場企業の場合、統合計画が公表されると、申請予定会社の株価形成への影響(申請予定会社の本来の企業価値と、統合計画に対する期待権(プレミアム)との関係等があるのではないか。)

### ■ 不受理規定(上場審査基準)

新規上場申請者が、上場申請日の直前事業年度の末日から2年以内に実質的存続性を喪失するような合併等又は上場廃止となるような株式移転等を行う予定がある場合

#### ○ 不受理規定の変遷(制度の緩和)

※【平成11年2月1日前】新規上場申請者が合併等(重要な影響を与えないものを除く。)を行った日から以後、6か月以上の1事業年度を経過していない場合 →上場申請不可

注:「重要な影響」とは、合併等に係る影響度が総資産、純資産及び利益のいずれかの項目において20%以上である場合。

※【平成11年2月1日改正】新規上場申請者が上場申請日の属する事業年度の初日以後、合併等を行った場合(予定を含む)であって、当該行為により実質的な存続会社でなくなっているとき(なくなると本所が認めたときを含む)  
→上場申請不可

※【平成13年5月1日改正(現行)】新規上場申請者が、上場申請日の直前事業年度の末日から2年以内に実質的存続性を喪失するような合併等又は上場廃止となるような株式移転等を行う予定がある場合  
→上場申請不可

・この不受理規定において、実質的存続性とは何かを示す具体的な明記は無い。よって、上場廃止基準の考え方(次ページ記載)を踏襲することになる。第一義的には当事者間における財務上の規模(総資産、売上及び経常利益を比較)の大小によって決定。なお、申請予定会社については市場評価も定まっておらず、開示実績もないことから、新規上場審査を行う場合においては、その運用をより厳格に行うことは当然ではないかとの意見もある論点。

### ■ 親会社の確約書(上場審査基準)

親会社が新規上場申請者に対して不受理規定に該当するような行為を計画及び検討している事実がないことを確約した書面の提出

### ■ 企業行動規範

上場後短期間で株式の非公開化を行わないように努めること

### ■ 実質的存続性の喪失(上場廃止基準)

上場会社が非上場会社の吸収合併又はこれに類するものとして大証が定める行為(以下「吸収合併等」という。)を行った場合は、当該上場会社が実質的な存続会社でないと大証が認めた場合において、当該上場会社(吸収合併等の前においては、当事者である非上場会社として大証が認める者をいう。)が3か年以内に新規上場審査に準じた基準に適合しないとき。

- (a) 非上場会社を完全子会社とする株式交換
- (b) 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) 非上場会社の子会社化
- (e) 分割による他の者への事業の承継
- (f) 他の者への事業の譲渡
- (g) 非上場会社との業務上の提携
- (h) 第三者割当による株式の割当又は優先出資者割当以外の方法による優先出資の割当

・いわゆる「不適当な合併等」。

・例えば、規模の大きい非上場会社が相対的に規模が小さい上場会社と合併した場合などに適用されるもの。実質的に上場審査を経てない当該非上場会社が合併により上場資格をえることになり、裏口上場ともいわれる形態である。こうした問題に対処するため昭和52年3月にかかる形態と認定されたものを上場廃止にする規定が導入された。



## 【資料②】企業再編を予定した会社のIPO

### ■ 再編スケジュール(公表資料より作成)

- 経営統合について、L社、M社のそれぞれがIPOを行い、持株会社方式による経営統合を実施。
- 相互会社から株式会社化した事例。資金調達、M&Aといった株式会社の利点を活かすための統合。

| スケジュール    | 実施内容  |
|-----------|---|
| 平成11年1月以降 | 平成11年1月、業務提携の合意、平成11年10月に両社の国内投資顧問会社の合併、コンファーム会社の生命保険契約に関する確認業務の統合、平成13年10月に両社のシステム統合 |
| 平成14年4月   | L社が株式会社化・上場(大証・東証)、統合予定を届出書で開示  |
| 平成15年4月   | M社が株式会社化・上場(東証)、統合予定を届出書で開示   |
| 平成15年10月  | 株式移転比率決定(比率は、株価を重視しつつエンベディッドバリュー等を総合的に勘案。証券よりフェアネスオピニオンを取得)                           |
| 平成15年12月  | 臨時株主総会開催  |
| 平成16年4月   | 持株会社上場(大証・東証)   |

### ■ L社の有価証券届出書の記載(一部抜粋)

当社は、平成11年1月にM社と全面的な業務提携を行うことで合意し、共通の持株会社のもとで戦略統合を目指すことといたしました。

両者は、経営資源の相互利用・統合を進めており、これまで、平成11年10月に両社の国内投資顧問会社の合併、コンファーム会社の生命保険契約に関する確認業務の統合、平成13年10月に両社のシステム統合…(中略)…を実施しております。

平成14年4月に当社が株式会社化・上場、平成15年4月にM社が株式会社化・上場し、その後条件が整い次第平成16年4月を目途とし、N社として共同持株会社の設立・上場を目指すこととしております。

### ■ 主な審査項目（審査基準）

- 企業の継続性及び収益性
  - ・継続的に事業を営み、かつ、経営成績の見通しが良好なものであること。
  - ・例えば、再編後に大幅な事業の変更となるのかどうか。再編後の利益計画において、両社の最近の業績を踏まえ、今後の損益又は収支の見通しが良好なものかどうか、当該計画に合理性があるかどうか等。
  
- 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。
  - ・例えば、再編後の役員構成及び当該役員の適正な業務執行の確保に向けた体制整備はどうか。再編による事業規模の拡大に伴う組織の整備として、経営活動の安定かつ継続及び適切な内部牽制機能の発揮のための人員確保やシステム等のハード面はどうか等。
  
- 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。
  - ・例えば、再編後の会社情報の適正な管理及び適切な開示の体制が整備されるかどうか等。