

投資家保護の観点から問題のある事例 への対応について

東京証券取引所 上場部

2026年8月6日



- 第26回会議では、**新規事業の開始等により事業内容が大幅に変更された結果、上場適格性（例えば、企業の継続性・収益性）に懸念が生じるケース**についての対応を議論（3ページ参照）
 - 投資家保護を適切に図るため、非上場会社からの事業移入による場合（不適當合併制度）と同様に、**新規上場審査に準じた審査を速やかに行う制度を設けることなどが考えられる一方、健全な事業活動を阻害しないよう十分に配慮すべき**との意見が多数
- **上場適格性に懸念が生じる事例が発生していることを踏まえれば、上場適格性の審査を仕組みとして設けることは必要。**通常の事業変更を阻害する懸念については、制度の作り方で工夫すべき
 - **再審査制度を盛り込む方向感**は違和感ないが、上場廃止となれば、株主の換金機会が制限されることから、**段階的なステップを設けるべき**
 - **M&Aや事業拡大・事業変更という経営判断に対する過度な制約とならないよう細心の注意を払うべき**
 - 基本的には、特別決議を経ることで問題は解決しているが、上場企業には少数株主が存在することから、特別決議に加えて何らかの対応が必要かどうかは論点。**企業活動への過度な介入や恣意性のリスクを避ける観点からは、審査による規制よりも、「マジョリティ・オブ・マイノリティ」の活用して解決を図ることも有力な選択肢**
 - 事業内容の大幅な変更該当する場合には、新たな事業のビジネスモデル、リスク、投資家との対話計画など、**投資判断に資する情報の更なる開示を求めることも考えられる**

- 近年、上場後に、既存の事業とは全く関連のない事業へと事業内容を大幅に変更するなどして、その結果として、**上場適格性自体に懸念が生じる事例が発生**
 - ※ 当初から変更後の事業内容等であった場合、**新規上場審査（企業の継続性・収益性、コーポレート・ガバナンス及び内部管理体制の有効性など）に適合しなかった懸念**

事業内容の大幅な変更の事例 （メンバー限り）

個別の事例は非公表

- 一部の海外取引所では、**上場後の事業内容の大幅な変更**について、株主の投資判断に大きな影響を与えるとともに、上場適格性が失われる懸念があるとして、**株主による承認や上場適格性の再審査を求めることができる制度**を設けている

取引所	制度の概要
アメリカ (NYSE)	・ IPO時に従事していなかった又は重要でなかった事業分野へ主要事業を変更した場合、上場適格性を再審査（2024年7月に導入） ※ 企業が当初の上場時に変更後の事業に従事していた場合に上場を受け入れていたかどうかという観点から実質審査（形式基準は対象外）、上場適格性がないと判断された場合は上場廃止（当該規定による上場廃止は限定的である旨を強調） ・ 他社の株式や資産の取得を目的とする第三者割当等については、有利発行でなくても、発行前の議決権または株式数の20%以上に相当する場合に、株主による承認が求められる（NASDAQも同様の制度あり）
オーストラリア (ASX)	・ 事業内容や規模に重大な変更がある場合について、ASXが必要と認めたときは、株主による承認や新規上場と同様の申請・審査手続き（事業の性質が完全に変わる場合や逆買収等が対象）を求めることができる ※ 変更後の事業が上場会社として適切か審査、上場会社として適切でないと判断された場合は上場廃止

上場会社を利用した不公正ファイナンス等が懸念される事例

- 上場適格性に懸念が生じる事業内容の大幅な変更とは別に、小規模な上場会社において、**特定の株主により支配権・経営権の取得、新規事業の開始等の企業内容の変更が行われ、最終的に不公正ファイナンスに利用された疑義のある事例も発生**

＜対象企業のイメージ＞

小規模な上場会社（時価総額 50 億円未満、融資が受けられない業績不振の企業や上場維持基準への抵触が懸念される企業が多い）

＜典型的な流れ＞

①→②→③の順で企業内容が変化、④で不公正ファイナンスが疑われる事例も

① 支配権の異動

- ・ 第三者割当増資や株式譲渡、市場での買付け（ウルフパック戦略を用いる事例も）により、**特定の株主が支配株主/大株主（20%～など）に該当**

② 経営体制の変更

- ・ 特定の株主の**関係者を取締役として派遣**、既存の取締役の辞任などを通じ、**経営体制が変更**

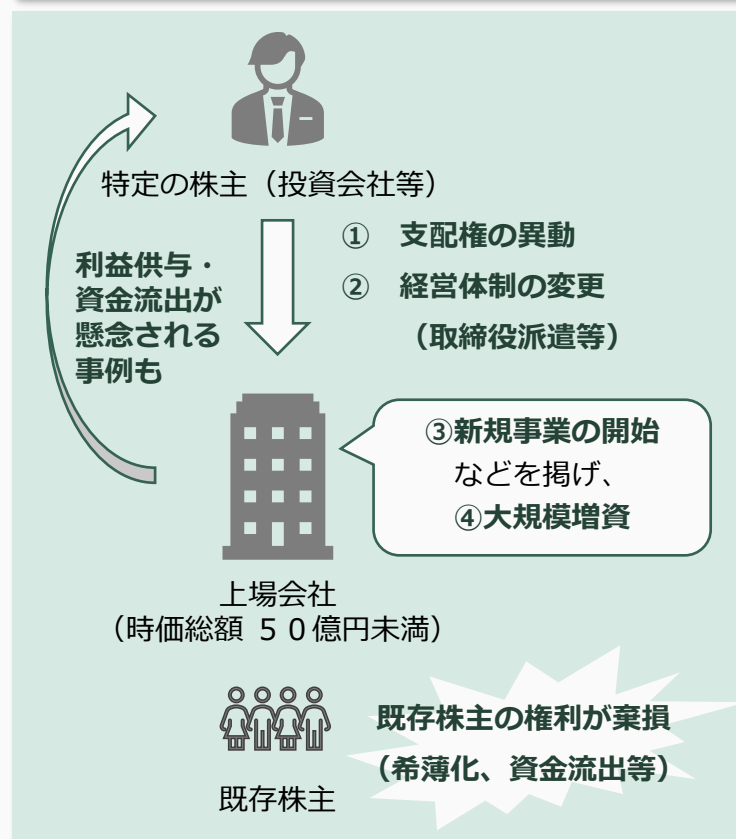
③ 新規事業の開始等

- ・ 株価の吊り上げを企図して、**新規事業の開始・買収、業務委託契約の締結等を公表**（裏付けとなる事業基盤等に懸念のある事例も）

④ ファイナンス

- ・ 新規事業のための資金等として、特定株主に対して**第三者割当増資を実施**（特定の株主への**利益供与や資金流出等の不公正ファイナンスの疑義も**）

イメージ図



- 前述の事例のように**企業内容の大幅な変更が生じた場合であって、上場適格性に重大な懸念が生じるときは、新規上場審査に準じた審査を速やかに行う制度**を新設することで、こうした事例の**牽制・未然防止を図っていく**ことが考えられるか

※ ただし、企業の事業活動や株主によるエンゲージメントを阻害しないよう、審査の対象は**上場適格性に重大な懸念が生じる場合に限定**することを強調

制度のイメージ

