

上場制度整備懇談会中間報告

平成19年3月27日

株式会社東京証券取引所

上場制度整備懇談会

目 次

I	はじめに.....	2
II	議事経過.....	2
III	上場制度の整備に向けた基本方針.....	3
IV	制度整備の方向性.....	3
1	企業行動に関する制度の整備.....	3
	（1）適時開示のあり方.....	3
	（2）企業行動に関する行為規範の制定.....	6
	（3）子会社上場制度のあり方.....	15
	（4）種類株式の上場制度.....	17
2	市場制度の整備.....	25
	（1）市場区分のあり方.....	25
	（2）新興市場のあり方.....	26
	（3）売買単位の集約.....	28
	（4）流動性等に係る基準の見直し.....	29
3	上場諸規則の実効性確保.....	31
V	今後の進め方.....	33
	委員名簿.....	34
	審議経過.....	35

I はじめに

近年、社会における資本市場の重要性は飛躍的に増大を続けており、企業の自由な経済活動を尊重しつつ、資本市場の機能を十分に発揮させて、市場の公正性と健全性を確保することは、市場の運営者である東京証券取引所（以下「東証」という。）に期待されるきわめて重要な役割である。この点で、昨今、企業会計等に係る不祥事や流通市場を混乱させるような企業行動など、株主・投資者に不測の損害をもたらして市場の信頼を著しく傷つけるような事象が度々発生しており、投資者保護の充実や流通市場の機能の適切な発揮の観点から、資本市場における規律の強化が求められる状況にある。また、東証を投資者や上場会社らの市場関係者にとってより魅力的なものとし、東証の国際的な競争力を高めることは、ひいては日本の資本市場の活性化にも資するものである。

東証は、昨年6月に、これらの目的を達成するための実行方針として「上場制度総合整備プログラム」を公表したが、本懇談会は、このプログラムの中で「具体案の策定に向け問題点の整理を行う事項」及び「検討に着手する事項」としてとりあげられた内容の中から、特に優先度の高いと考えられる事項を中心に議論を進め、今後具体化するに当たっての方向性を、中間報告として以下にとりまとめた。

本懇談会は、本中間報告の内容を踏まえ、東証として上場制度総合整備プログラムを見直し、速やかに上場制度の一層の改善に努めることを期待する。

なお、国内の他の証券取引所の上場制度との関係について付言すると、各証券取引所の上場制度のあり方は、その特徴や運営の方針の違いなどに応じて多様であり、当然ながら、国内の他の証券取引所は本中間報告にかかわらず独自に上場制度の整備・充実に取り組むことが期待される。他方で、市場の基礎的なインフラとして横断的な制度の整備が求められる場合もあるため、国内の他の証券取引所との連携が必要な事項については、その旨を特に明記することとした。

II 議事経過

本懇談会は昨年9月11日に第1回を開催した後計9回開催し、上場制度整備に向けた基本方針、企業行動に関する制度の整備（適時開示のあり方、企業行動に関する行為規範の制定、子会社上場制度のあり方、種類株式の上場制度）、市場制度の整備（市場区分のあり方、新興市場のあり方、売買単位の集約、流動性等に係る基準の見直し）、上場諸規則の実効性確保の各テーマについて議論をした。

なお、特に優先度の高いと考えられるものを中心に議論を整理した関係で、

上場制度総合整備プログラムに掲げるすべての事項について検討が完了したものであるのではなく、また今後新たに検討すべき課題が出てくることも考えられるため、今回のとりまとめは中間報告と位置付けることとした。

Ⅲ 上場制度の整備に向けた基本方針

東証は、株主・投資者の保護及び尊重を図りつつ、流通市場の機能を適切に発揮させ、上場会社の企業価値及び国際競争力の向上を支援する観点から、上場制度の包括的な見直しに取り組むべきである。また、検討に当たっては、新規上場時だけではなく既上場会社の管理の充実に特に留意するとともに、国際的な整合性にも十分に配慮すべきである。

このような観点から、上場制度の整備に向けた基本方針は、以下の5つとすることが望ましい。

- ・ 市場の健全性確保に向けて、上場会社などの市場関係者に対して証券市場を構成する一員としての一層の自覚を促すような制度を整備する。
- ・ 会社情報の開示の一層の充実を図ることにより透明性を確保する。
- ・ 投資者保護及び市場機能の適切な発揮の観点から、企業行動に対して適切な対応をとる。
- ・ 上場会社などの市場関係者にとってより使い勝手のよい市場の整備に取り組む。
- ・ 上記の対応に当たっては、国際的な整合性に配慮する。

Ⅳ 制度整備の方向性

1 企業行動に関する制度の整備

(1) 適時開示のあり方

(現状及び問題点)

証券市場における売買は時々刻々と発生する各種の会社情報によって大きな影響を受けることから、東証は、投資者の投資判断に重要な影響を与える会社情報を上場会社が適時適切に開示するための制度として、上場有価証券の発行者の会社情報の適時開示等に関する規則（以下「適時開示規則」という。）に基づく適時開示制度を設けている。適時開示制度は、証券取引法に基づく有価証券報告書等の法定開示制度とともに、我が国証券市場におけるディスクロージャー制度の重要な一翼を担っている。

現在、適時開示制度では、上場会社の業務、運営又は業績等に関する個々の事象を掲げる個別条項を設け、それらの事象が発生した場合には、投資者の投資判断に及ぼす影響が軽微なものとして東証が定める基準（以下「軽微基準」

という。)に該当するものを除き、直ちにその内容を開示することを求めている。また、包括条項を設けて、個別条項に掲げる事象以外の投資者の投資判断に著しい影響を及ぼす事象が発生した場合には、直ちにその内容を開示することを求めている。

こうした現行の枠組み¹が導入されてから約7年間が経過しているが、近年は企業を取り巻く環境の変化が著しく、企業行動が多様化・複雑化する傾向にあり、投資者が的確な投資情報を入手するための一段の環境整備が求められ、適時開示の重要性がより一層高まっている状況にあると考えられる。一方で、形式的な開示要件に該当しない事象について、実質的な投資判断上の重要性に照らした積極的な開示が行われない事例が見受けられるとの指摘や、個々の開示内容についても投資者のニーズに合致した的確なものとなることが求められるとの指摘がなされている。また、企業行動の態様が今後更に複雑化・多様化していくことが見込まれることも念頭におくと、投資判断上実質的に重要な事象については形式的な要件にとらわれない積極的な開示が行われることが望ましい。

こうした状況を踏まえ、東証においては、これまでも適時開示制度の不断の見直しに取り組んできたところであるが²、証券市場に対する投資者の信頼を維持し、適時開示制度がより適切に機能を発揮するためには、現在の適時開示の枠組みが実状に即したものであるかについて再点検をするとともに、軽微基準・開示内容等についても実態に照らして見直しを行うべきである。

(制度整備の方向性)

会社情報の適時開示は、証券市場における合理的かつ公正な価格形成を確保するうえで不可欠であり、証券市場に対する投資者の信頼の根幹をなす重要なものである。上場会社が適時開示を行うにあたっては、常に投資者の視点に立って投資判断上重要な会社情報を迅速、正確かつ公平に開示するよう努めなけ

¹ 会社情報の適時開示は、昭和49年6月に行った上場会社に対する要請（東証「会社情報の適時開示に関する要請について」（東証上管第525号・昭和49年6月7日））に基づき行われていたが、平成11年9月から、上場有価証券の発行者が最低限遵守すべき適時開示に関する要件、方法等を規定し、上場会社に適時開示を義務付ける適時開示規則を施行した。

² 例えば、平成17年1月には、投資者への適時適切な会社情報の開示に真摯な姿勢で取り組む旨の宣誓を上場会社に義務付け、「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証券市場の根幹をなすものであることを十分に認識し、常に投資者の視点に立った迅速、正確かつ公平な会社情報の開示を徹底するなど、誠実な業務遂行に努めなければならない」という適時開示の基本理念を適時開示規則に明記した。平成18年12月には、会社情報の適時開示等に係る改善報告書の記載内容の点検制度を新設するなどの対応を行っている。

ればならない。

適時開示のあり方の検討にあたっては、こうした適時開示に関する基本的な考え方を改めて認識し、適時開示制度が投資者の投資判断に資することを目的とするものであることを踏まえ、上場会社が投資者の視点に立って、投資判断上重要な情報を的確に開示するよう、現実の適時開示を巡る状況に即した対応を行うことが適当である。

具体的には、適時開示の要否については、本来、上場会社が実質的な投資判断上の重要性により開示の要否を判断する方法が望ましいと考えられるが、反面、上場会社の一方的な判断により重要な情報が開示されなくなるとの懸念や、実務上の対応に支障が生じることへの懸念がある。こうした懸念を踏まえ、実務の円滑な運用を重視しつつ、投資判断上重要な情報が的確に開示されるものとなるためには、現行制度と同様に個別条項と軽微基準の形式的な要件により開示すべき事象を規定したうえで、形式的な要件には該当しなくても投資判断上の重要性が実質的に高いと考えられる事象については広く開示が行われるよう対応を図ることが望ましい。

なお、その実施にあたっては、開示の要否の判断において上場会社に混乱が生じるのではないかと懸念が指摘されていることなどから、例えば、開示すべき事象についてのメルクマールや具体的な開示事例をガイドラインにおいて示すことなどにより、一定の配慮を行うことが望ましい。

更に、個々の開示内容についても投資判断上重要な情報が的確に説明されることが重要であり、また、開示実務の円滑な運用を図る観点からも、個々の開示内容や開示のタイミングなどについて、必要に応じて開示・記載上の注意事項やQ&Aをガイドラインに盛り込むなどの対応も求められる。

また、軽微基準については、投資判断上の重要性に即したものとなっているかについて再点検をすべきである。とりわけ、上場会社本体の開示に関する軽微基準については、上場会社単体の財務数値に照らして重要性を決める枠組みが中心となっているが、近年、連結財務情報に基づいて投資判断や経営判断が行われることが一般的であることや、開示書類においても連結財務情報が中心的な位置付けとなってきた状況を踏まえ³、配当等の一部の情報を除き、原則として連結の財務数値に基づく基準に見直すことが適当である。また、投資判断上重要な情報の適切な開示の観点から、例えば、利益が少額の場合の利益水準や、子会社解散・上場子会社の業績予想などについて、必要に応じて軽微基準の見直しを行うことが望ましい。

³ 現在では、有価証券報告書・決算短信においても連結財務情報を主とした取扱いとしており、平成20年度より導入される法定四半期報告書制度においても原則として連結財務諸表による開示となる予定である。

以上のほか、適時開示がより機能を発揮するためには、上場会社における適時開示に対する理解・意識と積極的な対応が求められることから、上場会社のそうした自覚を促すための対応として、適時開示に関する啓発活動を継続的に進めていくことが適当である。また、東証では、開示情報が投資者に迅速に伝達され、投資者が速やかにこれを利用するためのインフラとして、適時開示情報伝達システム（TDnet）や適時開示情報閲覧サービスの整備を図ってきたが、今後とも、投資者のニーズを踏まえて機能を拡充することが必要であり、とりわけ、財務情報を迅速に分析・加工することを容易にするコンピュータ言語であるXBRL（eXtensible Business Reporting Language）について、証券取引法に基づく有価証券報告書等の開示書類に関する電子開示システムであるEDINETと歩調を合わせ、TDnetに本格的に導入するなどの対応を他の証券取引所と連携して進めることが適当である。

（２）企業行動に関する行為規範の制定

① 企業行動に関する行為規範のあり方

（現状及び問題点）

従来は、上場会社は自らの判断により企業行動を律するべきであるという考え方に基づき、東証としては基本的には上場会社の企業行動には関与しないこととしてきた。現行の東証の上場規則では適時開示が上場会社の規律の中心に位置付けられており、適時開示以外の企業行動に関する規則は、非常に限られている⁴。

しかし、会社法その他の法令等における自由化や規制緩和、世界的なレベルでの競争の激化、そして証券市場の役割と重要性の一層の増大という近年の環境変化の中で、市場機能の発揮を阻害するような企業行動が見られるようになり、市場開設者である東証としても、株主・投資者保護の観点から適切な対応が求められている。

また、諸外国の経験を踏まえても、上場会社の企業行動について証券取引所が規範を構築し、市場の信頼を保つよう努力がなされており⁵、市場の公正性と健全性の確保の観点からも東証の役割が期待されていると考えられる。

（制度整備の方向性）

市場開設者である東証は、会社情報の開示の充実に加え、株主・投資者保護

⁴ 具体的には、適時開示規則の中に、望ましい投資単位の水準への移行及び維持に係る努力等（第1条の2）、買収防衛策の導入に係る尊重義務（第1条の3）及び株式分割等に係る努力等（第1条の4）が定められている。

⁵ 例えば、NYSE Company Manual Section 3 “Corporate Responsibility”では、コーポレート・ガバナンス等について規則を定めている。

及び公正かつ健全な市場の運営という観点から、自由な企業行動を過度に制約しないよう留意しつつ、企業行動に関する行為規範を制定し、企業に適切な対応を求めることが適当である。

そこで、上場会社に対して、従来の適切な適時開示の履行義務に加えて、上場会社としての一般的な規範として、流通市場の機能及び株主・投資者の権利を尊重すべき旨を明確化するとともに、証券市場の構成員としての責任ある行動を求める事項を企業行動に関する行為規範として明記する方向で上場制度の整備を行うべきと考えられる。

行為規範の内容としては、まず、従来から上場会社に要請してきた事項（株主総会における議決権行使の促進に向けた環境整備（株主総会の分散化並びに招集通知の早期発送、ホームページ掲載及び英訳を含む）、内部者取引の未然防止に向けた体制整備等）及び規範的要素を含む上場諸規則（買収防衛策の導入に係る尊重義務、望ましい投資単位の水準への移行及び維持に係る努力等、並びに株式分割等に係る努力等）⁶を、後述するところに従い新たに設けられるべき企業行動に関する規則とあわせて、行為規範として再整理することが適当である。

② 株式の発行に関する規範

（現状及び問題点）

昨今、上場会社による転換価額修正条項付転換社債（いわゆるMSCB）の発行や大規模な株式発行などによる株主価値の希釈化により、一般株主の権利を害する事例があるとの批判がなされている。

東証では、これまでは、株式発行についてこれを制約するような規則は制定してこなかった。また、会社法では、定款を変更して発行可能株式総数を増加する場合には、変更後の発行可能株式総数を発行済株式の総数の4倍以下に制限しているが⁷（いわゆる4倍規制）、その範囲では株主の持分比率の維持という利益よりも資金調達による利益を優先させ、（有利発行及び不公正発行以外については）定款の範囲内であれば取締役会決議で自由に募集株式の発行等が行えることとされている⁸。

諸外国の状況を見ると、アメリカでは、4倍規制に類似の規制は存しないものの⁹、証券取引所等のルールとして公募以外の20%以上の株式発行などにつ

⁶ 前注(4)。

⁷ 会社法第113条第3項。

⁸ 会社法第201条。

⁹ なお、発行可能株式総数については定款記載事項とする州は多く見られる（デラウェア州につき8 Del. C. §102(a)(4)、ニューヨーク州につきNY CLS Bus Corp §402(a)(4)）。

いて株主の承認が必要と定めている¹⁰。また、イギリスを含むヨーロッパ各国では株主割当てが原則であり、イギリスの上場規則上も会社法上も、株主以外に割り当てる場合には株主総会の特別決議が必要と定めている¹¹。

(制度整備の方向性)

この点については、本懇談会では、持分割合の希釈化については有利発行や不公正発行の差止めの対象とはならないので、諸外国における規制と比較しても、会社法の4倍規制のみでは上場会社に対する規制としては緩やかに過ぎるのではないかとの問題点が指摘された。また、支配権が変更するようかなり大規模な株式の発行については株主の同意を必要とすべきとの観点から、発行株式数が発行済株式総数を超えるような株式の発行については、原則として株主の同意を必要とすべきではないかとの提案がなされた。

他方で、会社法が要求する以上に、証券取引所として株主の同意を必要とするという事前規制を設けることは、上場会社の機動的な資金調達や業務提携を妨げることになるなど¹²の反対意見も出された。

そこで、本懇談会としては、株式の発行について、開示の充実等の対応を行うことはともかく、証券取引所として株主の同意を必要とするなどの規範を設けるためには慎重な議論が必要であると判断し、株式の発行については引き続き検討を行うべき事項であると考えます。

なお、日本証券業協会のワーキング・グループでMSCBの取扱いのあり方について報告がなされており、そこでの要請を受けて東証としての対応も検討することが求められる¹³。

¹⁰ NYSE Company Manual §312.03。同条項は、(a)株式報酬、(b)利害関係者に対する普通(配当)株式の発行、(c)発行済株式の議決権総数の20%以上の普通(配当)株式、又は発行済普通(配当)株式の20%以上の普通(配当)株式の発行、並びに(d)支配権の変更をもたらす発行について株主の承認が必要としている。ただし、上記(c)については、公募(public offering)の場合、並びに「真正なる資金調達(bona fide private financing)」(証券会社等が引き受ける場合又はいずれの株主も5%以上の株式・議決権を取得しない場合をいう。)であって、市場価格及び帳簿価格よりも高い額の金銭を対価とする場合は例外であると定められている。Nasdaq Manual §4250(i)も同様の規制。

¹¹ LR 9.3.11R、Companies Act 1985 §89。ただし、投資者のガイドライン(Pre-Emption Group “Disapplying Pre-Emption Rights — A Statement of Principles”)において、1年間に5%未満、3年間に7.5%未満の発行は、定時株主総会における事前の承認が許容されている。ヨーロッパ各国の規制についてはWeil, Gotshal & Manges, LLP. “Comparative Study Of Corporate Governance Codes Relevant to the European Union And Its Member States” 38頁。

¹² なお、新株発行を会社法上の株主総会の決議事項とする場合には、その旨を定款に規定することが必要となるので(会社法第295条第2項)、そのような対応は望ましくないとの指摘がなされた。

¹³ 日本証券業協会・会員における引受審査のあり方等に関するワーキング「会員における

③ コーポレート・ガバナンス

(現状及び問題点)

最近の企業不祥事・会計不祥事や経済・社会情勢の変化を受け、また、公正で健全な証券市場を樹立しその信頼を向上するという社会的な要請に照らしても、経営を質的に向上して株主・投資者を保護するという観点から、上場会社のコーポレート・ガバナンスの充実を促す必要性が高まっている。

東証では、これまでコーポレート・ガバナンスの充実について上場会社に対して要請をするなどの施策を行ってきたが、上場規則では開示義務を除いてコーポレート・ガバナンスに関する定めはほとんど存在しない¹⁴のが現状である。

会社法上、上場会社について取締役会及び監査役（又は委員会設置会社における委員会）の設置は義務付けられているが¹⁵、監査役会は監査役設置会社のうち大会社¹⁶についてのみ義務とされており¹⁷、会計監査人の設置は大会社及び委員会設置会社について義務付けられている¹⁸ものの、大会社以外の監査役設置会社については義務付けられていない。また、社外役員に関しては、監査役会設置会社では監査役会はその監査役の半数以上を社外監査役¹⁹により構成しなければならないとされており²⁰、社外取締役については、委員会設置会社で各委員会は委員の過半数を社外取締役²¹により構成しなければならないとされているのみである²²。

引受審査のあり方・MSCBの取扱いのあり方等について－会員における引受審査のあり方等に関するワーキング・グループ最終報告－（平成19年2月22日）

(<http://www.jsda.or.jp/html/houkokusyo/hikiuke4.html>)

¹⁴ 取締役会の設置については株券上場審査基準第4条第1項第4号で定められている。

¹⁵ 会社法第327条第1項、第2項。

¹⁶ 「大会社」とは、資本金5億円以上又は負債200億円以上の会社をいう（会社法第2条第6号）。

¹⁷ 会社法第328条第1項。監査役会の設置については、監査役を3人以上選任すること（第335条第3項）、監査役の半数は社外役員でなければならないこと（第335条第3項）、常勤監査役を選定すること（第390条第2項）など、会社法上、監査機能を強化する方策が定められている。

¹⁸ 会社法第327条第5項、第328条。証券取引法上は、上場会社であれば財務諸表について監査証明を受ける必要があるが（第193条の2）、会社法上は大会社又は委員会設置会社においてのみ会計監査人の設置義務がある。なお、会計監査人の設置は、会社法上の権限を外部監査人に付与する効果がある。

¹⁹ 「社外監査役」とは、過去に当該株式会社又はその子会社の取締役、使用人等になったことがないものをいう（会社法第2条第16号）。

²⁰ 会社法第335条第3項。

²¹ 「社外取締役」とは、現在又は過去に当該株式会社又はその子会社の業務執行取締役、使用人等になったことがないものをいう（会社法第2条第15号）。

²² 会社法第400条第3項。

現状では、東証上場会社のほとんどは監査役設置会社である（97.5%）²³。また、監査役設置会社である東証上場会社のほとんどは社外監査役を選任している一方で、社外取締役を選任している会社は40.8%であり²⁴、監査役による監視をガバナンスの基本としている会社が多いことが分かる。なお、監査役会を設置していない会社は、マザーズでは23.6%に上るのに対して、市場第一部では0.1%、市場第二部では1.8%に過ぎない²⁵。

諸外国の状況を見ると、ニューヨーク証券取引所（以下「NYSE」という。）では、①指名、報酬、監査の各委員会を設置すること、②各委員会の構成員は独立取締役のみによって構成されること、③取締役会の過半数は独立取締役であることが義務付けられている²⁶。また、ロンドン証券取引所（以下「LSE」という。）では、各委員会の設置や独立取締役の取締役会における構成割合について定めた統合規範²⁷を遵守しているか否か、遵守していない場合はその理由についての開示を求めており²⁸、実務上大きな影響を与えている。

（制度整備の方向性）

本懇談会としては、上場会社のコーポレート・ガバナンスの向上を促す観点から、東証がベスト・プラクティスとしての規範を上場会社に対して示すことが望ましいと考える。諸外国の状況にかんがみても、東証は証券取引所として公正かつ健全な証券市場への信頼向上のためコーポレート・ガバナンスの充実に寄与すべきである。

しかし、社外取締役の設置や社外役員の独立性などにつき明示すべきかについては、多様なコーポレート・ガバナンスを許容する観点からこれを明示すべきではないとの考え方と、ベスト・プラクティスとして東証が望ましい姿を示すことは多様性と必ずしも矛盾はしないとする考え方の両方がある。更に、このような検討に当たっては、コーポレート・ガバナンスに関する現状分析を詳細に行う必要があり、また非常に重要な問題であるので、より時間をかけて慎重に議論を行うことが望まれる。

²³ 「東証上場会社 コーポレート・ガバナンス白書 2007」（以下「白書」という。）12頁。

²⁴ 前注(23)・白書14頁。

²⁵ 前注(23)・白書22頁。

²⁶ NYSE Company Manual §303A

²⁷ Financial Reporting Council “Combined Code on Corporate Governance”

(<http://www.frc.org.uk/corporate/combinedcode.cfm>) 統合規範は、①取締役会議長が独立の要件を満たすこと（A.2.2）、②指名、報酬、監査の各委員会を設置すること、③指名委員会の過半数、報酬委員会及び監査委員会の全員が独立取締役であること（A.4.1, B.2, C.3.1）、④会長を除く取締役会のメンバーの半分（小会社では2人以上）は独立した非業務執行取締役で構成されること（A.3.2）などを推奨している。

²⁸ LR 9.8.6R(5)(6)

そこで、社外取締役の設置や社外役員の独立性に関する事項を含むコーポレート・ガバナンス全般に関して、東証としてどのような対応をすべきかについては、本懇談会としては引き続き検討すべき事項であるとする。また、検討の方法としては、前述の株式の発行に関する規範とあわせて、本懇談会に分科会を設けて検討する方法も考えられる。

なお、特に新興市場における上場会社の品質向上の観点から、監査役会（又は委員会設置会社における委員会）及び会計監査人の設置については、上場会社に必要最低限の機関として、施行まで一定の猶予期間を設けた上で義務化することを含め検討を進めることが適当である。

また、会社法上は大会社又は委員会設置会社にのみ義務付けられている業務の適正を確保するための体制（いわゆる会社法上の内部統制システム）の決定²⁹及び会社法上株主の数が1000人以上である場合にのみ義務付けられている株主総会参考書類の交付³⁰については、すべての上場会社に対し求めることが適当であるとする³¹。

④ 利害関係者との利益相反取引

（現状及び問題点）

親会社を有する会社や議決権の過半数を有する支配株主を有する会社などの上場に関連して、親会社などの利害関係者との取引において、親会社・支配株主の利益を図るために少数株主が不当に損害を被る場合があるとの批判がなされている。特に、上場会社においては、多数の少数株主が存在するのが通常であり、こうした利益相反取引は少数株主である一般投資者の保護の観点から重要な問題である。

この点について、会社法は取締役と会社との利益相反取引については取締役会への開示と取締役会による承認が必要と定めているが³²、利益相反取引の範囲が形式的に解釈されており、親会社・支配株主と会社との取引は一般には含まれてはいない³³。

²⁹ 会社法第348条第3項第4号、同条第4項、第416条第1項第1号ホ、同条第2項。

³⁰ 会社法第301条、第298条第2項。平成18年7月現在、1単元以上の株主数が1000名未満の会社は、東証上場会社全体で61社（第二部に53社、マザーズに8社）ある。もっとも、実務上は、すべての上場会社が招集通知の発送と同時に全株主に参考書類の交付を行っていると考えられる。

³¹ もちろん、証券取引法の規定に基づき株主総会の通知に際して全株主に対し代理権の授与に関する参考書類を交付することにより代替することを妨げるものではない。

³² 会社法第356条。

³³ なお、証券取引法及び東証からの要請に基づく開示のほか、会社法では、第三者との取引であって株式会社と支配株主との利益が相反するものの明細の開示が事業報告の附属明細書で求められており（会施規第128条第2号）、関連当事者との取引に関する注記

また、利害関係者との取引については、社外監査役又は監査委員会の委員である社外取締役による監視も期待されるが³⁴、親会社を有する上場会社の社外監査役及び社外取締役の現状についてみると、親会社を有する監査役設置会社の社外監査役のうち54.9%、親会社を有する委員会設置会社の社外取締役のうち58.0%は親会社出身であり³⁵、親会社を有する上場会社において親会社との間の取引につき社外役員がどの程度実効的な監視を行うことができるのかを疑問視する意見もある。

諸外国の状況を見ると、アメリカのNYSEでは監査委員会（又は同程度の組織）による潜在的な利益相反の監視が適切である旨が定められており³⁶、Nasdaqでは年次報告書に開示されるべきすべての利害関係者との取引について、監査委員会その他の独立委員会の承認を受けなければならない旨規定されている³⁷。また、多くの上場会社が設立根拠法とするデラウェア州法では、支配株主は少数株主に対して信認義務を直接負っており、支配株主との自己取引は公正（fair）でなければならないという厳格な基準（「完全な公正さ」基準）が適用されるため、独立委員会による承認が実務上定着している³⁸。

また、LSEでは、上場規則上、利害関係者との重要な取引について利害関係者以外の株主による承認が必要とされており³⁹、利害関係者の定義には10%以上の議決権を有する株主が含まれる。

（制度整備の方向性）

利害関係者との取引については、少数株主保護の観点から東証として規律を定めることが適当である。

その場合、利害関係者との取引については、以下の3つの段階の規律が考え

が求められている（会計規第140条）。

³⁴ 会社法上、大会社又は委員会設置会社において決定することが必要とされるいわゆる内部統制システムの内容として「当該株式会社並びにその親会社及び子会社からなる企業集団における業務の適正を確保するための体制」（会施規第98条第1項第5項）が規定されており、監査役（会）又は監査委員会は、事業報告に記載されている内部統制システムの概要について、当該内容が相当でないとき、その旨及びその理由を監査報告に記載しなければならない（会施規第129条第1項第5号、第130条第2項第2号、第131条第1項第2号）。

³⁵ 前注(23)・白書20頁、26頁。

³⁶ NYSE Company Manual §307.00

³⁷ Nasdaq Manual §4350(h)

³⁸ 独立委員会又は少数株主の過半数の承認により証明責任が転換されるが、単に独立委員会が存在するだけでは証明責任は転換されず、①独立委員会が十分に情報提供を受けていること、及び②独立委員会が真に独立しており大株主に対して独立当事者間で行使可能な真の交渉力を有することが必要とされる（Kahn v. Lynch Communication Systems, Inc. 638 A.2d 1110）。

³⁹ LR11.1.7R

られる。第一に、利害関係者との取引の際の公正性担保の仕組みを開示させる、第二に、証券取引所として公正性担保の仕組みに関するベストプラクティスを提示し、それに従っていない場合にはその理由の開示を求める、第三に、利害関係者との重要な取引について特別委員会等の承認を求めることである。そして、これらのどの段階の規律を求めるかは、対象を親会社に留めるか、親会社以外の主要株主を含めるかなどによって異なるべきものと考えられる。すなわち、上記のうち第三の厳格な規律については、対象を親会社に留めるのが望ましい⁴⁰。

そこで、親会社（親会社の子会社を含む）又は支配株主との重要な取引については、社外役員により構成される特別委員会等の承認を得るなどの利益相反による弊害を防止するための措置をとることを親会社・支配株主を有する上場会社に対して求めることが適当である。

また、社外役員（監査役会設置会社における社外監査役、委員会設置会社における社外取締役）による親会社との取引の監視のより一層の充実を図るために、親会社を有する上場会社に対し親会社出身ではない社外役員の選任を求めることが望ましい。

なお、関連当事者⁴¹との重要な取引については有価証券報告書における注記の開示が行われ、また親会社等状況報告書による開示⁴²や東証における親会社等に関する開示⁴³もなされているところであるので、利害関係者との取引内容自体の開示については、企業秘密の漏洩や企業の過度な負担とならないよう留意しつつ、今後の開示実務の状況を見ながら、必要に応じて開示内容の見直し等を検討することが望まれる。

⑤ MBO及び親会社・支配株主による買収

（現状及び問題点）

MBO⁴⁴及び親会社・支配株主による買収についても、利害関係者との取引と同様、取締役又は親会社・支配株主と少数株主との間で利益相反があり、情報の非対称性及び取締役会の判断が歪められる可能性の両方において問題がある。

⁴⁰ 他方で、アメリカと異なり必ずしも独立取締役が設置されていない日本の会社において、必ず社外取締役により構成される独立委員会の承認を必要とするなどの画一的な手続を要求することは困難な側面があるとの意見がある。

⁴¹ 財務諸表等規則第8条の10、連結財務諸表等規則第15条の4。

⁴² 証券取引法第24条の7。

⁴³ 適時開示規則第2条第11項。

⁴⁴ 「MBO」とは、management buyoutの意。一般に、会社等の経営者による当該会社等の買収をいう（発行者以外の者による株券等の公開買付けの開示に関する内閣府令第二号様式の記載上の注意(25)参照）。

この点に関連して、公開買付けに関する証券取引法の改正では、意見表明報告書の義務化及び情報提供の充実が行われ、買付価格の公正性を担保するための措置や利益相反を回避するための措置などについての具体的な記載が要求されている。また、東証も合併等の組織再編、公開買付け、MBO等の開示の充実に関する要請を行っており⁴⁵、情報の非対称性については一定の改善が見込まれる。

これに対して、取締役会の判断が歪められる可能性については、コーポレート・ガバナンスにおける対応を要求すべきかについて検討が必要になる。特にMBOについては、一般株主の利益が十分に守られていないとの批判が近時多くなされており、また株価を下げるための情報操作など株主の利益に反する行為が行われていると疑われる事例もあるとの指摘がなされており、より慎重な検討が必要である。

諸外国についてみると、アメリカでは、デラウェア州法上、MBO及び支配株主による公開買付け⁴⁶について、前述した「完全な公正さ」基準という厳格な基準が適用され、独立委員会による承認が実務上定着している。また、イギリスでは、独立した第三者のアドバイスを取得してこれを開示する必要があり、更に利益相反がある取締役は意見表明に関する取締役会に参加してはならず、利益相反の内容は株主に開示されなければならない⁴⁷。

(制度整備の方向性)

MBO及び親会社・支配株主による買収については、取締役の判断が歪められる可能性があり、情報開示の充実にとどまらず、コーポレート・ガバナンスにおける対応が必要である。

そこで、少数株主・投資者保護の観点から、MBOや親会社・支配株主による買収についても、親会社・支配株主との重要な取引における利益相反による弊害を防止する措置と同様の措置をとることを求めるべきである。

特にMBOは、経営者自身が買収者として直接・間接的に参画することから、

⁴⁵ 東証「合併等の組織再編、公開買付け、MBO等の開示の充実に関する要請について」(東証上管1338号・平成18年12月13日)

⁴⁶ 支配株主による公開買付けについては、例外的に①少数株主の過半数を買い付けることを条件とすること、②支配株主が持分を90%超とした後に簡易合併を行うことを約束すること、③支配株主が報復的措置をとるおそれをもたらさないこと、④独立取締役が、自らのアドバイザーを雇い、非支配株主に対して勧奨し、かつ非支配株主が情報を得た上で決断できるよう十分な情報を開示して公開買付けに対応するために、完全な裁量権と十分な時間を与えられることのすべてを満たした場合には、「完全な公正さ」基準は適用されない (In re Pure Res. S' Holders Litig., 808 A.2d 421)。

⁴⁷ The Panel on Takeovers and Mergers “The City Code on Takeovers and Mergers” (<http://www.thetakeoverpanel.org.uk/new/codesars/DATA/code.pdf>)

最も利益相反の可能性が高く、今後件数の増加も予想されるので、行為規範の対象とする意義があり、東証としても対策が必要な重要な課題であると考えられる。そのため、MBOについては利益相反による弊害の防止を徹底させるよう一定の行為規範を充実させることが望まれる。

⑥ 実効性確保の方法

行為規範は、証券市場の公正性と健全性確保に向けて上場会社に証券市場の構成員として一層の自覚を促すことが目的であり、従来の上場廃止を前提とする実効性確保の方法とは異なる次元での対応を原則とすべきであると考えられる。もっとも、行為類型の中には、株主・投資者保護や市場運営の観点から、上場会社として遵守する必要がある、違反する場合により厳格な対応をとることが望ましいものもあると考えられる。

そこで、違反行為に対して、上場廃止も想定される事項から、公表措置に留める事項、ベストプラクティスのように自主的な上場会社の対応を促すために実効性確保の方法を特段設けない事項等の段階を設けることが適当であると考えられる。

次に、それぞれの行為類型にどのような実効性確保の方法を対応させるかについては、まず、①上場会社として遵守すべき必要性が高く、また遵守することのコストが効果に比して高くないものであって、かつ、②遵守すべき行為類型をより具体的に規定することができる場合については、より厳しい実効性確保の方法をとることが適切である。

他方で、①必ずしもすべての上場会社が遵守しなければならない事項ではない（遵守することのコストが効果に比して高くなる場合を含む）、又は②遵守すべき行為類型が抽象的であるような行為類型については、より緩やかな実効性確保の方法によることが適切である。

（３）子会社上場制度のあり方

（現状及び問題点）

東証上場会社のうち親会社を有する会社の占める割合は13.5%である（親会社が上場している会社11.9%、親会社が非上場の会社1.6%）⁴⁸。

他方、諸外国の状況は多様であり、例えばアメリカ・イギリスでは分散所有の傾向が強いのに対して、イギリス以外のヨーロッパ各国では支配株主を有する上場会社が過半数を占めている⁴⁹。アメリカ・イギリスでは、スピンオフの前

⁴⁸ 前注(23)・白書10頁。

⁴⁹ Barca & Becht “The Control of Corporate Europe” (January 2002)によれば、50%超の大株主（法人、個人を含む）を有する会社の比率は、NYSE上場会社では1.7%、

段階としての子会社上場は一般的であるが、継続的な子会社上場はきわめて稀である。他方、イギリス以外のヨーロッパ諸国では親会社・支配株主を有する会社の上場はむしろ一般的であり、このような上場形態は日本だけの現象ではない。これら諸外国の状況は、各会社の自主的な経営判断でその上場形態の是非を選択した結果であって、証券取引所が子会社上場等を制限している例は国際的にみて皆無である。

子会社上場には、新たな投資対象が市場に提供されるという国民経済的な意義があるほか、親会社とのシナジー関係の維持や親会社による子会社の規律などの積極的な意義が見出せる場合もあると思われる。その一方で、親会社と少数株主の間には潜在的には利益相反の関係があり、株主全体の利益を犠牲にして親会社の利益を図った経営が行われるおそれがある。また、親会社の短期的な決算対策としての上場や上場後短期間での完全子会社化、上場親会社が同じ事業を行っている中核子会社を上場させることによって新規公開に伴う利益を二重に得ようとするなどのおそれもある。このように、子会社上場は、多くの市場関係者にとっては必ずしも望ましい資本政策とはいえない。

東証は、子会社上場に関連する弊害防止のために、いくつかの制度上の手当てを行っている。まず、親会社等に対する一定の独立性などを上場審査基準の要件としている⁵⁰（ただし、上場後については、一部指定審査の場合等一部の例外を除いてこれらの要件を求めておらず、既上場会社が親会社を有することとなる場合には審査の対象とはならない）。また、親会社等の重要な会社情報の適時開示義務のほか、親会社等の企業グループにおける上場会社の位置付けや親会社等からの独立性の確保状況等についての定期的な開示が義務付けられている⁵¹。そして、上場後まもなく他の会社の完全子会社となる予定がある場合などを、上場申請の不受理・受理取消しの要件としている⁵²。

イギリス2.4%に対して、ドイツ64.2%、イタリア56.1%であった（イギリスは1992年のデータ、それ以外は1996年のデータ）。

⁵⁰ 本則市場の上場審査基準は、以下のとおり（株券上場審査基準の取扱い1.（2）d）。

①親会社等又は申請会社が、申請会社又は親会社等の不利益となる取引行為を強制し、又は誘引していないこと。②申請会社と親会社等が、通常取引の条件と著しく異なる条件で営業上の取引その他の取引を行っていないこと。③申請会社が、事実上、親会社等の一事業部門と認められる状況にないこと。④親会社等が発行する株券が国内の証券取引所に上場されていること（上場していない場合、親会社等の会社情報の上場会社並みの開示が申請会社により確保されること）。マザーズの上場審査基準は、上記のうち①、②、④である。

⁵¹ 適時開示規則第2条第11項。

⁵² 有価証券上場規程に関する取扱い要領9. b。ただし、上場規則上、上場後に実際に他の会社の完全子会社となることへの規制はない。

(制度整備の方向性)

子会社上場は、多くの市場関係者にとって必ずしも望ましい資本政策とはいえないが、子会社上場銘柄についてはその旨が周知され、投資者はそれを踏まえた投資判断ができること、仮に子会社上場そのものを禁止するとスピンオフの前段階としての子会社上場（いわゆるエクイティカーブアウト）のような明らかに問題のない手法までが制限されてしまうこと、国際的にみても子会社上場が制限・禁止されている例はないこと等を踏まえると、証券取引所の上場制度として子会社上場を禁止するというのは適切ではない。ただし、投資者及び子会社上場を検討する会社の注意を促す観点から、子会社上場は必ずしも推奨されるものではないという基本的なスタンスを東証として明示すべきである。

また、現行制度では新規上場時には親会社等からの一定の独立性を求めているが、子会社の運営の実情はその属する企業グループの経営方針に応じて多様であることを踏まえると、親会社に対する独立性の確保だけに着目することは必ずしも適切であるとは限らない。そこで、子会社上場については、新規上場審査における独立性確保の確認だけでなく、既上場会社が親会社を有することとなった場合の対応や、継続的な利益相反による弊害の防止措置、親会社を有していることに伴うリスクの投資者への周知に向けた施策を強化すべきである。

具体的には、子会社上場に関する東証の基本的なスタンスを公表するとともに、子会社上場により顕在化するおそれのある少数株主との利益相反による弊害などの問題点を防止するための措置を充実させる方向で上場制度の整備を行うことが適当である。例えば、企業行動に関する行為規範として、支配株主との重要な取引における利益相反の弊害を防止するための措置を実施することや、親会社の出身ではない社外役員を選任等を求めることなどが考えられる⁵³。

また、上場している親会社と実質的に同じ事業を行っている中核的な子会社については、子会社として上場する意味が乏しいことから、他の証券取引所と連携して何らかの制限的な措置を講じることが望ましい。

いずれにせよ、子会社上場に関する上場審査のあり方については、本懇談会の議論を踏まえ、引き続き検討が行われることが望まれる。

(4) 種類株式の上場制度

① 検討の背景

昨今の商法改正・会社法制定による種類株式規制の柔軟化により、種類株式の利用が容易になり、また、敵対的買収に対する脅威が増大する中で、特に買収防衛策に関連して、種類株式の上場に関する提案が各方面からなされている⁵⁴。

⁵³ 1 (2) ④ 利害関係者との利益相反取引 (11 頁以下) 参照。

⁵⁴ (社) 日本経済団体連合会「M&A法制の一層の整備を求める」(平成18年12月12

他方、東証では、拒否権付種類株式の発行について一定の条件で上場廃止となる旨定めているが⁵⁵、その他には上場する株式の種類について明示的な規定は存在せず、従来は上場株式は普通株式⁵⁶であることが当然の前提とされてきた⁵⁷。

種類株式については、①剰余金の配当・残余財産の分配といった経済的権利に関する種類株式、②議決権制限株式や単元株式数を利用した複数議決権株式類似の構造などの議決権に関する種類株式（以下「議決権種類株式」という。）、並びに③取得条項付株式、全部取得条項付株式及び譲渡制限株式などの種類株式に分けて考えることができる。この中で、本中間報告では、喫緊の課題として、まず議決権種類株式について優先的に考え方を整理することとする。

なお、優先株式の上場については、優先株式は後述のリスク負担をしていないので、議決権のない優先株式であっても従来どおり一定の条件で上場を認めるべきと考えられる。また、議決権種類株式のみの上場を認める場合には、優先株式のみの上場についても認めるべきかを検討することが必要となる。

② 想定されうるスキーム

議決権種類株式についての上場制度のあり方を検討する前に、日本の会社法上想定されうるスキームについて概観する。

まず、議決権制限株式を利用したスキームとして、「株主が有する株式の数が発行済株式総数の一定割合未満（例えば20%未満）であること」を、当該株主についての「議決権の行使の条件」⁵⁸として定めることが考えられる（以下「議決権制限プラン」という。）。この場合、買収者が登場しても、その保有株式数が発行済株式総数の一定割合以上に達すると、株主総会においてその議決権を行使することができなくなる⁵⁹。議決権制限プランの特徴は、当該会社の買収は

日)、経済産業省・企業価値研究会「公正な買収防衛策のあり方に関する論点整理」（平成17年11月10日）など。

⁵⁵ 株券上場廃止基準第2条第1項第17号、同取扱い1.(14)a(c)。

⁵⁶ 本中間報告では、会社が会社法第107条や第108条に基づく定款の定めを何もおかないような場合に、会社法がその内容を自動的に定めてくれるものを普通株式といい（神田秀樹『会社法〔第9版〕』（弘文堂・2007）68頁）、剰余金の配当及び残余財産の分配が他の株式と同順位の株式を「普通(配当)株式」といって区別する。

⁵⁷ 優先株及び子会社連動配当株については上場制度が独立して設けられているが、発行会社の株式が既に上場していることが前提となっている（優先株及び優先証券等に関する有価証券上場規程の特例第3条第1項(1)a）。

⁵⁸ 会社法第108条第2項第3号ロ。

⁵⁹ 類似のスキームとしては、株主が有する株式の数が発行済株式の総数の一定割合超（例えば20%超）であることを、当該株式を取得するのと引換えに無議決権株式を交付するための「一定の事由」（会社法第107条第2項第3号イ）として定める方法が考えられる。この場合、買収者は、一定割合までは議決権行使ができるが、それを超えた株式は無議決権株式に転換されることとなり、諸外国で見られる Voting Caps 類似の構造となる。

きわめて困難となること⁶⁰、一定割合を超えると持株すべての議決権が行使できなくなること⁶¹、定款において例外を規定しない限りは大株主は存在しえないこと⁶²が挙げられる。

この議決権制限プランについては、持分割合による議決権制限は、法が許容する不平等取扱いであり、会社法第115条との関係でも問題は生じないとして有効とする見解⁶³と、持分割合による議決権制限は、一般的には法が認めないものであり、何らかの強い必要性・合理性がある場合以外は無効とする見解⁶⁴があることに留意する必要がある。

次に、諸外国に見られる複数議決権株式に類似の構造として、例えば、会社がいずれも議決権のあるA種株式とB種株式を発行し、A種株式については単元株式数を100株、B種株式については単元株式数を1000株として、A種株式を経営陣・親会社等が保有し、B種株式のみを上場するというスキームが考えられる（以下「複数議決権株式プラン」という。）。このスキームでは、A種株式の数をA種・B種をあわせた発行済株式総数の9.1%とするだけで、A種株式に伴う議決権だけで総議決権の過半数を確保できることとなる⁶⁵。

このスキームの特徴としては、一部の株主が比較的少ない出資で支配権を確保することが可能であること、大株主（上記の例ではA種株式を保有する株主）が同意しない限りは会社の敵対的買収は実現しないこと、他方で大株主が同意すれば会社は買収の対象となることが挙げられる。

③ 諸外国の状況

アメリカでは、1980年代までは、NYSEは「一株一議決権」という方針を維持してきた⁶⁶。他方で、NASDAQでは全く規制がないなど、各証券取引所等で対応が分かれていた。そこで、各証券取引所等のルールを統一するために、米国証券取引委員会により Rule 19c-4 が制定された。このルール自体は裁判で

⁶⁰ 買収を行うためには、一定割合未達の株式しか取得していない段階で、他の株主と連携して定款変更に必要な特別決議を経る必要がある。

⁶¹ 諸外国で見られる **Voting Caps** は持株数が一定割合を超えても当該割合までは議決権を行使することができるのが通常である。

⁶² スキームとしては、客観的な解除条件や株主総会の決議により買収者の議決権の行使を認める条項等を設定することも可能である。

⁶³ 葉玉匡美「議決権制限株式を利用した買収防衛策」商事法務 1742号 28頁（2005）

⁶⁴ 江頭憲治郎『株式会社法』126頁（有斐閣・2006）

⁶⁵ 類似のスキームとしては、①無議決権株式を発行し、議決権のある普通(配当)株式は非上場のまま経営陣・親会社等が保有し続け、無議決権株式のみを上場するという方法や、②上記のA種株式とB種株式（又は議決権のある普通(配当)株式と無議決権株式）の両方を上場するという方法が考えられる。

⁶⁶ ただし、Ford社などの例外はあった。

違憲とされたが、後に各証券取引所等のルールに反映された。

その内容としては、上場会社については、①保有株式数に基づく議決権制限、②保有期間に基づく議決権制限、③上場株式の1株あたりの議決権よりも大きい又は小さい議決権を有する証券の普通(配当)株式との交換による発行、④上場株式の1株あたりの議決権よりも大きい議決権を有する証券の株式配当などによる発行は原則として禁止された。他方で、①新規公開による証券の発行、②上場株式の1株あたりの議決権よりも大きくない議決権を有する証券の公募又は合併・買収による発行などは、禁止されないこととされた。これにより、アメリカでは新規公開時に複数議決権株式を利用することが実務として定着した。

現在のアメリカでは、新規公開を行う会社の約10%程度は、複数種類株式を利用している⁶⁷。また、アメリカの上場会社全体では、約10%程度の会社が複数種類株式を発行しており⁶⁸、2004年にGoogle社が新規公開時に複数議決権株式を用いて話題となった。

他方で、EUにおいては、長年の議論の末、公開買付け指令が2004年5月に発効した。その内容としては、議決権種類株式について一定の条件の下で無効とする Breakthrough Rule⁶⁹が採用されたものの、各加盟国は会社に対して上記 Breakthrough Rule を適用しないよう規定することができるとされた(選択的適用)。

ヨーロッパ各国では、従来は種類株式の利用が盛んな国も数多く見られたが、現在では減少傾向にあり、複数議決権株式・議決権制限株式を廃止する国も少なくない。

④ 検討の視点

議決権種類株式の上場制度については、以下のような各視点による検討が考えられる⁷⁰。

⁶⁷ Smart, S. and Zutter, C. “Control as a motivation for underpricing: a comparison of dual and single-class IPOs” 69 J. Fin. Eco. 85 (2003)

⁶⁸ Investor Responsibility Research Center Inc., “Corporate Takeover Defenses 2004”

⁶⁹ ①定款に規定された証券の譲渡制限は、買付けの応募期間は買付者に適用されない(第11条第2項)、②定款に規定された議決権制限は、買収防衛策を決定する株主総会において効力を有せず、複数議決権株式は当該株主総会において一議決権のみを有する(同条第3項)、③買付け後に買付者が議決権株式資本の75%を保有する場合には、上記の譲渡制限・議決権制限及び定款に規定される取締役の選解任に関する株主の特別の権利は効力を有せず、複数議決権は買付け後の定款変更又は取締役の解任のための株主総会において一議決権のみを有する(同条第4項)と規定されている。

⁷⁰ 下記のそれぞれの視点については、主に“The report of the high level group of company law experts on issues related to takeover bids” (2002) (以下「専門家レポート」という。)並びに G. Ferrarini, “One Share – One Vote: A European Rule?” (2006) (available at

第一に、支配権の移動が起こらない株式を上場させることの是非という視点が考えられる。支配権の移動には、①株主に対して時価よりも高い価格で株式を売却する機会を与える、②シナジーを創出する、③経営陣に対する規律として機能するという点において、社会的・経済的なメリットがあり、これを制限すべきではないという考え方である。特に、議決権制限プランの上場は、買収そのものを困難にするものであり、また大株主による規律も働かないので、この観点からは望ましくないと考えられる。

これに対して、複数議決権株式プランについては、支配株主の同意が得られなければ買収を行うことができないという点で子会社上場と同様であるとの反論が考えられる⁷¹。また、議決権制限プランについては、客観的な解除条件や株主総会の決議により買収者の議決権の行使を認める条項等を設定することも可能であり⁷²、これにより買収防衛効果を一定程度減ずることができるとの反論が考えられる。

第二に、特に複数議決権株式プランについては、支配株主との利益相反により少数株主が損害を受ける可能性が高まるという視点が考えられる。すなわち、複数議決権株式プランは、支配株主が存在する会社の上場をより容易にし、利益相反の度合いもより強くなるため、支配株主の権限濫用により少数株主が損害を被る可能性が高まり望ましくない形態であるとの見解である。

これに対して、利益相反は子会社上場の場合でも生じるのであって、その対応は子会社上場の場合と同様に、上場審査や上場後のコーポレート・ガバナンスの充実、開示の充実等により行えば足りるとの反論が考えられる。また、複数議決権株式プランの場合に利益相反の度合いがより強くなるといっても、あくまで程度問題であり、例えば単元株式数の割合を制限することにより、その程度を調整することは可能であるとの反論も考えられる。

第三に、リスク負担と支配の比例 (**Proportionality between risk bearing and control**) という視点がある。意思決定の最終的な効果は、リスクを負担する者

http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=875620) 及び同論文引用の各論文 (特に J. Gordon (1988) 及び S. Grossman and O. Hart (1988)) を参考とした。

⁷¹ (複数議決権株式プランの場合は、子会社上場と異なり株式の種類が異なるため、支配株主がその保有する株式を譲渡する場合であっても上場株式が公開買付けの対象にはならず、株式売却の機会は与えられないという再反論も考え得るが) 証券取引法の改正により全部買付けが一部義務化されたため (証券取引法第27条の13第4項、施行令第14条の2の2)、買付け後の「株券等所有割合」(証券取引法第27条の2第8項) が3分の2以上となる場合には、原則として当該株券等の発行者が発行するすべての「株券等」について同一の公開買付けにより買付けを行わなければならない (施行令第8条第5項第3号、買付府令第5条第5項)、上場株式の株主にもその保有する株式の売却機会が与えられることとなる。

⁷² 前注(63)論文 35 頁。

(利益分配又は残余財産の分配に参加する権利を有する者)に帰属する以上、リスク負担と支配は比例すべきであるという見解である(普通(配当)株式に関する「一株一議決権の原則」)。すなわち、リスク負担と支配が比例しない場合には、リスクを負担しない者が自らコストを負担して経営を監視・規律することは難しいので、株主によるガバナンスが効かない会社になるという考え方である。

他方で、少なくとも新規公開時に十分な開示がなされた上で株主が株式を取得するのであれば、たとえリスク負担と支配が比例しなくても、株主がそのリスクをとっており、また創業者・親会社等は株価が低くなる不利益を負担しているので、問題はないとする反論がある。また、上場会社にリスク負担と支配の比例の原則を適用すると、支配権を維持したい創業者・親会社等はそもそも上場をしないという選択肢をとると考えられ、国民経済的には潜在的な投資対象が失われることとなるとの反論もあるところである。更に、株式の持ち合い⁷³やピラミッド構造⁷⁴もリスク負担と支配が比例しない形態であり、これらを禁止しないにもかかわらず複数議決権株式プランを禁止することは整合性を欠くとの批判もある。

第四に、上場後に議決権種類株式を導入することの是非という視点がある。すなわち、上場後に議決権種類株式を導入した場合には、上場株式を保有する一般株主が不測の損害を被る可能性があり、その是非については市場における投資者すべてが同意して株式を取得する新規公開時の議決権種類株式の導入とは別に検討する必要があるとの見解である。

これに対して、議決権種類株式の導入に際しては、定款変更等のために株主総会の特別決議が必要であり、取締役会の恣意によって決定されるものではないとの反論もある。他方で、たとえ定款変更等について株主総会の特別決議を経た場合であっても、①取締役会の提案に対して少数株主がまとまって反対することはコストがかかり困難であること(集団的行動の問題)、②取締役会は提案の内容や時期などをコントロールできるためより提案が承認されやすい状況を作ることができること(戦略的選択の問題)から、真の意味で株主の意思を反映しているとは言い難いとの再反論がある。また、上記の通り、新規公開時であれば支配権を有する創業者・親会社等は株価が低くなる分資本コストを負

⁷³ ただし、日本の会社法上は総株主の議決権の4分の1以上を有する会社に対する議決権の行使を禁止しており(第308条第1項、会施規第67条)、この点について一定の制約がある。

⁷⁴ ピラミッド構造とは、持株会社を連続的に配置することで最下層の会社をより小さな経済的支出で支配する構造のことをいい、各層の持株会社には支配権を持たない少数株主が存在するため、最上層の株主はより少ない経済的支出で支配権を取得できるとされる(専門家レポート38頁)。

担しているのに対して、上場会社の場合は支配権を取得する者がコストを負担していないことが、上場会社による議決権種類株式の利用を制限する理由として挙げられる。更に、新規公開時の議決権種類株式の導入の際には市場で株式を購入した投資者すべてが同意しており、特別決議では足りないとする再反論も考えられる。

なお、少なくとも上場会社が上場している株式よりも少ない議決権の株式を発行することは、既存の一般株主の権利を毀損するものではないので、認められるべきであるとする考え方がある。

以上に加えて、証券市場に多種多様な株式を持ち込むことは、投資者に混乱をもたらす可能性があるとの指摘もある。これに対しては、東証にはすでに優先株等の市場が設けられており、諸外国の市場でも混乱はもたらされていない、また、投資者が明確に区別できるよう情報開示の徹底や独立した表示を行うことなどにより投資者保護を図っていくことで対処することは可能であるといった反論が考えられる。

⑤ 制度整備の方向性

以上のように、議決権種類株式の上場は、支配権の移動を妨げるものであり、リスク負担と支配が比例しない点で上場会社のコーポレート・ガバナンスに歪みをもたらすものであって、必ずしも望ましいものであるとはいえない。

他方で、会社法の制定による種類株式規制の柔軟化や買収防衛策への関心の高まりから議決権種類株式の上場に関する社会的欲求が高まっており、投資者のニーズや、米国では新規公開時に限り種類株式の上場を認めているという現状を考慮すれば、議決権種類株式の上場を一律に制限することは適当ではないと考えられる。

そして、議決権種類株式の上場を新規公開時に発行している場合に限定すべきかについては、一方で（少数）株主の利益を損ねない場合や、周知期間を設ければ、上場会社による議決権種類株式の利用を認めてもよいとの意見もあったが、本懇談会の全体としては、既に投資している一般株主の利益を守るという観点から、議決権種類株式の上場は新規公開の場合に限って認めることに賛成する意見が多数を占めた。

なお、議決権種類株式の中でも上場会社が上場している株式よりも少ない議決権の株式を発行すること（及びその上場）については、基本的に既存の一般株主の権利を毀損するものではないので認めてよいと考えられるが、種類株式には様々なスキームが考えられるので、株主・投資者の権利を制限しないかについての慎重な判断が必要との意見があった。

以上のような検討に基づき、本懇談会としては、原則として議決権種類株式の上場は、新規公開時にのみ認める方向で検討することが適当である⁷⁵。また、上場会社による上場株式より議決権の少ない株式の発行（及びその上場）については、「株主の権利の不当な制限」とならない限りで認めるのが適当である⁷⁶。この場合、投資者が選択的に投資することが可能になるような工夫⁷⁷を行うことが望ましい。

また、新規公開時に議決権種類株式の上場が認められるとした場合、そのスキームについては、議決権種類株式に伴うデメリット（①支配権の移動が制限されることによる株式売却の機会減少及びコーポレート・ガバナンスの弱化、並びに②リスク負担と支配が比例しないことによるコーポレート・ガバナンスの歪み⁷⁸）を緩和する観点を中心として、株主の権利を尊重したスキームの議決権種類株式の上場のみを認めることが適当である。そして、議決権種類株式の上場に当たっては、買収防衛策としての性質から、株主の権利の尊重だけでなく、開示の十分性、透明性及び流通市場への影響についても留意することが適当である。

更に、当然ながら、スキームの法的安定性については別途確認が必要であることに留意する必要がある。

「株主の権利の尊重」がなされたスキームの詳細については、種類株式には非常に様々なスキームが考えられることから、東証としては、検討結果をガイドラインとして対外的に公表していくことが望ましい。この場合、その影響の大きさにかんがみると、まずは議決権種類株式に伴うデメリットの程度が低いものについてガイドラインの整備を目指すことが望ましい。

⁷⁵ 新規上場であっても、他の証券取引所を経由して上場する会社や上場会社との合併等によって新規に上場する会社は、既存の一般株主のいない状態での新規公開時に種類株式を利用する場合とは異なる取扱いをすることが適当である（なお、上場廃止となった会社の再上場の場合については、今後の検討が必要である）。

⁷⁶ 現在の株券上場廃止基準においても、「株主の権利の不当な制限」がなされている場合に上場廃止となる旨を定めている（第2条第1項第17号）。

上場会社による上場株式より議決権の少ない普通(配当)株式の発行が「株主の権利の不当な制限」となる例としては、上場株式から少数議決権株式への転換が可能となっていることなどにより、結果的に一般株主の権利を制限することとなる場合などが考えられる。

⁷⁷ このような工夫としては、種類株式の上場であることを投資者が理解しやすくするような市場区分や独立した表示を行うことが考えられる。

⁷⁸ 支配株主との利益相反の問題については、子会社上場の場合と比較するとリスク負担と支配の比例の問題に集約することが可能である。なお、子会社上場と同様、企業行動の行為規範などにより対応することも必要である（1（3）子会社上場制度のあり方（15頁以下）及び1（2）④ 利害関係者との利益相反取引（11頁以下）参照）。

2 市場制度の整備

(1) 市場区分のあり方

(現状及び問題点)

東証は、経営管理体制・収益基盤が既に確立された企業を上場対象とする本則市場と、新興企業を上場対象とするマザーズの、2つの市場を運営している。本則市場は、市場第一部・第二部という2つの区分に分かれており、市場第一部は特に流動性が高い銘柄を割り当てる区分とされている⁷⁹。また、一部上場銘柄は原則としてTOPIXの構成銘柄となる。

現行制度では、市場区分は流動性の相違によるものと位置付けられているが、これは企業としての品質の相違であるという一般的な認識とは大きく乖離している。また、投資者への情報提供という市場区分の本来の目的に照らすと、流動性の相違のみによって区分することの意義は乏しいと思われる。更に、新規上場審査と同様の実質審査を行うこととしている一部指定審査の実務は、現行の市場区分の位置付けとの整合的な説明が難しい。

(制度整備の方向性)

以上のような問題点にかんがみると、株式数、株主数等の流動性に基づくという現行の市場区分のあり方については、上場会社の質は最終的に市場が判断するものであって東証が細かい基準や審査を行って定めるのは必ずしも適切ではないこと、他方で市場区分やTOPIXは投資者に広く定着しており、市場区分を単純に統合することには投資者の混乱やTOPIXの継続性等の点で弊害があることを考慮しつつ、見直しを行うことが適当である。

具体的には、現行の流動性に基づく市場区分については、市場評価の観点を加味した明確かつ定量的な基準（浮動株時価総額など）を中心に再設計を行う方向で検討を進めることが望ましい⁸⁰。

その際には、一部指定時に実施している実質審査については、市場区分が定量的な基準に基づく区分であることが明確となることを踏まえ行わないこと、及び既上場会社の経営管理体制の継続的な確認については、規模の大きい非上場会社との経営統合を行った場合や、故意・重過失による適時開示規則違反が行われた場合、株主や役員に大幅な変更があった場合、又は事業内容が短期で著しく変化した場合等に適宜行うことについても、併せて検討を進めることが望ましい。

⁷⁹ 市場第二部から市場第一部への指定基準の形式要件は、流動性に関する要件のみ上場審査基準より加重されている（上場株券の市場第一部銘柄指定基準第3条第1項）。

⁸⁰ 市場第一部、第二部という序列としての区分そのものを設けないとする考え方もある。

(2) 新興市場のあり方

(現状及び問題点)

マザーズは、本則市場の上場会社ほどの実績はないが今後の成長を期待される新興企業に対してリスクマネーを供給することを目的として開設されたマーケットであり、上場企業には調達した資金を梃子にした成長の実現が期待されている。そのため、実績を要件としない代わりに、高い成長の可能性⁸¹とリスク情報の開示を求め、本則市場と比べて投資リスクは高いが、リスク情報等の開示の充実を前提に投資者の自己責任を求めている。

マザーズと本則市場の関係は、上場制度上は並立関係と位置付けられており、会社はどちらの市場にも上場申請でき、マザーズから本則市場への市場変更だけでなく本則市場からマザーズへの市場変更も可能となっている⁸²。

マザーズは、開設から7年を経て、上場会社は延べ200社を超え、当初の期待通りの成長をみせ、本則市場に移行した会社も増加するなど、成長企業にリスクマネーを供給するという役割を十分に果たしてきている。

このように、東証が成長企業の健全な育成のために新興市場を運営していくことは引き続き重要であるが、新興市場の信頼性向上の観点などからは、更に以下の課題・問題点を克服していくことが望まれる。

まず、現状の本則市場との並立的な位置付けは、本則市場に上場できない新興企業に成長の機会を提供するというマザーズの基本的性格と整合していない点である。実態に照らしても、マザーズ上場後に実際に成長し、経営管理体制や収益基盤を確立した会社が本則市場への市場変更を行う例は少なからずある一方、本則市場からマザーズへの市場変更の例はマザーズ開設以来1件もない⁸³。

次に、マザーズの上場会社は、新規上場時においては本則市場と同等の経営管理体制の整備までは求められないものの、上場後多くの投資者の投資対象となり、規模も拡大していく中では、新規上場時に求められる経営管理体制ではなく、より高い水準の経営管理体制の整備が求められるべきではないかと考え

⁸¹ 幹事証券会社が東証へ提出する推薦書により確認される（有価証券上場規程第3条第2項第7号、有価証券上場規程に関する取扱い要領2.（2）の2）。

⁸² 有価証券上場規程第12条の3。なお、マザーズ上場会社が本則市場へ市場変更をする場合には、市場第二部から市場第一部への指定基準と同じ要件を満たしていれば市場第一部に指定される一方、他の証券取引所が運営する新興市場の上場会社が東証の本則市場に新規に上場する場合には、新規上場会社の直接一部指定のための特例基準（上場株式数及び上場時価総額について加重）を満たさなければ一部指定を受けられない。それぞれの基準の概要については東証HP参照。

（マザーズから市場第一部への市場変更）http://www.tse.or.jp/rules/listing/stlisting_1st.html
（他の証券取引所から市場第一部への上場）

<http://www.tse.or.jp/rules/listing/stlisting.html>

⁸³ マザーズに上場している会社へのヒアリングでは、将来的に市場第一部銘柄となることが目標であり、マザーズ上場はそのためのステップであるという認識を示す会社が多い。

られる。

更に、マザーズ上場会社は、上場時点では成長期待のある会社として上場するが、これらの会社のすべてが期待どおりの成長を実現できるとは限らないことへの対応という課題がある。元々実績のないマザーズ上場会社は、もし成長に失敗すると、収益性や継続性に欠けて株価が低迷するなどのおそれがあり⁸⁴、投資者保護上適切な対応が求められる。

(制度整備の方向性)

まず、マザーズを本則市場と並立した市場とする現在の位置付けについては、実態に合わせて再整理をすることが望ましい。

具体的には、マザーズは、成長の初期段階にあり、かつ、将来的に本則市場に上場することを志向する企業に早期に資本市場へアクセスする機会を提供する市場と位置付け、東証が本則市場と一体として運営するものであることを明確にするよう制度の整備（マザーズから本則市場への市場変更に係る規定の見直し、本則市場からマザーズへの市場変更に係る規定の廃止、成長性が見込まれる企業の上場促進に向けた対応等）を行うことが適当である⁸⁵。

また、新興市場の信頼性向上のために、既に上場しているマザーズ上場会社の経営管理体制の確認などの新たな対応を検討すべきである。

具体的には、マザーズの信頼性向上に向け、企業の経営管理体制の整備に関する対応を強化する措置（例えば、上場後一定期間経過したマザーズ上場会社に対して、本則市場に新規に上場する場合の実質審査に相当する審査を実施する等）を導入する方向で制度の整備を行うことが適当である。

更に、必ずしもすべての新興企業が高い成長性を継続し、本則上場会社に移行できるものではないことを踏まえ、マザーズの質の維持のために何らかの工夫が必要である。

具体的には、マザーズ上場後一定期間経過後において所定の成長を達成できていない企業（例えば、マザーズに上場後5年経過してもなお一定規模の売上高又は当期利益を計上できない場合等）については、上場を廃止する措置を導入する方向で制度の整備を行うことが適当である⁸⁶。

⁸⁴ 会社によっては、株主価値を無視した企業行動を行い、時には反社会的勢力らの資金源となってしまう可能性もある。

⁸⁵ マザーズ経由の一部指定の基準が他の証券取引所経由ほど厳格とされていないこと（前注(82)）については、今後の市場第一部の位置付けを踏まえて適切な見直しをすることが望ましい。

⁸⁶ ただし、こうした措置の実施にあたっては、上場廃止となった銘柄の流動性の確保に向けた対応が進展していることが条件となる（3 上場諸規則の実効性確保（31頁以下）参照）。

(3) 売買単位の集約

(現状及び問題点)

現在、東証に上場している内国株式の売買単位は7種類⁸⁷存在している。このように複数の売買単位が存在していることは、世界の主要証券取引所の中でも特異な状況⁸⁸であり、投資者からもわかりづらいという意見⁸⁹が寄せられている。また、売買単位が複数あることが誤発注を招く原因の一つであるという指摘もある。このような状況を背景に、市場の使い勝手という観点から売買単位の整理の必要性が高まっている。

(制度整備の方向性)

売買単位の制度整備の方向性としては、投資者の利便性や上場会社の対応などを考慮すると、1種類に統一することが望ましい⁹⁰。一方で、上場会社に影響が及ぶ事項であるため、現在の上場会社の状況も十分考慮して進める必要がある。

すなわち、一方で、①東証の方針として望ましい投資単位の水準を5万円以上50万円未満と定めており、投資者も投資単位の引下げを要望していること、②近年投資単位の引下げのために1000株から100株に単元株式数のくくり直しを行う会社が増えていること、③種類株式の発行の際の自由度を残しておく必要があること等を考えると、1単元100株を将来的な統一の目標とすることが望ましい。

他方で、現実の上場会社の状況をみると、売買単位を100株又は1000株とする会社が大半を占めており⁹¹、特に1単元1000株の会社の割合が最も高いという現状を考えると、利便性の改善を早期に実現するのであれば、当面は売買単位の100株及び1000株の2種類⁹²への集約を目標とすることで

⁸⁷ 1株、10株、50株、100株、500株、1000株、3000株の7種類の売買単位が存在している。

⁸⁸ アメリカでは100株単位、ヨーロッパでは1株単位が主流である。

⁸⁹ 株価表示についても、銘柄によって表示単位が異なりわかりづらいという意見もあり、売買単位の整理に伴い改善されることが期待されている。

⁹⁰ なお、売買単位の集約及び統一は内国の普通株式を対象とし、種類株式については柔軟に対応することが適当である。

⁹¹ 東証では、100株単位が約38%、1000株単位が約46%を占めている。(平成18年11月6日現在)

⁹² 1株単位(単元株制度非採用)については、近年に上場した会社を中心に採用している会社がみられるが、株券電子化制度が開始される平成21年以降は、上場会社が端株を取り扱うことができなくなるため整数倍未満の割合の株式分割ができなくなるなどの問題があり、現に端株を有する会社の中には単元株制度を採用しようとする動きがあることも考えると、1株単位を売買単位の集約の対象から外すことが適当であると考えられる。

も一定の効果が期待できると考えられる。そこで、売買単位の統一とその前段階としての売買単位の1単元100株と1単元1000株への集約に向けた基本方針（行動計画）を東証として策定し、本年中に公表する方向で調整を行うことが適当である。なお、実現に当たっての具体的な問題点及び最終的な集約時期等については、関係者と引き続き検討を進める必要がある。

特に、当面の目標である売買単位の1単元100株と1単元1000株への集約は、実務の動向を勘案して、集約のための企業行動がコスト面でも手続面でも容易になる株券電子化制度が開始される平成21年以降速やかに実施することが適当である。ただし、それ以前の新規上場会社、新たに単元株制度を採用する会社及び単元株式数を変更する会社については前倒しで適用することが望ましい。

なお、売買単位の集約及び統一については、東証単独で行うのではなく、国内の他の証券取引所と連携をとりながら進めていくことが不可欠である。また、売買単位の集約及び統一は、上場会社に負担を強いることとなるが、上場会社には、証券市場の構成員として市場の利便性向上のために前向きに協力することが期待される。

（４）流動性等に係る基準の見直し

（現状及び問題点）

現在、東証は、上場審査基準及び上場廃止基準において、上場株式数、株主数、少数特定者持株比率、売買高⁹³の4つの流動性に関する基準を設けている。

この中で、昭和57年に流動性の観点及び法人による行き過ぎた株式所有の是正を図り小口分散所有を求めるという観点から採用された株主数基準及び少数特定者持株比率基準⁹⁴について、整理が必要となっている。

まず、株主数基準については、①上場株式数の規模により所要の株主数が増える通増的な体系、②投資単位の水準による優遇措置、③売買高による優遇措置を採用しており、複雑な基準になっている。そして、投資単位の引下げの施策にあわせて優遇措置を設けるなど状況に応じてパッチワーク的な変更がなされてきたため、基準の一貫性が損なわれて規定の趣旨が上場会社や市場関係者にとって分かりにくくなっている。また、株主数については、業績が向上し株価が上昇すると売却してしまう株主も出てくるため株主数の増加は経営努力と直接結びつきにくいこと、業種等によっては個人株主からの認知度の低い会社

⁹³ 上場審査基準においては、売買高基準は適用されない。

⁹⁴ 株主数基準及び少数特定者持株比率基準の概要については東証 HP 参照。

（株主数基準）<http://www.tse.or.jp/rules/listing/kabunushisu.html>

（少数特定者持株比率基準）<http://www.tse.or.jp/rules/listing/mochikabu.html>

もあるといったことも考慮する必要がある。

また、少数特定者持株比率基準については、例えば上場廃止基準においては、大株主上位10名、役員及び自社の所有する株式数の合計の上場株式数に対する比率を75%未満とすることを求めているが、大株主上位10名の中でも、投資信託に組み入れられている株式等明らかに固定的所有でないと認められる株式については計算から除外するなど、こちらも複雑な取扱いが定められている。更に、少数特定者持株比率基準が数量ではなく一定の比率を求める基準であることから、他の上場廃止基準と比較しても求める水準は厳しいものとなっており、その結果、流動性に大きな問題のない銘柄が基準への抵触を危惧される状況に直面するなど、制度の見直しを望む声も寄せられる状況にある。

一方で、マザーズについては、少数特定者持株比率に係る基準がないなど、本則市場より緩やかな基準となっているが、新規公開時に十分な公募や売出しが行われておらず新規公開直後の株価の乱高下に繋がっているのではないかと、という問題点が指摘されている。

(制度整備の方向性)

上場廃止基準における株主数基準及び少数特定者持株比率基準については、流動性確保という基準本来の趣旨、及び少数株主の保護という観点からは流通市場の円滑な運営を損なわない範囲でなるべく幅広く売買機会を提供することが望ましいことを踏まえ、基準を再整理することが適当である。具体的には、上場廃止基準においては、株主数基準の逡増方式を廃止し一定水準で固定すること、少数特定者持株比率基準に代えて一定の浮動株式⁹⁵数及び浮動株時価総額を求めることが考えられる⁹⁶。

なお、上場廃止基準の見直しとあわせて、上場審査基準等についても見直しを行う必要があると考えられるが、より望ましい水準を求める上場審査基準等においては、上場廃止基準に上乘せした水準を求めるとともに、上場直後の相場の乱高下を緩和して円滑な流通を確保する観点や、上場会社となるに当たっての責任の自覚を促す観点から、一定期間の大株主等の保有比率をある程度制限する少数特定者持株比率基準の概念を残すことも必要ではないかと考えられる。

また、マザーズについても、本則市場と同様の基準が整備されることが望ま

⁹⁵ 一般に、安定した株主が保有している株式ではなく、マーケットで流通し売買される株式のことを言うが、詳細な定義については今後検討する必要がある。

⁹⁶ ただし、上場株式数に対する浮動株式数の割合が極端に低いケース（例えば、少数特定者持株比率が95%を超えるような状態）については、浮動株式数や浮動株時価総額の水準にかかわらず上場廃止にするという考え方もある。

しいが、その導入に当たっては、成長段階の新興企業であることに配慮した水準となるように留意すべきである。

3 上場諸規則の実効性確保 (現状及び問題点)

最近においては、会社法制の抜本的改正をはじめ企業行動の事前的な自由度が増大する状況にある一方で、市場の公正性と健全性の観点からは、上場会社に対して要求する規範が多様化する方向にある。その一方で、現行の上場制度上の上場諸規則の実効性確保の手段は、上場廃止のほかは、注意勧告制度⁹⁷や改善報告書制度⁹⁸などに限られている⁹⁹。特に、昨今は上場会社に対する規律が強化される中であって、上場廃止には至らない程度の重大な規則違反に対する適切な実効性確保手段がないとの指摘もある。この点で、諸外国における実効性確保手段をみると、例えば、アメリカでは、上場廃止のほかは、上場廃止申請に係る売買停止や譴責処分制度があり¹⁰⁰、イギリスにおいても、上場廃止、売買停止措置に加えて、制裁金を科すルールが存在している¹⁰¹。

また、実効性確保手段の中でも、上場廃止という市場退出のルールは、法令上の刑罰等の仕組みと異なり、一般株主の換金機会の縮減を伴うなど、株主をはじめとする会社関係者に重大な影響を及ぼすものであるため、より適切な運用に向けて、適用のあり方や適用に至るプロセスについて再整理をする必要があると考えられる。この点についても、諸外国をみれば、上場維持基準に抵触した会社について、当該会社に対する評価とフォローアップ手続を行う旨を明確に定めている例¹⁰²や、上場廃止の意思決定手続の中でも会社側からの異議申立てのプロセスが取り入れられている例¹⁰³が存在する。

⁹⁷ 適時開示規則第24条。上場会社が有価証券報告書等に「虚偽記載」を行った場合に注意勧告を行うことができ、注意勧告を行った場合はその旨を公表する制度。法定開示書類の不備について、投資者への情報発信及び上場会社に対する再発防止の観点から、平成18年12月に制度整備が図られている。

⁹⁸ 適時開示規則第22条等。上場有価証券の発行者が、適時開示規則に基づく会社情報の適時開示等を適正に行わない場合で、改善の必要性が高いと認められるときは、当該発行者に対して、その経緯及び改善措置を記載した報告書の提出を求めている。

⁹⁹ その他の実効性確保の方法としては、上場会社が尊重事項を遵守していない場合にその旨を公表する制度などがある。

¹⁰⁰ 例えば、上場廃止、上場廃止申請に係る売買停止についてはNYSE Company Manual §802.02 参照。譴責処分は上場規則上のコーポレート・ガバナンスの強化に伴い2004年に導入(NYSE Company Manual §303A.13 参照)。

¹⁰¹ 上場廃止、売買停止についてはLR 5.2.1R, 5.1.1R 参照。制裁金についてはENF 21.7 参照。

¹⁰² NYSE Company Manual §802.02, §804.00 など参照。

¹⁰³ LR 5.5.1R など参照。

なお、現在の制度上、上場有価証券が上場廃止基準に該当するおそれがある場合には、その事実を投資者に周知するために当該株式等を「監理ポスト」に割り当てることにしているが、この監理ポスト制度について、本来の趣旨とは異なり、上場廃止基準に該当するおそれがある旨の情報を公開することそのものが世間一般では制裁として受け取られる側面があるとの指摘もある。

（制度整備の方向性）

証券取引所が上場会社に求める規制や規範が多様化することに伴う東証の上場規則の対象範囲の拡大に向けた対応として、また、今後行政による課徴金処分事例の増加が見込まれることなどを踏まえると、従来の上場廃止基準を中心とした実効性確保手段について多様化を図ることが適当である。その際、多様化の対象とする上場諸規則の範囲及び多様化の具体的な内容についてはよく整理する必要がある。

実効性確保手段の多様化の対象とする上場諸規則の範囲については、現行の上場廃止基準のうち、適時開示を中心とした企業行動に関する基準や、程度問題の判断が入る事項が考えられる。

多様化の具体的な内容については、まず、上場諸規則に違反した場合の対応として、従来 of 注意勧告制度や改善報告書制度に加えて、一定の制裁金を課す制度の導入が考えられる。東証が上場会社に制裁金を課すことは、現行の上場契約の中でも可能であると考えられるが、濫用を防止する観点から指針を示すことが望ましいといえる。実際の制度運用を想定すると、主に上場廃止には至らない程度の上場諸規則違反を対象とし、その手続や金額の上限を予め定めたガイドラインを作成した上で制裁金制度を導入することが適当である。

また、有価証券報告書等への「虚偽記載」や重大な適時開示規則違反事案等において、上場廃止としないまでも、当該行為を引き起こした社内体制等の改善を促す観点から、本則市場とは別に新たな市場区分を設け、その中で上場管理上の継続的なチェック（区分管理）を行うといった制度の導入も検討に値する。

なお、東証において現在行っている売買停止制度は、主に、投資者の投資判断に重大な影響を与えるおそれがあると認められる情報が生じている場合で、当該情報の内容が不明確である場合又は東証が当該情報の内容を周知させる必要があると認める場合に売買を停止して、会社側に情報確認・発表を求める性質のものである¹⁰⁴。諸外国の例をみても、基本的に情報の周知徹底のためや、上場廃止手続の前段階としての性質のものであり、懲罰的なものとして位置付けられているわけではない。また、投資者には影響が大きいが会社に直接的な

¹⁰⁴ 業務規程第29条。

不利益が及ぶものではないため、売買停止制度を実効性確保の手段として適用するのは適切ではないと思われる。

次に、東証がエンフォースメントを課す場合のプロセスについては、上場廃止等の影響の大きさを踏まえて適用のあり方や適用に至るプロセスを再整理することが望ましく、上場廃止等の決定等、上場会社に不利益な処分を行う場合の判断の透明性と公平性の向上を図ることが適当である。この点については、本年に予定されている金融商品取引法の施行を踏まえ、独立性の高い自主規制法人にその判断を委ねることで透明性と公平性がより徹底されることになると考えられる。なお、上場廃止に至るプロセスに関連して、上場廃止となった銘柄の流動性の確保に向けた証券業界全体の議論に積極的に参加することも必要である。

その他、上場廃止のおそれを周知する監理ポスト制度は、基本的な機能については変更する必要はないが、制度の分かりやすさの観点から工夫の余地がある。具体的には、監理ポスト制度の呼称を見直すとともに、上場廃止基準上の審査を行っている場合の取扱いについては、他の事由による呼称とは区別するなど、上場廃止基準上の審査を行っている状況を投資者に分かりやすく提供する方策を導入することなどが考えられる。

V 今後の進め方

本懇談会は、本中間報告の内容に基づき、直ちに上場制度総合整備プログラムの改定が行われ、東証として平成19年度以降に実施する実行計画がまとめられることを期待する。

そして、施策を具体化するに当たっては、他の上場諸規則の策定の場合と同様に、パブリックコメント手続を実施する等、関係者からの意見聴取を改めて行った上で上場制度の整備を行うことが適当である。

なお、今後、本懇談会は、これまでに十分議論できなかった事項などについて、必要に応じて引き続き検討を行うこととする。

委員名簿

(50音順 敬称略)

座長	神田秀樹	東京大学大学院法学政治学研究科教授
委員	池尾和人	慶應義塾大学経済学部教授
〃	大崎貞和	(株)野村資本市場研究所研究主幹
〃	鹿毛雄二	企業年金連合会常務理事
〃	黒沼悦郎	早稲田大学大学院法務研究科教授
〃	幸田博人	みずほ証券(株)総合企画部長兼経営調査室長
〃	佐藤淑子	日本インバスター・リレーションズ協議会首席研究員
〃	島崎憲明	住友商事(株)取締役副社長執行役員
〃	鈴木裕之	野村証券(株)執行役
〃	関哲夫	新日本製鐵(株)常任監査役
〃	武井一浩	弁護士・西村ときわ法律事務所
〃	中島茂	弁護士・中島経営法律事務所
〃	星野敏雄	花王(株)代表取締役専務執行役員
〃	柳川範之	東京大学大学院経済学研究科助教授

審議経過

- 第1回（平成18年9月11日）
上場制度総合整備プログラムについて
今後の進め方について
- 第2回（平成18年10月11日）
上場制度整備の基本方針について
市場区分及びマザーズ市場のあり方について
- 第3回（平成18年10月31日）
子会社上場について
- 第4回（平成18年12月12日）
企業行動の行為規範について
流動性に関する基準について
- 第5回（平成18年12月25日）
企業行動の行為規範について（続き）
種類株式と上場制度について
- 第6回（平成19年1月31日）
種類株式と上場制度について（続き）
上場諸規則の実効性確保について
売買単位の集約について
- 第7回（平成19年2月22日）
売買単位の集約について（続き）
適時開示全般のあり方について
各検討テーマに対する意見の概要について
- 第8回（平成19年3月7日）
適時開示全般のあり方について（続き）
中間報告のとりまとめについて
- 第9回（平成19年3月19日）
中間報告のとりまとめについて（続き）