

日本取引所グループ金融商品取引法研究会

有価証券上場規程の具体的検討（４）

—上場廃止—

2019年9月27日（金）15:00～17:01

大阪取引所5階取締役会議室及び東京証券取引所4階402会議室

出席者（五十音順）

飯田	秀総	東京大学大学院法学政治学研究科准教授
石田	眞得	関西学院大学法学部教授
伊藤	靖史	同志社大学法学部教授
梅本	剛正	甲南大学大学院法学研究科教授
片木	晴彦	広島大学大学院法務研究科教授
加藤	貴仁	東京大学大学院法学政治学研究科教授
川口	恭弘	同志社大学法学部教授
小出	篤	学習院大学法学部教授
船津	浩司	同志社大学法学部教授
前田	雅弘	京都大学大学院法学研究科教授
松井	秀征	立教大学法学部教授
松尾	健一	大阪大学大学院高等司法研究科准教授
山下	友信	同志社大学大学院司法研究科教授

有価証券上場規程の具体的検討（４）

—上場廃止—

学習院大学法学部教授

小 出 篤

目 次

- | | |
|----------------------------|-------------------|
| I. 上場廃止基準の内容 | 14. 上場契約違反等 |
| 1. 株主数（＝売買単位1単位以上を有する株主の数） | 15. 株式事務代行機関への委託 |
| 2. 流通形式 | 16. 株式の譲渡制限 |
| 3. 売買高 | 17. 完全子会社化 |
| 4. 時価総額 | 18. 指定振替機関における取扱い |
| 5. 債務超過 | 19. 株主の権利の不当な制限 |
| 6. 銀行取引停止処分 | 20. 全部取得 |
| 7. 破産手続、民事再生手続又は会社更生手続 | 21. 株式等売渡請求による取得 |
| 8. 事業活動の停止 | 22. 反社会的勢力の関与 |
| 9. 不適当な合併等 | 23. その他 |
| 10. 支配株主との取引の健全性の毀損 | 24. 売上高 |
| 11. 有価証券報告書又は四半期報告書の提出遅延 | 25. 株価 |
| 12. 虚偽記載又は不適正意見等 | 26. 業績 |
| 13. 特設注意市場銘柄等 | 27. 利益計上 |
| | II. そのほかの論点 |
| | 討論 |

○伊藤 それでは、定刻になりましたので、9月の日本取引所グループ金融商品取引法研究会を始めさせていただきます。

今日は「有価証券上場規程の具体的検討（４）—上場廃止—」というテーマで小出先生からご報告をいただきます。

よろしく願います。

○小出 学習院大学の小出でございます。本日は報告の機会をいただきまして、ありがとうございます。

冒頭に、今回の検討の対象といたしますか、どういふ考え方で検討したかについて少しだけ申し上げたいと思います。

有価証券上場規程（以下「上場規程」といい、同規程施行規則は以下「規程施行規則」という）

の、上場廃止に関する規定を読みますと、非常に詳細に様々な要件が決まっています。上場廃止の一般論や制度設計を考える前に、そもそも何が上場廃止事由となっていて、各論的にどのような問題があるのかということを見えていくところから始めなければ何も報告できないなと思うに至りました。そういうわけで、今回は、上場廃止の主に要件のところについて若干細かめに見ていき、その中で、疑問に思ったこと、あるいは論点と思ったところを幾つか紹介させていただいて、先生方から様々なご教示をいただきながら議論を進めていただければと思っています。

ご案内のとおり、上場廃止については、本則市場、マザーズ市場、JASDAQ スタンダード、JASDAQ グロースごとに上場廃止基準の規定があります。かつ、各市場において、内国株式と外国株式で若干規定が違うところがあります。

最近、外国株の上場廃止の事例——そのほとんどが申請による自主的な上場廃止ですけれども——がよく見受けられますが、今回は対象を内国株式に限定して話をさせていただくことにしたいと思います。ですので、今後見ていただくデータ等も含めて、外国株式に関しては今回の報告には含まれていないということです。

お手元の資料ですけれども、レジюмеに加えて、表をお配りしています。これは、2010年から直近までの、東証において上場廃止になった銘柄とその理由の一覧表です。データをエクセルに落とし込んで、市場ごとにどういう理由で上場廃止になったのかということをもとめてみました。「一部」「二部」はそれぞれ本則市場の「一部」「二部」、「マ」はマザーズ市場、「ス」はJASDAQ スタンダード市場、「グ」はJASDAQ グロース市場を示しています。若干計算ミスなどもあるかもしれませんが、大方間違っていないだろうと思います。

2009年以前のものについて過去の文献などを見ますと、ある弁護士さんが2011年頃の資料版商事法務に上場廃止に関するデータを載せていらっしやって、そこでは2002年ぐらいまで遡れるのです

けれども、今回は、東証のホームページに掲載されている2010年以降のデータをベースに表をつくらせていただきました。

まず、一番左の縦列が上場規程で定められている上場廃止基準です。その右横に「一部・二部」「マ」「ス」「グ」と書いてあって、それぞれ縦に○を打っていますけれども、この○は、市場ごとにその上場廃止事由が定められているということを表しています。たとえば、東証一部・二部に関しては、下の四つの「売上高」「株価」「業績」「利益計上」以外のところは全て○が打っていて、つまりそれらについてはいずれも上場廃止事由が定められているということです。「マ」「ス」「グ」については、○と*がありますが、*は一部・二部の本則市場の上場廃止事由と若干要件の内容が異なっていること、○は本則市場の上場廃止事由の要件の内容と基本的に同じであることを表しています。

表中の数字は、データをもとに、どの上場廃止事由に該当する上場廃止がその年に何件あったかというのを、当時のプレスリリースなどを見ながらカウントしたものです。東証の過去のホームページ上の記載だと、現在の市場廃止事由と必ずしも一致しない記載となっているものもありますが、プレスリリースや詳細を見ますと、根拠条文がきちんと書いてありますので、それも参照して集計しました。

基本的には数字どおりですけれども、2017年の「グ」のところに「1*」と書いてあるのが2個あります。これは、上場廃止になったのは1社だけなのですが、それが債務超過基準と業績基準の両方に該当するというので*印を打っています。ですので、会社としては1社であるということの意味しています。

また、上から8行目に事業活動停止という項目があるのですが、事業活動停止を理由とする市場廃止には、合併によって事業活動が停止されるものと、合併以外によって事業活動が停止されるものの2種類があります。ですので、合併によるも

のと合併以外によるものに分けて記載しています。実は、合併によって消滅して事業活動停止に該当するものは比較的多く見られるのですが、合併以外の理由で事業活動停止に該当するものはほとんどありません。私が見た限りでは、2017年に1社あるぐらいだったと思います。

下から5・6行目に、その他公益・投資家保護の必要という要件がありまして、これも非常に多いのですが、ほとんどは株式併合によってスクイズアウトが起こったという事例です。これは最近是非常に多くなっています。株式併合以外で公益・投資家保護の必要によって上場廃止になったものはやはり非常に少なく、2010年と2015年にそれぞれ1社ずつとなっています。ですので、こちらも分けて記載した次第です。

ここからは、要件ごとに確認しながら見ていきたいと思います。

I. 上場廃止基準の内容

上場廃止事由は非常に多いわけですが、本則市場に関するものは主に上場規程 601 条に列挙されています。

1. 株主数（=売買単位1単位以上を有する株主の数）

この株主数というのは、売買単位1単位以上を有する株主の数ということになります。

[趣旨]

株主が少なくなってしまうと、今後売買も余り行われまいであろうということで、流動性の維持に欠けるというようなことが言われているようです。

[要件]

本則市場については、株主数が400人未満となった場合です。マザーズについても同様ですが、上場後10年間については150人未満でよいとされています。JASDAQについては150人未満です。

一部から二部への指定替えにも株主数の要件がかかっていて、これは2,000人となっています。

上場審査基準に関して言うと、本則市場は800人ですが、一部に直接上場する場合は2,200人です。マザーズは200人ですが、上場時までに500単位以上の公募が必要とされています。JASDAQもやはり200人となっています。たとえば本則市場を見ると、上場時は800人の株主が必要だけでも、上場廃止要件は400人未満となっており、ここに乖離が見られるということが指摘されているところです。

株主数だけではありませんけれども、上場廃止事由に該当したら即上場廃止というわけではありませんが、猶予期間が設けられており、猶予期間は1年間となっています。

[实例]

2010年以降に株主数の基準に該当した上場廃止銘柄は0件、猶予期間入り銘柄については、2015年以降のデータしかなかったのですが、こちらもやはり0件ということで、株主数が基準に満たないという理由で上場廃止にされた銘柄は、最近は見られないと思われます。

2. 流通株式

発行株式のうち、実際にマーケットにおいて取引されるであろう株式の数や規模を意味しています。

したがって、固定的な株主、例えば役員が保有している株式や発行者自身が保有している株式、あるいは親会社を含めた支配株主（当該有価証券の数の10%以上を保有している者）が保有しているような株式は、流通株式からは除かれることとなります。ただし、当該有価証券の10%以上を保有する者でも、機関投資家やコストディ名義のものは流通株式に該当するということとなります。

[趣旨]

これは流動性の維持というところにポイントが

あるのだらうと思います。どれだけ時価総額や株主の数が多くても、株式のほとんどが実際には売買されていないということであるならば、市場の流動性に欠けまして、一般投資家が害されるというところがあるのだらうと思います。

[要件]

本則市場については、流通株式数が 2,000 単位未満、あるいは流通株式時価総額 5 億円未満、あるいは流通株式の上場株券等の数に対する比率が 5%未満の場合という三つの要件のどれかを満たす場合ということになっています。時価総額に関しては、2009 年から 2010 年の市況が悪かった時期においては、3 億円未満に緩和されていたということがあります。

マザーズも、上場後 10 年間は少し緩和されますけれども、同様の要件があります。

JASDAQ に関しては、流通株式数が 500 単位未満、あるいは流通株式の時価総額が 2 億 5,000 万円未満とされています。

こちらに関しましても、上場審査基準と比べますと、例えば流通株式数で言えば、上場基準は 4,000 単位以上となっているところ、廃止基準は 2,000 単位未満になっており、時価総額に関しても、上場基準は 10 億円以上、廃止基準は 5 億円未満となっています。流通株式数比率に関しても、上場基準は 30%以上とされているものが廃止基準は 5%未満というように、違いが見られます。

[実例]

この流通株式の基準についても、やはりそれほど実例は多くありません。2010 年以降のデータにおいては、2016 年に上場廃止になった東証二部の東福製粉の 1 件だけです。2008 年までさかのぼりますと、どうももう 1 件あったようですけれども、2010 年以降は東福製粉だけということになっています。

参考までに、東福製粉について見てみますと、もともとこの会社は小規模な会社で、後に述べる

時価総額基準にも抵触していました。そのため、経営改善のために日本製粉という上場会社と資本・業務提携をし、その関連会社になりました。その後、2014 年に TOB によって日本製粉の子会社になりました。日本製粉の持株は流通株式には該当しないわけです。2014 年の日本製粉の持株比率は 51%、それから取締役会長の持株比率も 10.05%ですので、要するに 61.05%の株式は流通株式に該当しないことになります。ただでさえ小規模な会社でしたので、流通株式時価総額 5 億円未満という上場廃止基準を簡単に割り込んでしまったということです。

公募売出しなどをして流通株式を増やす方法もあったのかもしれませんが、日本製粉の子会社になったという状況を考えますと、流通株式を増やすのは現実的ではないということで、そのまま上場廃止になったということです。

このような事例は、今後も出てくる可能性はあるかもしれません。

3. 売買高

[趣旨]

これは現実に成立した売買の単位数を見ているということで、こちらの趣旨もやはり流動性の維持であろうと思います。

[要件]

上場維持に必要な売買高は比較的小さいものになっていまして、本則市場ないしはマザーズにおいては、12 月末日以前 1 年間の月平均売買高が 10 単位未満である場合、あるいは毎月の末日以前 3 か月間に売買が成立していない場合ということになっています。こういったことはほとんどないようで、2010 年以降に該当したものは 1 件もありません。

売買高が月に 10 単位さえあれば上場を維持していいのかという問題はあるような気はしますが、今はこうなっているということです。

4. 時価総額

[趣旨]

こちらの趣旨は必ずしも流動性の維持ということではなさそうです。いろいろと見てみますと、平成16年の東証の「時価総額に係る上場廃止基準の見直しについて」という文書では、時価総額が低い銘柄は「市場評価が著しく低く当取引所の投資対象物件としてふさわしくない」ということになっています。

なぜふさわしくないのかということについては、もう少し検討する必要があるかと思えますけれども、後ほど、ほかの項目とあわせて少し検討してみたいと思います。

[要件]

本則市場・マザーズについては、月間平均時価総額と月末時価総額のいずれについても、a. 時価総額が10億円未満である場合、あるいは、b. 当該株券等の時価総額が上場株券等の数に2を乗じて得た数値未満である場合、毎月これらの基準をチェックして、いずれか一方にでも該当すると上場廃止になってしまうということになっています。

aの基準はわかりやすいのですが、bについては、要するに株価が2円を割った場合ということになります。これは平成16年の上場規程改正で追加されたものらしいのですが、当時の議論を見ますと、株価1円といった超低位株が、公募増資を繰り返して資金調達をし、上場を維持しながら資金繰りに充てるというような一種の不正行為に近いものが見られたということです。株価が1円であっても、例えば15億株の発行済株式総数があれば、時価総額は15億円になるわけです。そうしますと、時価総額10億円未満という基準には該当しないことになってしまいますので、やはりそれはまずかろうということで、株価2円という基準を新設したということになります。

実際に、当時は現在の本則市場と同様の時価総額基準を定めていたJASDAQ市場のイチヤという会社が、2009年に株価が1円になってしまったた

めにこの要件に該当し、上場廃止になっています。イチヤという会社は、最後の最後まで上場を維持しようと頑張ったみたいでして、株式併合をすれば株価は基本的には上がりますので、それで株価を上昇させてこの基準の適用を免れようとしたわけですが、月間平均時価総額基準の方は満たさないということで、上場廃止になりました。

株価2円であっても、公募増資を繰り返して無理矢理上場を維持することは不可能ではないので、果たして株価2円という基準で本当によいのかということは問題になるような気がします。

株価基準に関しましては、今のJASDAQスタンダードおよびグロース市場においては10円という株価基準が存在しますので、本則市場・マザーズ市場においても同じような株価基準があってもよいのではないかという気がします。

[事例]

かつてのJASDAQ市場銘柄だったイチヤは別にしまして、時価総額基準に関して言いますと、2011年に3社が上場廃止となっていますが、それ以降は上場廃止事例はありません。ただ、猶予期間入りする銘柄は非常に多く、2015年以降でも、私の計算が正しければ、37回の猶予期間入りがカウントされています。ただ、1社が猶予期間入りと解除を繰り返している場合もありますので、社数はそれ以下です。しかし、37回も猶予期間入りしていながら、上場廃止になる例はゼロだということです。様々なことをして時価総額が維持されているということで、これが本当にいいことなのかどうかは、よくわからない部分もあるような気がします。

しかし、時価総額基準は別のところで機能している可能性もあって、時価総額基準の猶予期間中にほかの理由で上場廃止になった銘柄も多くあるわけです。例えば、有価証券報告書提出の遅延といった形で上場廃止になるとか、あるいは特設注意市場銘柄に該当したとか、時価総額が低い会社はほかの基準にも該当しやすいということで、一

つのシグナルとしては機能しているということも言えるのかもしれませんが。

ちなみに、時価総額基準で2011年に上場廃止になってしまったメルクスとレイテックスという会社については、その後、フェニックス銘柄という上場廃止になった株式を売買できる日本証券業協会が開設しているところに移行していますけれども、いずれもその後、民事再生あるいは破産ということで、結局破綻しています。そういう意味では、株価というものはある程度会社の将来性を反映しているということとは言えそうだと思います。

5. 債務超過

[趣旨]

これはやはり企業の継続性への懸念なのではないかと思われまます。すなわち、債務超過になった企業を上場させておいたとしても、恐らく近い将来破綻することになり、そうだとすると、結局その時点で投資家である株主の利益が害されるということを考えますと、早い段階で手を打っておく、すなわち、企業の継続性に懸念がある段階で上場廃止にして、一般投資家が買わないようにしておく、そういう趣旨ではないかと考えられます。

[要件]

本則市場では、事業年度末日において債務超過であれば、猶予期間が1年ありますけれども、上場廃止ということになります。

ただし、債務超過になった後に、民事再生・会社更生・事業再生・私的整理などの方法によって債務超過でなくなることを計画している場合には、猶予期間がさらに1年間延ばされることになっています。この場合は、東証がそれを判断することになりますので、そこには東証の裁量・判断が介在しているということになります。

債務超過は、一部銘柄については二部への指定替え要件にもなっています。この指定替えについては猶予期間がありませんので、結局一部銘柄に関しては、年度末に債務超過になりますと、自動

的に二部に指定替えされまして、その後1年間の上場廃止猶予期間内に債務超過を脱しないと、上場廃止となります。

最近ですと東芝や千代田化工建設が二部に指定替えになりまして、東芝はその後債務超過を脱しましたけれども、千代田化工建設はまだわからない状況で、現在猶予期間中だと理解しています。

マザーズも基本的に同一ですが、市場の性格上、上場後3年間の債務超過については上場廃止事由とならないことになっています。新興企業であるということ踏まえて、しばらく様子を見るというような規定になっていると思われまます。

債務超過基準は、一見、客観的な基準であるかのように思われまます。規定では連結貸借対照表の純資産額が負である場合ということになっていまますが、連結貸借対照表の数字には会計上の評価が含まれることとなります。したがって、その会計上の評価をどのように考えるのかというところで、そこには判断の余地が介在することになります。

後ほど見ますペイントハウス事件は、まさにこの債務超過に該当したことで上場廃止になった会社です。しかし会社は、債務免除を受けられる蓋然性が非常に高かったもので、したがってその分額は債務から除いてもよいのだとして、債務超過ではないと主張していたわけだす。しかし、それに対して東証は、蓋然性が高いというだけではなく、あくまでも現実に債務の免除がされてそれが貸借対照表上で計上されるまでは、債務超過を脱したとは言えないとして、結局上場廃止にしたという事例になります。

これについての裁判所の判断ですけれども、東証側の主張を容れまして、近々債務超過が解消される高度の蓋然性がある場合でも債務超過の解消と同視できるとすると、どのような場合がこれに該当するかの明確な基準がなくなってしまて、ひいては証券市場の取引の安定性を害する、したがって、これは客観的に出てきた連結貸借対照表の数字で判断されるのだというふうに述べていま

す。

なお、債務超過の判断をする上で、公認会計士の監査意見によって純資産額が修正された場合は、修正後の純資産額によって判断されるということも規程施行規則には規定されています。

[実例]

2017年に1社、2016年に2社、債務超過によって上場廃止となっています。ペイントハウスはもっと前ですが、それなりに債務超過の例はあるということです。

これも猶予期間入り銘柄が非常に多くて、猶予期間中にほかの事由で上場廃止になっている銘柄もかなりあると思います。

債務超過による猶予期間入り銘柄が多いということは、特に新興企業などにおいて、瞬間的に債務超過になることが多いということなのかと思います。それで、また後ほど見ますけれども、債務超過という基準が本当に上場廃止基準としてふさわしいのかどうか、そもそも企業の継続性というものを、このような客観的な基準というか一律の基準で判断するべきなのかどうかということが、特に最近議論されるようになってきています。

すなわち、今この瞬間債務超過であったとしても、将来的な期待が高いと投資家が判断するのであれば、引き続き市場において取引されてもよいのではないかと。すなわち、継続性については、まさに投資家自身が判断すべきなのではないかというように指摘がされているわけです。

債務超過基準のみならず、後ほど出てきます売上高基準とか業績基準、あるいは利益計上基準といったものにも同様のことが言えると思いますけれども、このような基準を設けるのはある意味ではお節介で、企業の継続性に関しては、あくまでも投資家の判断、すなわち株価あるいは時価総額といったものをベースに判断されるべきではないのかというような意見が、特に最近の市場構造の見直しにおける議論では見られるところではあります。

6. 銀行取引停止処分

[趣旨]

こちらでも恐らく企業の継続性への懸念というのが趣旨かと思います。

[要件]

銀行取引停止処分になりますと、事実上、会社はそのまま法的整理に行くというのが通常ですので、これは懸念と申しますか、継続性というものはほぼ想定できない状態になります。そういう意味では、債務超過以上に継続性はほぼ想定できないものになっているかと思います。

[実例]

非常に珍しいのですが、2011年に1件、一部上場会社で上場廃止になったものがあります。債務超過とは異なりまして、銀行取引停止処分の場合には、その後企業を継続することはほぼ想定できないということがありますので、こちらに関しては、基準として残しても問題はないのではないかと気がします。

7. 破産手続、民事再生手続又は会社更生手続

[趣旨]

こちらでも同様のことが言えます。法的整理に入るということで、企業の継続性の懸念と申しますか、継続性が想定できない可能性が高くなっているということになります。ただ、再生や更生の場合ですと、企業の継続の可能性がまだ残っていますので、したがって、それらと破産とは分けて考える必要があるだろうと思います。

[要件]

破産、再生・更生、これに準ずる状態になった場合というのが上場廃止要件ですけれども、その後再建するというのであれば、その再建計画の開示を行った後、猶予期間1か月間で時価総額が10億円以上となった場合については、上場は維持されるという仕組みになっています。

再建計画を申請できなかった場合については、そのまま上場廃止されるということで、これは非常にスピーディーに上場廃止される要件となっているかと思えます。

法的整理という要件については、客観的に明白ですけれども、それに準ずる状態とは、債務超過又は支払い不能の理由によって私的整理を行う場合、事業活動継続が困難であるので、その事業の全部若しくは大部分の譲渡又は解散することを株主総会に付議する取締役決議を行った場合、また、これは一種の私的整理かなと思えますけれども、債務免除などの合意を債権者に行った場合です。これらについては、いずれも会社側からの報告に基づいて上場廃止事由に指定されることとなりますけれども、これらのほかにもこれに準ずると認められる場合があるのかどうかということは、必ずしも明らかではありません。こういったことが事由となるのかということに関しては、もう少し見てみる必要があるのかもしれないと思ったところです。

[実例]

上場会社が法的整理に行くことはしばしばあり、2010年以降でも17件上場廃止されています。

8. 事業活動の停止

[趣旨]

こちらやはり企業の継続性への懸念といえますか、ほぼ継続性が見込まれないという状態なのかと思えます。

[要件]

上場会社が事業活動を停止した場合又はこれに準ずる状態になった場合ということで、結局、その判断は東証がすることになっています。

[実例]

合併による解散は事業活動の停止に該当しますので、比較的多く見られるところです。

[手続]

解散については、上場株式対価の合併による場合と、それ以外の場合、すなわち非上場株式対価又は金銭対価の合併による解散や合併以外の理由による解散の場合とで、手続きの流れが分かれています。

上場株式対価の合併の場合は、消滅会社は事業活動を停止するわけですけれども、しかしながら、対価として別の上場株式が消滅会社株主に渡されますので、消滅会社株主から見ると基本的に上場が維持されるのと同様であるということになります。したがって、消滅会社株式の上場廃止自体はもちろんされますけれども、合併効力発生日の3日前に上場廃止となって、合併効力発生日には新たな上場株式が交付されるという形でスムーズに移行するようになっています。

しかしながら、非上場株式対価や金銭対価の合併、あるいは合併以外の解散というような場合については、実質的にも上場廃止を意味しますので、他の上場廃止と同様に慎重な検討が必要であるということで、取締役会決議の段階で監理銘柄に指定し、その後、合併・解散の総会決議などがされた場合に上場廃止が決定され、整理銘柄に指定されることになっています。

例として、TASAKIの例が挙がっていますが、これは非上場会社を相手としてTASAKIを消滅会社とする合併がなされたという事例です。

9. 不適當な合併等

[趣旨]

これは少しややこしい話になりますけれども、いわゆる裏口上場の抑止という趣旨と考えられます。

[要件]

要件は二つありまして、一つは、上場会社が吸収合併等を行った場合、基本的にはそのまま上場が維持されるはずですが、例えば吸収会社に比べ

て消滅会社の方が極めて大規模であり、そして消滅会社の方は非上場会社であって、結果的に吸収合併を行った上場会社の方が実質的には存続性がないと認められた場合です。この場合は結局、非上場会社が合併をすることで裏口上場をするということを意味する可能性がありますので、このように上場会社の方に実質的な存続性がないと認められるような吸収合併と東証が認定した場合については、その後3年以内に新規上場審査と同等の基準に適合しない場合には上場が廃止される、そういう扱いになっています。

いわゆるテクニカル上場についても、同様のことが定められています。

「吸収合併等」と書いていますけれども、具体的にどのような行為が該当するのかということが明記されていて、株式交換、会社分割、事業譲渡、それから場合によっては第三者割当や業務上の提携といったものも含めて、幅広くこれに該当し得るということが定められています。

[手続]

実際にどうやって吸収合併等が実質的な存続性が失われたと判断されるのかということですが、手続としましては、まず、合併をする際、上場会社は事前相談を東証に行います。これに基づいて東証は、不適當合併等に該当するかどうか、すなわち上場会社の実質的な存続性が失われたかどうかについての審査を開始することになっています。

不適當合併等に該当するとされた場合については、前述の3年間という猶予期間に移行することになります。この猶予期間終了までの間に、対象会社が自ら申請をすることによって、新規上場審査と同等の基準で審査がなされ、それに合致しなければ、その会社は上場廃止されるということになります。

この場合、申請が出されなかった場合も上場廃止ということになります。この申請については、新規上場と同等の行為なので、主幹事証券会社の

確認書が必要であるとされていて、この確認書を証券会社に書いてもらえないということになりますと、これは審査できないことになります。そうしますと自動的に上場廃止ということになります。後ほど見ますアドバックス事件は、この証券会社の確認書が得られずに、結果的に新規上場と同等の審査の申請ができずに上場廃止になった事例です。

[実質的存続要件]

そうしますと、これは2段階の判断がされています。一つは、吸収合併会社が実質的な存続性を失ったかどうか、すなわち不適當合併等に該当するかどうかということ。もう一つは新規上場審査に合格したかどうかということ。この二つの段階があるわけです。

言い方を変えますと、不適當合併等に該当して猶予期間入りをしたからといって、それは全て裏口上場であるというわけではありません。したがって、まずその初めの段階、不適當合併等に該当するかしないのかということが問題となります。これについては、規程施行規則上、明文で不適當合併等に該当しない要件が定められているものがあります。一つは、合併相手が連結子会社であり、結局グループ内の合併ということであれば、これは不適當合併等には該当しないと考えられています。それから、相手方の規模（連結総資産額、連結売上高、連結経常利益金額など）で判断し、相手方の規模が小さいのであれば、3年以内に相手方と会社分割や共同株式移転などをしていないのであれば、やはり不適當合併等には該当しないとされています。

しかし、例えば事前に上場会社と非上場会社とであらかじめ事業譲渡などをして、非上場会社の方の規模を小さくしておいてから合併するというのを認めては意味がありませんので、そういったものについてはこの要件に該当しないというふうにされています。

それからもう一つは、前述のとおり、「吸収合

併等」の中には、例えば会社分割、事業譲渡、業務提携、第三者割当と様々なものが含まれているのですけれども、その後、裏口上場的な、すなわち非上場会社が実質的に上場するというようなことがなければ、問題は生じないわけです。したがって、非上場会社の法人格が上場会社と必ずしも一緒になるわけではないこういった行為のうち、上場会社からの会社分割等や業務提携につきましても、3年以内に相手方と会社分割や共同株式移転などを行っていないのであれば、裏口上場の効果は生じないとされて、不適当合併等には該当しないとされています。

さらに、実質的な審査もなされます。つまり、規程施行規則の条文上明確に不適当合併等に該当しないという類型以外であっても、東証が判断して不適当合併等に該当しないとすることはあり得ます。その基準は上場管理ガイドラインに書いてありまして、経営成績、役員構成、株主構成、商号又は名称など様々な要素を考慮するということが書いてあります。

この実例を分析している文献として、鈴木広樹『検証 裏口上場』（清文社、2013年）という、開示情報をもとに様々な実質的な存続性の判断の事例を紹介しているものがあります。

繰り返しですけれども、実質的な存続要件がなく、不適当合併に該当したからといって、その後新規上場審査と同等の基準の審査を通れば上場廃止になるわけではありません。全てが全て上場廃止になるわけではなく、むしろほとんどは上場廃止になっていないわけです。上場廃止となった事例の分析を見ていると、経営成績や財務状態、つまり相手方の規模が大きいとか、あるいは株主構成、つまりこれらの行為の結果として上場会社側のもともとの株主の持株比率が非常に低くなってしまっていて、相手方の株主が実質的な支配株主になってしまうといったことを重視しているものが多そうです。

しかしながら、一つ変わった例がありまして——これ一つだけではないかもしれませんが——ジ

ャレコ・ホールディングの事例では、吸収合併の相手方会社の非上場会社の方がはるかに規模も小さく、上場会社のジャレコ・ホールディングの株主構成もほとんど影響を受けなかったにもかかわらず、商号を相手方の会社に変更した、それから代表取締役が相手方の出身者になったということから、実質的な存続要件を満たさないとされました。その後ジャレコ・ホールディングは、結局新規上場審査の申請ができずに廃止になっています。

ジャレコ・ホールディング自身がこの判断をどう受け止めたかはわからないのですけれども、相手方がはるかに小さく、そして株主構成も影響を受けないといった合併も本当に裏口上場と言えるのかどうか。もちろん、代表取締役が変わるとか名前が変わったということは、相手方がそれなりに力を持ったことを意味するのかもしれませんが、規模はもともと存続する上場会社側の方が大きかったという状況のもとでも果たして不適当合併と言えるのかどうかということについては、もしかしたら議論があるのかもしれませんが。

これの何が問題かといいますと、不適当合併等に該当すると判断されてしまいますと、新規上場審査を申請できない限り、上場廃止になってしまうわけです。もちろん、新規上場審査に落ちても廃止になるわけですけれども、新規上場審査が妥当だったかどうか以前の問題として、そもそも不適当合併等に該当するのかどうかという指定の段階で争う手段は要らないのかということが若干問題になるように思います。こここそが恐らく一番初めに東証が判断するタイミングだからです。ですので、後ほどお話ししますが、こういったところについて、例えば東証内部における異議申立て、あるいは聴聞手続のような一種のデュープロセスといったものを置く必要はないのだろうかという気がします。不適当合併については不適当合併等に該当するかという段階、それから新規上場審査の段階、この2段階において争う手段が与えられてもよさそうにも思います。

[アドバックス事件]

最近の事例ですけれども、アドバックス事件という東京高裁の平成 22 年の決定があります(東京高決平成 22 年 8 月 6 日金法 1907 号 84 頁)。

こちらは前述のとおり、不適當合併に該当した後、証券会社の確認書を提出できなかったために上場維持の審査がなされず上場廃止になった事例です。これはちょっと変わった事例ですけれども、そういった確認書を求めるような上場規程自体が公序良俗違反で無効(民法 90 条)であるとして上場廃止処分の差止めを求めたという事例です。

まず、問題になりますのは、そもそもこういう上場契約というものがなぜ効力を有するのかといういわゆる約款論にかかわる問題です。この平成 22 年の決定のときには、上場契約を締結した際に規則遵守を約しているの、上場会社の同意があるのだというようなことを言っています。そうしますと、民法 90 条によって公序良俗違反と判断される余地自体はあり得ると言っているようです。このような議論はあり得ると思いますけれども、ご存じのとおり、債権法改正によって、民法にいわゆる定型約款の規定が入りました。そうしますと、恐らくこの上場契約というもの、上場規程というものは定型約款の一種であるというふうに見られやすいのではないかと考えています。そうしますと、信義則に反するような、相手方を一方的に害する条項は無効となり得るわけです。それと公序良俗の判断の違いは本当はあるのかもしれませんが、アドバックス事件が実質的に示したのと同等の基準といったものは、今後は定型約款としての規定のもとで引き続き維持できるのではないかと考えられるように思います。

この決定では、こういった確認書を求めるという規定、あるいは上場廃止の規定は公序良俗違反には該当しないとされました。裏口上場の防止という趣旨には合理性があると判断できる、というのが理由です。

アドバックス事件は、不適當合併等に該当するかどうかというところが争われたわけではなくて、

確認書を出させるということ自体がどうなのかという点が争われた、ちょっと変わった事例です。本来であれば、不適當合併等に該当するかどうかというところで争うべきだったのかもしれないということも指摘されているところではあります。

10. 支配株主との取引の健全性の毀損

[趣旨]

こちらは既に加藤先生がご報告されたと同っていますので、繰り返すこともないのかもしれませんが、2009 年に公表された上場制度整備懇談会報告書「安心して投資できる市場環境等の整備に向けて」に、株主・投資家の利益保護及び市場の信頼性維持の観点からは、上場後においても、支配株主等関連当事者との間で不当な取引が行われていないかどうかの確認が望ましく、特に第三者割当を行って支配株主の異動が生じたような場合については、上場審査時の前提が変わっていることがあるので、ここで確認をするべきなのだということが書かれています。

したがって、これは、投資家の利益が害されることを防ぐ、あるいは市場の信頼性を維持するところに趣旨があると考えられます。

もちろん、支配株主の異動というものは、第三者割当以外にもその可能性があるわけですけれども、あくまでも取締役会決議のみ、つまり経営者の意向限りでできるというところに問題があるということが言われていまして、当面は第三者割当が対象となるということが示されているところです。

[要件]

第三者割当により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しまったときには上場廃止になるということで、これは毎年、事業年度ごとに支配株主との取引状況について記載したものを提出させて、それで審査を行うということが行われています。

ただ、事例がまだありませんので、具体的にどういふものが健全性が著しく毀損された取引とされるのかということについては、判断基準はまだ不明です。上場審査時にも同様の基準がありますので、それと同等のものが求められるのか、あるいはそれとは異なるのかということについては、まだよくわからないところです。

前述のとおり「株主利益の保護」という趣旨から考えるならば、第三者割当による支配株主の異動から3年以内に限定してこのような取引の健全性の毀損の判断をしていることにつき、それだけでいいのかというのは、必ずしも合理的に説明できないように思います。すなわち、3年に限らず、およそ一般的に支配株主が存在するときに、支配株主との取引の健全性が毀損されたのであれば、それはやはり上場廃止にするべきだと思われるので、支配株主の異動から3年以内に限定するような基準は設けなくてもいいのではないかと思います。

そもそも、支配株主との取引の健全性が著しく毀損した場合というのは、もう少し一般的な条項、すなわち投資家保護の必要性というところできけるのかもしれませんが。したがって、この3年以内というところは、それなりに注意して見ますよということかもしれませんが、やはり支配株主との取引の健全性については、これ以外を見る可能性があってもよいのかというふうには思います。

[事例]

事例は0件ということです。

11. 有価証券報告書又は四半期報告書の提出遅延

[趣旨]

有価証券報告書や四半期報告書の提出遅延の場合、その後1か月以内に提出できなければ上場廃止が決定されることとなります。これは、事例を見ますと、2010年以降に4件ほどあるようです。いずれも結局、公認会計士・監査法人との意見が合わずに辞任されてしまって、監査報告書ないし

は四半期報告書が提出できなかったことが原因となっています。したがって、次の虚偽記載の可能性が高いと判断されているものが該当しているように思われます。

12. 虚偽記載又は不適正意見等

[趣旨]

虚偽記載に関しましては、なぜこれが上場廃止事由なのかということについては、実はよくわからない部分があります。まず、一つの説明としてあり得るのは、虚偽記載のあった有価証券は公正な市場価格形成が期待できない、したがって投資家を害するのではないかとことです。でも、そうであるとするならば、もちろん虚偽記載があったときに、それによって損害を受けた投資家が害されたというのは間違いないのですけれども、上場廃止の趣旨を考えるならば、一旦訂正命令で訂正がされてしまったのであれば、もはや投資家は害されていないはずで、したがって、虚偽記載での上場廃止というのは、訂正命令による訂正があったことというのが要件になっていますので、訂正された後にそれを理由として上場廃止するというのは、投資家を害するのかどうかと言われてみると、害さないような気もするわけです。

そうしますと、これはむしろ、今後投資家を害するからという理由ではなく、そのような虚偽記載をしてしまうことへの懲罰であり、虚偽記載への未然防止という意味合いがあるという説明の方が成立しやすいような気がします。

実際に虚偽記載があった会社について言うと、本来であれば、その懲罰の対象は会社自体であって、投資家はむしろ被害者なわけです。でも、上場廃止されてしまうと、換金可能性がなくなりまますから、結局投資家が害されてしまうわけです。したがって、このような懲罰的な意味合いで上場廃止とするならば、余りこれを多くの場合に認めるべきではないように思います。上場廃止というのは、投資家の利益が害されてもやむを得ないほど悪性が高い、それに対する懲罰が必要であると

いう最後の手段であるべきと思われます。

他方で、一旦虚偽記載をやってしまった前科のある上場会社については、将来再びそのようなことをしてしまう可能性もあるわけです。そうであるとしても、それはいきなり上場廃止にするのではなくて、内部管理体制などの整備を行わせたうえでその経過観察をした方がよいであろうというふうに言えそうです。

後ほどお話をします特設注意市場銘柄というのは、まさにその経過観察の手続なのだと考えられます。したがって、まとめますと、虚偽記載があった場合については、全てが上場廃止に該当するというのは余り望ましくない。よほど悪性の高い、最後の手段としてしようがないという程度のものでのみがこの基準によって上場廃止になるべきであって、残りは特設注意市場銘柄として更生を図るのが望ましい制度設計のように思われます。

後ほど述べます 2013 年の上場規程の改正はそれを狙っているわけですし、当時虚偽記載はしばしばあったわけですが、虚偽記載があってもなかなか上場廃止にならず、東証が甘いのではないかと批判されることがありました。それは、虚偽記載による上場廃止のシステムというものの趣旨が実は誤解されている部分があって、これはやはりあくまでも最後の手段であるということは、実は東証はずっと意識していたことです。だから、一見甘く見えるのかもしれないけれども、虚偽記載をやってしまった会社に対しては、直ちに上場廃止にするのではなくて、将来的に経過観察のもとで更生させるのがもともと想定されたことなのだとするならば、それを明確化したというところには意味があり、それはそれなりに妥当な考え方ではないのかなと思います。

[要件]

虚偽記載のみならず、監査報告書に不適正意見、意見不表明、あるいは四半期レビュー報告書に否定的結論、結論不表明が記載された場合ということになります。虚偽記載の存否自体については、

実際には東証自身が判断しているわけではありませんが、訂正命令、あるいは課徴金納付命令、あるいは証券取引等監視委員会による告発、あるいは会社自身が訂正報告書を提出した場合ということで、虚偽記載があったということが既に明白になっている場合に限られています。

問題は、前述のとおり、虚偽記載全てが上場廃止となるわけではなく、上場廃止されるかどうかは東証が判断するわけですが、その判断基準は、2013 年改正後は、直ちに上場廃止しなければ市場の秩序を維持することが困難なことが明らかかな場合というものにされています。2013 年改正以前は、その影響が重大である場合という非常に大まかな要件になっていました。その影響が重大であるというだけだとしますと、ある虚偽記載がそれに該当するかどうかは非常に判断し難い。大規模な会社の虚偽記載であれば、何となく影響が重大だと思われるので、やはりそれは上場廃止にすべきなのではないか、といった議論につながりやすかったわけです。また、影響が重大なものという基準がよくわからなかったので、虚偽記載があったときに、その株式が上場廃止になるかどうかというのが思惑によって市場で判断されるようになって、株価形成に悪影響がある。あるいは、監査人が不適正意見などをつけると、直ちに虚偽記載として上場廃止になると思われているとすれば、監査人も不適正意見をつけにくくなるといったような問題が指摘されていました。

そうしますと、ここはあくまでも最後の手段として、つまり上場廃止もやむを得ない程度の重大な虚偽記載といったもののみを対象にすることを明白にするべきであるということが言えまして、この改正はそこを明らかにしたのだというようなことが説明されているところです。ということは、表現は変わりましたが、東証としては恐らく旧基準と実質的には判断基準を変更していないのだというふうに考えた方がよいのではないかと思います。

実際に旧基準のもとでの事例を見てみます。安

藤鉄工所事件という古い判例と、それからペイントハウス事件、インターネット総合研究所事件の三つを挙げていますけれども、例えば安藤鉄工所事件の判決文を見ますと、「本件虚偽記載は申請人の株式の適正な価額の形成についてのみならず、一般投資家の証券取引に対する信用を減じさせたことも容易に推認されうる」と言っていて、どうやらその銘柄の株価に対する影響だけではなくて、マーケット全体に対する信用の喪失というところに重きを置いているように読めることが書いてあるわけです。

当時の様々な学説を見ましても、例えば神崎克郎先生の評釈などでは、ここでは有価証券市場への信頼の確保といったものがポイントとなるとお書きになっていて、森本滋先生も、上場廃止は最後の手段とするべきであるということを仰っているというように、最近の議論、すなわち 2013 年のときにあった議論と同じことが、実は昭和 45 年当時からずっと議論されているわけです。

ですので、もともと虚偽記載の上場廃止基準というのは、株価などに重大な影響があるものの全てを対象にしようと思ったわけではなく、そういった虚偽記載が行われるような可能性のある会社が東証に上場されていることによってマーケットに対する信頼が失われたことがポイントとなるのであって、内部管理体制が是正されずに今後もそういうことが起こるであろう会社は上場廃止にすべきかもしれませんけれども、内部管理体制が整備されて是正されたのであれば、必ずしもマーケットに対する信頼が失われたとは言えないのではないかと、という説明ができるように思われます。

確かに旧基準と同様に、市場の秩序の維持の困難という新基準も具体的に明らかではない、したがってより明確な基準が必要だとの批判もあり得るところではありますが、旧基準と同様に、包括的な基準の方が望ましいとする考え方も、それはそれで一つ筋が通っているのかなという気はします。

それでは実質的な判断基準は旧基準と一緒にの

かということですがけれども、実は最近では虚偽記載による上場廃止というのはありません。2009 年以前ですと西武鉄道やカネボウなどがあつたのですけれども、特に 2013 年以降は一件もないということになります。

旧基準と新基準は一緒であろうと今お話したのですけれども、もしかしたら、やはり 2013 年改正が事実上影響を及ぼしている可能性はあるのかもしれない。実際、後ほど申しますとおり、虚偽記載があるということで上場廃止にはならず、特設注意市場銘柄に指定されたものはしばしば見られます。ということは、上場廃止とされる判断基準にもしかしたら実質的な変化があつて上場廃止がされにくくなったということも言えるのかもしれない。しかしながら、説明としては、やはり旧基準と新基準というものは、それほど実質的には変わらないと考えるべきで、そうでないと、なぜ虚偽記載が上場廃止事由になってしまうのかということが説明できないのではないかと考えています。

13. 特設注意市場銘柄等

これも既に先生方はご存じかと思えますけれども、2007 年に導入されたときは、上場廃止には至らないけれども、内部管理体制不備に起因するような上場規程違反のあつた会社について、内部管理体制の改善を求めて、所定の改善期間内に改善されなければ上場廃止する制度だというふうに考えられていました。

当初の指定要件に関しましては、虚偽記載など重大な上場契約違反等のおそれがあるけれども、それには該当しないとされて上場廃止決定がされなかった場合、改善報告書が提出されたけれども改善が認められない場合という二つが指定要件として定められていました。

その後、内部管理体制の改善が認められなければ、上場契約違反という理由で上場廃止されるということになっていたわけですがけれども、当時、特設注意市場銘柄に指定された銘柄は結構あつた

のですけれども、上場廃止された事例はずっとありませんでした。

これも非常に批判が多かったところで、虚偽記載で上場廃止にされなければ、特設注意市場銘柄に入るのだけれども、ほとぼりが冷めたら指定が解除されるということで、これは結局何を見ているのだというようなことがしばしば批判されたところだと思います。

2013年に、先ほどお話をしたようにここが整理されました。虚偽記載はやはり相当重大なものしか上場廃止にしないよということを明確にし、そうでないものについては、特設注意市場銘柄できちんと内部管理体制の確認をする。そして、内部管理体制が整備されていないと判断されれば上場廃止とする、ということを明確にして、上場廃止要件の中に特設注意市場銘柄に係るものというのが加えられることになりました。

このほか、指定要件の拡大や改善期間の短縮など、こちらについては厳しくする方面での改正がなされています。

[特設注意市場銘柄等に係る上場廃止要件]

レジユメの17ページから18ページにかけて、具体的な上場廃止要件として2013年に入ったものを五つ書いてあるのですが、要は5段階でチェックをしていきますよということです。

まず、特設注意市場銘柄指定要件に該当する、すなわち虚偽記載などがあるのだけれども上場廃止に至らないとされた場合についてですが、この場合でも、全てが特設注意市場銘柄に指定されるわけではなく、このような場合で、かつ、この会社はおよそ内部管理体制の改善の見込みがないとされた場合については、特設注意市場銘柄の指定を待つまでもなく上場廃止とするということになっています。

続いて、特設注意市場銘柄に指定された後は、1年後に内部管理体制確認書を提出することになるわけですが、それ以前の段階であっても、やはり改善の見込みがないとされれば、上場廃止

とされる。

内部管理体制確認書が提出された後については、それに基づいて認定がされ、やはり改善されなかったと認められた場合は、上場廃止の可能性がある。ただ、指定後から1年6か月後に再チャンスがありますので、特設注意市場銘柄指定が継続される可能性があるわけですが、その指定継続中の場合についても同様に、次の内部管理体制確認書の提出前に改善の見込みがなければ上場廃止となる。最終的には、1年6か月後に内部管理体制確認書が提出されて再チャレンジのところでやはり改善されなかったと認められるのであれば上場廃止とされることになっています。要するに、特設注意市場銘柄の指定期間中においては不断に見ていくということになりました。

2013年の制度見直し後については、この理由によって2社が上場廃止になっています。フード・プラネットという会社とエル・シー・エーホールディングスという会社です。そのほか、旧制度のもとでは、グローバルアジアホールディングスと京王ズホールディングスという会社が、上場契約違反として上場廃止になっています。

それから、石山 Gateway Holdings という会社が、特設注意市場銘柄指定中に、公益・投資者保護要件という別の要件に該当して上場廃止になっています。後ほど、この理由については簡単に見ておきたいと思います。

フード・プラネットについて、なぜこれに該当するのかという説明を東証マーケット・ニュースの記事をレジユメにそのまま引用しておきました。内部管理体制確認書を確認した上で、かなり詳細に、そのガバナンスの仕組みですとか組織体制、内部監査体制といったものを見て、改善が進んでいるかどうかを判断したとされており、これは比較的明快に上場廃止が判断された一つの事例ではないかと思っています。

他方で、東芝は、同様に特設注意市場銘柄に指定されながら、上場廃止にはなりません。すなわち、内部管理体制について改善があったと

判断されたわけですが。その辺の判断基準の詳細については、実は上場廃止にならなかった場合は理由説明が十分に開示されていないような気がするのです。ちょっと検討しにくいところがあるのですが、上場廃止になった場合との判断の違いの理由はどこにあるのかというところについては、今後検討の必要があるだろうと思います。

14. 上場契約違反等

今述べた、旧基準における特設注意市場銘柄指定後に上場契約違反とされた例は別にすると、上場契約違反に該当する事案としては、2010年のエフオーアイ事件があります。上場審査のときに出した宣誓書において違反があった、要するに、上場審査のときに財務諸表上の虚偽記載があって、それをもとに上場審査を通過してしまったという事例ですけれども、宣誓書における宣誓事項の重大違反だということで、上場契約違反に該当する事案とされています。これを除けば、2010年以降は生じていません。

15. 株式事務代行機関への委託

これは0件です。

16. 株式の譲渡制限

これも0件ですが、譲渡制限を行うこととした場合、ある意味当然の上場廃止事由かと思えます。

17. 完全子会社化

事案数が多いのは完全子会社化でして、先ほどのデータを見ていただきますと、完全子会社化はほぼ毎年10件以上の上場廃止があるという状況です。ただ、これは当然ながら完全子会社化によって、一般投資家が不在となるという状況に基づくものでして、したがって、対価が上場株式なのか非上場株式なのかによって手続は変わります。上場株式が交付される場合は実質的に上場維持ですけれども、非上場株式対価の場合は、一般投資家に対する影響も考えるべきなので、監理銘柄指

定や整理銘柄指定をすることが必要になります。しかし、これは、要件としてはあまり問題がないだろうと思います。

18. 指定振替機関における取扱い

2010年以後は0件です。

19. 株主の権利の不当な制限

[趣旨]

敵対的企業買収策やいわゆる不公正ファイナンスなどによる投資家持ち分の希釈化に対する対処というのが趣旨かと思われます。

[要件]

具体的要件が規程施行規則で規定されています(601条14項)。非常に長いのですが、(1)、(2)、(3)辺り、それから(4)や(5)も、いわゆる買収防衛策や黄金株的なものが想定されています。

他方で、(6)では、いわゆる希釈化率が高いもの、300%を超える第三者割当もこれに該当するとされています。(7)に、議決権を失う株主が生じることとなる株式併合などというものがあまして、したがって株式併合によるスクイーズアウトがあった場合はこれに該当するのではないかと思うのですが、実際は、なぜかこの株式の権利の不当な制限ではなくて、後に述べるその他公益・投資家保護の必要という要件の方で上場廃止されているようでして、なぜなのかはちょっとよくわかりませんでした。もしご存じだったら教えていただければと思います。

いずれにせよ、最近話題になっている既存株主の保護ということがポイントとなっているものかと思えます。

20. 全部取得

ご存じのとおり、平成26年の会社法改正まではスクイーズアウトの手段として非常に多く用いられていたのですが、それ以降はほぼ行われていませんので、平成26年以降はなくなっていま

す。

21. 株式等売渡請求による取得

代わって、株式等売渡請求による取得が、平成26年会社法改正以降ぼつぽつと見られるようになりました。数はそれなりに出ているかなと思われ
ます。

22. 反社会的勢力の関与

これは幸いなことに0件となっています。

23. その他

その他公益又は投資者保護の必要というものがあるわけですが、前述のとおり、これは非常に数が多いです。数は多いですが、ほとんどは株式併合によるスクイズアウトとなっています。なぜこの要件で上場廃止されるのかはよくわからないのですが、株主の権利が失われて、投資者保護の必要性があるというのは、それはそうだろう
と思います。

株式併合以外については、2010年以降2件あります。2015年の石山 Gateway Holdings、2010年のユニオンホールディングスでして、いずれも金融商品取引法158条違反で経営者が告発・起訴されたというものでして、かなり悪性の高い、公益や投資家を害するものなのだろうと思
います。

以上が全体についての上場廃止基準です。最後に、マザーズ、JASDAQのみにある上場廃止基準が幾つかあります。

24. 売上高

これはマザーズのみにあります。売上高が1億円未満になりますと上場廃止になってしまうわけですが、これは恐らく企業の継続性への懸念が問題とされているのだら
うと思います。しかしながら、実例は余り多くなくて、多分1社しかないのではないかと思
います。

前述のとおり、売上高1億円というところで機

械的に切るべきなのかというところについては、恐らく検討すべきだろうと思
います。

25. 株価

マザーズについては、上場後3年間で新規上場公募価格の1割未満となった場合が要件となっ
ています。

他方、JASDAQの方は株価10円という基準になっています。サハダイヤモンドという会社がこれに該当し、上場廃止になっています。

これも市場評価の低い銘柄は投資対象としてふさわしくないということなのだと思います。あるいは、企業の継続性と言い換えてもいいのかもしれませんが、先ほどの時価総額と同じような考え方になるのかと思
います。こちらは投資家の評価です。投資家の評価が非常に低いものであるとするならば、それは公開市場において上場されるにふさわしくないという評価はできると思
われますので、これは基準としてはあり得るであ
らうと。

むしろ、時価総額基準におけるいわゆる2円要件はちょっと不十分ではないかというようにも言えるかもしれません。

26. 業績

これはJASDAQにある基準です。

27. 利益計上

これはJASDAQグロースのみにあるものですが、申請年度の営業利益が負であって、かつ上場後9年間ずっと負であるという、要はずっと利益を上げていない会社は上場廃止になる、とい
うことです。

しかしながら、これらも、機械的な基準でよいのか、ずっと利益を上げていなくても投資家が評価していればよいのではないか、というようなことは言えそうな気がします。

II. そのほかの論点

最後に、二つほど論点を挙げておきたいと思います。

一つは、先ほどの債務超過もそうかもしれませんが、あるいは不適當合併等などもそうなのかもしれませんが、東証の裁量の余地が条文に記載されているものが幾つかあります。そこで、どこまで東証には裁量が認められるのかということが、一つ問題として指摘される場所かと思えます。

ここは過去の判例でも考え方が分れていまして、レジュメ 14・15 ページの安藤鉄工所事件、ペイントハウス事件、インターネット総合研究所事件、11 ページのアドボックス事件、この四つは、結局東証の判断について実質的に争われたという事例ともいえるのですけれども、その裁量をどこまで認めるかについては、判例によって二つに分かれると言われていました。

まず、安藤鉄工所事件とペイントハウス事件については、上場廃止はあくまでも虚偽記載などの影響が客観的に重大である場合に認められるものであって、客観的に重大でないときは東証の裁量で上場廃止にできるわけではない、すなわち、完全な裁量があるわけではないのだということが言われています。こちらは裁量を限定する方向で判示されているわけです。

他方で、インターネット総合研究所事件とアドボックス事件においては、東証に裁量があるということが比較的明確に書かれています。例えば、11 ページのアドボックス事件の2 段落目ですが、条文上裁量が認められているとしたうえで、「金融商品取引に関する専門的かつ技術的な知識を有し、かつ、金融商品市場の実態に精通している金融商品取引所で行うことが、金融商品市場に対する適正かつ迅速な規制を可能にすると考えられることから、このような裁量が認められているとみられる」として、根拠も挙げて東証の裁量を認めているようです。実際、本件事案についても裁量の範囲内だとしています。もちろん、裁量があるといっても、著しく合理性を欠くようであれば、

裁量が否定されることもあるということは言っているわけですが、それは本当に著しく不合理なものに限ると書かれているように思われます。

仮に後者の方、最近の判例ですけれども、裁量を広く認める方向で裁判所は今後も判断していくことになると、結局、裁判所で実質的な司法判断が得られるかということ、得られない可能性が高く、実質的な判断は東証でされるということがあり得るわけです。そうしますと、やはり一方の当事者が判断権者で、もう一方の当事者がその影響を受ける者である場合に、一方の者が裁量的に判断して、司法においてもその裁量が許容されるとなると、その判断の妥当性を争う場合は、本来であれば、判断権者において判断されるまでの内部手続において行われるべきもののように思われます。したがって、異議申立て・聴聞手続のようなものを置くべきなのではないかということが、識者によって指摘されているところです。

二つ目ですが、最近の市場構造の見直しにおいて、いろいろな意見が出されています。特に上場廃止基準に関するところだけを四つ申し上げますと、①冒頭に述べましたとおり、上場審査基準と上場廃止基準が異なっているのはおかしいのではないかと、二つを合わせるべきではないかということ。②市場評価が低い場合の上場廃止については株価をベースにして考えるべきで、本則市場の株価 2 円基準は低過ぎるのではないかとということ。

③それから、経営成績・財政基準というのは機械的なので、時価総額あるいは株価をベースに考えるべきではないかということです。

この点に関して、実際、なぜ経営成績や業績や利益計上为上場廃止基準になっているのかというのがよくわからないところです。例えば、継続企業の前提に関する注記というものがあるわけですが、ここではまさに企業の継続性の懸念があるはずですが、これは上場廃止事由ではないのですね。むしろこちらの方がよほど継続性に大きな影響があるかもしれないのですけれども、なぜか機械的な業績基準や利益計上だけが上場廃止基

準になっているということを考えますと、やはり今の基準というものは見直される必要があるのではないかという気がします。

④最後に、これもよく指摘されますけれども、上場廃止というものは、投資家に対する影響が非常に大きいわけです。他方で、それが大きいからといって、本来上場廃止されるべきものを除外できないのは本末転倒とも言えます。したがって、今後特に、上場廃止基準と上場審査基準を合わせることによって上場廃止されて市場からお引き取り願う会社も増えるかもしれないということを考えていくと、上場廃止後の換金市場の整備を図るべきではないかということも指摘されているところです。現在はそこに上がっている銘柄はないのですけれども、フェニックス銘柄といったものを再度活用するということが想定できるのではないかということも指摘されているところです。

私自身の意見があまりなくて、本当に雑駁な報告で申しわけありません。これらの論点について教えていただければと思います。

~~~~~

#### 【討 論】

○伊藤 ありがとうございます。

ご報告の内容についてまとめて議論をさせていただければと思います。ご質問、ご意見をいただけますでしょうか。

#### 【上場廃止決定における東証の裁量】

○前田 ご報告にございましたように、上場廃止基準と一口に言いますが、上場廃止基準に当たるかどうか客観的に明らかであるものから、取引所に相当の裁量が認められているものまで、いろいろあるということだと思います。ただ、一旦上場廃止基準に当たるとなれば、取引所にはもはや上場廃止にしないという裁量はなく、必ず上場を廃止しなければいけないということになるのでしょうか。

上場規程 601 条 1 項の柱書を見ますと、上場廃止基準に該当する場合には「上場を廃止するものとする」とありますので、文言を形式的に読めば、上場廃止基準に該当すれば必ず上場廃止にしなければならないというように読めます。しかし、実質的に考えれば、個々の上場廃止基準に取引所の裁量の相当広いものもあるわけですから、上場廃止基準に当たれば取引所に単に解除権が発生するだけだという解釈もあり得るのではないと思うのです。この点についてはどう考えればよろしいでしょうか。

○小出 私の理解では、前田先生のご指摘のとおり、上場廃止基準にもし該当するとなった場合には、基本的にはもう裁量の余地なく、上場廃止されるということではないかと思っていました。

ご指摘のとおり、そもそも基準自体の中に、東証が裁量をもって判断をするべき場合というのがあります。例えば、9号の2にあるような支配株主との取引の健全性の毀損というのであれば、「支配株主が異動した場合において、……健全性が著しく毀損されていると当取引所が認めるとき」と書いてあるわけですし、その他も、例えば虚偽記載などについて言うと、「直ちに上場廃止しなければ市場の秩序を維持することが困難であることが明らかである」と認めるときは裁量の余地があるということだと思いますので、裁量が認められるものと客観的に明らかなものというのは、割と書き分けられているのかなと思っていました。

基準に該当するときに裁量を働かせて上場廃止しなかったという事例があるのかどうかというと、内部的にどう判断されたか外からは見えない部分があるので、ちょっと分からないところもあるのですけれども、私はそういうふうな理解をしていたところです。

○前田 ありがとうございます。

○伊藤 東証としてどう理解して運用をされているのかを伺った方がいいでしょうね。そのあたりをお教えいただければと思います。

○菊池（東証上場部統括課長） ※ 当該回の研究

会に傍聴者として出席

今、小出先生からお話がありましたように、裁量の余地のない上場廃止基準に該当した場合には、基本的に上場廃止ということになります。そういう制約がありますので、逆に言うと、規則を策定するときに、もしかしたら廃止すべきでないケースもあるかもしれないと思えば、裁量の余地を残しておきたくなるという面もあります。

○伊藤 裁量の余地のない基準にすると、それに該当すれば、廃止にしなければいけないため、形式的に上場廃止すべきかどうか決められないような事柄なのであれば、東証に裁量の余地があるような形で上場廃止基準をお書きになるという運用のようですね。

客観的な基準に該当したとしても、さらにそこから上場廃止を行うかどうかを決定する裁量を取引所が持っているというようなシステムも考えられなくもないと思うのですが、そういうシステムにしてしまうことが、東証に与えられている自主規制の権限を逸脱しないかということも問題になるかもしれないと思います。

一方で、東証は、自分で基準を決めて、自分のところに並べる商品を好きに選別できるというような、徹底した考え方はあり得るかもしれないのですが、現状ではそこまでは考えられていないということなのかなと思いました。

#### 【上場廃止基準としての債務超過要件の是非】

○川口 債務超過について、基本的には投資者が判断したらよいのではないかと、こういうものを上場廃止基準として定めるのはいかなものかという議論があると伺ったのですが、小出先生はどのように考えられているのでしょうか。このような基準は、いわば取引所が上場株券について一定の品質保証をしているわけですね。このような品質保証は、債務超過に限らず、ほかにもいろいろあると思うのですが、そういうものについて、同様に投資家の判断に任せるべきとお考えでしょうか。それとも、債務超過という基準は特

別なものなのでしょうか。

関連して、上場廃止基準に限らず上場審査基準においても、取引所はこのような品質保証をいろいろとやっているわけです。例えば純資産は幾らなければならないとか、そういうものについても、本来は投資者が考えるべきで、取引所はお節介なことをやっているというふうに考えるのか、この辺のご意見をお聞かせいただければと思います。

○小出 品質保証ということをよく言われるわけですが、これは多分異論もあるかと思われまのでご指摘いただいたらと思いますが、ちょっと極論を申し上げると、東証が行うべき品質保証というのは、上場している会社の、例えば今後の期待と申しますか、事業に対する期待の品質保証なのだろうかというところについては、それは違うのではないかという気がします。すなわち、例えば特設注意市場銘柄の場合に明らかなように、内部管理体制のようなどころについては東証は品質保証をするのですが、しかし、その会社のビジネスが今後どうなるかというところについて東証が保証するものではないという考え方ができるような気がします。

そう考えると、先生のご指摘のとおり、上場審査基準の方でも、もしかしたら大きなお世話だということが理論的には言えるかもしれませんが、ただ、そこで、例えば年間売上高が1,000万円のような小さい会社であっても、きちんとやっていれば上場できるのかということ、させてもいいのかもしれませんが、東証のリソースの適切な配分ということを見ると、一定程度株式の取引がなされ、あるいは一定程度の規模の会社に対してリソースを割くということがより合理的であるという理由で、こういった業績や財政状態などの基準を設けるということは、もしかしたらあり得るのかもしれませんが。

したがって、企業の業績だとかそういったものも、企業の継続性の懸念というよりは、そういった考慮に基づくものであるというふうにするのであれば、あるいは今後も維持されるべきなのかも

しれないとは思いますが。

ただ、私は、まだちょっと疑問に思っていて、少なくとも上場廃止のところ、例えば債務超過などのところに関して言うと、それに該当した場合に直ちに上場廃止にするというのではなく、例えば株価と併せて見るだとか、時価総額と併せて見るだとか、そういった基準に修正するようなことはあってもいいのかなと思ったところです。

【上場審査基準と上場廃止基準の要件をそろえるべきか】

○川口 上場審査基準と上場廃止基準はそろえるべきとお考えですか。株主数の要件に関しては、上場廃止基準では400人ですけれども、上場審査基準では800人ですね。株主数が600人の場合は上場できないのだけれども、一度上場すると、600人になっても上場が維持できるわけですよ。このような要件は、上場審査基準と上場廃止基準でそろえるべきでしょうか。あるいは、異なってもよいのでしょうか。その場合の理屈はどのようになるのでしょうか。

○小出 そうですね。特に品質保証と考えれば、本当はそろえるべきですよ。ただ、どうでしょうね、ちょっと難しいところで、そろえた方がいいというのが多分最近の議論なのではないかとは思いますが。例えば株主数基準で言うならば、流動性の維持が目的であるということは、そもそも800人以上となっているのは、800人以上いなければ市場の流動性が維持できないと考えるのであれば、やはり上場廃止基準の方もそろえないと本当はおかしいでしょうね。

○川口 でも、株主数は常に変動するので、上場廃止基準に該当して、いきなり上場廃止になるというのは気の毒ですよ。猶予期間を定めて、それでも基準を満たさない場合は廃止することには合理性がありますね。

○小出 まあ、そうですね。確かに、おっしゃったように株主数800人以上で上場できるのであれば、例えば株主800人で上場したときに、1人

でも減ってしまえば、その時点で上場廃止と。もちろん、猶予期間をおけば、そういうことはないかもしれませんが。うーん、そうですね…。

○菊池 上場審査基準と上場廃止基準をそろえるべきという議論が出てきた一つの理由としては、株主数はちょっと微妙な感じなのですが、例えば、流通株式比率という、マーケットに発行済株式数のうち何%を出しているかという基準につきまして、新規上場のときには30%という水準を求めるとの対し、一旦上場した後になると、それが5%未満にならない限りは上場廃止基準には当たらないというようなところが、市場区分のコンセプトがあいまいになってしまっている理由のひとつなのではないのかという指摘があり、そうした点からすると、それぞれの市場のコンセプトを明確にするためにも、入口と出口の基準はそろえた方がいいのではないかというような議論がなされておりました。

○小出 ありがとうございます。なるほど。確かに、これは随分と差があるのですね。

○川口 それはわかるのですが、それでは、800人と400人の違いというのは、取引所としてはどう説明されるのですか。

○菊池 上場してすぐに上場廃止などの猶予期間に入らないように、少しバッファを設けておこうというのが伝統的な考え方だったのですが、最近、いろいろな方々の意見を聞いている中では、そこまで配慮する必要はないのではないかという議論がございます。それは、株主数が400人なり800人を下回ったからといって、すぐ廃止になるのではなくて、猶予期間が1年間あるのだから、入口と出口の基準はそろえて、わかりやすくしてもいいのではないかという趣旨かと思えます。

○川口 結構です。ありがとうございました。

○松井 今の部分で少し補足です。私も、今年4月に報告をした際にその点についていろいろと調べまして結構検討したのですが、流動性の維持というのは、それ自体が目的ではないので

すね。

○小出 なるほど。

○松井 流動性というのは、これを維持して、投資家の投資機会を十分に確保するというを目的としているわけです。仮に厳密に入口の基準と出口の基準をそろえてしまいますと、入口では流動性を維持して十分に取引できるようにさせると言いながら、一定の基準を切ったらすぐに上場廃止ですということになると、結局、流動性の基準がかえって投資家にとってマイナスに働くことになってしまいます。ですので、そういう意味で申しますと、上場審査基準と上場廃止基準では、同じ概念を持つ要件であっても機能の仕方が変わるので、ある程度の平仄はとれていないといけないうのですけれども、完全に一致させるというのは、実はそれほど単純な話ではないのだらうと思います。

今日の小出先生の話にもありましたけれども、そういう議論もあるのだなあと思いつつも、一般論として言うと、上場廃止のときの方が緩くならざるを得ないのだと思います。上場規程で基準を設けることの究極の目的は、まさに投資対象をコントロールすることによる投資家の保護ですから、上場を廃止することは、ある意味、究極の投資機会の喪失であるわけです。そういう意味で言うと、ある程度ずれが出るのはやむを得ないし、入口と出口の基準を一致させるという議論を突き詰めるのはいささか危険かなと思っておりました。

○小出 なるほど。ありがとうございます。確かにそうですよね。確かに上場廃止は究極の流動性の喪失ですよね。

○松井 そうなのです。

○伊藤 たとえ上場審査基準と上場廃止基準をそろえたとしても、猶予期間がある程度あれば、実際上の問題は大きくは生じないだろうという話がまずありまして、一方で松井先生からは、上場廃止の場合、個々の投資家、つまりその会社に投資していた者からすると、流動性といいますか、実質的な取引機会を奪うことになるというお話が

ありました。

そうしますと、上場審査基準の方は、東証として、投資者に提供するにふさわしいと考える商品を選別するという側面だけで大体説明できると思うのですけれども、上場廃止基準の方は、そこからはみ出す考慮があるというふうに考えるべきなのではないでしょうか。取引所としての品ぞろえの決定だけではなくて、一旦取引所に品物として出してしまった以上は、それを買って取引している人間がいるので、そういった投資者の利益を考えざるを得ない。あるいは、その投資者の利益を著しく毀損する行為を東証自身がやるわけですから、慎重にならざるを得ないというお話なのではないでしょうか。

○松井 おっしゃるとおりだと思います。先ほど東証の方もおっしゃっていたとおり、もともと投資適格性というのは非常に幅があって、ここに達しないとおよそ投資適格性がないということは多分ないので。ある程度幅のあるところで、比較的安全なところで入口の基準は設定するのだけれども、入った後はこの幅の中でやってくれればいいと。伊藤先生のおっしゃるように、入口のときと違う面があるという表現がいいのか、あるいはそもそもそこは入口のときよりも広く見るべきというのか、ちょっと言葉の問題があると思いますが、いずれにしても、入口のときのいわゆるリジッドな要件だけではないというのはあるのだらうと思います。

【2013年上場規程改正の含意・フェニックス銘柄の活用】

○船津 虚偽記載のところで少しお伺いしたいと思います。

2013年の上場規程の改正の前後で、東証の考え方は別に変わっているわけではないというのが小出先生のご報告の趣旨だったと思うのですが、これは変わっていないし、変わるべきではないという話なのか、あるいは東証が明確にそのように言っているのか、いま一つよく理解していないところですが、本当に変わっていないのでしょうか。

私自身は、社会状況などが変わっていたら、実は基準を変えたのだということがあってもいいような気がしています。

先ほどの話にあったとおり、上場廃止になると流動性が喪失するのだということがあると思うのですが、私の直感的な感想ですけれども、虚偽記載による上場廃止が問題だと言うときは、株を保有している人しか問題にならないわけですし、これから買おうという人たちにとっては、むしろ上場を廃止してもらって、事故物件はなるべくつかまされないようにした方がいいというふうにも思えます。そうしたときに、既に持っている人の保護をするのか、それともこれから持とうとする人を保護するのかというところのバランスを、2013年改正で変えたのだというか、あるいは社会状況等の要請によって変わったのだというようなことであってもいいのではないかなというふうに感じております。

それとの関係で、持っている人が虚偽記載に遭ったとき、その人をいかに保護するかに関して、流動性を喪失させないために上場廃止をしないのだとすることが適切かどうかということが問題になるかと思えます。

その点からいきますと、最後のページにもありましたけれども、フェニックス銘柄を活用していくという方策も一つ考えられると思うのです。私はフェニックス銘柄をよく知りませんが、もしかしたら、そのあたりの活用等が充実すれば上場を維持する必要もないのではないかと。上場廃止後の換金の手段があれば、言ってしまうと遠慮なく廃止もできるわけです。ちょっととりとめのない話で恐縮ですが、2013年改正時にポリシーの変更があったか、なかったかという点について改めて小出先生のお考えをお伺いしたいということと、フェニックス銘柄の活用といったことについて小出先生はどのようにお考えかという2点について、お聞かせいただければと思います。

○小出　私の要領の得ない報告をよくご理解いただいて、ありがとうございます。

船津先生の今の、仮説かもしれませんが、虚偽記載をしたような銘柄というのは、今後の投資家との関係では上場廃止した方がいいのだと2013年に変わったのだとすると、それはむしろ今の方が上場廃止はなされやすくなったというふうにポリシーが変わったと。つまり、これまでよりも要件が緩くなったというふうなポリシー変更になるのでしょうか。

○船津　いえ、その逆で、2013年までがそうだったと。それで、2013年改正によって、東証が既に株を持っている人の方の保護を厚くするようにポリシーを変更したのではないかとということです。

○小出　その可能性は確かにあるのかもしれないとは思いますが。私が前とそれほど変わっていないのではないかと考えたことの趣旨というのは、これは分からないのですけれども、二つほど多分あって、一つは、東証のご説明の様々な文献を読んでいると、明確にしたものだという言葉がやたら出てくるのです。つまり、これまでと変更したものではないということを言外に言っているのかなと。このあたりは私の勝手な勘繰りですが、恐らくその背後にあるのは、当時大型の粉飾事件が多くあって、しかしながら上場廃止にならなかったものがあって、東証の判断というものはどうなっているのだという批判をよくされていたということがあり、東証としては、別に粉飾の規模だけとか、あるいはその銘柄の株価に対する影響とか、そういうものだけで判断しているわけではないですよ。もともと、そういった粉飾の銘柄を放置しておくことで、今後マーケット全体に対する信頼性が失われていくところが問題だったので、これまでもその判断をしてきたのだけれども、それが、あたかも東証が同じような粉飾であっても、ある銘柄については上場廃止にしないで、その辺の判断がぶれているのではないかと。このように見られているのだとすると、そこを明確化するために今回表現を変えたのだと、そういうことが改正の背景にあったのかというふうなことを勘繰ったわけです。一つはそういう理由です。



もう一つ、これまた過去のものを全部見たわけではもちろんないのですけれども、やはり過去の判例での表現、あるいは当時の文献などの表現、例えば 15 ページに挙がっている安藤鉄工所事件に関する判例とかを見ると、やはり有価証券市場への信頼の確保だとか、上場廃止は最後の手段にすべきとか、そういうことがもう当時から書かれていて、既存の株主に対する影響というものを一方で考えながら、何でもかんでも虚偽記載のときに上場廃止にするわけではないのだということは、昔からやはり言われていたのではないかなど。そのような考え方は東証の判断基準にも影響を与えていただろうし、それでも上場廃止にするというものは、やはりマーケットに対する信頼を失わせる、つまりその銘柄をほっておくと、またやらかすであろうと。今風に言うと、内部管理体制がとてもあるとは思えなくて、今後もやらかすかもしれないというようなものを上場廃止にしていたというようにも見えらる。その二つのことから、判断基準は変わっていないのかもしれないということも申し上げたところです。

船津先生のおっしゃったとおり、かつてと今とでは、基準が変わったという可能性も確かにあり得るかもしれない、そうだとすると、今の考え方のようにそこまで株主の換金可能性みたいなものを守る必要があるのかということについては、おっしゃるとおりフェニックス銘柄などがあることを考えれば、昔どおり、虚偽記載があったら上場廃止という判断を積極的にしていくべきだというのは、確かにあり得るのかもしれない。

ただ、その場合、守るべきものは何なのかというのはやはりわからなくて、虚偽記載があったときに、船津先生は、既存の株主だけではなくて、今後の株主にとっては上場廃止にされた方がいいのだからというふうにおっしゃったのですけれども、本当にそうなのかはよく分からないのですね。虚偽記載というのは、先ほど申し上げましたとおり、これが出た時点ではもう訂正されているので、これから買う投資家にとっては、今後虚偽記載が

発生しないのであれば、別にその銘柄に対する期待は、公正に訂正されているはずなので、別に事故物件とは言い切れないかもしれないということだと思います。

もちろん換金市場があるからといって、何でもかんでも上場廃止にすればいいというものではないでしょうから、そう考えると、内部管理体制の整備というもので更生の可能性があるものはそちらに持っていく。更生の可能性がないレベル、つまりほっておくと東証の信頼性が失われるというレベルのものだけを上場廃止にするという考え方というのは、仮にフェニックス銘柄があるとしても、十分にあり得るのではないかという気がしました。

ただ、最後にちょっと申し上げると、フェニックス銘柄に関して言うと、私は詳細に制度を知っているわけではないし、今日現在では上場したものが無いのですけれども、虚偽記載は別としましても、一般的に株主の流動性を保護する観点から上場廃止されないというものがほかにもあるかもしれない、それがいいかどうかというのはまた別問題なので、例えば先ほどの株主数要件だとか流通株式要件のようにまさに流動性の維持みたいなものを目的としているようなものだって、それこそフェニックス銘柄で売れるのだから別にいいではないですかといえ、確かにいいかもしれません。そうだとすれば、上場廃止基準を、厳しいかもしれませんけれども、上場基準と合わせていくという方向性も、猶予期間もあるしフェニックス銘柄もあるのであれば、比較的行きやすいのかなということもちょっと思いました。

ただ、果たしてフェニックス銘柄がそこまで流動性を担保できるほどの換金可能性があるのかというと、当時のいろいろな売買の状況とかのデータが多分残っているので、それを見ないといけませんけれども、どこまで現実的なのかなという気はします。

○船津 ありがとうございます。

### 【東証におけるデュープロセスの要否】

○梅本 最後にご指摘になっている、デュープロセスは不要かというところですが、私も東証の裁量について争うというか、それなりの手続が用意されていた方がよいのではないかと思っていたのですけれども、ただ、異議申立てなどの手続をとれたとしても、結局のところ、課徴金納付命令における審判手続と同じように、同じ判断が繰り返されるのではないかという気がしないではないです。

例えば、学校債で以前よく問題になっていたのは、単に、こちらの事案では影響が重大だ、あちらの事案では影響が重大でないという判断が示されるだけで、それについて異議を申し立てたところで、内容がよくわからない。そうであれば、むしろ東証が、最近はそうですけれども、上場廃止するにせよ、維持するにせよ、その理由をかなり詳細に説明してくれた方が、後々裁判をするなり何なりのときに有益ではないかなという気がするのです。もしかしたら異議申立て手続というのは、実は設けたところであまり役に立たないのではないかという印象を持っているという、それだけの話です。

○小出 ありがとうございます。もちろん、異議・聴聞の手続をどういうふうに設計するかということにもよると思うのですけれども、先生ご指摘のとおり、現実的には、異議・聴聞の手続を設けたからといって、それほど——逆に言えば、東証はきちんと判断されたわけでしょうから、そう簡単に判断が覆るわけではないのではないかということについては、そのとおりかなというふうにも思います。

裁判所が、先ほどの判例の動向で述べたように、裁量をよく認めるという方向に行くのだとすると、裁判所のような第三者が評価できるところが、裁判所以外にもあっていいのかもしれない。そういうものとして、東証の上場管理部門の人がそのまま異議・聴聞手続をするというと、想定したものにならないのかもしれませんが、判断をし

ている部署とは別の部門、あるいは別の第三者といった者に判断をしてもらうという手続で実質的な判断をするということができればいいかと思いました。けれども、常に第三者的なパネルみたいなものを置くのは、現実的ではないかもしれませんし、どこまで判断が可能なかということもあります。

また、先生のおっしゃるとおり、東証のデータは非常に充実しているなど私も改めて感心したのですけれども、他方で判断の理由というのは、もちろんなかなか言えない部分というのもあると思うのですが、裁判の判決ほどにはきちんと書かれているわけではない場合もあるように思います。ものによるのですけれども。したがって、そういった判断の蓄積、あるいはその開示こそが求められるということは、確かにおっしゃるとおりという気はいたします。

それがあるからといって、裁量を広く認める裁判所が最終的に東証の判断を覆すことがあるかという、なかなか難しいような気もしますけれども、そういった開示があることで、東証の中での、すでに十分慎重にされていると思いますけれども、判断の慎重さが担保できるという効果もあるという気はしました。

私、今回は海外の文献を読めていないのですけれども、日本語の文献で海外のことを調べられた先生のものによると、ニューヨーク証券取引所などでは、異議手続が用意されているということが紹介されていた文献もありました。ちょっとまた見てみたいと思いますけれども、制度設計としてはあり得ると思います。そこで実際にどう判断を下されているのかというのは、ちょっと見た方がいいかなということは思いました。

### 【聴聞手続の有無・上場契約は定型約款か】

○加藤 今のご質問とも関係するのですけれども、例えば日本証券業協会が会員に処分を行う際には、告知や聴聞といった行政処分に類似した手続を経ていると思います。それと比較すると、東

証による上場廃止の手続は、処分を受ける者に対する手続保障という観点からは改善の余地があるという評価も成り立ちそうです。また、その他の処分、例えば上場契約違約金の支払いを求める場合も、告知や聴聞といった手続は用意されていないのか、気になります。

加えて、上場廃止や上場契約違約金の支払請求の決定が自主規制法人の中でどういったプロセスで行われているかということも重要であるように思いました。

もう一点、不適當合併のところで、小出先生が上場契約は定型約款であるとおっしゃったのですが、東証ではそういう整理で債権法改正への準備をされているのかも、気になりました。

例えば上場契約の変更について、定型約款の規定に従うと、同意は不要となります。このような取扱い、これまでの上場契約の変更の実務と何か異なるのでしょうか。また、上場契約が定型約款であるとした場合に、上場規程の改正手続にも何か影響が生じるのでしょうか。

○小出 違約金のところの手続などについては、すみません、私よりも東証の方に答えていただいた方がいいかもしれません。私が見る限りでは、そういう聴聞とかがあるようには読めないのですが、もしかしたらあるかもしれませんので、判断プロセスも含めて、後で教えていただければと思います。

定型約款、上場契約の法的性質の問題ですが、これももしかしたら変更の際には何か手続を踏んでいるのかもしれないのですが、少し調べたところでは、上場規程の変更が上場会社を拘束するという点については、現行の上場契約では、将来改正される上場規程についても遵守することが契約に書いてあるということになっていて、それをもって同意したという、そういう構成をとっているようではあります。なので、もちろん変更内容は通知すると思いますが、恐らく個別に一々、同意をとっているわけではないと思います。

そう考えると、定型約款的にこれまでも上場規程、上場契約の変更はしてきたわけで、結局、通知をして、不当なものでない限りは、基本的には変更の効力が生ずるといようなことを前からやってきたので、多分東証内部でも、これは定型約款に該当するというふうに理解されているのかなと思ったのですが、これは私よりも東証の方にお聞きした方がいいと思います。

○伊藤 そうですね。上場契約の違約金について、上場規程や施行規則にはあまり手続が書かれていませんので、どういう手続をとられているのか、概要だけでも教えていただければと思います。また、上場廃止基準を定型約款だと認識されているか、教えていただければと思います。

○菊池 上場規則の中で聴聞手続といったものが明定されていないというのは、ご指摘のとおりでございます。ただ、上場会社への措置の検討に際しては、何が事実だったのかということを上場会社自身によく説明していただいたうえで判断いたします。

定型約款のお話については、これも小出先生にご紹介していただいたとおり、新規上場の際に上場会社に上場契約書を差し入れていただきますが、その中に、現に制定されているものに加えて、将来改正されるものについても上場規則を遵守するという規定があります。このため、上場規則を改正するたびに了承文書を提出していただくといったことはなく、こういった改正をしましたという通知を新旧対照表とともに上場会社に送付するという手続を行っております。

○松崎（東証常勤監査役） ※ 当該回の研究会に傍聴者として出席

手続につきましては、加藤先生のおっしゃるように、取引所でも、取引所の取引参加者である証券会社の処分を決める際には、審問手続があり、規律委員会という委員会に諮って、通常1億円の上限、重大案件で最大5億円という範囲で処分の内容を決めるということをしております。これは日本証券業協会と同じ形です。

一方、上場会社に対する措置の決定については、規律委員会のような場に諮ることなく、自主規制法人の理事会で決定する手続をとっております。

そのような違いは、制裁等の裁量の幅が大きく違うというところに拠りまして、取引参加者に対する処分というのは、最高5億円から処分なしまでの範囲で過怠金を具体的に幾らにするということを決めるということで、量刑には相当幅があります。その一方、上場会社に対する措置については、ご紹介がありましたように、基本的には上場廃止基準に該当するかどうか、投資者の投資判断や市場の信頼性に影響を及ぼす上場規則違反があったかどうか、そういった判断をしているということでございますので、そうしたプロセスとなっております。

ただ、日本取引所グループでは、自主規制法人の組織形態を採っており、自主規制に関わる個別の意思決定については、自主規制法人の理事会で行うこととしております。自主規制法人の理事会については、理事長をはじめ過半が外部理事でなくてはならないと金融商品取引法で定められており、そこで独立性・中立性・客観性が保たれております。現在、理事長は元金融庁長官の方で、他に外部理事として、企業法務を専門とする弁護士の方、企業分析を専門とする学者の方、会社法・金融商品取引法を専門とする学者の方にご就任いただいております。

また、自主規制法人の理事会では、重要な事案については、一回の審議で決めるということではなく、何度も議論を重ねたうえで最終結論を出すということにしています。それから、その前提となりますところの事実認定に関しては、菊池が申し上げましたように、会社側からの報告書や提出資料などを基礎としつつもかなり突っ込んだやり取りを重ね、会社側との間で見解の相違のようなものが生じないように、実務面で心がけてやっております。最終的な結論を出す上での事案の評価については総合判断となりますので、そこに一定の裁量のようなものはあるかもしれませんが

も、そういった形で、客観性に欠けることがないように努めております。

なお、取引所規則の改正については、菊池が申し上げたとおりですけれども、上場規程をはじめ取引所規則の改正については、手続として、上場会社や取引参加者への影響があるものについては、必ずパブリックコメントの手続をとることになっておりまして、通常は制度要綱を公表し、30日なりの期間をとって一般から広く意見募集をしたうえで、最終的に制度改正を決定することとしており、パブリックコメントに寄せられた意見に対する取引所の考え方も付して、関係者に通知・公表する、そういうプロセスとなっております。

○伊藤 ありがとうございます。

○小出 やはりその判断の過程までは開示されていないわけですね。

○松崎 対外公表文につきましては、従来はかなり簡素で結論だけしか記載していないようなものでしたけれども、最近の事例を見ていただいたと思いますが、裁判所のようにとはいきませんが、どういうところをポイントに判断したかということについては、可能な範囲でできるだけ説明するよう記載内容の充実にも努めているところでして、理由のところはかなり長文になっているなど、以前のもものと比較していただけると、相当な差があるのが分かっていただけるかと思っております。

#### 【取引所規則は定型約款か】

○山下 先ほどの定型約款の話ですが、上場契約書は取引所が上場会社との間で必ず調印して締結しており、そこにはあらかじめ契約条項がずらりと書いてある。これが定型約款であることは間違いのないと思います。企業間取引でも、個別に一部交渉をするなんてことはあまりないでしょうから、これは定型約款でいいと思いますが、取引所の諸規則については、定型約款なのかどうか。

例えば受託契約準則は、昔から証券会社とお客さんとの間の約款であるとされています。あれは証券会社とお客さんとの関係に適用されるもので

すが、それを取引所がつくっているということだと思いますが、規則のたぐいは、直感的には定型約款とは違い、取引所の組織の中の自主規制という気がしているのですが、どうでしょうかね。

○小出 確かに、上場契約は定型約款ですけれども、上場規程というのは契約ではないと言えば、確かにそのとおりでという気がします。あるとすると、解釈次第ですが、上場規程の中身というものが契約の中に取り込まれているというふうに読めるかどうかだと思いますが。

でも、そういうものは定型約款とは言えないのですかね。

○伊藤 上場会社の名前だけ変えて同じ契約を結んでいますので、それが取引基本契約書のようなもので、定型約款であるというお話なのですね。

ただ、その基本契約の中に、上場規程等の諸規則等を遵守しますと書いているところをどう理解するかということなのだと思います。たとえ定型約款でないとしても、定型約款と同様の規律を及ぼす必要があるかどうかという問題なのかなと思ったのですけれども。

○小出 私は、伊藤先生がおっしゃったようなところまで考えていなかったというのが正直なところですけども、上場規則というものの中身が契約に取り込まれているというふうに考えていました。やはり上場契約の文言も見ないといけないと思うのですけれども。

上場契約書は物すごくシンプルな契約なのですね。1項の、適用のあるすべての上場規程などの規定を遵守すること、というふうに書いていて、これには、先ほどあったような今後変更されるものというのは……。

○伊藤 一番上のところ、将来制定又は改正することのある……。

○小出 なるほど、そうですね。

○山下 民法の定型約款の定義自体が、契約内容に組み入れることを目的としてつくった契約条項という定義ですが、上場規則のごときは組織の運営のルールで、これは別に取引所と上場会社の

間だけの関係を規律するのではなくて、投資家にも広く関係するルールだろうと思うのですね。

○小出 なるほど。

○山下 だから、それはそれで自主規制の世界があるのであって、それが上場契約の中に取り込まれている。だから、幾ら取り込まれても、自主規制であるものが、それによって直ちに契約条項というか定型約款の条項になるというのは、ちょっと違うのかなというのが、今のところの私の直感ではあります。

○小出 そうしますと、アドバックス事件では、高裁が、本件上場規程の定めが民法90条によって無効とされる余地があると主張していますが、これは何か上場規程というものが東証との契約だということを前提にしたような主張のように見えますが、それとも……。

○山下 自主規制だとしても、やはりあまりにもひどいものは、公序良俗違反ということは、それはそれであり得るのではないですか。

○小出 なるほど。確かにそうかもしれません。

○山下 自主規制の適用される一番重要な関係者が上場会社であるのは間違いのないから、その利益を不当に害するような自主規制というのは、公序良俗違反ということは当然あり得る話かなとは思いますがね。

○小出 判例は、本件上場規程の定めは、債権者と東証との間において原則として有効と、ちょっとあいまいな表現をしています。ちょっと考えてみます。

○伊藤 それでは、本日の研究会を終わらせていただきたいと思います。どうもありがとうございました。