

上場廃止について

～懲罰か？ 品質管理か？～

横山 淳

要約

上場廃止とは、第一義的には、有価証券などが、取引所の開設する市場における売買の対象から外れることである。もっとも、それに伴う流動性の低下などから発行会社や株主に影響が及ぶこととなる。

上場廃止自体は、それほど珍しい事象ではない。しかし、上場会社規律に係わる基準（有価証券報告書等の虚偽記載など）が問題となる事案では、上場維持・廃止を巡り社会的な論議を呼ぶことがある。その理由の一つは、規律違反に対する上場廃止を「懲罰」と解するか（懲罰説）、「品質管理」と解するか（品質管理説）の対立があるものと考えられる。

理論面においては、いずれの考え方も合理性のある見識だといえる。しかし、取引所による自主規制（ソフト・ロー）の特質、株主への影響などを考慮すれば、「品質管理説」に立って、上場会社自身の是正、更正を通じて、規律違反により損なわれた市場機能（品質）の治癒・回復を図った上で、おおよそ是正、更正が期待できない場合にのみ、強制的な退出を求めるのが現実的であるように思われる。ただし、市場によるガバナンスが適切に機能していることが、その前提となる。

目次

- 1章 上場廃止の意義と効果
- 2章 上場廃止基準（東証を例に）
- 3章 規律違反に対する上場廃止についての考え方
- 4章 規律違反に対する上場廃止のあり方

1章 上場廃止の意義と効果

上場とは、一般に、有価証券などを取引所が開設する市場における売買の対象とすることと説明されている。これを踏まえれば、上場廃止とは、第一義的には、取引所の開設する市場における売買の対象であった有価証券などについて、その市場における売買の対象から外すこととなるだろう。

一般に、上場の意義は、主として次の点にあると説明されることが多い¹⁾。

- ①資金調達への円滑化・多様化
- ②企業の社会的信用力と知名度の向上
- ③社内管理体制の充実と従業員の士気の向上

上場廃止の意義についても、基本的には、これらの上場の意義の裏返しだと考えることが可能だろう。もっとも、②、③については、上場廃止になったからといって、直ちに負の効果が表れるとは限らないとの考え方もあるかもしれない。

仮に、ある株式が上場廃止になった場合、それに伴って、副次的には、その株式について、次のような効果が生じることが考えられる。

- ◇流動性の低下
 - 取引所での売買ができなくなることで、売買の機会自体が少なくなる可能性が高い。
 - ただし、その株式の売買が、一切、できなくなるわけではない。
- ◇適正価格の把握が困難に
 - 市場価格がなくなることで、その株式の

適正価格の把握が困難になる。

- ただし、その株式の評価自体が必ずしも低下するとは限らない。

◇株券電子化の対象外に

- 非上場株式は、原則、株券電子化の対象外とされる。
- ただし、定款変更がない限り、株券不発行は維持される。そのため、上場廃止後にその株式を売買するためには、売り手と買い手が共同で名義書換請求を行わなければならない（会社法 133 条）。

◇課税上の取扱いの変化

- 非上場株式は、譲渡益・配当に対する 10% 税率の適用対象外である。
- 金融課税一体化の対象からも除外される可能性がある。

これらの効果を踏まえて、発行会社の視点から見れば、その発行する株式が上場廃止になることにより、次のような影響が生じることが考えられる。

- ◇株主構成の変動可能性の低下
- ◇資金調達への影響（流通市場の縮小・消滅が発行市場にも影響）
- ◇レピュテーションへの影響（上場会社としてのステータスの喪失）

なお、上記のほか、発行会社の情報開示義務についても、上場廃止に伴い取引所規則に基づく適時開示や決算短信等は不要となる。ただし、金融商品取引法に基づく有価証券報告書等の提出義務

1) 東京証券取引所「新規上場の手引き 市場第一部・第二部編」1。

は、上場廃止によって、直ちになくなるわけではなく、一定数の株主が存在する限り、原則、継続して開示義務が課されることとなる（金融商品取引法 24 条 1 項）。

他方、株主・投資者の視点から見れば、ある株式が上場廃止になることにより、次のような影響が生じることが考えられる。

- ◇上場廃止となった保有株式についての換金可能性が低下する。
- ◇上場廃止となった保有株式についての評価のあり方が変更される（取引所の終値がなくなる）。
- ◇（機関投資家の場合）運用方針等によっては、投資対象とすることができなくなる場合がある。
- ◇（一般投資家の場合）業者による勧誘が制約されることにより²⁾、投資機会が制限される。
- ◇（個人の場合）その株式の譲渡益・配当についての税負担が増加する可能性がある。

市場運営者の視点から見れば、その使命（円滑な売買、公正な価格形成、公益・投資者保護）に照らして、市場の期待に応えられない企業や一般投資家による売買にふさわしくない企業を、その運営する市場から退出させる手段としても活用できる。

もっとも、この場合、「市場の期待に応えられない」あるいは「一般投資家による売買にふさわしくない」をどのように定義するかは、難しい問題である。

実際には、2 章で見るように、上場廃止となっ

て「当たり前」といえるような基準（例えば、他社による買収、企業破綻など）もある。その一方で、取引所による高度な判断が必要となるような基準（例えば、流動性、上場会社規律など）も存在している。

また、件数としては限られているが、いわゆる企業不祥事に関係する上場廃止を巡っては、その適否を巡って、大きな論争となることがある。これは、取引所規則を通じたソフト・ローによる規律を考える上で、重要な示唆を与えてくれる論点であるように思われる。本稿では、この問題の基礎となる考え方について、3 章、4 章で考察を加えてみたい。

2 章 上場廃止基準（東証を例に）

1. 東証の上場廃止基準の概要と分類

ある上場有価証券が、上場廃止となる要件（上場廃止基準）や、上場廃止に至る手続などは、原則、その取引所（または取引所から委託を受けた自主規制法人。以下同じ）がその自主規制業務の一環として規則等に定めている（金融商品取引法 84 条 2 項、117 条 4 号）。以下では、東京証券取引所（以下、東証）の有価証券上場規程を例に、どのような場合に、株式が上場廃止とされるのかを見てみる。

一般に、取引所が株式の上場廃止を決定するための基準に含まれる項目は、大きく次のものに分類できるものと考えられる。

- ①流動性に係わる基準
- ②企業の存続、継続性に係わる基準

2) 日本証券業協会「協会員の投資勧誘、顧客管理等に関する規則」12 条の 2、同「店頭有価証券に関する規則」6 条など。

図表1 上場廃止基準の分類（東証本則市場の場合）

①流動性に係わる基準	
	a. 株主数
	b. 流通株式
	c. 流通株式時価総額
	d. 流通株式比率
	e. 売買高
	f. 時価総額
②企業の存続、継続性に係わる基準	
M & Aに係わるもの	a. 完全子会社化
	b. 株式の全部取得
	c. 事業活動の停止（合併による解散）
	d. 不適当な合併等
実質破綻に係わるもの	a. 債務超過
	b. 銀行取引の停止
	c. 破産手続、再生手続、更生手続
	d. 事業活動の停止（合併除く）
③上場会社規律に係わる基準	
	a. 有価証券報告書の提出遅延
	b. 有価証券報告書の虚偽記載
	c. 監査報告書等に「不適正意見／否定的結論」または「意見不表明／結論の表明をしない」
	d. 支配株主との取引の健全性の毀損
	e. 株主の権利の不当な制限（注1）
	f. 上場契約違反等（注2）
	g. 反社会的勢力の関与
	h. その他の公益・投資者保護
④その他	
	a. 株式事務代行機関への委託違反
	b. 株式の譲渡制限
	c. 指定振替機関における取扱い違反

（注1）不適切な買収防衛策、不適切な株式併合等、希釈化率300%超の第三者割当などが含まれる

（注2）適時開示義務違反による改善報告書等の不提出、特設注意市場銘柄指定後3年経過も内部管理体制等不改善などが含まれる

（注3）上場廃止基準そのものではないが、上場会社自身の「申請による上場廃止」がなされる場合もある

（出所）東証有価証券上場規程等をもとに大和総研金融調査部制度調査課作成

③上場会社規律に係わる基準

④その他

これを踏まえて、東証の内国株式についての上場廃止基準を、筆者なりにこれらの4項目に分類してみたのが図表1である。

1) 流動性に係わる基準

「流動性に係わる基準」は、その取引所が開設

する市場において、どの程度の流動性が維持されるべきかという基準である。不特定多数の者による集団的な売買が行われることが予定されている以上、一定の流動性の維持を求めることは合理的である。ただ、要求される流動性の水準については、その市場に上場する会社が 대기업か、新興企業かといった属性や、市場の規模などによって異なるものと考えられる。取引所の理念・方針が反映されるべき分野だといえるだろう。

この流動性に係わる基準を巡っては、比較的規模の小さい企業の上場維持を可能とするために基準を緩やかにすべきだという見解と、市場の新陳代謝を促進するために基準を厳しくすべきだという見解の対立が存在している。また、流動性基準に抵触しそうな上場会社が、何とか上場を維持しようとするあまり、必ずしも適切とはいえない

コーポレート・アクション（例えば、大幅な希釈化を伴う第三者割当など）を行っている例があるのではないかとの指摘がなされる場合もある。そうした中、取引所としては、バランスに配慮した高度な判断が求められているということもできるだろう。

東証の上場廃止基準では、株主数、流通株式、流通株式時価総額、流通株式比率、売買高、時価総額が、これに該当するだろう。

2) 企業の存続、継続性に係わる基準

「企業の存続、継続性に係わる基準」は、上場会社が存続しなくなる以上、その発行する株式の売買を継続することもできなくなるという、ある意味、当然の上場廃止ということになる。また、実際に上場会社が消滅するケースだけではなく、その上場会社の継続性が実質的に維持されない（100%減資など）、あるいはそのおそれがある場合も同様に考えられるだろう。内容としては、いわゆるM&A（合併による消滅や他社の完全子会社化など）と、実質的な破綻（債務超過、破産手続など）に大別できると考えられる。

東証の上場廃止基準では、M&Aに係わるものとしては、完全子会社化、株式の全部取得、事業活動の停止（合併による解散）、不適当な合併等が挙げられる。他方、実質的な破綻としては、破産手続、再生手続、更生手続、債務超過、銀行取引の停止、事業活動の停止（合併による解散を除く）が、これに該当するだろう。

なお、事業活動の停止については、M&Aに係わる場合（合併による解散）と実質的な破綻に該当する場合の両方が考えられるため、図表1では両方に分けて分類した。

また、不適当な合併等は、例えば、A社（上場）とB社（非上場）が合併し、形式的にはA社が存続会社となるが、実態は旧B社が支配しているといったケースを想定したものである。そのため、通常、B社（非上場）が必要な上場手続を経ないで上場すること（いわゆる裏口上場）を防止する趣旨と説明されることが多い。その意味では、本来、上場廃止（出口）の問題ではなく、上場（入口）の問題だとも考えられる。ただ、図表1では、これをA社（上場）が実質的に存続しなくなるM&Aと捉えて、便宜上、M&Aに係わるものに分

類している。

3) 上場会社規律に係わる基準

「上場会社規律に係わる基準」は、上場会社による規律違反行為を対象とするものである。具体的には、法令に違反する行為のほか、取引所による自主規制として定められた規律（ソフト・ロー）に係わるものも存在している。取引所には、円滑な売買、公正な価格形成、公益・投資者保護といった使命がある。その遂行や、自市場に対する投資者の信頼を確保する観点から、どのような規律付けを上場会社に対して求めるのか、高度な判断が要求される分野であると考えられる。

東証の上場廃止基準で、これに該当すると考えられるものとしては、有価証券報告書等の提出遅延、有価証券報告書等の虚偽記載、監査報告書等に「不適正意見／否定的結論」または「意見不表明／結論の表明をしない」、支配株主との取引の健全性の毀損、株主の権利の不当な制限、上場契約違反等、反社会的勢力の関与、その他の公益・投資者保護が挙げられる。

なお、有価証券報告書等の虚偽記載を原因とする上場廃止の可否が論議される際、海外では、そのような制度は一般的ではないとの論評がなされる場合があるが、これは誤解である。米国、英国などにおいても、制度の構造や細目は異なるが、いわゆる不正会計などを原因とする上場廃止の制度は設けられている。

例えば、ニューヨーク証券取引所（NYSE）の場合、上場廃止の判断を取引所が下す可能性がある要素として、「会社が、適時、適切、正確な情報開示を株主（shareholders）及び投資者（investing public）に対して行わなかった」「財務情報の報告（reporting of earnings and financial position）につ

き公正な会計慣行 (good accounting practices) に従わなかった」などを例示している (NYSE Listed Company Manual 802.01D)。

英国の場合、法令上、上場 (Listing) に関する権限は、第一義的には、金融当局 (Financial Services Authority (F S A)) に属するものとされている³ (2000年金融サービス市場法 72条など)。F S Aが上場廃止を決定する場合の例示として、「発行会社が上場維持義務 (continuing obligations for listing) を満足しなくなった場合」が掲げられている (F S A上場規則 (LR) 5.2.2 (2))。具体的な上場維持義務の中には情報開示に係わる義務なども含まれている (F S A上場規則 (LR) 9.2.5 ~ 9.2.6B など)。

蛇足ながら、有価証券報告書等の虚偽記載を原因とする上場廃止の可否が論議される際には、取引所の裁量権の大きさが問題とされることがある。この点についても、米国、英国などでも上場廃止の判断には広い裁量権が認められている。

米国 N Y S E の場合、取引所との「契約違反 (Agreements are Violated)」「公益に反する活動 (Operations Contrary to Public Interest)」、所定の「監査委員会 (Audit Committee)」の不設置などが上場廃止基準として列挙されているが、「取引所は上記の基準に制約されない」として、上場維持・上場廃止の判断に当たって、個々の事案に即した判断が可能である旨を定めている (NYSE

Listed Company Manual 802.01D)。

英国においても、上場廃止について「通常の規則立った取引を阻害する特別な事情 (special circumstances that preclude normal regular dealings)」があると認めるときは、上場廃止を決定できるという幅広い裁量権が、F S Aに認められている (2000年金融サービス市場法 77条1項、F S A上場規則 (LR) 5.2.1)。

4) その他

「その他」として、図表1では、便宜上、株式の譲渡制限、指定振替機関における取扱い違反、株式事務代行機関への委託違反を挙げた。

「株式の譲渡制限」とは、上場会社とその株式の譲渡につき制限を行うこととした場合をいうとされている (東証有価証券上場規程 601条1項14号など)。上場会社の株式について、「株式の譲渡制限」がなされれば、原則、上場廃止の対象とされている⁴。株式の譲渡制限は、不特定多数のものによる市場での売買とはそもそも相いれないものであると考えられる。その意味では、「当たり前」の規定とも考えられるが、その性質については、流動性に係わる基準とも⁵、株主の権利保護という上場会社規律に係わる基準とも考えることができる。そのため、図表1では、便宜上、「その他」に分類した。

「指定振替機関における取扱い違反」とは、株

3) なお、ロンドン証券取引所 (L S E) も、金融当局の定める規則の遵守などを含む「申請及び開示に関する基準 (Admission and Disclosure Standards)」に違反した発行会社に対しては、譴責 (censure) とその事実の公表、違反金 (fine)、他者に対する損害賠償命令、上場廃止 (cancellation) のうち一つ又は複数の処分の対象となることを定めている (L S E「申請及び開示に関する基準」3.23)。

4) 例外としては、外国人等が一定数以上の議決権を保有することになるときの株主名簿への記載拒否が法律上定められている場合が挙げられている (東証有価証券上場規程施行規則 212条10項、601条11項など)。

5) 流動性に係わる基準だと考える根拠としては、文言上、「その内容が当取引所の市場における売買を阻害しないものと認められるとき」に例外を認めるとされており、「株主及び投資者の利益を侵害するおそれが少ないと当取引所が認める場合」(東証有価証券上場規程施行規則 601条13項4号参照)とはなっていないことなどが考えられるだろう。

式が指定振替機関（証券保管振替機構）における取扱いの対象とならないこととなった場合に、上場廃止にするというものである（東証有価証券上場規程 601 条 1 項 16 号）。「株式事務代行機関への委託違反」とは、上場会社が株式事務を取引所の承認する株式事務代行機関に委託することを義務付け、これに委託しないこととなった場合などには上場廃止とするというものである（東証有価証券上場規程 601 条 1 項 13 号）。これらは取引所での売買の前提となるインフラに係わる基準と考えて、「その他」に分類した。もっとも、例えば、「株式事務代行機関への委託違反」の場合、いわゆる名義貸し問題を契機に規制強化などが行われた過去の経緯⁶を考慮すれば、上場会社規律に係わる基準とも考えることができるだろう。他方、株式事務代行機関に対する委託手数料を支払うこ

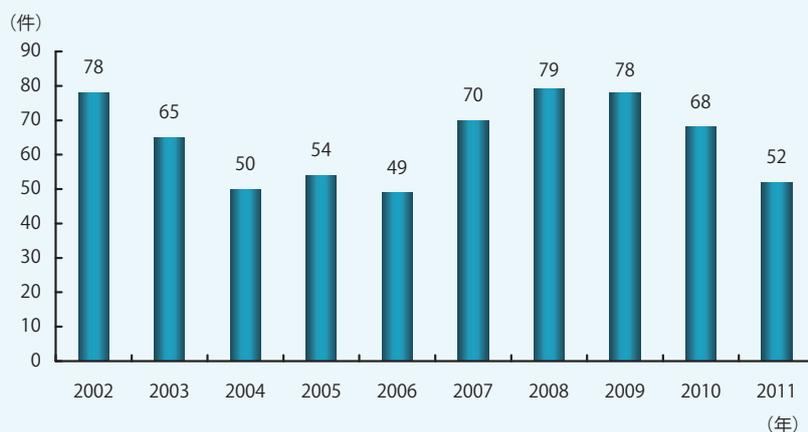
とができずに契約を解除されて上場廃止になったという事例が現実には存在する。このケースでは、むしろ企業の存続、継続性に係わる事案に近いともみることができるかもしれない。

なお、上場廃止基準そのものではないが、「申請による上場廃止」というものもある。これは、上場会社自身の意思による上場廃止である。主として外国会社によるものが多く、内国会社の場合、2 以上の取引所に重複上場しているものが、上場先を絞るために実施するケースが中心だと思われる。

2. 上場廃止の現状

この 10 年間の東証における上場廃止の件数を見ると、50～80 件程度で推移している（図表 2）。また、その内訳を見れば、大部分は、「企業の存

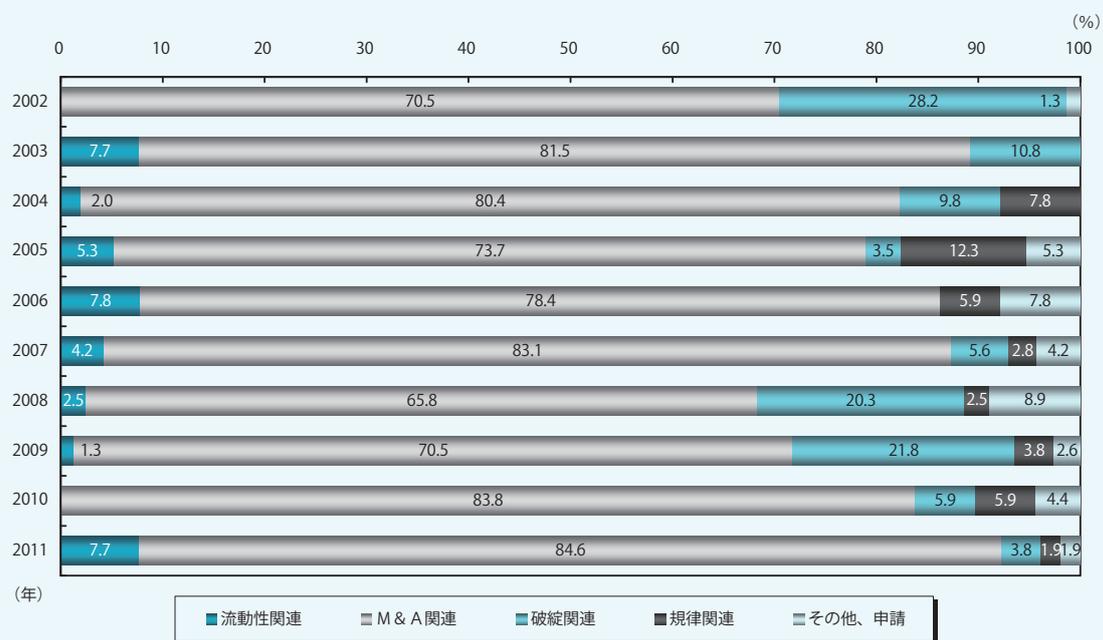
図表 2 上場廃止件数の推移（東証）



（出所）東証「上場廃止銘柄一覧」（<http://www.tse.or.jp/listing/haishi/list.html>）から
大和総研金融調査部制度調査課作成

6) 東京証券取引所「会社情報等に対する信頼向上のための上場制度の見直しについて」（2004年11月16日、<http://www.tse.or.jp/rules/comment/041116js.pdf>）、同「社長記者会見資料」（2004年12月21日、<http://www.tse.or.jp/about/press/041221s.pdf>）など参照。

図表3 上場廃止の理由（東証）



(注1) 複数の上場廃止基準に抵触したものについては、抵触した全ての基準に加算している。従って、図表2の合計件数とは必ずしも一致しない

(注2) 「流動性関連」は図表1の「流動性に係わる基準」、「M & A 関連」は同「企業の存続、継続性に係わる基準」のうち「M & Aに係わるもの」、「破綻関連」は同「企業の存続、継続性に係わる基準」のうち「実質破綻に係わるもの」、「規律関連」は同「上場会社規律に係わる基準」、「その他、申請」は同「その他」および「申請による上場廃止」をそれぞれ理由とするものを意味する。なお、「流動性関連」には、旧少数特定者持株数比率に抵触したものも含む

(出所) 東証「上場廃止銘柄一覧」 (<http://www.tse.or.jp/listing/haishi/list.html>) をもとに大和総研金融調査部制度調査課作成

続、継続性に係わる基準」のうち他社による買収やMBOなどM & Aに係わる上場廃止が占めている（図表3）。また、経済情勢によっては、「企業の存続、継続性に係わる基準」のうち実質的な破綻による上場廃止が増加することもある。

このように上場廃止自体は、それほど珍しい事象ではない。また、その理由も「当たり前」と受けとめられるM & Aや実質的な破綻に伴うものが多い。そのため、上場廃止が決定されても、その判断の適否が議論となることもなく、手続に従って粛々と市場から姿を消していく場合が現実には多いといえるだろう。

しかし、その一方で、少数とはいえ、上場維持・

上場廃止の判断が、市場関係者のみならず社会全体で大きな論議を呼んだケースも、確かに存在している。それは主として「上場会社規律に係わる基準」への抵触が問題となるケースが多かったように思われる。

以下では、「上場会社規律に係わる基準」への抵触が問題となるケースにおいて、なぜ上場維持・上場廃止の判断が論議を呼ぶことになるのかという問題意識から、規律に違反した上場会社を上場廃止にすることについての基本となる考え方を検討してみたい。

3章 規律違反に対する上場廃止 についての考え方

1. 総論

取引所（またはその委託を受けた自主規制法人。以下同じ）が自主規制機関として、法令や取引所の定める規律に違反する行為を行った上場会社を、上場廃止にする権限を有することは、広く受け入れられているものと考えられる。事実、このこと自体について、疑問視したり、批判したりする議論はほとんど見受けられない。また、取引所がその権限を適切に行使することが、市場の信頼性等を維持する上で、重要だと認識も、多くの関係者によって共有されているものと思われる。

にもかかわらず、個々の案件において、上場維持・上場廃止の判断の適否を巡って議論が噛み合わないという状況に直面することがある。これは、一つには、「上場会社規律に係わる基準」のうち実質基準に当たるもの、その中でも「その影響が重大である」といった抽象的な文言がしばしば争点となるためだとも考えられる。しかし、そうした文言の解釈といった問題とは別に、より根本的な理念の面でも理由があるように思われる。すなわち、上場廃止という権限の執行の理論的な根拠や本質について、これまで十分に議論が深められてきたとは言い難いことも、重要な理由の一つだと思われる。

もっとも、規律に違反した上場会社に対する処分を巡る過去の議論を見る限り、漠然とではあるが、大きく、これを違反者に対する「懲罰」と解する考え方と、取引所自身の「品質管理」（あるいはその一環）と解する考え方があるように思われる。

以下、これらの考え方のポイントを、筆者なり

に整理してみたい。

2. 懲罰として考えた場合

1) 基本的な考え方

おそらく、規律違反に対する上場廃止についての考え方として多数派を占めるのは、規律に反した上場会社に対する懲罰と解する考え方だろう。これを本稿では、便宜上、「懲罰説」と呼ぶこととする。

例えば、上場廃止が、刑事罰などとの関連で論じられたり、上場維持が決定された場合に上場会社が真面目に規律を遵守しなくなることを危惧する論評がなされたりするのは、上場廃止を懲罰の一種と受けとめているためだと考えられる。

この考え方の根底にあるのは、多くの場合、法令や取引所の定める規律に違反するという「悪事」を犯した以上、その上場会社には「上場廃止」という懲罰が下されるべきだという、ある種の「因果応報」的な理念だと考えられる。また、懲罰という強制力が存在しているからこそ、上場会社には取引所の定める規律を守ろうというインセンティブが機能するのだという、ある種の「抑止力」という考え方もあり得るだろう。

2) 「懲罰説」における執行・運用のあり方

「懲罰説」を採用した場合、上場廃止処分の執行・運用は、上場会社に対して市場規律遵守を徹底するという観点から、厳格（懲罰としての実効性）、透明（処分の予測可能性）、公平（当事者の不公平感の排除）であることが求められよう。また、こうした執行・運用を可能とするためには、上場廃止の基準・ルールは、可能な限り、明確かつ具体的であることが望ましい。

具体的には、上場廃止を発動すべき基準は、他

の懲罰的な性格を持つ処分（例えば、上場契約違約金など）とのバランスを考慮しながら、違反の程度（例えば、市場における公正な価格形成や投資者利益をどれだけ侵害したか）に応じて、形式要件・数値基準などに基づき明示的に定めることが求められるだろう。言い換えれば、あらかじめ明確に示された要件・基準に抵触すれば、有無を言わず上場を廃止することが、懲罰として考えた場合の原則的な運用・執行のあり方ということになる。

このことは、「懲罰論」を支持していると思われる論者から、しばしば現在の市場廃止基準の曖昧さを批判する見解が示されることとも整合するものと考えられる。

3) 誰に対する「懲罰」なのか？

「懲罰説」を採用する場合、その懲罰が、誰に対する制裁なのかという観点も重要である。市場廃止の場合、直接的には、規律違反行為を行った上場会社が制裁の対象ということになるだろう。ただし、1章で論じた市場廃止の及ぼす影響を考えれば、上場会社にとどまらず、その株主も実質的に懲罰の影響を受けることとなる。これをどのように正当化するか、ということも論点となる。

この点について、「懲罰説」を支持していると思われる論者からは、「株主責任の追及」などとして説明されることが多いように思われる。なお、この問題については4章で改めて論じたい。

3. 品質管理として考えた場合

1) 基本的な考え方

取引所は市場の運営者として、自らが開設する市場とそこで取引される商品に対する信頼を維持・向上させることは不可欠であり、自らのブラ

ンド価値を高める上でも重要だと考えられる。

このような観点に立てば、上場会社による規律違反行為そのものよりも、その結果、正常な市場機能（品質）が損なわれることにより、自市場の信頼・ブランド価値が傷つけられることに着目して、市場廃止を考えることも可能である。具体的には、上場会社の規律違反により、円滑な売買が阻害された場合、市場における公正な価格形成を歪められた場合、投資者の利益が損なわれたような場合に、自市場の信頼・ブランド価値を維持するための品質管理の一環として、そのような問題が生じている有価証券を市場廃止にするという考え方である。これを本稿では、便宜上、「品質管理説」と呼ぶこととする。

2) 「品質管理説」における執行・運用のあり方

「品質管理説」を採用した場合、その発動基準・ルールについては、取引所としての品質管理に対する考え方を踏まえ、柔軟な設計が可能だと考えられる。また、その執行・運用についても取引所の裁量を広く認めることができよう。

もっとも、柔軟な設計、広い裁量に基づく執行・運用を行うとしても、その柔軟性や裁量の範囲をどのような方向に発揮するかは、必ずしも一義的に定まるわけではない。すなわち、理論上は、積極的に市場廃止処分を下す方向と、市場の機能の回復を主眼において、市場廃止は、むしろ抑制的に運用する方向が考えられる。

3) 品質管理の観点から、積極的に市場廃止処分を下す考え方

理論上は、「品質管理説」の下でも、前述の「懲罰説」以上に、上場会社による問題のある行為全

般を、品質管理の観点から、幅広く積極的に上場廃止とする考え方も成り立ち得る。

この考え方の根本には、そもそも品質（正常な市場機能）が損なわれること自体が、市場の信頼・ブランド価値を傷つけることになるため、そのリスクをできるだけ予防・排除しなければならないという理念があるといえるだろう。

この理念の下では、明確な要件・基準を定めずに、おおよそ自市場の品質を損なうような行為を行った上場会社を、取引所の判断で、幅広く積極的に、有無を言わず上場廃止にする必要があるだろう。さらに、実際に市場の品質を損なうような結果は生じていなかったとしても、そのおそれのある行為について、幅広く予防的に上場廃止の対象とするという考え方もあるかもしれない。

ただし、現実には、上場廃止となった場合の上場会社や株主への影響の大きさを考えれば、このような幅広く積極的に上場廃止を執行・運用することはあまり現実的ではないだろう。

4) 市場の機能の回復を主眼においた考え方

現実的に運用可能な「品質管理説」は、市場の機能（品質）を回復させることを主眼として、上場廃止は、むしろ抑制的に運用するという考え方だと思われる。

この考え方の根本には、仮に、一時的に市場の機能が損なわれた（円滑な売買が阻害された、市場における公正な価格形成を歪められた、投資者の利益が損なわれた）としても、速やかにその機能が治癒・回復されれば、市場の信頼・ブランド価値も守ることができるという理念がある。

この理念の下では、違反者の処分よりも、速やかに市場の機能を正常な状態に治癒・回復させることが重要となる。そのため、規律違反行為を行っ

た上場会社自身に対しても、是正、更生を促すことにプライオリティが置かれることとなる。その上で、おおよそ治癒・回復（是正、更生）が期待できない場合にのみ、強制的な退出を求めるということになるだろう。

以下、「品質管理説」というときは、特に断らない限り、こうした市場の機能の治癒・回復（上場会社による是正、更生）を主眼においた考え方をいうものとする。

4. 「懲罰説」と「品質管理説」の違い

取引所が、規律違反上場会社に対する上場廃止の可否を判断するに当たって、「懲罰説」か、「品質管理説」かによって、結論が大きく対立するのは、どのような局面であろうか。

「懲罰説」を採用しても、「品質管理説」を採用しても、上場会社の規律違反行為（またはその結果）が、軽微なものであれば、上場廃止処分とするに及ばないという結論となるだろう。

逆に、上場会社の規律違反行為（またはその結果）が、軽微なものとはいえ、かつ、是正・更生が期待できないものであれば、いずれの考え方の下でも、上場廃止処分が適当という結論となるだろう。

両者の違いが、明確に表れるのは、上場会社の規律違反行為が、軽微なものとはいえませんが、是正・更生の余地がある（あるいは是正・更生の余地がないほどの重大性はない）というケースであろう。この場合、「懲罰説」の下では、上場廃止処分が適当であり、上場会社による是正・更生は、その後の再上場により評価すればよいという結論となるだろう。「品質管理説」の下では、上場を維持しながら、速やかに市場の正常な機能の治癒・回復を図るという結論になるだろう。

4章 規律違反に対する上場廃止のあり方

1. 総論

筆者は、規律違反に対する上場廃止についての考え方として、「懲罰説」も「品質管理説」も、それぞれ合理性のある見識だと考えている。従って、理論面において、一方を誤りであると断じることはできない。

ただし、実際に、上場廃止の執行・運用に活用することを考えた場合、現在の取引所が置かれた環境の下においては、「懲罰説」よりも、「品質管理説」を採用した方が、より現実的ではないかと筆者は考える。

以下、その理由を述べてみたい。

2. 「懲罰説」の限界

1) 「懲罰説」のメリット

「懲罰説」、すなわち、懲罰として上場廃止を執行・運用するという考え方に立った場合、自主規制機関である取引所が、上場会社の規律違反行為に対する厳しい姿勢を内外に示すことができるといふメリットがある。また、それにより上場会社による規律違反行為を抑止する効果が高くなる可能性もあるだろう。

2) ソフト・ローとの整合性

「懲罰説」の前提となる上場会社に対する市場規律を徹底する観点からは、上場廃止の執行・運用は、前述の通り、厳格（懲罰としての実効性）、透明（処分の予測可能性）、公平（当事者の不公平感の排除）であるべきと考えられる。また、こうした執行・運用を可能とするためには、その基準・ルールは、可能な限り、明確かつ具体的であ

ることが望ましい。

しかし、こうした執行・運用や基準・ルールは、実態として、法令（ハード・ロー）と機能において変わらなくなる懸念がある。言い換えれば、取引所による自主規制というソフト・ローの特質が活かしにくいと考えられる。

さらに、懲罰としての上場廃止を的確に執行・運用するためには、強制調査権限など「自ら真実を究明する権能」が不可欠と考えられる。少なくとも、捜査権限を持つ当局の収集した証拠に対するアクセス権限がなければ、事実関係を明らかにしてそれに基づいて懲罰を下すということは、極めて困難である。しかし、現在、取引所にはそのような機能は与えられていない。むしろ、自主規制というソフト・ローとは、そもそも相いれない機能だとの考え方すらあり得るだろう。

3) 株主に対する懲罰の是非

加えて、会社または経営者に対する規律付けという観点から、懲罰としての上場廃止の効果には限界があるという問題がある。言い換えれば、一体、誰に対する懲罰なのか、という問題である。

現実問題として、株式が上場廃止となった結果、流動性の低下等によって最も大きな影響を受けるのは株主である。

発行会社自身への影響としては、上場廃止後、エクイティ・ファイナンスなどが困難になる可能性が高い。しかし、デット・ファイナンス等（銀行融資など）ができなくなるわけではない。特に、わが国のようにローン等による資金調達のウエイトが大きい社会においては、発行会社に対する懲罰として、必ずしも、それほど大きな効果があるとは考えにくい。

経営者個人にとっては、上場廃止による直接的

な不利益はほとんど考えられない。もちろん、経営者自身の社会的評判（レピュテーション）の低下、株主総会での再任の拒否、経営者に対する株主代表訴訟の提起などの可能性はある。しかし、これらは、あくまでも間接的な影響にすぎない。

このように考えれば、「懲罰説」を採用する場合、懲罰によって、発行会社や経営者ではなく、株主が最も大きな影響を受けることを正当化する根拠が不可欠ということになる。この点について、株主は、規律違反行為を行うような経営者を選任し、そのまま放置していたのだから、十分なガバナンスを行わなかった責任を負うのは当然との考え方が示されることが多い（株主責任の追及、自己責任論）。

確かに、株主である以上、不適切な経営によって会社に生じた損害を最終的に負担すべきであることは間違いない。従って、不適切な経営実態が明らかになったことで生じる株価の下落といった不利益は、第一義的には、株主が負うべきであろう。その際の株主に対する救済は、取引所が運営する市場においてではなく、経営者に対する訴訟などを通じて司法の場において図るべきであることは筆者も同意する。

しかし、経営者による規律違反行為があったからといって、こうした株価の下落による不利益に加えて、上場廃止による流動性の低下等の不利益まで株主が甘受すべき合理的な理由が、直ちに、説明されるわけではない。

加えて、上場会社の一般株主を前提に考えた場合、その自己責任を問うことは、あくまでも適切な判断を下すための情報が提供されることとワンセットであると筆者は考える。少なくとも、経営者による規律違反行為が巧みに隠蔽されており、監査法人等の専門家もそれを見逃していたような

ケースでは、そもそも議決権行使を通じたガバナンスが有効に機能するとは考えにくい。従って、その規律違反行為を許容した責任があると断じるのは、一般株主にあまりにも酷だと考える。

4) ハード・ローに基づく制裁との関係

「懲罰説」を採用する場合、他の懲罰であるハード・ローに基づく制裁（刑事罰、課徴金など）との整合性も重要な論点となる。このことは、上場廃止に係わる判断を巡って、例えば、取引所が上場維持の判断を行った後、当局による刑事訴追や課徴金の判断が下された場合に、「取引所の判断は拙速であった」といった論評がしばしばなされることから明らかであろう。

ところが、現実には、上場廃止の判断と、ハード・ローに基づく制裁の整合性をとることは、極めて困難である。その第一の理由は、前記2)で述べた強制調査権限など「自ら真実を究明する権能」を取引所が持たないことである。第二の理由は、取引所の使命（円滑な取引、公正な価格形成、公益・投資者保護）に照らして、上場廃止の可否を長期間にわたって「未定」の状態で放置することは不適切だと考えられることである。つまり、取引所は、当局のような「自ら真実を究明する権能」を持たないにもかかわらず、当局よりも前倒して上場廃止の判断を迅速に下すことが求められているということである。

加えて、上場廃止の判断と、ハード・ローに基づく制裁の整合性をとることは、市場の公正性を確保する上で、本当に有効なのかについても疑問がある。つまり、両者の整合性をとるということは、裏返してみれば、ハード・ローに基づく制裁を下すか否かの判断が、上場維持・上場廃止の判断に結びついてしまうということをも意味する。

このことは、例えば、上場廃止によって多数の一般投資家が不測の損害を被ることとなるという局面で、当局が制裁に二の足を踏んでしまうという事態を招く危険性があると考えられる。

3. 是正、更生を主眼においた「品質管理説」

1) 「品質管理説」の特徴

前述（3章3節）の通り、「品質管理説」は、上場廃止の執行・運用を柔軟に行う余地がある点に特徴がある。特に、3章3節4)で論じたような、市場の機能（品質）を回復させることを主眼として、上場廃止は、むしろ抑制的に運用する考え方を採用すれば、前述2節の「懲罰説」の問題を回避することが可能だと考える。具体的には、違反者の処分よりも、速やかに市場の機能を正常な状態に治癒・回復させるため、規律違反行為を行った上場会社自身に是正、更生を促すことを中核とするという考え方である。この場合、おおよそ自ら是正、更生することが期待できない場合にのみ、強制的な退出（＝上場廃止）を求めるということになる。

2) ソフト・ローとの整合性

「ソフト・ローの特質を活かす」という点については、「品質管理説」の下では、個別案件に応じて、取引所がその裁量に基づき柔軟な運用・対応をとることが不可欠であると考えられる。その意味では、自主規制というソフト・ローの特質を活かした運用が可能であると言えるだろう。

同様に、取引所は「強制調査権限などを持たない」という点についても、市場機能の回復を主眼においた「品質管理説」の考えを踏まえれば、大きな問題とは考えにくい。取引所自身は上場廃止

の判断に当たって、基本的には、次の2点を見極めれば足りるものと考えられるためである。

- ①市場の機能が、規律違反行為によって、どの程度害されたのか
- ②上記①を踏まえて、規律違反行為を行った上場会社に、自ら是正、更生する意思と能力があるか

上記①は、あくまでも規律違反行為によって市場がどれだけ混乱したかを判断するものであり、その上場会社に対する強制調査権限などとは、直接、関連付けられる事項ではないと考えられる。

上記②については、その上場会社に係わる問題ではあるが、関係者等からのヒアリングや資料提供などで判断・対応は可能だと思われる。すなわち、取引所としては、その上場会社が、どれだけ積極的に是正、更生に向けたアクションを計画・実行できるかを見極めればよいのであり、強制調査権限など「自ら真実を究明する権能」までは必ずしも必要とはされないと考えられるためである。

3) 株主に対する懲罰の是非

「誰に対する懲罰なのか」という点については、「品質管理説」の下では、誰に懲罰を加えるかということを論じる必要性はそもそもないというのが筆者の考えである。言い換えれば、違反者に対する懲罰は当局に任せて、取引所は、いかに市場の機能の治癒・回復を速やかに進め、その信頼を維持するかを考えればよいこととなる。

もちろん、「品質管理説」の下でも、上場廃止が行われる以上、事実として、株主への影響は避けられないこととなる。しかし、「懲罰説」と異

なり、こうした株主への影響を「懲罰」と位置づける必要はない。「品質管理説」の下では、上場廃止によって株主が不利益を被る事象も取引所の使命（円滑な取引、公正な価格形成、公益・投資者保護）の観点から説明できればよいこととなる。

筆者は、取引所の使命に照らせば、流動性の低下に伴う株主の不利益と、市場機能を麻痺させるような不適切な商品が取引され続けることによって一般投資者全般が被る損害を比較考量して、後者が前者を上回る場合には、上場廃止による株主への影響を正当化することが可能であると考えている。

4) ハード・ローに基づく制裁との関係

同様のことは、ハード・ローに基づく制裁（刑事罰、課徴金など）との整合性の問題についてもいえる。すなわち、「品質管理説」の下では、上場廃止はそもそも「懲罰」ではないことから、他の「懲罰」とのバランスや整合性を必ずしも求める必要はないという結論になる。

その結果、取引所は市場機能の治癒・回復に着目した迅速な判断が可能となり、当局は上場廃止の影響を過度に心配することなく、違反者に厳正な処分を下すことが期待できる。

5) 「品質管理説」が機能する前提

こうした「品質管理説」、特に、市場機能の治癒・回復を主眼においた考え方を採用すれば、理論上、「懲罰説」を採用した場合よりも規律違反を理由に上場廃止となるケースが減少することが想定される。そのため、この考え方を徹底すると、結果的に規律違反行為を行っても上場廃止を免れる上場会社が多くなり、モラル・ハザードの助長や、市場規律を軽視する上場会社の増加を招くの

ではないかとの反論が考えられる。

しかし、そもそも法令違反行為については、上場廃止を免れたからといって、司法当局、金融当局による懲罰を免れるわけではなく、こうした指摘は当たらない。

他方、法令違反以外の規律違反行為については、確かに、理論上、ここで指摘されるような問題が生じるおそれはあるだろう。しかし、現実的には、モラル・ハザードを引き起こしている経営者が居座る場合や、市場規律を軽視する姿勢を改めない上場会社に、市場機能を治癒・回復するため、自らの規律違反により生じた結果を是正、更生するアクションを進める意思と能力があるとは到底考えられない。従って、このような上場会社については、「品質管理説」の下でも、やはり上場廃止は免れないものと考えられる。言い換えれば、ここで指摘される問題は、「懲罰説」か「品質管理説」か、という理念に起因するものではなく、実際の運用・執行のあり方に起因するものだけといえるだろう。

むしろ、「品質管理説」の問題としては、それが適切に機能するために必要とされる前提条件の方が重要だろう。すなわち、規律違反により生じた結果の治癒・回復（是正、更生）を上場会社自身に促すことを主眼とするこうしたアプローチは、無条件に機能するわけではない。これが適切に機能するためには、少なくとも次の2つの要件が満たされなければならないと考えられるのである。

第一は、取引所が適切な説明責任を果たすことである。「品質管理説」の下では、取引所が広範な裁量を有することになる以上、市場の透明性を確保する観点から、取引所には適切な説明責任が求められることとなる。

第二は、市場による上場会社に対する規律付け、

すなわちマーケットによるガバナンスが適切に機能していることである。

このうち、前者は、取引所が適時、適切な取り組みを行えば解決するものと考えられる。問題となるのは、後者である。

取引所が、規律違反行為を行った上場会社に対して是正・更生を促すにしても、万能の是正・更生策が存在するわけではない。また、取引所自身が、個々の上場会社に適合する是正・更生のための処方箋を作成して、その実施を上場会社に求めていくことも現実的ではない。実務上は、取引所は、上場会社に対して、規律違反行為により生じた結果の是正・更生に向けた適切なプロセス（例えば、情報開示、第三者委員会による調査、株主総会の開催など）を踏むことを求めていくことになるものと思われる。例えば、正確な財務状況・資産状況が開示されることで、投資者はその会社の株式に対する投資判断を是正し、市場の価格形成機能も修復されることが期待される。また、第三者委員会の調査（もちろん、その機能に限界はあるものの）が事実関係を明らかにできれば、株主は、責任のある取締役等の解任や、株主代表訴訟の提起を行い、その会社の経営陣の刷新や責任追及を図ることが可能となる。

このことは、適切なプロセスを経ることで、規律違反行為によって一時的に機能不全となった市場による規律、ガバナンスを回復・修復することが可能だという考え方を基礎としている。言い換えれば、規律違反行為を行った上場会社の命運は、最終的には、機能回復された市場による規律付け（株価・時価総額の低迷、他社による買収、株主による経営者交代など）に委ねられるべきとの理念があるものと考えられる。その前提となるのは、市場による上場会社に対する規律付け、ガバナン

スが適切に作用していることであることはいうまでもない。逆に、市場による上場会社に対する規律付け・ガバナンスが適切に機能しているとはい切れない場合（例えば、オーナー・取引先などが株式の大半を保有しており、価格形成や議決権行使にほとんど影響が生じないような場合）には、「品質管理説」はその力を十分に発揮できない危険性があるといわざるを得ない。これが「品質管理説」の限界ということになるだろう。

もっとも、このような「品質管理説」の限界がみられる状況の下では、そもそもソフト・ローによる規制自体が成り立ち得るのか、筆者は大いに疑問を感じる。むしろ、このような状況の下では、上場廃止の意義を論じる以前に、ハード・ローとソフト・ローの役割分担自体を問い直す必要があるようにも思われる。

[著者] _____

横山 淳（よこやま じゅん）



金融調査部 制度調査課
主任研究員
担当は、会社法、金融商品取引法、
取引所規則、金融制度