

株券上場廃止基準の該当性の判断のあり方

— 有価証券報告書等の虚偽記載の場合 —

岸 本 達 司

記

1 緒論

金融商品取引法（以下、「金商法」という。）117条4号は、金融商品取引所（以下、便宜上、株券を上場する金融商品取引所を「証券取引所」という。）が、業務規程において、有価証券の売買に係る有価証券の上場及び上場廃止の基準及び方法について定めなければならないと規定している。

この規定を受けて、大阪証券取引所（以下「大証」という。）では、有価証券上場規程及び株券上場廃止基準が制定され、株券上場廃止基準の細則として、「株券上場廃止基準の取扱い」が定められている。東京証券取引所（以下「東証」という。）では、有価証券上場規程が定められ、同規程601条に上場内国法人の上場廃止基準が規定され、また、同規程の細則として、有価証券上場規程施行規則が定められている¹⁾。

株券上場廃止基準においては、投資者保護上問題があり、当該会社が上場適格性を欠くと判断される事項が列挙されているが、金融商品取引所は、この上場廃止基準に基づいて、株券の上場廃止を決定する権限を有している。

本稿では、株券の上場廃止基準のうち、有価証券報告書等の虚偽記載の該当性について、その判断基準等について検討を加える。

1) 金商法149条1項は、業務規程を変更しようとするときは、内閣総理大臣の認可が必要と定め、金商法149条2項は、定款、業務規程等を除く、金融商品取引所の規則の作成、変更又は廃止があったときは、内閣総理大臣への届出が必要と定めている。したがって、大証・東証の有価証券上場規程及び大証の株券上場廃止基準は、認可を要する規則、大証の取扱い及び東証の細則は、届出を要する規則という位置づけになる。

2 虚偽記載に関する上場廃止基準の規定内容

- (1) 上場会社等が、有価証券報告書等の提出により、企業内容の完全かつ正確な開示を継続することは、投資者の保護を図るために極めて重要であり、上場会社の基本的な責務というべきである。万一、有価証券報告書等における虚偽記載が行われ、不実の企業内容が公表されると、投資者が判断を誤って取引を行い、投資者が損失を被り、ひいては市場における公正な価格形成機能を害するおそれがあるからである。

そこで、金商法は、虚偽記載に関して、次のとおり厳格な制裁を定めている。

まず、重要な事項につき虚偽の記載があり、又は記載すべき重要な事項の記載が欠けている有価証券報告書等を提出した発行者等に対し課徴金の納付命令を命じる旨規定している（同法172条の2、172条の4）。次に、有価証券報告書等において重要な事項につき虚偽の記載のあるものを提出した者について、刑事罰を科する旨規定している（同法197条1項1号）。

さらに、金商法には、虚偽記載があった場合に、投資者の発行会社、その役員等に対する損害賠償責任の追及を容易にする規定が設けられている（同法18条～22条、24条の4、24条の4の6、24条の4の7第4項、24条の5第5項など）。

- (2) 上記のような法令に反し、有価証券報告書等の虚偽記載（以下、単に「虚偽記載」ということがある。）があった場合、当該株券を発行する上場会社は、上場会社としての適格性を欠く疑いがあるといわざるを得ない。

そこで、株券上場廃止基準は、虚偽記載について、「上場会社が有価証券報告書等に虚偽記載を行い、かつ、その影響が重大であると本所が認めた場合」と規定している（以下「本件廃止基準」という。）²⁾。

「虚偽記載」の意義について、有価証券報告書等について、内閣総理大臣等から訂正命令、課徴金納付命令、若しくは告発が行われた場合、又は当該上場会社が有価証券報告書等の訂正届出書、訂正発行登録書若しくは訂正報告書を提出した場合であって、その訂正した内容が重要と認められる場合と定めている³⁾。

ここにいう「有価証券報告書等」とは、有価証券届出書、発行登録書及び発行登録追補書類並びにこれらの書類の添付書類に係る参照書類、有価証券報告書及びその添付書類、半期報告書、四半期報告書並びに目論見書のことを指す⁴⁾。

2) 大証は、株券上場廃止基準2条11号a、東証は有価証券上場規程601条1項11号a)にそれぞれ規定されている。

3) 大証は、株券上場廃止基準の取扱い1(10)aで準用されている上場審査基準の取扱い2(8)a、東証は、有価証券上場規程2条30号にそれぞれ規定されている。

4) 大証は、株券上場審査基準4条8号a、東証は、有価証券上場規程2条89号にそれぞれ規定されている。

このように、株券上場廃止基準は、虚偽記載が行われたことに加え、その影響が重大であると証券取引所が認めたこと（以下「影響の重大性」ということがある。）が要件となっている。影響の重大性は、抽象的・規範的な要件であり、その判断基準や判断要素が、上場廃止基準及びその取扱いに定められていないため、その解釈のあり方が問題になるのである。

(3) 影響の重大性の判断について、大証及び東証は、次のような指針を明らかにしている。

まず、大証の「会社情報適時開示等に関する手引き」（平成22年4月）（556頁）は、影響の重大性の意義について、「虚偽記載の影響が重大であると認められるか否かについては、①虚偽記載の内容（訂正の程度や期間等）、②組織性・意図性、③その他の事情を総合考慮の上、判断します。」と規定している。

次に、東証の「上場管理等に関するガイドライン」（IV 3）は、「影響の重大性の審査は、有価証券報告書等における虚偽記載の内容、当該虚偽記載が行われた経緯、原因およびその情状やその他の事情を総合的に勘案して行う。」と規定している。

(4) 上記の上場廃止の要件を充たさないと判断された場合、特設注意銘柄への指定、上場契約違約金徴求（東証のみ）、公表・警告措置、改善報告書の徴求等の措置がなされる⁵⁾。

(5) 上場廃止その他の措置について現在の体制では、大証では、自主規制委員会が判断し、東証では、自主規制法人が判断することになる（金商法84条2項1号、85条1項、105条の4）。いずれも、市場運営者から独立した組織が設置され、公正・中立の立場から、上場廃止等の措置を判断できるように配慮されている⁶⁾。

3 本件廃止基準の解釈について公表された主な見解

本件廃止基準の解釈に関して、従来公表された文献には、次のような見解が述べられている（筆者が検索した範囲では、以下のような古い文献しか見当たらなかった。）

(1) 大阪証券取引所常務理事（当時）尾上春風氏は、本件廃止基準の影響の重大性の判断基準について、次の各事項を考慮するとしている⁷⁾。

① 粉飾経理が流通市場なかんずくその証券の価格形成にどう影響を及ぼしたのか（具体的には株価がどの程度暴落したとか、売買の状況等が問題になる）。

② 反社会性の度合い（具体的には、粉飾経理がどういう意図の下に行われたか。株主の立

5) 大証では、有価証券上場規程14条の6第1項・上場廃止基準2条第1項11号、14条の8第1項、14条の2に規定され、東証では、有価証券上場規程501条1項1号・601条1項11号a、508条1項1号・412条1項、509条1項1号・412条1項、502条1項1号・412条1項に規定されている。

6) 東証自主規制法人における虚偽記載審査手続きについて、「上場管理業務について一虚偽記載審査の開示」(平成22年8月)、これを解説した文献として、新島早織「東証自主規制法人における虚偽記載審査の概要」(商事法務1910号31頁)参照

7) 「有価証券上場規程等の改正について」インベストメント23巻1号95頁

場をどの程度考えていたか。株主に配当するためにやや無理な利益を計上したのか、役員が私腹を肥やしたのか。)

- ③ 粉飾経理後の善後処置がどのように行われたのか (具体的には、役員の見責辞任、役員が私財を提供してその粉飾を補填したか)。
 - ④ 粉飾経理をした会社が粉飾経理を再度行った場合か (ただし、数期間連続して行われた粉飾経理はひとつの行為とみなして、虚偽記載を重ねて行ったとはみないこととする)。
- (2) 東京証券取引所証券管理課長 (当時) 高橋幸雄氏は、虚偽記載があった場合に、直ちに上場廃止することが株主をはじめ社会的に与える影響度等からみて必ずしも最善の措置とはいえない場合も想定されるため、流通市場に及ぼした影響たとえば、価格形成に対する影響の軽重度や反社会性の度合い等を客観的に判断し、上場廃止があらゆる面からみて当然であると認めるときに上場廃止基準に該当すると判断するとされている⁸⁾。
- (3) 神崎克郎教授は、影響の重大性の認定基準について、次のとおり述べる⁹⁾。

影響の重大性というのは、上場廃止によって発行会社及び現在の投資者が被る不利益にもかわらず、将来の投資者の利益の保護並びに有価証券市場に対する公衆の信頼の維持のために上場廃止をすることが有益と判断されるほど、すなわち上場廃止に値するほど影響が重大であるという意味に解すべきとされる。

影響の重大性の判断に当たっては、次のような要素を考慮する。

- ① 財務諸表の虚偽記載が、投資者の投資判断ないしは有価証券の市場価格に及ぼす影響は、最重要事項として考慮されるべきである。
- ② 虚偽記載が故意に出たか否かも、この上場廃止事由が公正な財務諸表の作成に対する警告的、予防的機能を有する点に鑑み考慮されるべきであるが、発行会社の取締役が財務諸表の作成に十分な知識、能力を有しないということは、今後もその会社の財務諸表に誤って虚偽記載が重ねられる危険性を含んでいるから、虚偽記載が故意に基づかないことは、かえって上場廃止の必要性を大きくするとも考えられるから、この点はあまり強調すべきではない。
- ③ 会社の取締役、大株主以外にどの程度の数の有価証券保有者が存在するかも考慮すべきであり、多数の有価証券保有者が存在するときは、上場廃止がもたらす不利益は大きく、少数の有価証券保有者が存在する場合より、上場廃止を要請する重大な他の事由を必要とする。
- ④ 虚偽記載後の会社の対応、虚偽記載のある財務諸表の公表後すみやかに正確な財務諸表を公表したか、虚偽記載のある財務諸表作成当時の取締役が辞任または解任されて会社の経営陣が一新し、今後同様の虚偽記載が行われる危険性がなくなったかなどを考慮すべき

8) 「有価証券上場規程中一部改正についての解説」 商事法務512号12頁

9) 「財務諸表の虚偽記載を理由とする上場廃止処分の適法性」 商事法務720号・894頁

である。

4 虚偽記載の上場廃止に関する裁判例

筆者が検索した範囲では、虚偽記載の上場廃止に関する裁判例は、以下の2件しか見当たらなかった。以下、これらの事例を紹介する。

(1) 昭和46年11月15日東京地裁決定（以下「昭和46年東京地裁決定」という。）¹⁰⁾

ア 本決定の事案の概要は次のとおりである。

昭和36年10月から東証第2部に上場していた安藤鉄工所（昭和17年8月設立、原動機、運搬機、土木建設機等の製作、販売並びに造船及び船舶の修理を営業目的とする株式会社である。当時の発行済株式総数400万株、1株額面50円）について、東証が、第44期（昭和45年5月1日から昭和46年4月30日まで）の決算に関する有価証券の虚偽記載があったとして、昭和46年8月16日、同年11月17日限り上場廃止する旨決定した。

これに対して、安藤鉄工所が、東証に対し、上場廃止の意思表示の効力を仮に停止することなどを求め、仮処分を申し立てたものである。

東京地裁は、次のとおり判示して、安藤鉄工所の仮処分申立てを却下した。

イ 東証が昭和45年2月1日有価証券上場規程を変更し、上場廃止基準に、上場を廃止すべき場合の1事由として、「発行会社が決算に関する財務諸表に虚偽記載を行い、その影響が重大であると認めた場合」を追加した。

東証は、財務諸表に虚偽記載がある以上、影響の重大性の判断は、東証に委ねられ、安藤鉄工所はその点を争って上場廃止の効力を否定することはできないと主張した。

これについて、本決定は、株式の上場によって発行会社は、株式の流通の円滑化により、資金の調達が可能となり、また知名度が向上することにより信用も増大するという利益（これに対応して、発行会社は上場手数料及び年賦課金を支払うのである）を得ていることは、顕著な事実であるから、前記上場廃止基準の追加条項は、財務諸表に虚偽の記載があり、かつその影響が重大であると客観的に認められる場合に、はじめて東証は上場廃止をすることができると解するのが相当であると判示し、東証の主張を採用しなかった（下線は筆者。以下同じ）。

ウ 第44期（昭和45年5月1日から昭和46年4月30日まで）の有価証券報告書の虚偽記載は、要約すると次のとおりであった。

	虚偽	真実
売上高	12億61百万円	14億03百万円

10) 判例時報650号・92頁

営業利益	1億38百万円	▲	2億09百万円
当期利益	17百万円	▲	3億40百万円

これらの虚偽記載は、売上高について、請負工事に進捗度を過大に見積もったり、材料代金を売上原価に計上せず、仕掛品として資産に計上するなどの手法により、売上高を過大に計上し、経費を過少に計上したものである。

虚偽記載された財務諸表に基づき、第44期においては、株主に対して、年6分の配当が実施された。

東京地裁は、虚偽記載の影響の重大性については、次のとおり判断した。

「株式会社の決算に関する財務諸表は、会社の責任財産の内容だけではなく、当該決算期における営業状況と収益力をも明らかにするものであるが、本件虚偽記載は、申請人の財産を過大に表示しただけではなく、第44期の営業成績に虚偽の数字を計上したものであり、しかも、実際にはいずれも発行済株式の額面総額の170パーセントに達する大幅な欠損金および100パーセントをこえる営業損失を生じているにもかかわらず、利益剰余金および営業利益が生じるようになっていて、申請人の株式に関心を持つ投資家の申請人の株式の価額に対する判断に多大な誤りを与えたであろうことは経験則上容易に推認され得る。以上の点に申請人が故意に本件虚偽記載に及び、これをもとにして株主に対する違法な配当を実施したことを斟酌すれば、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ころであって、前記上場廃止事由にいう『影響が重大なもの』といわざるを得ない。」

(2) 平成18年7月7日東京地裁決定（以下「平成18年東京地裁決定」という。）¹¹⁾

ア 本決定の事案の概要は次のとおりである。

申立債権者のペイントハウス（住宅リフォーム業等を目的とする株式会社である。）は、平成13年2月から日本証券業協会が開設する店頭売買有価証券市場に店頭銘柄として登録され、ジャスダック証券取引所の組織変更に伴い、同証券取引所が自ら有価証券売買のための市場を開設し、平成16年10月、ジャスダック証券取引所に上場した。

ジャスダック証券取引所は、株券上場廃止基準2条4号（上場会社が債務超過の状態となった場合において、1か年以内に債務超過の状態でなくならなかったとき）及び10号（上場会社が有価証券報告書等に「虚偽記載」を行い、かつ、その影響が重大であると当取引所が認めた場合）に該当するとして、平成18年6月8日に、同7月9日限り上場廃止する旨決定した。

これに対して、ペイントハウスが、ジャスダック証券取引所に対し、上場廃止の意思表示の効力を仮に停止することなどを求め、仮処分を申し立てたものである。

11) 判例タイムズ1232号・341頁

東京地裁は、次のとおり判示して、ペイントハウスの仮処分申立てを却下した。

イ ペイントハウスは、平成16年8月期の決算において債務超過の状態となったところ、平成14年3月に発行した社債の総額130億円のうち90%の免除を得られれば、平成17年8月期の決算において債務超過状態を脱し、上場廃止を免れる状況にあった。

そこで、ペイントハウスは、平成17年5月、横浜地裁相模原支部に対し、社債権者集会開催のための決議許可申請し、同年8月3日、第1回社債権者集会を開催し、社債権の額面のうち90%に相当する額面117億円の債務免除を内容とする決議が可決承認され、同年8月22日、同決議の認可決定がされた。この認可決定に対しては、2件の即時抗告がされたが、同抗告は、平成17年10月19日及び同月21日に取り下げられ、上記認可決定が確定した。ペイントハウスは、同月21日、上記決議に基づく和解契約を締結し、和解金13億円を支払った。

ペイントハウスは、上場廃止基準取扱いが定める再建計画の同意が不要と考えていたが、ジャスダック証券取引所が必要との見解であったため、同年10月12日、第2回社債権者集会を開催し、前記和解契約書に「社債権者は、ペイントハウス作成の別紙事業再建計画に合意する。」と追加し、和解契約をすることの決議が可決承認され、同月21日、横浜地裁相模原支部により同決議の認可決定がなされた。

ペイントハウスは、平成17年8月期の有価証券報告書に上記の債務免除益を計上したところ、平成18年6月8日、金融庁から訂正命令が出されたため、同日、平成17年8月期の有価証券報告書について、上記債務免除益を除外した訂正報告書を提出した。

ウ 東京地裁は、上記事実を前提として、次のとおり判断した。

① 債務超過について

ペイントハウスが13億円を支払い、債務免除の法的効果が発生したのは、平成17年10月21日であり、同年8月期には債務免除の法的効果が生じておらず、債務超過であったといわざるを得ない。もっとも、平成17年8月期には、和解内容が確定しており、社債権者がこれに基づく再建計画にも同意しないはずはなく、13億円の支払が即時可能な状況にあったから、平成17年8月期において、債務免除益が生じたと解釈することもあながち不合理ではない。

しかし、「債務超過状態が近々解消される高度の蓋然性がある場合でも債務超過状態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について明確な基準がなくなり、ひいては、証券市場の取引の安定性を害するおそれの生じることは避けられないし、その解釈をめぐる、紛争状態のまま上場が継続される株券が生じることも懸念される。そうした上場株式の廃止基準の持つ性質を考えると、公平の観点からされる、私人間の合意の一般的かつ実質的な解釈の基準を持ち込むことは不相当であると言わざるを得ない。そうすると、債権者において債務超過に該当しないということについて、

十分な疎明があるということとはできない。」

② 虚偽記載について

実質的にみても、平成17年8月期において、債務免除益が発生していると評価できない以上、これを記載した平成17年8月期における有価証券報告書は虚偽記載であると評価するほかない。

「上場廃止となるには、その虚偽記載が、その影響が重大であると債務者において認められた場合であることが必要であるところ、その影響の重大性については、いかなる場合でも債務者が認めればこれに該当するという趣旨ではなく、客観的にみてその影響が重大であると判断される場合を指すものと解するのが相当であり、債権者が主張する故意又は重大な過失の存否は、その影響が重大であると判断するための一資料となることはあるとしても、故意又は重大な過失がなければ、結果的に虚偽の有価証券報告書が提出されても、その影響が重大であるとは言えないと判断することは困難であり、少なくとも虚偽の有価証券報告書が提出された場合には、その主観的意図にかかわらず、虚偽記載に該当すると判断するのが相当である。」

「ペイントハウスは、債務免除の会計的、法学的見解の相違のみであることを挙げているが、単なる見解の相違ということとはできない。」

「ペイントハウスは、情報を開示しており、投資家に対する影響は重大ではない旨主張するが、投資家は、基本的には有価証券報告書等の記載を信頼して投資することを考えると、投資家に対する影響が重大ではないということとはできない。本件では、117億円の債務免除益がまだ発生していなかったのであるから、これを既に発生しているものとして有価証券報告書に記載することは、ペイントハウスの企業規模に照らして、後に債務免除益が生じており、その時点で虚偽であることが明確になったという経緯があるとしても、その影響が重大であると評価せざるを得ない。」

5 虚偽記載に関する上場廃止の判断のあり方

- (1) 上場会社は、証券取引所に株券を上場するに際して、株券上場契約を締結している。株券上場契約では、上場会社が、証券取引所が制定している業務規程、有価証券上場規程その他の諸規則等を遵守すること、諸規則等に基づいて証券取引所が行う上場株券に対する上場廃止その他の措置に従うことを承諾している。

したがって、業務規程、有価証券上場規程その他の諸規則等は、すべて上場契約の内容になっており、株券上場廃止基準も当然これに含まれている。

株券上場廃止基準は、その基準のいずれかに該当する場合上場を廃止するものとする規定されているから（大証・株券上場廃止基準第2条本文、東証・有価証券上場規程601条本

文)、上場契約の解消という法的効果をもたらす解除事由が定められたものということができる。

- (2) 上場廃止基準は、大別すると、①株式の分布その他の状況から取引所市場において公正な価格形成に支障が生じることになる事由（株主数、浮動（流通）株式数、浮動（流通）株式比率、浮動（流通）株式時価総額、取引所市場での売買高、株式の時価総額）、②上場会社の経営破綻等のために上場適格性を欠くことになる事由（債務超過、銀行取引の停止、破産手続き、再生手続又は更生手続、事業活動の停止）、③上場会社の特定の行為により上場適格性を欠くことになる事由（実質的存続性の喪失【不適当な合併等】、有価証券報告書又は四半期報告書の提出遅延、虚偽記載又は不適正意見等、上場契約違反等、株式事務代行機関への非委託、株式の譲渡制限、完全子会社化など）となる。
- (3) 上記①及び②は、規定された事由が一定の数値であったり、法的な手続きであるから、一義的明確であり、例外を定める規定がない限り、証券取引所が上場廃止の決定に当たって、裁量的な判断をする余地はない。上記①及び②のいずれかに該当するにもかかわらず、証券取引所が諸般の事情を考慮して、上場廃止しない決定をするのは、かえって有価証券上場規程その他の諸規則等に違反し、許されないというべきである。

有価証券上場規程その他の諸規則等を制定したのは、証券取引所であるが、上述したとおり、これらの規程が内閣総理大臣の認可や届出が必要であることを考慮すると、証券取引所が、諸規則等に基づかずに、独自に裁量的な判断をすることが許容されないことは明らかである。

この点において、平成18年東京地裁決定が、債務超過の状態から1か年が経過する決算期において、債務超過が近々解消される高度の蓋然性があつた場合でも、債務超過の法的効果が発生していない以上、債務超過状態の解消と同視せず、上場廃止事由に該当すると判断したのは、正当である。

このように、上場廃止基準のうち上記①及び②のように（上記③の一部も同様に一義的明確な事由である）、一義的明確に規定されている事由については、証券取引所が、裁量的判断をすることは許されず、機械的に該当するか否かを判断することになる。

- (4) これらに対し、上記③のうち、本件の虚偽記載、不適正意見等（上場会社の財務諸表等に添付される監査報告書又は四半期財務諸表等に添付される四半期レビュー報告書において、公認会計士等によって、監査報告書については「不適正意見」又は「意見の表明をしない」旨、四半期レビュー報告書については、「否定的結論」又は「結論の表明をしない。」旨記載され、かつその影響が重大であると当所が認める場合）については、「重大性」という抽象的・規範的な要件が規定されており、証券取引所による裁量的な判断が前提となっている¹²⁾。¹³⁾

12) 大証・上場廃止基準2条11号b、東証・有価証券上場規程第601条1項11号b

13) 大証・上場廃止基準2条12号、東証・有価証券上場規程第601条1項12号

虚偽記載及び不適正意見等については、「その影響が重大であると当所が認める場合」と規定されている。有価証券報告書等に虚偽記載をしたり、監査報告書に不適正意見等が記載される上場会社は、上場適格性を欠く可能性があるが、虚偽記載及び不適正意見等にも様々な程度・態様のものがあり得るから、これらに該当した場合がすべて上場適格性を欠くと断定できるものではなく、当該虚偽記載及び不適正意見等が与える影響の重大性を考慮したうえで、上場廃止の判断をする趣旨と解される。

影響の重大性については、「その影響が重大であると当所が認める場合」と規定されているが、証券取引所の全く自由な裁量判断に委ねられるわけではなく、合理的な裁量判断がなされることが必要と解される。合理的な裁量判断というためには、影響の重大性が客観的事実に裏付けられたものでなければならない。

この点において、昭和46年東京地裁決定が、「財務諸表に虚偽の記載があり、かつその影響が重大であると客観的に認められる場合に、はじめて東証は上場廃止をすることができる」と解するのが相当である。」と判示したのは正当である。

- (5) 虚偽記載における影響の重大性について、上記のとおり、神崎教授は、「上場廃止によって発行会社及び現在の投資者が被る不利益にもかかわらず、将来の投資者の利益の保護並びに有価証券市場に対する公衆の信頼の維持のために上場廃止をすることが有益と判断されるほど、すなわち上場廃止に値するほど影響が重大であるという意味に解すべきとされる。」との見解を述べている。

神崎教授が指摘される「上場廃止によって発行会社及び現在の投資者が被る不利益」という点は余り強調されるべきではなかろう。なぜなら、上述した上場廃止基準は、いずれもこれに該当した場合、上場廃止によって発行会社及び現在の株主が不利益を受けることになるが、そのような不利益は織り込み済みで廃止基準が制定されているのであるから、虚偽記載の影響の重大性に限って、そのような不利益を特に考慮すべきではないと考えられるからである。また、虚偽記載の規模が大きく態様が悪質であればあるほど、上場廃止にする必要性は高くなるが、これと比例的に、現在の株主は株価の下落等の不利益を受け、当該株券を上場廃止することにより、さらに大きな不利益を被ることになると考えられる。つまり、虚偽記載により株主が受ける不利益が大きい場合ほど、上場廃止とする必要性が高くなるともいえるから、上場廃止による株主の不利益を強調すると、上場廃止に値する悪質な虚偽記載であればあるほど、上場廃止を躊躇せざるを得なくなるという隘路に陥ってしまうことになりかねない。

また、神崎教授が指摘する判断手法によると、影響の重大性の判断において、上場廃止によって不利益を受ける発行会社及び現在の株主の利益と、有価証券市場に対する信頼の維持のいずれを優先すべきかという、極めて困難な決断を強いられることになりかねない。そもそも、発行会社及び株主の利益と有価証券市場の信頼維持というのは、いずれも重要な法益

であり、そのいずれかを優先するというべきものではないから、適切な判断手法とはいえないであろう（証券取引所が上場廃止決定をしたときに、現在の株主の利益よりも、有価証券市場に対する信頼の維持を優先したとの謂われなき批判を受けるとことになりかねない）。

むしろ、端的に、当該会社が、有価証券市場や投資家の投資判断に重大な影響を与える規模の虚偽記載を行ったことにより、当該会社の上場を維持することが著しく不相当というべき場合、すなわち、当該会社が、上場適格性を著しく欠いていると評価できる場合に、「影響の重大性」があると判断すべきものとする。

いずれにしても、問題は、如何なる事情を考慮して、上場適格性を判断するかであると考えられるので、以下においては、その判断要素について論じる。

6 虚偽記載に関する「影響の重大性」を裏付ける判断要素

前掲の大証の「会社情報適時開示等に関する手引き」（平成22年4月）（556頁）にも記載されているように、影響の重大性を裏付ける判断要素としては、①虚偽記載の規模、すなわち、虚偽記載により変動した売上高・利益等の金額及び変動率、虚偽記載の期間等、②虚偽記載の態様の悪質性、すなわち、虚偽記載が組織的・意図的な行為であったか等、③虚偽記載が株券の価格形成にどのような影響を及ぼしたか、④虚偽記載発覚後の改善処置等の有無といった事項を挙げることができる。

以下、個別に検討を加える。

(1) 虚偽記載の規模（虚偽記載により変動した売上高・利益等の絶対額及び変動率、虚偽記載の期間等）

ア 虚偽記載が有価証券市場における株価形成や投資家の投資判断に重大な影響を及ぼすか否かは、まずもって、虚偽記載の客観的な規模の大小に基づくことは明らかであるから、この要素が最も基本的かつ重要な判断要素になるものと解される。

虚偽記載の規模は、上場会社の規模に応じて判断されるべきであるから、虚偽記載によりかさ上げされた売上高ないし利益の絶対額よりも、変動率が重視されることになる。

虚偽記載による変動率について、何を基準とすべきか迷うところであるが、一つの基準として、証券取引所の「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」第2条1項1号及び「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の取扱い」1(4)が参考になると思われる。

「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」2条1(1)は、当該上場会社の属する企業集団の売上高、営業利益、経常利益又は純利益（上場会社がIFRS任意適用会社である場合は、売上高、営業利益、税引前利益、当期利益又は親会社の所有者に帰属する当期利益）について、公表された直近の予想値（当該予想値がない場合は、公表

された前事業年度又は前連結会計年度の実績値)に比較して新たに算出した予想値又は当該年度若しくは前連結会計年度の決算において差異(投資者の投資判断に及ぼす影響が重要なものとして本所が定める基準に該当するものに限る。)が生じた場合には、直ちに開示すべきと定めている。

この規定を受けた「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の取扱い」1(4)は、企業集団の売上高については10%以上、営業利益、経常利益(IFRS任意適用会社である場合は、税引前利益)又は純利益(IFRS任意適用会社である場合は、当期利益又は親会社の所有者に帰属する当期利益)については30%以上変動すると、「投資者の投資判断に及ぼす影響が重要なもの」に該当すると定めている。この基準は、証券取引所自らが、「投資者の投資判断に及ぼす影響が重要なもの」として定めたものであるから、虚偽記載の場合の影響の重大性の判断に当たっても参考にできるものと考えられる。

大証では、「会社情報適時開示等に関する手引き」(平成22年4月)(555頁)において、訂正内容が重要と認められる場合については、例えば、訂正の結果として、(a)売上高が10%程度変動する場合、または、(b)営業利益、経常利益、純利益のいずれかについて、30%程度変動する場合又は数値が正から負、若しくは負から正になる場合などが含まれるとしている。

この基準によると、影響の重大性を基礎付けるには、虚偽記載により、上場会社又は上場会社の属する企業集団の売上高については10%、営業利益、経常利益又は純利益については30%かさ上げしたこと、若しくは数値が正から負、若しくは負から正になることが必要となる。

さらに、上記の基準を充たしたとしても、影響の重大性を肯定するには、1回の事業年度又は連結会計年度にわたる決算における虚偽記載では、不十分なことを多く、上記基準を越える虚偽記載が複数の年度にわたって行われることが必要な場合が多いのではないかと考えられる。

イ 昭和46年東京地裁決定及び平成18年東京地裁決定は、当然のこととして、いずれも当該会社の企業規模を前提として、虚偽記載の規模が大きかったことを影響の重大性を裏付ける一つの根拠にしているものと解される。

(2) 虚偽記載の態様の悪質性(虚偽記載が組織的・意図的な行為であったか等)

ア 虚偽記載が相当の規模で行われたことに加えて、組織的かつ意図的な行為により虚偽記載が取行された場合など、その態様の悪質性が高ければ、有価証券市場の公正さを害する程度は甚だしくなり、上場会社としての適格性を欠くことになるから、その影響が重大であると評価される方向に働くことになる。

ここにいう組織性とは、少なくとも当該会社の取締役が虚偽記載あるいは虚偽記載の原因となる行為に関与しており、いわゆる会社ぐるみといえるような場合である。したがっ

て、使用人による架空取引等が原因となって不適切な会計処理がなされ、虚偽記載が行われたが、取締役らがこれに関与せず、認識もなかったような場合は、組織性は認め難い。

また、意図性とは、財務状況の悪化を隠蔽する等の意図をもって、虚偽記載を敢行したような場合であり、会計基準の解釈・適用を誤ったに過ぎないような場合は、意図性があるとはいえない。

このような虚偽記載の態様の悪質性について判断するためには、虚偽記載が如何なる目的・意図をもって実行されたのか、誰がどのように虚偽記載に関与したのかといった虚偽記載に関する事実関係の全容を解明する必要がある。

虚偽記載に関する事実関係を解明するためには、当該会社の社内調査だけでは十分とはいえず、当該会社が設置する第三者委員会の役割が極めて重要になる¹⁴⁾。

第三者委員会は、当該会社と利害関係を有しない社外の有識者により構成され、虚偽記載に関する事実の調査・検討において、当該会社から独立して公正に行われなければならない。当該会社はこの調査に全面的に協力し、いわんや不当な干渉をしてはならない。

第三者委員会による調査により、事実関係の全容が解明されることが期待されるが、第三者委員会の構成、取組み姿勢、関与者の協力の有無等によって、十分に解明されるか否かが左右されることになる。第三者委員会といえども、強制的に調査する権限はないから、調査に限界があり、結果的に、事実関係の解明が不十分に終わる可能性も否定できない（とりわけ、調査に非協力的な関係者の関与の有無・程度や内心の意図・目的を解明することは容易ではない）。

このような限界により、虚偽記載に関する事実関係の全容が解明されないこともあり得る。したがって、関与者の非協力等により事実関係の全容が解明できず、虚偽記載の組織性や意図性が明確に認定できなかったとしても、虚偽記載の重大性の判断において直ちに消極に働くとは解すべきではないであろう。

イ 昭和46年東京地裁決定は、虚偽記載に誰が如何なる意図で関与したのかについて詳細な認定をしていないが、故意に虚偽記載に及んだと認定しており、影響の重大性の1つの有力な根拠にしているものと解される。

これに対して、平成18年東京地裁決定は、前掲のとおり、「債権者が主張する故意又は重大な過失の存否は、その影響が重大であると判断するための一資料となることはあるとしても、故意又は重大な過失がなければ、結果的に虚偽の有価証券報告書が提出されても、その影響が重大であるとは言えないと判断することは困難であり、少なくとも虚偽の有価証券報告書が提出された場合には、その主観的意図にかかわらず、虚偽記載に該当すると

14) 大証は、上場会社が虚偽記載を行った場合は、照会事項に関する外部有識者の調査委員会の設置を求めることができ（適時開示規則3条の2第1項本文）、調査委員会の委員構成について、大証が適当でないと認める場合には、当該委員構成の変更を求めることができる（同3条の2第1項但書）。

判断するのが相当である。」と判示している。

しかし、上記判示が、虚偽記載において、当該会社の意図性（故意）、及び組織性が全く認められなくても、影響の重大性が認定できるという趣旨であれば、賛成できない。事案によって程度の差はあるとしても、虚偽記載について、何らかの組織性及び意図性が認定されなければ、影響の重大性があるとはいえないというべきであろう。

(3) 当該会社が上場後、当該虚偽記載をするまでの法令遵守の状況

当該会社が、上場後、わずかの期間内に、当該虚偽記載をしたとか、以前にも虚偽記載を行ったことがあり、それから短期間のうち、当該虚偽記載をしたといった場合は、上場適格性に多大の問題があるといえ、虚偽記載による影響の重大性を認める方向に働くことになる。

逆に、上場後、何十年もの長期間にわたって、虚偽記載等の法令違反行為はなかったところ、初めて、当該虚偽記載が行われたような場合は、上記の場合に比べて、上場適格性を認めやすいことになる。

このように、当該会社が上場後、当該虚偽記載をするまでの法令遵守の状況についても、虚偽記載による影響の重大性を判断する要素になる。

(4) 虚偽記載が株券の価格形成に及ぼした影響

一般に、有価証券報告書等の虚偽記載を公表した結果、当該株券の株価の下落幅が大きければ、虚偽記載による影響の重大性を認める方向に働く事情といえる。

近時、株主が、有価証券報告書等の虚偽記載による株価の下落によって損害を被ったとして、提起した損害賠償請求訴訟に対する判決が相次いで出ている（ライブドア事件や西武鉄道事件など）。これらの訴訟では、株主が虚偽記載によりどのような損害を被ったかが大きな争点になっている。

株価の下落は、①虚偽記載の公表による企業価値の過大評価分が減少した部分と②虚偽記載の発覚によって経済的信用等が毀損され、企業価値が減少した部分とを観念することができる¹⁵⁾。しかし、虚偽記載後の株価の下落が、上記①及び②であると断定することはできず、虚偽記載以外の違法行為や不祥事、マスコミの批判的な報道等の事情により株価が下落したり、上場廃止を見込むなどして過剰に下落することもあり、さらには、株価の変動には、その時々々の経済情勢、市場の動向等の影響も受けていると思料される。

したがって、虚偽記載公表後の株価の動向だけから、虚偽記載の影響の重大性を判断することは危険である。当該株券の株価の動向は、あくまでも、虚偽記載が有価証券市場や投資者に及ぼした影響を考慮する際の参考にとどめるべきであろう。

(5) 虚偽記載発覚後の改善処置等の有無

虚偽記載発覚後、当該会社の役員が退任して経営体制が変更されたり、当該会社の手によ

15) 神田秀樹「上場株式の株価の下落と株主の損害」法曹時報62巻3号1頁。

り徹底した事実解明を行われ、内部統制システムを整備したりして、改善措置が講じられたと判断できれば、虚偽記載が再発する可能性は低くなり、当該会社を上場廃止としない方向に考慮することはあり得る。

しかしながら、当該会社が、虚偽記載が再発することのないように改善措置を講じ、再発を防止することは、当然のこととすべきであるし、虚偽記載発覚後の事後的な事情に過ぎないことから、有力な要素として考慮することはできないであろう。

このように、むしろ、改善措置が講じられていないことをもって、上場廃止に傾く方向、すなわち、重大性を認める方向で考慮することになるであろう。

(6) 総合判断

以上に指摘した諸要素を総合的に考慮して、当該会社の上場を維持することが著しく不相当というべきか否か、すなわち、当該会社が、場上場適格性を著しく欠いているか否かが判断されることになる。

7 虚偽記載による上場廃止決定に対する司法審査のあり方

ア 前記のとおり、影響の重大性については、「その影響が重大であるとき」ではなく、「その影響が重大であると当所が認める場合」と規定されており、証券取引所が、影響の重大性について裁量判断することが前提になっている。

そうすると、当該会社から、虚偽記載による上場廃止決定が、影響の重大性の要件を充たしておらず、無効であると主張して、仮処分や訴訟が提起された場合、裁判所は、証券取引所の裁量判断が合理的であったか、逆にいうと、合理的な裁量を逸脱していないか否かを審査することになる。この場合、証券取引所の裁量判断の合理性に対する司法審査は、レトロスペクティブな判断ではなく、プロスペクティブな判断になると解される。

すなわち、証券取引所が、上場廃止決定をするに当たって、当該虚偽記載に関する事実調査を適切に実施したか、その事実認定に誤りはなかったか、上場廃止の判断に合理的裁量の逸脱はなかったかといった点が問題になる。

よって、仮に、上場廃止決定後に、上場廃止に消極に働く重要な事実が発覚したり、虚偽記載の事実は認められなかったとして、課徴金納付命令が取り消されたりしても、証券取引所が実施した事実調査に不適切な点がなく、影響の重大性の判断に合理的裁量の逸脱が認められなければ、上場廃止決定が無効になることはなく、また、上場廃止決定をしたことについて、証券取引所が不法行為による損害賠償責任を負うこともないと解すべきである。

イ 昭和46年東京地裁決定及び平成18年東京地裁決定は、いずれも証券取引所の裁量に逸脱があったか否かという判断手法を採用していないが、影響の重大性について、証券取引所の合理的裁量を否定するものではないと解される。