■レポート――■

特設注意市場銘柄制度の運用と実績について

日本取引所自主規制法人 上場管理部長
広瀬　英明

1．はじめに

東京証券取引所（以下「東証」という。）は、2007年11月から特設注意市場銘柄制度を導入しており、上場会社が取引所規則に違反した場合などで、かつ、その会社の内部管理体制等について改善の必要性が高いと認められる場合に、特設注意市場銘柄へ指定することとしている。

この指定がなされた場合、一定期間後に上場会社の内部管理体制等について審査が行われることとなり、その結果、指定が解除され上場維持となるか、又は、改善がなされなかったとして上場廃止となるかが決定される。

近年では、この審査において上場廃止となる事例が見られるなど、規則の実効性確保手段として一定の実績を積み重ねてきており、また、2015年９月には東芝が指定されたことにより、社会的な注目も集まっている状況にある。

本稿は、東証から上場管理業務の委託を受け、実際に特設注意市場銘柄の審査を実施する自主規制法人の立場から、同制度の現在の運用やその実績について解説するものである。

〈目　次〉

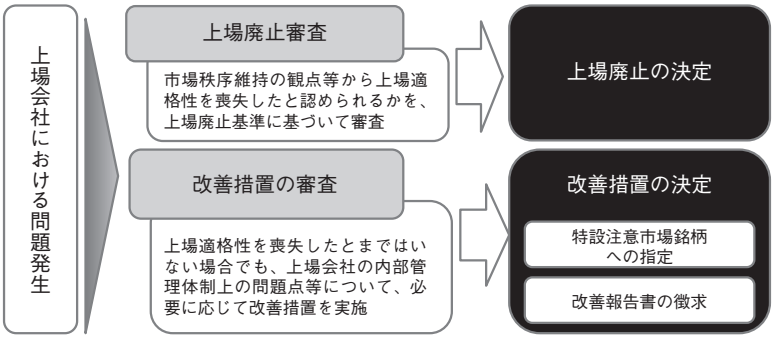
1．はじめに
2．現在における特設注意市場銘柄制度の運用
3．特設注意市場銘柄制度の運用実績
4．おわりに

2．現在における特設注意市場銘柄制度の運用

(1)　上場管理制度における位置付け

上場会社には、時として開示義務違反や企業行動規範（投資者保護のため適切な企業行

（図表１）問題発生時における上場管理上の対応



※上記のほか、市場に対する株主及び投資者の信頼の毀損が認められた場合の上場契約違約金の徴求、公表措置等の措置がある。

動を行うよう求める規則）違反などが発生したり、これらによって内部管理体制等の不備が明らかとなるなど、その上場適格性に疑義が生じるような場合がある。

日本取引所自主規制法人上場管理部では、このような上場会社に対して各種の措置を講じることで、市場の品質管理に取り組んでいる。

まず、そもそも上場会社が上場適格性を喪失したと認められる場合には、その上場を継続させるべきではないため、上場廃止の決定を行うこととなる。

上場適格性を喪失したと認められる場合とは、例えば、上場会社が株主の権利の不当な制限を行った場合や、支配株主との間で不当な取引が行われ他の株主の利益が害されるような場合、その他公益又は投資者保護の観点から上場を継続させると市場の秩序を維持することが困難な場合などが考えられ、株式の流動性等に関する形式的な基準とともに、それぞれ上場廃止基準において具体的に定められている。

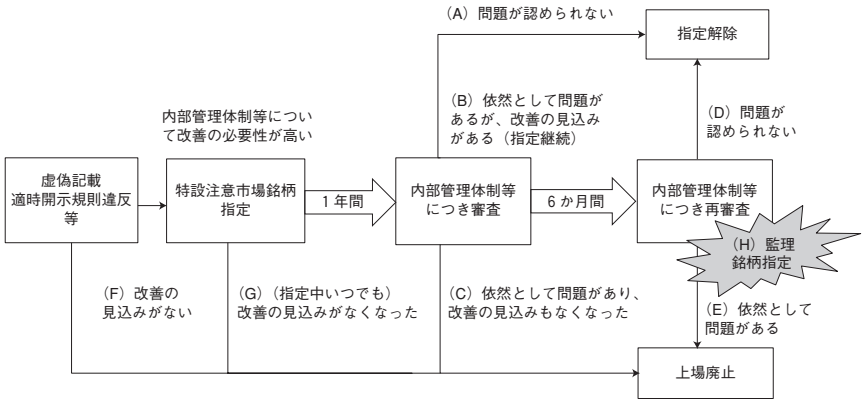
また、上場適格性を喪失したとまでは認められない違反であっても、当該違反が内部管理体制等の重大な不備に起因しているような場合には、上場適格性を維持すべく、早期の改善に取り組むことが求められる。

そこで、東証では改善措置として特設注意市場銘柄制度と改善報告書制度を設け、必要に応じて、これらの措置の実施を通じて上場会社に改善を求めることとしている。

特設注意市場銘柄への指定は、同じ改善措置である改善報告書の徴求と比べて、所定の改善期間内に改善がなされなければ上場廃止が決定される点において、より重大な措置となる。

以上の関係を図示すると、図表１のようになる。

（図表２）特設注意市場銘柄指定後のプロセス



⑵　特設注意市場銘柄指定前後におけるプロセス

ア　特設注意市場銘柄指定時のプロセス

特設注意市場銘柄への指定は、規則等に対する違反の程度やその経緯・原因、内部管理体制等の整備・運用の状況といった事情を総合的に勘案して行われる。

特設注意市場銘柄への指定時において、以前の規則では、一旦監理銘柄に指定したうえで、上場廃止に至らなかった場合に監理銘柄指定を解除して特設注意市場銘柄へ指定するとの運用がなされていた。

しかし、このような運用では、上場廃止をめぐる思惑により流通市場における価格形成に悪影響が生じる事例も見られたことから、2013年８月に規則改正が行われ、現在では、監理銘柄指定を経由せずに直ちに特設注意市場銘柄に指定するとの運用が可能となった。この規則改正後、特設注意市場銘柄に指定された事例は８件存在するが、いずれも、監理銘柄指定を経由していない。

イ　特設注意市場銘柄指定後のプロセス

特設注意市場銘柄への指定後のプロセスの概略は、図表２のとおりである。

特設注意市場銘柄に指定された上場会社は、当該指定から１年経過後に、内部管理体制等の審査を受けなければならない。

この審査で問題が認められなかった場合には指定解除となるが（図表２－A）、依然として問題があると認められた場合には、上場廃止または指定継続となる。この場合、改善の見込みがあると認められるときには、上場廃止は留保され、指定継続となる（図表２－B, C）

指定継続となった場合には、特設注意市場銘柄への指定から１年６か月経過後に、再度の審査を受けることとなり、この審査の結果、問題が認められなかった場合には指定解除となる（図表２－D）が、依然として問題があ

ると認められた場合には、改善の見込みの有無にかかわらず上場廃止となる（図表２－E）。

なお、１年目の審査において特設注意市場銘柄への指定が継続された場合には、指定から１年６か月が経過した時点で監理銘柄指定がなされることとなる（図表２－H）。

これは、当該指定から１年６か月が経過し、上場会社が再度の審査を受ける場合には、指定解除による上場維持か上場廃止かの二者択一となることから、当該期間を経過した時点で、上場廃止のおそれがあると考えられるためである。

また、特設注意市場銘柄への指定審査段階において、そもそも改善の見込みがないと認められた場合や、指定期間中であっても、改善の見込みがなくなったと認められた場合には、その時点で上場廃止が決定される（図表２－F, G）。

そのため、内部管理体制等の改善状況や問題点の有無等について、１年目の審査が開始される前から、随時確認が実施されることになる。

ウ　内部管理体制等の審査

特設注意市場銘柄制度における内部管理体制等の審査においては、経営管理組織や社内諸規則の整備状況、監査の状況、適時開示体制の状況等を総合的に勘案して行うものであり、上場会社の内部管理体制全般について審査が行われる。

また、当然のことながら、これらの観点には、特設注意市場銘柄指定の原因となった内部管理体制上の問題点の改善状況も含まれており、実務上は、極めて重要なポイントとして確認を実施している。

このように、特設注意市場銘柄制度における内部管理体制等の審査は、問題点の改善状況を含めた網羅的な審査であることから、指定の原因となった内部管理体制上の問題点が改善されずに上場廃止になることもあれば、別の内部管理体制等の問題によって上場廃止となることもあり得る。

３．特設注意市場銘柄制度の運用実績

(1)　特設注意市場銘柄制度導入後の実績

特設注意市場銘柄制度については、現在までに、旧大阪証券取引所市場を合わせて29社が指定されている。そのうち、13社が指定解除となったものの、12社が上場廃止となり、４社が指定継続中である。2012年以降に特設注意市場銘柄に指定された銘柄については、図表３を参照されたい。上場廃止となった12社のうち、３社が特設注意市場制度に基づく内部管理体制等の審査の結果、上場廃止となっているが、残りの９社については、審査の結論を待たずして、民事再生や有価証券報告書等の提出遅延、時価総額など他の上場廃止基準に抵触して上場廃止となったものである。

（図表３）特設注意市場銘柄への指定状況（2012年以降）

指定日	銘柄名	上場市場	状況	備考
2012.１.18	京王ズホールディングス	マザーズ	上場廃止	内部管理体制等の審査にて上場廃止を決定（上場廃止日：2015.5.29）
2012.１.21	オリンパス	第一部	指定解除	指定解除日：2013.6.11
2012.６.20	グローバルアジアホールディングス	JASDAQ	上場廃止	内部管理体制等の審査にて上場廃止を決定（上場廃止日：2015.9.12）
2013.５.15	マツヤ	JASDAQ	上場廃止	株式等売渡請求による取得のため上場廃止（上場廃止日：2015.12.28）
2014.２.８	エル・シー・エーホールディングス	第二部	上場廃止	内部管理体制等の審査にて上場廃止を決定（上場廃止日：2015.12.1）
2014.３.11	リソー教育	第一部	指定解除	指定解除日：2015.10.31
2014.７.１	JALCOホールディングス	JASDAQ	指定解除	指定解除日：2015.9.26
2015.１.29	エナリス	マザーズ	指定中	
2015.１.29	石山Gateway Holdings	JASDAQ	上場廃止	公益又は投資者保護のため上場廃止（上場廃止日：2015.8.1）
2015.２.25	SJI	JASDAQ	指定中	
2015.４.１	アイセイ薬局	JASDAQ	指定中	
2015.９.15	東芝	第一部	指定中	

※網掛箇所は2013年８月の規則改正（改善期間を最長３年から最長１年６か月に改正）前に指定された銘柄

⑵　上場廃止となった事例

以下は、いずれも特設注意市場銘柄制度に基づく内部管理体制等の審査によって上場廃止が決定された３社の事例である。

京王ズホールディングス（マザーズ、2015年５月29日上場廃止）の審査においては、特設注意市場銘柄への指定原因となった創業者への不正な資金流出が当該指定後も継続していたこと、一部の取締役及び監査役がその事実を認識していたにもかかわらず対応を怠り、監督・監視機能を喪失していたことなどが内部管理体制等の問題として認められた。

グローバルアジアホールディングス（JASDAQ、2015年９月12日上場廃止）の審査においては、特設注意市場銘柄への指定原因となった子会社管理の不備が依然として認められたほか、資金管理の不備、貸付条件を把握できていないとの与信管理不備なども認められ、資金管理の不備については、自ら策定した再発防止策を履行していない事実も認められた。

エル・シー・エーホールディングス（第二部、2015年12月１日上場廃止）の審査においては、依然として契約に関する管理・検証体制に不備があること、内部監査や監査役監査の実効性が不十分であることや、債権・債務管理に不備があることなどが認められた。

⑶　現在指定中の事例

現在、特設注意市場銘柄に指定されている上場会社は４社である。

このうち2015年９月15日に特設注意市場銘柄に指定された東芝については、損失の先送り等の不正会計を原因として過年度決算訂正を実施したところ、当期純利益が累計で1,552億円過大に計上されていたことなどが判明し、内部管理体制等について改善の必要性が高いと認められた。当該指定時に認められた主な内部管理体制上の問題点は、以下のとおりである。

・短期的な利益計上を過度に求めるあまり、経営陣から事業部門に対し、達成困難と考

えられる損益改善要求が行われ、事業部門はそれに応える形で不正会計を行っていた。

・経営陣から事業部門に対し、不正会計の継続又は拡大の指示と受け止められ得る行動があった。

・一部の取締役や監査委員が会計上の問題等を認識していても、それを他の取締役等と共有することがなかった。

・取締役会や監査委員会による事業部門の業務実態の把握や事業部門との情報連携が不十分であった。

・財務部や経営監査部等のモニタリング機能を発揮すべき部門が、その機能を十分に発揮しなかった。

・全社的に財務会計を軽視する傾向があり、適切な会計処理を行うことに対する意識が希薄であった。

また、同社は、本来は2012年度に適時開示すべきであった子会社におけるのれんの減損について、2015年11月になって開示するなど、適時開示体制に関しても問題があるものと考えられる。

このように、東芝には深刻な内部管理体制等の問題点が認められるものであるが、同社においては、特設注意市場銘柄への指定から１年間が経過するまでの間に、これらの問題点を含む内部管理体制全般について、スピード感をもって抜本的な改善を行うことが求められる。

4．おわりに

特設注意市場銘柄制度は、上場廃止の可能性を留保しながら、上場会社に早期かつ抜本的な内部管理体制等の改善を求めるという趣旨で導入された制度であるが、以前は、単なる上場維持と誤解されるようなこともあった。

しかし、特設注意市場銘柄への指定後、内部管理体制等の審査の結果、実際に上場廃止となる事例も見られるようになり、所定の期間内に内部管理体制等が改善されなければ上場廃止となるということが現実味をもって理解されることとなった。

したがって、現在では、上記制度趣旨に沿った実績が積み重ねられつつあるものと考えられるが、このような上場適格性の維持に向けた取り組みについて、一層のご理解を頂ければ幸甚である。