

日本取引所自主規制法人からみた資本市場の信頼確保 —上場管理業務における不祥事対応と未然防止に向けた取組み—

市 本 博 康

要 旨

近年、資本市場を巡る環境は大きく変化しており、上場会社には企業価値向上と持続的成長がこれまで以上に強く求められている。他方で、上場会社では大規模な会計不正や内部管理体制の機能不全、子会社における不祥事などが相次いでおり、市場の公正性・信頼性の確保が重要な課題となっている。

本稿では、日本取引所自主規制法人による上場管理業務における、不祥事への対応及び未然防止に向けた取組みについて概説し、自主規制の意義と課題について考察した。

まず、自主規制業務及び日本取引所自主規制法人の沿革を概観した上で、上場管理業務における審査及び措置について説明した。具体的には、上場廃止審査、適時開示審査、企業行動規範に係る審査の概要を紹介するとともに、特別注意銘柄制度、改善報告書制度、上場契約違約金制度、公表制度、不適當合併等に係る審査及び宣誓書違反による再審査について、近時事例を交えながら解説した。また、今後の課題として、問題発生後の対応のみならず、不祥事につながり得る兆候を把握し、早期の段階で対応することの重要性についても指摘した。

さらに、不祥事の未然防止に向けた取組みとして、訪問型モニタリングや情報提供窓口による情報収集、各種プリンシプルの策定・公表、内部統制強化・不祥事予防に向けたハンドブックの作成等について紹介した。これらの取組みは、ルールによる事後的な規律付けを補完し、上場会社による自律的なガバナンス強化を促すものである。

全体を通して、上場管理業務の役割は単なる違反行為に対する制裁を目的とするものではなく、上場会社による自主的な改善と市場の信頼維持を支える点に本質的な意義があることを示すとともに、不祥事対応と未然防止の双方を通じた自主規制の重要性について論じた。

I. はじめに

近年、日本の資本市場を巡る環境は大きく変化している。東京証券取引所（以下「東証」）

による市場区分の見直し¹⁾や、「資本コストや株価を意識した経営」の要請²⁾に象徴されるように、上場会社には中長期的な企業価値の向上と持続的な成長戦略の実現がこれまで以上に強く求められている。M&A等を通じた新規領域・海外領域への進出、人的資本への投資など、成長に向けた積極的な取組みが期待される一方で、その前提となる市場の信頼性と企業の健全性をどのように確保するかという課題もまた、かつてなく重要になっている。

実際、足元では、大規模な会計不正、内部管理体制の機能不全、子会社における不祥事など、上場会社を巡る様々な問題が相次いでいる。これらの事案は、単なる担当者レベルの個人的な不正というよりも、過度な業績目標によるプレッシャー、経営トップへの権限集中、グループガバナンスの不備、取締役会や監査機能の形骸化など、コーポレート・ガバナンスや内部管理体制の根幹に関わる課題が背景に存在するという特徴がある。また、企業活動の複雑化やグローバル化によって、経営陣が直接把握できる範囲を超えてリスクが広がっているほか、SNSやインターネットの普及によって不祥事に関する情報が瞬時に世の中へ伝播するようになっている。ひとたび上場会社への信頼が損なわれれば、その影響は株価下落や資金調達の困難化にとどまらず、市場全体の公正性や信頼性に対する疑念へと発展しかねない。企業価値向上・持続的成長に向けた改革が進む現在、その基盤となる市場への信頼をどのように維持するかが問われている。

市場の公正性・信頼性を確保するためには、法令や上場規則³⁾に違反する行為に対して、適時かつ適切な調査・審査を行い、その内容に応じて、上場廃止として市場から退出させる、又は措置を講ずることにより速やかな是正と改善を図ることが重要であることはいうまでもない。実際に、東証では、不祥事が発覚した上場会社に対して、事実関係の解明や原因分析、内部管理体制の改善を促し、市場の信頼回復を図るための様々な制度を整備している。他方で、法令や上場規則のみで全ての不正や不祥事を未然に防止することは困難である。市場環境や企業活動が変化し続ける中では、形式的なルール遵守だけでなく、上場会社自身による自律的なガバナンスの実践と、それを支える自主規制の仕組みも不可欠となる。

本稿では、日本取引所自主規制法人（以下「当法人」）による上場管理業務を中心に、不祥事発生時の対応及び未然防止に向けた取組みを概観しながら、資本市場の信頼を支える自主規制の意義と課題について考察する。

1) 東証「新市場区分の概要等について」（2020年2月21日）(<https://www.jpx.co.jp/equities/improvements/market-structure/nlsgeu000003pd3t-att/nlsgeu000004kjhpc.pdf>)

2) 東証「資本コストや株価を意識した経営の実現に向けた対応について」（2023年3月31日）(<https://www.jpx.co.jp/equities/follow-up/jr4eth0000004vj2-att/jr4eth0000004w6n.pdf>)。なお、アップデート版として、東証「『資本コストや株価を意識した経営』に関する要請のアップデート」（2026年4月28日）(<https://www.jpx.co.jp/equities/follow-up/jr4eth0000004vj2-att/tl3vrt0000013v5w.pdf>)も参照のこと。

3) 金融商品取引所が市場の公正性や信頼性を確保し、投資者を保護するために上場会社に遵守を義務付ける自主規制ルールのことであり、例えば有価証券上場規程などが含まれる。本稿では、特に断りが無い限り、東証が定める自主規制ルールのことを意味する。

なお、文中の意見にわたる部分は筆者の個人的見解であり、所属する組織の公式見解を示すものではないことをあらかじめ付言する。

Ⅱ．自主規制業務と自主規制法人

1．自主規制業務

日本取引所グループでは、傘下の東証や大阪取引所において、株式などの現物商品や将来の株価指数などの値動きを対象とした派生商品など、様々な金融商品の取引を行っているところ、金融商品取引所（以下「取引所」）には金融商品の価格発見機能や企業による資金調達の場の提供など果たすべき役割がある。そして取引所では、果たすべき役割を円滑・安定的に発揮するために、法令に加えて様々な規則や仕組み等のルールを定めている。例えば、上場株式については、上場会社に関する基準を設け、当該基準に適合する会社の株式のみ上場を認めている。また、上場廃止基準を設け、上場会社が当該基準に抵触していると認められた場合には、その株式を上場廃止としている。取引所の役割が十分に発揮されるためには、投資者から見て、市場の公正性と信頼性が確保されていることが最も重要な事項となる。市場の公正性・信頼性を確保するために取引所が行う「品質管理」が自主規制業務である⁴⁾。

金融商品取引法（以下「金商法」）第84条第1項では、取引所は「有価証券の売買及び市場デリバティブ取引を公正にし、並びに投資者を保護するため、自主規制業務を適切に行わなければならない」と定められており、同条第2項及び金融商品取引所等に関する内閣府令第7条で自主規制業務を大要次のように定義している⁵⁾。

- ① 金融商品等の上場及び上場廃止に関する業務
- ② 会員等の法令等の遵守の状況の調査
- ③ その他、金融商品市場における取引の公正を確保するために必要な業務として内閣府令で定める次の事項
 - 会員等が行う金融商品市場における有価証券の売買又は市場デリバティブ取引の内容の審査
 - 会員等の資格の審査、処分等に関する業務
 - 上場する有価証券の発行者が行う当該発行者に係る情報の開示に関する審査及び発行者に対する処分等に関する業務

4) 日本取引所グループ「自主規制業務とは」(<https://www.jpx.co.jp/regulation/outline/index.html>) (2026年7月22日時点)

5) 松尾直彦「金融商品取引法〔第7版〕」(商事法務, 2023年) 571頁

- 特定自主規制業務に関する業務規程等の規則の作成，変更及び廃止並びに定款の変更に係る総会又は株主総会の議案の概要の作成

これらの自主規制業務を適切に遂行するためには，公益や投資者保護を主眼に置いた高い次元の自律性と公正・中立な立場に立って管理運営する組織体制が必要不可欠である。また同時に，自主規制業務の遂行にあたっては，市場で起きる様々な事象に対して，迅速かつ的確に対処することが必要とされるとともに，市場の機能や特性を熟知した高い専門性も求められる⁶⁾。

2. 日本取引所自主規制法人の沿革⁷⁾

日本取引所グループ発足前の東証（以下「旧東証」）では，同社内において自主規制業務を実施していた。もっとも，旧東証は2001年11月に会員組織から株式会社へ移行しており，株式会社化に伴う営利性と市場の公正性確保という公益性との調和が課題として認識されていた。さらに，2005年にはカネボウの粉飾決算問題を契機として，同社株式の上場廃止を巡る議論とあわせ，旧東証が市場運営会社であると同時に自主規制機関でもあることについて，世間において，その独立性や利益相反の問題が大きく取り上げられた。金融庁は旧東証に対し，自主規制部門の在り方を含む報告を求め，金融審議会や旧東証の有識者会議において自主規制機能の独立性確保に関する議論が行われるなど，自主規制体制の見直しが金融資本市場制度上の重要な課題となった⁸⁾。

こうした議論に加え，2006年6月7日に成立した金融商品取引法において，自主規制業務を適切に遂行するための体制整備の重要性が改めて示されたことを踏まえ，旧東証は自主規制機能の独立性を高め，その機能を更に強化するため，2007年8月1日に株式移転により持株会社を設立した。

さらに，同年9月30日の金融商品取引法の施行後の10月17日には持株会社の100%出資により自主規制法人を設立し，持株会社の傘下に市場運営会社と自主規制法人を置く組織体制へと移行した。その後，自主規制法人として設立した東京証券取引所自主規制法人が，市場

6) 自主規制業務は日本の取引所に特有のものではない。例えば米国では，各取引所に上場審査を担う部門が存在するものの，実質的には当局の証券取引委員会（SEC）が主体となって自主規制業務を担っている。またシンガポールでは，当局の通貨金融庁（MAS）とシンガポール証券取引所（SGX）から独立した法人の SGX RegCo がそれぞれ自主規制業務を担っている。このように，主要な資本市場では，公的規制と取引所による自主規制を組み合わせることにより，市場の公正性及び投資者保護を確保する枠組みが広く採用されている。

7) 東京証券取引所グループ「東京証券取引所60年史 制度編」（2010年）471-472頁，日本取引所グループ「沿革」（<https://www.jpx.co.jp/corporate/about-jpx/history/index.html>）（2026年7月22日時点）に掲載された情報に基づく。

8) 国立国会図書館「調査と情報—ISSUE BRIEF—第496号（証券取引所と自主規制機能—東京証券取引所の上場を巡って—）」（2005年）1-2，7-10頁

運営会社からの委託を受けて、2007年11月1日から業務を開始した。以上のように、旧東証では、取引所の同一グループ内において別法人として、自主規制業務を専門に行う自主規制法人を設置する組織体制を選択した。これは、市場に近い立場として高い専門性を発揮し、かつ取引所からは独立して中立的な立場から実効性の高い業務執行を実現するねらいがあった。

2013年1月1日、旧東証と大阪証券取引所（現・大阪取引所）が経営統合して日本取引所グループが発足した後は、上記の組織体制を引き継ぐため、同年7月16日に大阪証券取引所の自主規制機能を東京証券取引所自主規制法人に統合し、2014年4月1日には東京証券取引所自主規制法人を日本取引所自主規制法人に名称変更した。

3. 日本取引所グループにおける自主規制業務

当法人は現物市場を運営する東証とデリバティブ市場を運営する大阪取引所から自主規制業務を受託し、いわば「取引所の品質管理センター」として日本の資本市場の公正と信頼を担う業務を行っている。自主規制業務は大きく分けて、上場を希望する会社の適格性を審査する「上場審査」、上場会社の情報開示や企業行動をチェックし上場適格性を審査する「上場管理」、市場での取引を監視し相場操縦やインサイダー取引などの不公正取引の有無を審査する「売買審査」、取引参加者（取引所で取引する資格を持つ証券会社等）の業務の信頼性を確保するため法令遵守状況や財務の健全性を審査する「考査」などの分野がある。本稿ではこのうち上場会社に関する「上場管理」に焦点を当てて、上場会社の投資対象物件としての適格性維持・向上に係る当法人の取組みを説明する。

当法人の上場管理部では、自主規制業務の1つとして、不適切会計を含む上場会社の不正・不祥事の発生等に伴う適時開示に関する上場規則違反や、投資者保護及び市場機能を適切に発揮するための規律である企業行動規範への違反等に対し、上場適格性の有無や是正・改善を促すための措置の要否等について審査を実施している。

Ⅲ. 上場管理業務

1. 審査

市場に対する投資者の信頼を確保するためには上場会社の上場適格性が維持されていることのほか、上場会社が投資判断のもととなる情報を適切に開示していること、株主の権利を不当に侵害し市場の機能を阻害するような行動を取っていないことが極めて重要である。

上場会社に関する問題は、適時開示資料、有価証券報告書、報道、投資者や会社関係者からの情報提供その他様々な契機によって把握される。当法人では、これらの情報をもとに必

要に応じて上場会社に対する照会や資料徴求、ヒアリング等を行い、事実関係の確認及び上場規則への適合性に関する審査を実施している。上場規則への適合性については、①上場廃止に係る審査、②適時開示に係る審査、③企業行動規範に係る審査、という3つの観点から上場会社の行動をチェックしている。そして、審査の結果を踏まえ、投資者保護及び市場機能の発揮の観点から、必要に応じて上場会社に対する措置を決定している⁹⁾。

(1) 上場廃止に係る審査

上場会社の株式は流通市場で広く取引されることが前提であり、そのための適格性を喪失したと認められる場合には、上場廃止となる。

ア 形式基準

上場適格性を喪失したと認められる場合としては、例えば株主数が一定基準を下回ることにより流動性が見込まれない場合、株式交換等による完全子会社化で流動性を完全に喪失した場合や、有価証券報告書等を法定提出期限の経過後1か月以内に提出しなかった場合など、形式的に判断されるケース（図表1-1参照）がある。

【図表1-1】形式基準一覧

項 目	具体的内容（プライム・スタンダード・グロス共通）
①上場維持基準への不適合	上場維持基準に適合していない場合において、適合しない状態となった時から原則として1年（上場維持基準の売買高の場合は6か月）内に上場維持基準に適合しなかったとき
②有価証券報告書等の提出遅延	監査報告書又は期中レビュー報告書を添付した有価証券報告書又は半期報告書を法定提出期限の経過後1か月以内に提出しない場合（有価証券報告書等の提出期限延長の承認を得た場合には、当該承認を得た期間の経過後8日目（休業日を除外する。）までに提出しない場合）
③銀行取引の停止	上場会社が発行した手形等が不渡りとなり銀行取引が停止された場合又は停止されることが確実となった場合
④破産手続、再生手続又は更生手続	上場会社が法律の規定に基づく会社の破産手続、再生手続若しくは更生手続を必要とするに至った場合又はこれに準ずる状態になった場合
⑤事業活動の停止	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
⑥株式事務代行機関への委託	株式事務を当取引所の承認する株式事務代行機関に委託しないこととなった場合又は委託しないこととなることが確実となった場合

9) 上場会社に対する措置については、当法人が措置の必要性に係る審査を行い、その審査結果に基づき東証が措置を実施している。これは、市場運営会社である東証とは別法人であり、意思決定機関である理事会の過半数が外部理事により構成されるなど独立したガバナンス体制を持つ当法人が審査を行うことにより、自主規制業務が中立的な観点から遂行されるという趣旨によるものである。

⑦株式の譲渡制限	上場会社が当該銘柄に係る株式の譲渡につき制限を行うこととした場合
⑧完全子会社化	上場会社が株式交換又は株式移転により他の会社の完全子会社となる場合
⑨指定振替機関における取扱い	当該銘柄が指定振替機関の振替業における取扱いの対象とならないこととなった場合
⑩全部取得	上場会社が当該銘柄に係る株式の全部を取得する場合
⑪株式等売渡請求による取得	特別支配株主が上場会社の当該銘柄に係る株式の全部を取得する場合
⑫株式併合	上場会社が特定の者以外の株主の所有するすべての株式を1株に満たない端数となる割合で株式併合を行う場合

【図表 1-2】 上場維持基準一覧

	プライム	スタンダード	グロース
株主数	800人以上	400人以上	150人以上
流通株式数	20,000単位以上	2,000単位以上	1,000単位以上
流通株式時価総額	100億円以上	10億円以上	5億円以上
売買高等	1日平均売買代金 0.2億円以上	月平均売買高 10単位以上	月平均売買高 10単位以上
流通株式比率	35%以上	25%以上	25%以上
純資産	正	正	正
時価総額	—	—	上場後10年 経過後に適用 40億円以上※

※ 2030年3月1日より、100億円以上（上場5年経過後から適用）に見直し

イ 実質基準

一方で、後述の特別注意銘柄に指定された上場会社が一定期間内に内部管理体制等を改善できなかった場合のように実質的な判断を伴うケース（図表2参照）もある。実質基準による上場廃止は、単に数値基準への適合状況のみでは判断できないことが特徴である。例えば、重大な虚偽開示や内部管理体制の著しい機能不全により、市場における公正な価格形成が阻害されている場合や、投資者保護上重大な問題が認められる場合には、形式的な基準を充足していても上場適格性の喪失が問題となり得る。また、公益又は投資者保護の観点から市場の秩序維持が困難と認められる場合には、上場廃止基準への該当性が検討されることになる。近年では、新規上場審査の前提となる事業実態や業績に重大な虚偽が認められた事案に

について、後述するオルツの事案のように宣誓書違反を理由に上場廃止としており、実質基準による上場適格性の審査の重要性は一層高まっている。

【図表2】実質基準一覧

項 目	具体的内容（プライム・スタンダード・グロース共通）
①虚偽記載又は不適正意見等	・有価証券報告書等に「虚偽記載」を行い、直ちに上場を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東証が認めるとき ・財務諸表等に添付される監査報告書又は中間財務諸表等に添付される期中レビュー報告書に「不適正意見」又は「意見の表明をしない」旨等が記載された場合であって、直ちに上場を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東証が認めるとき
②特別注意銘柄等	・特別注意銘柄の指定要件に該当するにもかかわらず、内部管理体制等が適切に整備される又は適切に運用される見込みがないと東証が認める場合 ・特別注意銘柄への指定後において、内部管理体制等が適切に整備される又は適切に運用される見込みがなくなったと東証が認める場合 ・特別注意銘柄への指定から1年経過後の審査までに、内部管理体制等が適切に整備されていると認められない場合又はその後に迎える事業年度の末日以降の審査までに、内部管理体制等が適切に運用されていると認められない場合 ・特別注意銘柄への指定後において、内部管理体制等が適切に整備され、運用されていると認めたものの、経過観察の対象として、特別注意銘柄の指定を継続された後、内部管理体制等が再び適切に整備され、運用されていると認められない状態となった場合
③上場契約違反等	・上場会社が上場契約に関する重大な違反を行った場合、新規上場申請等に係る宣誓事項について重大な違反を行った場合又は上場契約の当事者でなくなることとなった場合 ・上場会社が新規上場の申請に係る宣誓書において宣誓した事項について違反を行い、新規上場に係る基準に適合していなかったと東証が認めた場合において、1年以内に新規上場審査に準じた上場適格性の審査に適合しないとき
④不適当な合併等	非上場会社の吸収合併等を行い、当該上場会社が実質的な存続会社でないとして東証が認めた場合 （3年以内に新規上場に準じた審査に適合しなければ上場廃止）
⑤支配株主との取引の健全性の毀損	第三者割当により支配株主が異動した場合に、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いると認められる場合
⑥株主の権利の不当な制限	株主の権利内容及びその行使が不当に制限されていると東証が認めた場合
⑦反社会的勢力の関与	上場会社が反社会的勢力の関与を受けている事実が判明した場合で、その実態が株主及び投資家の信頼を著しく毀損したと東証が認めるとき
⑧その他（包括条項）	公益又は投資者保護のため、東証が上場廃止を適当と認めた場合

形式基準及び実質基準は、いずれも東証の定める有価証券上場規程（以下「上場規程」）第2編第6章に上場廃止基準として具体的に定められており、当該規定に基づいて当法人が審査を行っている。加えて、実質基準については上場規程の条文のみから直ちに判断できるものではないため、実務上は「上場管理等に関するガイドライン」において審査上の考慮要素や判断の視点が補足されており、当法人もこれらを踏まえて審査を行っている。なお、上場廃止に係る審査との関連性が強い不適当合併等に係る審査及び宣誓書違反による再審査に関しては、特有の論点があることから、別項目として後述する。

ウ 具体的事例

ここで、上場廃止に係る審査に関する事例として、2025年7月30日に上場廃止の決定がなされた株式会社オルツ（以下「オルツ」）¹⁰⁾の事案¹¹⁾を紹介する。

新規上場から6か月後の2025年4月に売上高の過大計上に関する疑義が判明し、第三者委員会による調査が実施された。調査の結果、2021年6月頃から2025年3月頃までの間、販売代理店向けに販売した「AI GIJIROKU」のライセンスについて、エンドユーザーへのアカウント発行の実態を伴わない売上計上が行われていたことなどが明らかとなった。公表された調査結果によれば、2021年12月期から2024年12月期までの売上高の大半（各期約8割から9割）が過大計上であり、新規上場申請時に提出された財務情報にも当該売上が含まれていたと認められた。特に、2021年12月期から2023年12月期までの売上高のうち約69億円、全体の約9割に相当する部分が実態を伴わないものであったとされている。また、第三者委員会の調査結果等によれば、当該売上の過大計上は経営幹部の関与の下で行われていたほか、上場審査過程において事実と異なる説明や資料の改ざんが認められたとされている。

これを受け、当法人では、同社が新規上場申請に係る宣誓書において宣誓した事項について重大な違反を行った場合に該当すると認め、上場規程第601条第1項第10号a（上場契約違反等）に基づき上場廃止が相当であると判断した。これは、本件について、新規上場申請書類に記載された虚偽の内容が極めて重要かつ巨額であり、当該財務情報を前提として上場承認や公募増資が行われたことから、投資者に対する重大な背信行為であり、市場の信頼を著しく毀損したと判断したものである。

本件は、形式的な上場維持基準への適合・不適合の問題ではなく、上場審査制度の前提となる開示情報の信頼性や上場会社としての適格性そのものが問われた事例である。上場制度は、発行会社が提供する情報の真実性を前提として成り立つものであり、その前提が根本か

10) 2024年10月11日、グロース市場に新規上場。「P.A.I.」（パーソナル人工知能）の研究開発とそれらを応用した製品群（「AI GIJIROKU」のライセンス販売を行う AI Products 事業）等の展開及び AI ソリューションの提供を事業内容としていた。

11) 日本取引所グループ「マーケットニュース 上場廃止等の決定：(株) オルツ」(<https://www.jpx.co.jp/news/1023/20250730-19.html>)（2026年7月22日時点）

ら失われた場合には、市場の信頼確保の観点から上場廃止という最も重い措置が選択されることを示した事例といえよう。

(2) 適時開示に係る審査

会社情報が適時適切に開示されることは、市場における公正な価格形成に必要不可欠である。投資者に投資判断のための会社情報を提供する制度としては、有価証券報告書など金融商品取引法に基づく法定開示制度（金融庁の運営する EDINET を通じて開示）と、上場規程に基づく適時開示制度¹²⁾（東証の運営する TDnet¹³⁾ を通じて開示）があるところ、当法人では適時開示制度に係る開示について、以下のような観点から適正な情報開示が行われているかの審査を行っている¹⁴⁾。

- 開示の時期が適切か否か
- 開示された情報の内容が虚偽でないかどうか
- 開示された情報に投資判断上重要と認められる情報が欠けていないかどうか
- 開示された情報が投資判断上誤解を生じさせるものでないかどうか
- その他開示の適正性に欠けていないかどうか

(3) 企業行動規範に係る審査

上場会社は、市場を構成する一員として、会社情報の開示の充実による透明性の確保に加え、投資者保護と市場機能の発揮という観点から適切な企業行動を取ることが求められているといえる。このため、上場規程には企業行動規範に関する規定が設けられており¹⁵⁾、これは、上場会社として最低限守るべき事項である「遵守すべき事項」と上場会社に対する要請事項として努力すべき事項である「望まれる事項」によって構成されている（図表3参照）。

12) 開示事項には、決定事実（新株式の発行、新規事業の開始、代表取締役の異動など）、発生事実（損失の発生、主要株主の異動、訴訟の提起など）、決算情報（決算短信、業績予想の修正など）等がある。開示事項の詳細は上場規程第402条ないし第411条等を参照。

13) Timely Disclosure network（適時開示情報伝達システム）の略称

14) 上場管理等に関するガイドラインⅡ2

15) 上場規程第2編第4章第4節

【図表3】企業行動規範一覧

遵守すべき事項	望まれる事項（努力義務）
・ 第三者割当に係る遵守事項	・ 望ましい投資単位の水準への移行及び維持
・ 流通市場に混乱をもたらすおそれ又は株主の利益の侵害をもたらすおそれのある株式分割等の禁止	・ コーポレートガバナンス・コードの尊重
・ MSCB 等の発行に係る遵守事項	・ 取締役である独立役員の確保
・ 書面による議決権行使等の義務	・ 独立役員が機能するための環境整備
・ 上場外国会社における議決権行使を容易にする環境整備に係る義務	・ 独立役員等に関する情報の提供
・ 独立役員の確保	・ 女性役員の選任
・ コーポレートガバナンス・コードを実施するか、実施しない場合の理由の説明	・ 英文開示の拡充
・ 会社情報の英文開示	・ 議決権行使を容易にするための環境整備
・ IR 体制の整備義務	・ 無議決権株式の株主への交付書類
・ 取締役会、監査役会、監査等委員会又は指名委員会等、会計監査人の設置義務	・ 内部者取引等の未然防止に向けた体制整備
・ 社外取締役の確保義務	・ 反社会的勢力排除に向けた体制整備等
・ 会計監査人の監査証明等を行う公認会計士等への選任義務	・ 会計基準等の変更等への的確な対応に向けた体制の整備
・ 業務の適正を確保するために必要な体制整備の決定義務	
・ 買収への対応方針の導入に係る遵守事項	
・ MBO 等に係る遵守事項	
・ 支配株主との重要な取引等に係る遵守事項	
・ 内部者取引の禁止	
・ 反社会的勢力の排除	
・ 流通市場の機能又は株主の権利の毀損行為の禁止	

企業行動規範のうち、違反行為を行った場合に後述の上場会社に対する措置の対象となるのは「遵守すべき事項」であり、当法人では、上場会社の行為が企業行動規範の「遵守すべき事項」に抵触しているか否かの審査を行っている。

企業行動規範の「遵守すべき事項」の中でも、近年実務上特に重要性が高まっているものとして、上場規程第439条¹⁶⁾に定める「業務の適正を確保するために必要な体制整備」が挙

げられる。同条は、会社法第362条第4項第6号、第399条の13第1項第1号ハ及び第416条第1項第1号ホに規定されるいわゆる内部管理体制等の整備を前提として、上場会社に対し、その体制を決定するとともに適切に構築し運用することを求めるものである。留意すべき点として、内部管理体制等は、社内規程や組織体制を形式的に整備するだけで十分ではない。2012年5月、上場会社の経営者による企業価値の重大な毀損行為が相次いで発覚したことを受け、上場規程第439条等が改正され、上場会社は、業務の適正を確保するために必要な体制の整備に加え、その体制を適切に運用することを求められることとなった¹⁷⁾。同条は体制の「整備」のみならず、その「運用」までを求めている点に特色があり、当法人による審査においても、社内規程や組織の存在だけではなく、それらが実際に機能しているかという観点から検証を行っている。

2. 措置

上場管理業務における審査の目的は、単に上場規則違反の有無を判断することにとどまらない。上場会社による不適切な行為や内部管理体制上の問題が認められた場合には、その原因を把握し、改善を促すことによって、投資者保護及び市場の信頼性の維持を図ることが重要となる。このため、東証の上場制度における措置は、単に違反行為に対する制裁を目的とするものではなく、上場会社による自主的な改善を促し、上場会社として求められる適格性を維持・向上させることを目的として設けられている。

このような趣旨から、上場規程においては、上場管理の実効性を確保するため、上場会社による上場規則違反に対する措置として、①特別注意銘柄への指定（上場規程第503条）、②改善報告書の徴求（上場規程第504条ないし第507条）、③公表（上場規程第508条）、④上場契約違約金の徴求（上場規程第509条）を行うことができるとされている。

当法人では、措置の決定に際して、上場会社に対し事実関係を確認したうえで、投資判断情報としての重要性や違反行為の内容、違反が行われた経緯、原因及びその他の事情などを総合的に勘案し最終的な判断をしている。その際には、例えば、決算情報の訂正金額、経営成績・財政状態に与える影響、株価への影響、違反行為の継続期間、経営者の関与の有無、組織的関与の有無、内部管理体制等の不備の状況、取引所に対する虚偽説明の有無等を考慮するとともに、過去における規則遵守状況や再発の有無も勘案している。また、事案の発覚

16) 上場内国会社は、当該上場内国会社の取締役又は執行役の職務の執行が法令及び定款に適合することを確保するための体制その他上場内国会社の業務並びに当該上場内国会社及びその子会社から成る企業集団の業務の適正を確保するために必要な体制の整備（会社法第362条第4項第6号、同法第399条の13第1項第1号ハ又は同法第416条第1項第1号ホに規定する体制の整備をいう。）を決定するとともに、当該体制を適切に構築し運用するものとする。

17) 東証「証券市場の信頼回復のためのコーポレート・ガバナンスに関する有価証券上場規程等の一部改正について」（2012年5月8日）（<https://www.jpx.co.jp/files/tse/rules/regulations/b7gje6000000myd3-att/b7gje6000002jhf5.pdf>）

後において、上場会社自らが問題を発見し調査を実施したか、第三者委員会等による独立した原因究明が行われたか、効果的な再発防止策が講じられているかといった事情についても、総合的に考慮している。

（１） 特別注意銘柄¹⁸⁾

ア 特別注意銘柄制度の概要

特別注意銘柄制度は、有価証券報告書等の虚偽記載や適時開示に関する上場規則違反、企業行動規範違反など、上場会社による重大な規則違反等が発生した場合¹⁹⁾において、当該上場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ときに適用される制度である（上場規程第503条第1項）。本制度は、2007年11月に「特設注意市場銘柄制度」として導入され、その後、制度運用の状況や不祥事例の蓄積を踏まえた複数回の見直しを経て、2024年1月に現在の「特別注意銘柄制度」へ改正された²⁰⁾。

本制度は、上場会社による重大な規則違反に対して直ちに上場廃止とするのではなく、内部管理体制等の改善機会を付与し、その改善状況を継続的に確認することを目的としている。他方で、改善が認められない場合には上場廃止につながるものであり、上場会社に対する措置の中でも極めて重い位置付けである。実際に、東証及び当法人は、改善計画の策定状況や内部管理体制の整備・運用状況を継続的に確認し、その結果として内部管理体制等が適切に整備又は運用されていないと認められる場合には上場廃止の判断を行うこととしている。

また、2024年の制度見直しでは、従来の運用において、1年経過後の審査時点でも内部管理体制の整備すら十分に完了していない事例や、指定解除後に再び内部管理体制が弱体化する懸念のある事例が認められたことを踏まえ、制度の厳格化が図られた。具体的には、1年経過後の審査の段階で内部管理体制の「整備」が完了していることを求めるとともに、「運用」が十分に定着していない場合には指定を継続する仕組みが整備されたほか、改善後も事業の

18) 制度の内容について詳しくは藤森翔太「特別注意銘柄の制度概要と近時事例の総括」商事法務 No. 2374 (2024年) 31頁以下を参照されたい。

19) 上場会社が上場廃止基準（支配株主との取引の健全性の毀損（上場規程第601条第1項第6号）、上場契約違反等（上場規程第601条第1項第10号 a）、反社会的勢力の関与（上場規程第601条第1項第19号）、公益又は投資者保護（上場規程第601条第1項第20号））に該当するおそれがあると東証が認めた後、当該基準に該当しないと東証が認めた場合、上場会社が有価証券報告書等に虚偽記載（上場規程第2条第30号）を行った場合、上場会社の財務諸表等に添付される監査報告書等において、公認会計士等によって、「不適正意見」又は「意見の表明をしない」旨が記載された場合、上場会社が適時開示に係る規定に違反したと東証が認めた場合、上場会社が企業行動規範の「遵守すべき事項」に係る規定に違反したと東証が認めた場合、又は上場会社が適時開示・企業行動規範に係る改善報告書を提出した場合において、改善措置の実施状況及び運用状況に改善が認められないと東証が認めた場合。

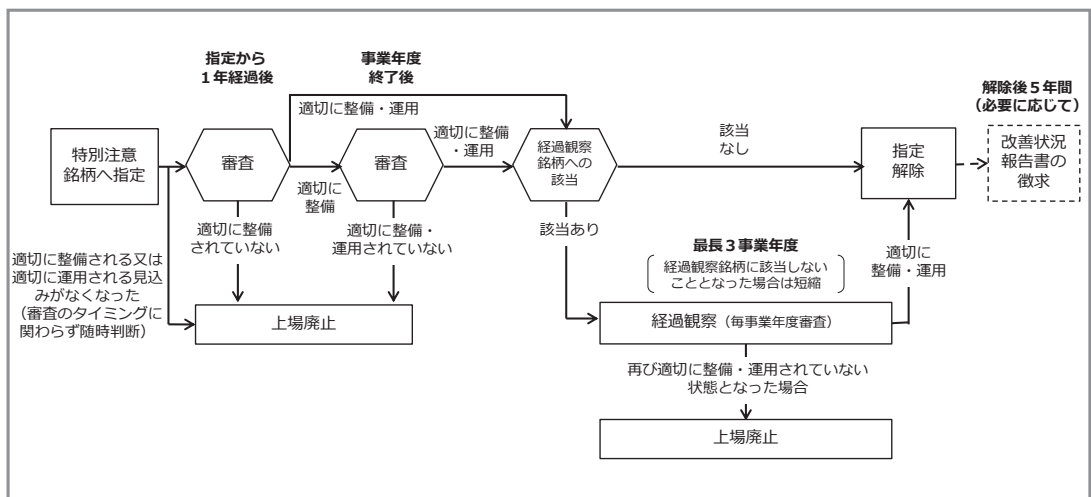
20) 東証「上場会社の内部管理体制等の改善の実効性向上に向けた特設注意市場銘柄制度の見直し等に係る有価証券上場規程等の一部改正について」（2023年12月26日）（https://www.jpx.co.jp/rules-participants/rules/revise/bkk2ed0000004zq6-att/gaiyo_TSE.pdf）

継続性・収益性等に課題がある場合には、最長３事業年度にわたり改善状況をモニタリングする経過観察制度が新設されている。これらの見直しは、不祥事の原因となった内部管理体制上の問題が形式的な制度整備にとどまらず、実際の業務運営の中で継続的に改善・定着していることを確認するためのものである。

このように、特別注意銘柄制度は、内部管理体制等の改善を通じて上場会社としての適格性の回復を促す制度であると同時に、その改善が図られない場合には市場からの退出を求める制度として、市場の信頼性維持に重要な役割を担っている。

特別注意銘柄制度のフローチャートは図表４のとおりであり、上場廃止の可能性を留保しつつ適切な改善を求めるための制度として設計されている。

【図表4】 特別注意銘柄制度のフローチャート



【図表 5】 2008年以降の特設注意市場銘柄制度・特別注意銘柄制度の運用実績（2026年7月31日時点）

指定日	銘柄名	ステータス	上場廃止理由
2008.2.9	IHI	解除（2009.5.12）	—
2008.3.26	真柄建設	上場廃止（2008.8.6）	民事再生手続
2008.6.17	オックスホールディングス（※）	上場廃止（2009.3.6）	有報提出遅延
2009.3.7	プラコー（※）	解除（2011.7.13）	—
2009.3.20	フタバ産業	解除（2010.6.25）	—
2009.6.17	大水（※）	解除（2011.11.16）	—
2009.8.26	ジャパン・デジタル・コンテンツ信託	上場廃止（2009.11.1）	事業活動の停止
2009.10.17	アイフラッグ（※）	解除（2011.5.25）	—
2009.11.25	アルデプロ	解除（2012.4.19）	—
2010.1.27	イデアインターナショナル（※）	解除（2011.7.6）	—
2010.4.22	アイロムホールディングス	解除（2011.6.22）	—
2010.5.19	リンク・ワン	上場廃止（2011.4.26）	時価総額基準（再建計画関連）
2010.9.25	メルシャン	上場廃止（2010.11.26）	完全子会社化
2010.10.9	モジュレ（※）	解除（2013.3.6）	—
2010.12.22	デザインエクステンジ	上場廃止（2011.5.1）	時価総額基準
2011.7.13	プロジェ・ホールディングス（※）	上場廃止（2011.11.25）	事業活動の停止
2011.10.19	Fonfun（※）	解除（2013.1.31）	—
2012.1.18	京王ズホールディングス	上場廃止（2015.5.29）	内部管理体制等の審査によって上場廃止を決定
2012.1.21	オリンパス	解除（2013.6.11）	—
2012.6.20	グローバルアジアホールディング（※）	上場廃止（2015.9.12）	内部管理体制等の審査によって上場廃止を決定
2013.5.15	マツヤ（※）	上場廃止（2015.12.28）	売渡請求
2014.2.8	エル・シー・エーホールディングス	上場廃止（2015.12.1）	内部管理体制等の審査によって上場廃止を決定
2014.3.11	リソー教育	解除（2015.10.31）	—
2014.7.1	JALCO ホールディングス	解除（2015.9.26）	—
2015.1.29	エナリス	解除（2016.9.24）	—

2015.1.29	石山 Gateway Holdings	上場廃止 (2015.8.1)	刑事告発 (公益又は投資者保護)
2015.2.25	SJI	解除 (2016.9.24)	—
2015.4.1	アイセイ薬局	上場廃止 (2016.5.2)	売渡請求
2015.9.15	東芝	解除 (2017.10.12)	—
2016.3.17	フード・プラネット	上場廃止 (2017.5.29)	内部管理体制等の審査によって上場廃止を決定
2018.9.1	省電舎ホールディングス	解除 (2020.5.21)	—
2018.12.28	ディー・エル・イー	解除 (2020.2.22)	—
2019.8.8	日本フォームサービス	上場廃止 (2021.4.26)	株式併合
2019.9.20	ナイス	解除 (2020.12.19)	—
2019.12.19	ユー・エム・シー・エレクトロニクス	解除 (2021.4.29)	—
2020.3.12	五洋インテックス	上場廃止 (2021.7.26)	内部管理体制等の審査によって上場廃止を決定
2020.7.11	第一商品	解除 (2022.4.1)	—
2020.11.27	ハイアス・アンド・カンパニー	解除 (2022.7.28)	—
2021.8.7	アジア開発キャピタル	上場廃止 (2023.4.30)	内部管理体制等の審査によって上場廃止を決定
2021.10.14	テラ	上場廃止 (2022.8.23)	破産手続き
2022.4.1	ジー・スリーホールディングス	解除 (2023.5.20)	—
2022.4.1	EduLab	解除 (2023.5.20)	—
2022.6.16	アジャイルメディア・ネットワーク	解除 (2023.8.30)	—
2022.9.29	ディー・ディー・エス	上場廃止 (2023.8.4)	内部管理体制等の審査によって上場廃止を決定
2023.1.28	ルーデン・ホールディングス	上場廃止 (2023.12.30)	内部管理体制等の審査によって上場廃止を決定
2023.3.30	東京衡機	解除 (2024.11.23)	—
2023.7.4	アマナ	上場廃止 (2024.1.29)	株式併合
2023.8.31	ビジョナリーホールディングス	上場廃止 (2024.1.29)	株式併合
2023.11.30	アルデプロ	上場廃止 (2024.4.23)	内部管理体制等の審査によって上場廃止を決定
2024.1.15	特別注意銘柄制度の施行		
2024.10.26	ウイルコホールディングス	経過観察中	—

2025.1.29	アクアライン	上場廃止（2026.6.1）	内部管理体制等の審査によって上場廃止を決定
2025.1.29	ピクセルカンパニーズ	上場廃止（2026.1.16）	内部管理体制等の審査によって上場廃止を決定
2025.3.27	エルアイイーエイチ	上場廃止（2026.6.26）	内部管理体制等の審査によって上場廃止を決定
2025.8.27	ACCESS	指定中	—
2025.10.28	ニデック	指定中	—
2025.11.22	トーシンホールディングス	指定中	—
2025.11.22	旅工房	指定中	—
2026.1.31	Abalance	指定中	—
2026.5.1	エア・ウォーター	指定中	—
2026.5.26	unbanked	指定中	—
2026.7.25	REVOLUTION	指定中	—

（※）旧大阪証券取引所において旧・特設注意市場銘柄に指定されたもの

イ 指定後の審査の流れ

特別注意銘柄へ指定された上場株券等の発行者である上場会社は、原則として、当該指定から1年が経過するまでに内部管理体制等の改善計画を策定・開示したうえで、その整備・運用の状況について、当法人による審査を受けることとなる。ただし、当該審査において、内部管理体制等が適切に整備されていると認められるものの、適切に運用されていると認められない場合（適切に運用される見込みがある場合に限る。）には、特別注意銘柄の指定を継続し、当該指定の継続を決定した日の属する事業年度²¹⁾の末日以降の審査までに、内部管理体制等の運用状況の改善が必要となる。なお、上記にかかわらず、特別注意銘柄の指定時や、指定後に改善計画を提出する前の時点であっても、内部管理体制等が適切に整備・運用される見込みがないと認められる場合等には、随時、上場廃止の判断が下されることになる。

当法人は、提出資料、ヒアリングその他必要な手続を通じて内部管理体制の改善状況を確認し、その結果を踏まえて特別注意銘柄の指定継続、解除又は上場廃止の要否を判断する。

審査の結果、改善が認められる場合には指定解除となる一方、改善が認められない場合には上場廃止となる。また、2024年の制度見直しにより、内部管理体制の整備のみならず運用状況の定着も重視されることとなり、一定の場合²²⁾には改善後も継続的に状況を確認する経過観察制度が導入されている。

21) 当該指定の継続を決定した日から当該事業年度の末日までの期間が3か月に満たない場合は当該事業年度の翌事業年度の末日以降に審査を実施する。

ウ 具体的事例

ここで、近時の特別注意銘柄制度に関する事例として、2025年10月28日に特別注意銘柄指定がなされたニデック株式会社²³⁾(以下「ニデック」)の事案²⁴⁾を紹介する。

ニデックは、イタリア子会社における原産国表示に関する問題の調査を理由として2025年3月期有価証券報告書の提出期限延長を行ったが、その後の調査過程において、中国子会社における不適切な会計処理の疑義や、ニデック及びグループ会社における資産評価に関する疑義が新たに判明し、第三者委員会を設置して調査を実施することとなった。その後、ニデックは提出期限を約3か月延長した上で2025年3月期有価証券報告書を提出したものの、第三者委員会による調査が継続中であり、その影響を財務諸表に反映できない状況にあったことから、当該有価証券報告書には監査法人による「意見の表明をしない」旨の監査報告書が添付された。また、ニデックは同時に、全社的な内部統制（情報と伝達）及び経理決算プロセスに係る内部統制に開示すべき重要な不備が存在する旨を開示している。

当法人は、2025年3月期有価証券報告書が提出された時点において、過年度の有価証券報告書等の訂正が行われておらず虚偽記載等への該当性を判断できないものの、ニデックが投資者に対して適正な決算内容の開示ができていない状態が継続していることを重く捉え、措置の要否について審査を開始した。そして当法人は、本件の審査において、有価証券報告書の提出期限を延長したにもかかわらず適正な決算内容を開示できていない状態が継続していること、調査の終了時期や決算スケジュール正常化の見通しを投資者に示せていないこと、さらに審査時点において既に全社的な内部統制及び経理決算プロセスに関する重要な不備が認識されていることを重視した。その結果、ニデックの内部管理体制等について改善の必要性が高いと認め、特別注意銘柄に指定することが適当と判断した。

本件の特徴は、過年度決算訂正や不正会計が確定したことを理由として措置が行われたものではなく、監査報告書に意見不表明が記載されたこと及びそれをもたらした内部管理体制上の問題に着目して特別注意銘柄指定が行われた点にある。また、第三者委員会による調査は指定時点においてなお継続中であり、以後の調査結果次第では追加的な措置が行われる可能性も示された²⁵⁾。

この事例は、特別注意銘柄制度が、過去に発生した不祥事そのものに対する制裁としてではなく、投資者に対する適正な情報開示を可能とする内部管理体制が適切に機能しているかという観点から運用されていることを示す事例である。また、内部管理体制の改善が期待で

22) ①事業の継続性・収益性が確保されていない場合（直前の財務諸表又は四半期財務諸表に継続企業の前提に関する事項が注記されている場合、又は各市場区分の利益又は純資産の額に関する新規上場基準を充足していない場合）、②上場維持基準に適合していない場合であって、改善期間内にあるとき。

23) 1998年9月、東証市場第1部に新規上場。事業内容は、精密小型モータ等の開発・製造・販売。

24) 日本取引所グループ「マーケットニュース 特別注意銘柄の指定：ニデック（株）」(<https://www.jpix.co.jp/news/1023/20251027-12.html>)（2026年7月22日時点）

きる限り直ちに上場廃止とはせず、改善の機会を付与しながらその整備・運用状況を継続的に確認するという同制度の趣旨を理解する上でも参考になる事例といえる。

(2) 改善報告書・改善状況報告書

改善報告書制度は、上場会社が適時開示に関する上場規則や企業行動規範の「遵守すべき事項」に関する規定に違反した場合²⁵⁾であって、改善の必要性が高いと認められる場合に、その経緯、原因及び改善措置を記載した改善報告書の提出を求める制度である（上場規程第504条第1項）。単に違反行為の事実を公表するだけでなく、上場会社自らが問題の発生原因を分析し、再発防止に向けた具体的な対応策を整理・開示することにより、市場に対する説明責任を果たすとともに、社内体制の改善を促すことを目的としている。

改善報告書制度においては、上場会社が問題の発生経緯や原因を十分に分析し、その分析結果に対応した実効的な再発防止策を講じることが求められている。重要なのは、形式的な研修の実施や組織改編ではなく、不祥事の根本原因と再発防止策との対応関係を明らかにする点にある。

改善報告書を提出した上場会社は、改善報告書の提出から6か月経過後速やかに改善措置の実施状況及び運用状況を記載した改善状況報告書を提出することが求められる（上場規程第505条第1項）。これは、再発防止策の策定だけでなく、その後実際に運用され、機能しているかまで確認することで、改善の実効性を担保しようとするものである。また、改善報告書を提出した上場会社は、改善報告書の提出から5年間の経過するまでの間は必要に応じて改善状況報告書の提出が求められることがある（上場規程第505条第2項）。

なお、上場会社が改善報告書の提出の求めに応じない場合、又は上場会社に対して改善報告書の提出を求めたにもかかわらず、会社情報の開示の状況等が改善される見込みがないと東証が認めた場合には、上場契約について重大な違反を行ったものとして、上場廃止となる（上場規程第601条第1項第10号a、同施行規則第601条第8項第1号、第2号）。

25) その後、2026年2月27日、第三者委員会による調査報告書が公表され、同社グループでは人事権を掌握していた同社元代表取締役により非現実的な業績目標が決定されており、その達成に向けて、同社の経営幹部を通じて事業部門やグループ会社の幹部に対して強いプレッシャーがかけられた結果、短期的な利益最優先の意識や目標未達を許容しない企業風土が醸成され、コンプライアンスが軽視されていた等、長期間にわたって内部管理体制に極めて重大な不備が生じた結果、同社グループの多岐にわたる拠点で多数の会計不正が行われていたものと認められ、株主及び投資者の信頼を毀損したものとして2026年4月30日に上場契約違約金の徴求の決定がなされている。日本取引所グループ「マーケットニュース 上場契約違約金の徴求：ニデック（株）」(<https://www.jpx.co.jp/news/1023/20260430-14.html>)（2026年7月22日時点）を参照のこと。

26) このほか、取引所に対する書類提出等に関する違反や、第三者割当等により割り当てられた募集株式の譲渡の報告等に関する違反についても改善報告書の提出を求めることがあるが、本文で説明した改善報告書とは規定の細部に異なる点があり、説明は割愛する。

(3) 上場契約違約金

上場契約違約金制度は、上場会社が適時開示に関する上場規則や企業行動規範の「遵守すべき事項」に関する規定、その他の諸規則に違反したと認められる場合において、市場に対する株主及び投資者の信頼を毀損したと認められる場合に、東証が金銭の支払を求める制度である（上場規程第509条第1項）。本制度は2008年に導入されたものであり、その背景には、上場廃止には至らないものの市場の信頼を大きく損ねる行為に対して、改善報告書の徴求や（当時の）特設注意市場銘柄指定といった改善促進型の措置だけでは十分に対応できないのではないかとの問題意識があった。制度創設時には、上場会社による上場規則違反に対して市場開設者が毅然とした姿勢を示し、資本市場に明確なメッセージを発信するための措置としてその導入が検討された²⁷⁾。

もっとも、取引所は行政機関ではなく、上場会社に対して行政上の制裁金や課徴金を課す権限を有していない。そのため、本制度は上場会社との間の上場契約に基づく民事上の措置として構成されており、制度創設時から一貫して「損害賠償の予定」として位置付けられている。すなわち、上場規則違反によって市場に対する投資者の信頼が毀損された場合には、東証には違反行為への対応コストや市場の信頼低下による損害が生じ得るものの、その具体的な損害額を算定することは極めて困難であることから、あらかじめ一定額の損害賠償額を定めておくという考え方である。

制度導入当初は、一律1,000万円を上場契約違約金の額としていた。しかし、その後、大規模な不適切会計事案等に対しても同額しか徴求できないことについて、抑止力や制度の実効性の観点から見直しの必要性が指摘され、2013年の制度改正に至った²⁸⁾。同改正では、一律1,000万円という仕組みから、上場市場及び時価総額に応じて算定される年間上場料の20倍を違約金額とする現在の体系へと見直された。これにより、企業規模や市場への影響を一定程度勘案した違約金額の徴求が可能となった。

さらに近年では、違約金額が措置決定時期によって大きく変動することへの対応として、2020年に算定基準の見直しが行われ、不正等の事実が市場に明らかとなった時点を基準として時価総額を算定する仕組みに改められた。また、2022年の市場区分再編に伴い、新しい市場区分に対応した金額テーブルが整備されている。

以上の経緯により、現在では以下の図表6のように市場区分と上場時価総額に応じて上場契約違約金の金額が定められている（有価証券上場規程施行規則第504条第1号）。

27) 東証「上場制度総合整備プログラム2007（第二次実施事項）に基づく上場制度の整備等について」（2008年4月28日）（<https://www.jpx.co.jp/files/tse/rules-participants/public-comment/data/080428-jojo.pdf>）

28) 東証「特設注意市場銘柄の積極的な活用等に係る有価証券上場規程等の一部改正について」（2013年8月7日）（<https://www.jpx.co.jp/files/tse/rules/regulations/b7gje6000000myd3-att/b7gje6000003o0v4.pdf>）

【図表6】上場契約違約金の金額テーブル

市場区分 上場時価総額	スタンダード市場	プライム市場	グロース市場
50億円以下	1,440万円	1,920万円	960万円
50億円を超え250億円以下	2,880万円	3,360万円	2,400万円
250億円を超え500億円以下	4,320万円	4,800万円	3,840万円
500億円を超え2,500億円以下	5,760万円	6,240万円	5,280万円
2,500億円を超え5,000億円以下	7,200万円	7,680万円	6,720万円
5,000億円を超えるもの	8,640万円	9,120万円	8,160万円

もっとも、上場契約違約金制度には現在も様々な指摘がなされている。例えば、近年の大型不祥事をみると、当局である金融庁からは数十億円規模の課徴金が科される事例もある中で、現行の違約金制度の金額は必ずしも大企業に対する十分な抑止力を有していないのではないかと指摘がある。一方で、本制度はあくまでも「損害賠償の予定」として構成されているため、事案の悪質性や経営者の関与の程度に応じた金額設定を行う場合には、制度趣旨との整合性をどのように確保するかといった論点が生じると考えられる。また、違約金を制裁金に近い制度へと変容させた場合には、市場運営者である取引所が行政的な制裁を課すことの妥当性や、金融庁の課徴金制度との関係も論点となり得る。

このため、今後の制度運営において、現行の違約金額が市場に対する規律付けとして十分に機能しているか、企業規模や事案の重大性との均衡をどのように図るべきかといった点は、継続的に検討していく必要のある課題であるといえよう。

【図表7】2008年以降の上場契約違約金制度の運用実績（2026年7月31日時点）

措置決定日	銘柄名	違約金額	同時措置
2009.7.3	フタバ産業	1,000万円	改善報告書の徴求（2009.4.3決定）
2009.11.24	アルデプロ	1,000万円	特設注意市場銘柄の指定
2010.9.24	メルシャン	1,000万円	特設注意市場銘柄の指定
2010.12.21	デザインエクステンヂ	1,000万円	特設注意市場銘柄の指定
2012.1.20	オリンパス	1,000万円	特設注意市場銘柄の指定
2014.2.7	エル・シー・エーホールディングス	1,000万円	特設注意市場銘柄の指定
2014.3.10	リソー教育	1,000万円	特設注意市場銘柄の指定
2014.5.15	日本アセットマーケティング	1,000万円	改善報告書の徴求
2014.6.30	JALCO ホールディングス	1,000万円	特設注意市場銘柄の指定

2014.7.29	三栄建築設計	1,000万円	—
2015.1.28	エナリス	2,400万円	特設注意市場銘柄の指定
2015.1.28	石山 Gateway Holdings	2,000万円	特設注意市場銘柄の指定
2015.2.24	SJI	2,000万円	特設注意市場銘柄の指定
2015.3.31	アイセイ薬局	1,000万円	特設注意市場銘柄の指定
2015.9.14	東芝	9,120万円	特設注意市場銘柄の指定
2016.3.16	フード・プラネット	1,440万円	特設注意市場銘柄の指定
2017.9.25	インスベック	1,000万円	—
2018.8.31	省電舎ホールディングス	1,440万円	特設注意市場銘柄の指定
2018.12.27	ディー・エル・イー	3,360万円	特設注意市場銘柄の指定
2018.12.27	ジェイリース	3,360万円	改善報告書の徴求
2019.8.7	日本フォームサービス	2,000万円	特設注意市場銘柄の指定
2019.9.19	すてきナイスグループ	3,360万円	特設注意市場銘柄の指定
2019.12.18	ユー・エム・シー・エレクトロニクス	4,800万円	特設注意市場銘柄の指定
2020.3.11	五洋インテックス	2,000万円	特設注意市場銘柄の指定
2020.7.10	第一商品	2,000万円	特設注意市場銘柄の指定
2020.7.10	ジャパンディスプレイ	6,240万円	改善報告書の徴求
2020.11.26	ハイアス・アンド・カンパニー	3,360万円	特設注意市場銘柄の指定
2021.8.6	アジア開発キャピタル	2,880万円	特設注意市場銘柄の指定
2021.10.13	テラ	2,000万円	特設注意市場銘柄の指定
2022.1.11	EduLab	4,800万円	改善報告書の徴求
2022.3.31	ジー・スリーホールディングス	2,880万円	特設注意市場銘柄の指定
2022.6.15	アジャイルメディア・ネットワーク	960万円	特設注意市場銘柄の指定
2022.9.28	ディー・ディー・エス	2,400万円	特設注意市場銘柄の指定
2023.1.27	ルーデン・ホールディングス	2,000万円	特設注意市場銘柄の指定
2023.3.29	東京衡機	1,440万円	特設注意市場銘柄の指定
2023.7.3	アマナ	960万円	特設注意市場銘柄の指定
2023.8.29	三栄建築設計	1,000万円	—
2023.11.29	アルデプロ	2,880万円	特設注意市場銘柄の指定
2024.3.29	グッドスピード	960万円	改善報告書の徴求
2024.10.25	ウイルコホールディングス	1,440万円	特別注意銘柄の指定
2024.12.13	ガーラ	2,000万円	改善報告書の徴求
2025.1.28	ピクセルカンパニーズ	2,880万円	特別注意銘柄の指定

2025.1.28	アクアライン	960万円	特別注意銘柄の指定
2025.3.26	エルアイイーエイチ	1,440万円	特別注意銘柄の指定
2025.4.30	サンウェルズ	6,240万円	再審査に係る猶予期間入り
2025.5.23	アドバンスクリエイト	3,360万円	改善報告書の徴求
2025.6.19	ダイワ通信	1,440万円	再審査に係る猶予期間入り
2025.8.26	ACCESS	4,800万円	特別注意銘柄の指定
2025.11.21	旅工房	960万円	特別注意銘柄の指定
2025.11.21	トーシンホールディングス	1,440万円	特別注意銘柄の指定
2026.1.30	Abalance	4,320万円	特別注意銘柄の指定
2026.4.30	ニデック	9,120万円	特別注意銘柄の指定（2025.10.27決定）
2026.4.30	エア・ウォーター	9,120万円	特別注意銘柄の指定
2026.4.30	KDDI	9,120万円	改善報告書の徴求
2025.5.25	unbanked	1,440万円	特別注意銘柄の指定
2026.6.18	ジェイ・イー・ティ	2,880万円	再審査に係る猶予期間入り
2026.6.18	I-ne	3,360万円	再審査に係る猶予期間入り
2026.7.24	REVOLUTION	1,440万円	特別注意銘柄の制度

（４） 公表

公表制度は、上場会社による上場規則違反等について、その内容を対外的に公表することにより、市場参加者に対して注意喚起を行うための措置である。具体的には、上場会社が適時開示に関する上場規則や企業行動規範の「遵守すべき事項」に関する規定に違反したと認められる場合や、会社法における取締役の資格等（会社法331条）、監査役の資格等（同335条）、会計監査人の資格等（同337条）、委員の選定等（同400条）に関する規定に違反した場合であって、必要と認められる場合には、東証は当該行為について公表することができる（上場規程第508条第1項）。

特別注意銘柄指定や改善報告書等の徴求が上場会社による再発防止や内部管理体制の改善を主たる目的とするのに対し、公表は、規則違反の事実及びその内容を市場に明らかにすることを通じて、上場制度の信頼性を維持しようとする点が特徴である。公表は比較的軽度の事案まで幅広く活用されており、投資者及び市場関係者に対して取引所の判断を明示するという点において、上場管理業務における重要な実効性確保手段の一つとなっている。

3. 不適当合併等（上場会社が実質的存続性を喪失する合併等）に係る審査

（1）不適当合併等に係る審査の意義

不適当合併等に係る審査に関する規定は、上場していない会社が上場会社との合併等²⁹⁾を利用することにより、新規上場審査を経ることなく実質的に上場会社となる、いわゆる「裏口上場」を防止することを目的として設けられた規定である（上場規程第601条第1項第5号）。

東証の上場制度は、新規上場時に企業の継続性、収益性、コーポレート・ガバナンス及び内部管理体制等について審査を行うことを前提としているため、非上場会社がその審査を経ることなく上場会社の地位を取得することは、市場の信頼性や投資者保護の観点から問題となり得る。

もっとも、企業を取り巻く事業環境の変化や企業再編の活発化を踏まえると、上場会社と非上場会社との合併や事業統合そのものを一律に否定することは適当ではない。そのため、現在の規定では、上場会社が非上場会社との合併、株式交換、事業譲受けその他これらに類する行為を行った場合であっても、直ちに上場廃止とするのではなく、まず当該取引によって上場会社が「実質的な存続会社」であるかどうかを審査するものとされている。

（2）当該審査が規定された経緯

現在の規定は、1999年の上場制度改正により整備されたものである。それ以前は、実質的存続性を喪失したと認められた場合には原則として上場廃止としていたが、そのような取扱いが企業再編を過度に萎縮させるおそれがあるとの指摘があった。このため、企業再編の円滑化と市場の信頼確保とのバランスを図る観点から、一定期間の猶予期間を設け、その期間内に新規上場審査基準に準じた基準への適合性を確認する現在の枠組みが導入された³⁰⁾。

このように、不適当合併等に係る審査は、企業再編を不当に制約することなく、上場会社

29) 合併等に含まれる行為は、以下の10類型（有価証券上場規程施行規則第601条第5項第1号）。

- ① 非上場会社の吸収合併
- ② 非上場会社を完全子会社とする株式交換
- ③ 非上場会社を子会社とする株式交付
- ④ 会社分割による非上場会社からの事業の承継
- ⑤ 非上場会社からの事業の譲受け
- ⑥ 会社分割による他の者への事業の承継
- ⑦ 他の者への事業の譲渡
- ⑧ 非上場会社との業務上の提携
- ⑨ 第三者割当による株式の割当て
- ⑩ その他上記と同等の効果をもたらすと認められる行為

30) 日本取引所グループ「上場廃止基準の詳細 合併等による実質的存続性喪失に係る上場廃止基準」(<https://www.jpx.co.jp/equities/listing/delisting/details/02.html>)（2026年7月22日時点）

として求められる適格性を維持し、市場の信頼性を確保することを目的とする規定である。その本質は、合併そのものを規制することではなく、合併等の結果として実質的に新たな企業が上場会社となる場合に、新規上場と同等の視点からその適格性を確認する点にある。

(3) 審査の概要³¹⁾

上場会社が非上場会社との合併等を行う場合には、通常は合併等についての決定の前の時点で、当該行為を踏まえた上場会社の実質的存続性の審査を行う。実質的存続性の判断に当たっては、当事会社の経営成績及び財政状態、役員構成及び経営管理組織、株主構成、商号その他当該取引によって上場会社に及ぼされる影響等を総合的に勘案している。その結果、非上場会社の方が実質的な存続会社であると認められた場合には、当該会社は新規上場会社と実質的に同視し得ることから、新規上場審査に準じた基準への適合性が確認されることとなる。そして、審査³²⁾の結果、上場会社が実質的な存続会社でないと東証が認めた場合には、合併等を行った日以後最初に終了する事業年度の末日から3年を経過する日（当該3年を経過する日が当該上場会社の事業年度の末日に当たらない場合は、当該3年を経過する日の直前に終了する事業年度の末日）までの期間に、新規上場審査の基準に準じた基準に適合しないときは、上場廃止となる。

4. 宣誓書違反による再審査³³⁾

(1) 宣誓書違反による再審査が規定された経緯

上場制度は、新規上場を希望する会社について、東証が形式基準及び実質基準への適合性を審査し、投資者保護及び市場の信頼性確保の観点から上場適格性を確認した上で上場を認めることを前提としている。そのため、上場審査に際して提出された申請書類に重要な不実記載が存在し、実際には上場基準を満たしていなかったことが上場後に判明した場合には、当初の上場承認の前提そのものが揺らぐことになる。宣誓書違反による再審査の規定は、このような事態に対応し、上場会社としての適格性を改めて確認するために設けられた規定である。

31) 日本取引所グループ「不適合合併等（上場会社が実質的存続性を喪失する合併等）に係る上場廃止審査の概要」（<https://faq.jpx.co.jp/disclo/tse/web/knowledge6862.html>）（2026年7月22日時点）

32) 東証では、実質的存続性審査において、裏口上場防止の観点から一般に問題があるとは考えにくい態様を「軽微基準」として明示し、吸収合併等が軽微基準に該当する場合は実質的存続性があるものとして取り扱い、該当しない場合には、さらに詳細な審査を行うこととしている。これにより、審査を迅速にするとともに、上場会社において、明らかに審査において問題とならない行為であるかどうかを事前に判断できるようにしている。

33) 宣誓書違反による再審査が規定された経緯及び手続フローに関して詳しくは白川雄基「上場審査時における宣誓書違反に対する措置の概要と近時事例の解説—再審査に係る猶予期間入りの決定および上場廃止の決定」商事法務 No. 2408（2025年）31頁以下を参照されたい。

新規上場審査において、申請会社は、提出する申請書類の内容が真実かつ正確であること等を宣誓する宣誓書を提出することとされている。しかし、上場後に不正会計や法令違反等が判明し、その結果として上場審査時の申請書類に不実記載が存在していたことが明らかになる事例が生じていた。本規定の導入前においても、宣誓書違反は上場契約違反等として上場廃止事由の対象とされていたほか、必要に応じて（当時の）特設注意市場銘柄への指定等の措置が行われていた。しかし、その仕組みでは、直ちに上場廃止とするほどではないものの、本来であれば上場審査において問題となり得た事案について、上場適格性そのものを改めて確認する手続が存在していなかった。

こうした問題意識を踏まえ、2020年の市場制度見直しにおいて導入されたのが宣誓書違反による再審査の規定である³⁴⁾。本規定は、宣誓書違反が認められ、その結果として新規上場時又は市場区分変更時における上場基準に適合していなかったと認められる場合について、直ちに上場廃止とするほど重大な事案ではないものの、上場適格性に疑義が生じた会社に対して、新規上場審査に準じた上場適格性の審査を改めて受けさせるものである（上場規程第601条第1項第10号b）。これにより、市場に対する投資者の信頼向上を図るとともに、上場審査の実効性を確保することが本規定の目的とされている。

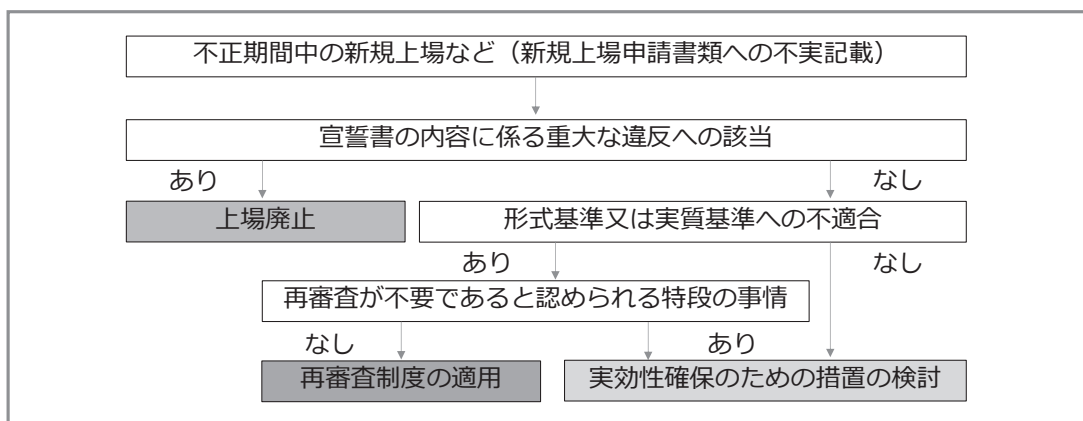
（2） 宣誓書違反による再審査のフロー

宣誓書違反による再審査の規定は、重大な宣誓書違反、重大な虚偽記載に該当するなど直ちに上場廃止とすべき場合ではないものの、内部管理体制等に重大な不備が認められた場合や、経営成績等に関する形式基準を充足していなかったことが明らかになった場合において、適用される。

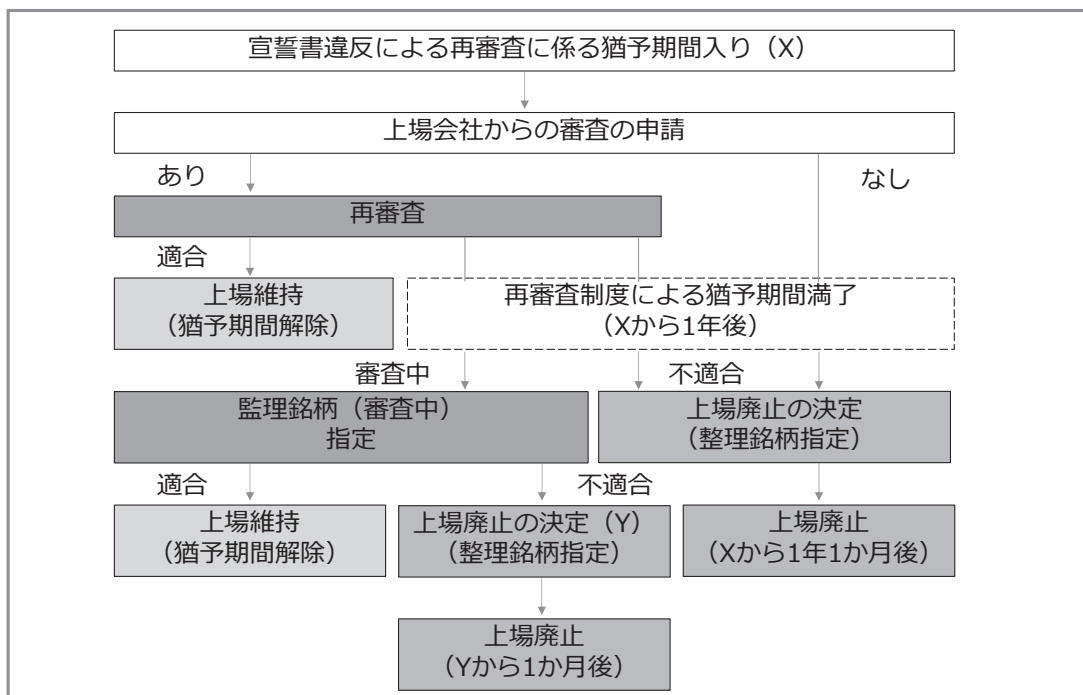
再審査に係る猶予期間入りの決定までのフローチャートは図表8-1のとおりである。

34) 東証「資本市場を通じた資金供給機能向上のための上場制度の見直しについて（市場区分の再編に係る第一次制度改正事項）」（2020年7月29日）（<https://www.jpx.co.jp/rules-participants/public-comment/detail/d1/nlsgeu000004v3wv-att/nlsgeu000004v3yy.pdf>）18頁を参照のこと。

【図表 8-1】 宣誓書違反による再審査に係る猶予期間入り決定までのフローチャート



【図表 8-2】 宣誓書違反による再審査に係る猶予期間入り後のフローチャート



図表 8-2 のとおり、再審査に係る猶予期間入りが決定されると、1 年以内に新規上場基準に準じた基準に適合しているかどうかの審査を受けなければならないとされ、そのための猶予期間に入ったことが公表されることとなる。再審査に係る猶予期間に入った会社は、猶予期間内に審査申請を行った上で、新規上場基準に準じた基準に適合するか否かの審査を受けることとなる³⁵⁾。

【図表9】宣誓書違反による再審査の規定の運用実績（2026年7月31日時点）

指定日	銘柄名	ステータス
2025.4.30	サンウェルズ	監理銘柄（審査中）指定（2026.5.1）
2025.6.19	ダイワ通信	上場廃止（2026.3.25）
2026.6.18	I-ne	猶予期間中
2026.6.18	ジェイ・イー・ティ	猶予期間中

（3） 具体的事例

ここで、近時の宣誓書違反による再審査に関する事例として、2025年4月30日に宣誓書違反による再審査に係る猶予期間入りの決定がなされた株式会社サンウェルズ³⁶⁾（以下「サンウェルズ」）の事案³⁷⁾を紹介する。

サンウェルズは、パーキンソン病専門有料老人ホーム「PDハウス」の運営を主力事業とする上場会社であり、2022年6月にグロース市場へ上場した後、2024年7月にはプライム市場へ市場区分を変更している。

サンウェルズでは、訪問看護サービスに関し、実際には数十秒から数分程度で終了した訪問について標準的な訪問時間を前提とした診療報酬を請求していた事例や、同行者がいないにもかかわらず複数名で訪問したものとして診療報酬を請求していた事例が多数確認され、2025年2月に公表された特別調査委員会の調査結果を受けて過年度決算訂正が行われた。その結果、2023年3月期及び2024年3月期において経常利益が4割超減少し、当期純利益が6割超減少するなど、大幅な業績修正が生じた。さらに、サンウェルズは新規上場審査及びプライム市場への市場区分変更審査に際し、提出書類が真実である旨の宣誓書を提出していたにもかかわらず、不適切な診療報酬請求による過大計上を反映した財務数値を申請書類に記載していたことが判明した。また、市場区分変更審査時における利益基準を充足しておらず、加えてコーポレート・ガバナンス及び内部管理体制の有効性の観点からも実質基準を満たしていなかったと認められた。

当法人は、本件について、経営陣が診療報酬請求に係るリスクを十分に認識していなかったこと、不正請求を未然に防止する体制が整備されていなかったこと、内部通報や従業員か

35) 日本取引所グループ「上場廃止基準の詳細 宣誓書違反による再審査に係る上場廃止基準」(<https://www.jpx.co.jp/equities/listing/delisting/details/01.html>)（2026年7月22日時点）

36) 2022年6月東証グロース市場に新規上場。その後、2024年7月東証プライム市場に市場変更。事業内容は福祉・介護関連施設の運営等。

37) 日本取引所グループ「マーケットニュース 宣誓書違反による再審査に係る猶予期間入り及び上場契約違約金の徴求：(株)サンウェルズ」(<https://www.jpx.co.jp/news/1023/20250430-11.html>)（2026年7月22日時点）

らの問題提起等を通じて不正を認識し得る機会が複数存在していたにもかかわらず十分な対応が行われなかったこと、さらに内部監査及び内部通報制度が有効に機能していなかったことなどを重視した。これらの事情を踏まえ、サンウェルズの宣誓書違反は市場区分変更審査基準への不適合をもたらしたものであり、その背景となった内部管理体制上の不備も重大であるとして、プライム市場の新規上場審査に準じた上場適格性の審査の対象とすることが適当であると判断した。

一方で、本件は、売上高の大半が虚偽であった事案や上場基準の著しい潜脱が認められた事案とは異なり、宣誓書違反により直ちに上場廃止を要するほどの「重大な違反」には該当しないと判断している。そのため、上場廃止ではなく宣誓書違反による再審査に係る猶予期間入りが決定し、同社は2026年4月30日までの猶予期間内にプライム市場の新規上場審査基準に準じた基準への適合性について改めて審査を受けることとなった。

本件は、上場後に判明した不正行為によって上場審査時の申請内容の適正性が疑われる場合において、直ちに上場廃止とするのではなく、改めて上場適格性を確認するという宣誓書違反による再審査の規定の趣旨が具体的に示された事例である。すなわち、宣誓書違反による再審査は不祥事そのものに対する制裁ではなく、上場審査の前提となる申請情報の信頼性が損なわれた場合に、当該会社がなお上場会社としての適格性を有しているかを改めて検証するための規定であることを示した事例といえよう。

5. 上場管理業務の課題

近時の不祥事例からは、上場管理業務に求められる役割についても、新たな課題が示唆されているように思われる。従来の上場管理業務は、会計不正や適時開示違反といった不祥事が発生し、その事実が把握された後に、上場適格性の審査や措置を講じることを基本として発展してきた。

しかしながら、近時みられる事例の中には、支配構造の変化、経営体制の変更、事業内容の大幅な見直し、大規模な資金調達等が段階的に進行した後に問題が顕在化するものもみられる。このような事例では、不祥事として世間に明らかになった時点では既に多額の資金流出や不公正なファイナンスが実行されており、事後的な措置のみでは投資者保護の観点から十分でないのではないかとの問題意識も生じ得る³⁸⁾。

もちろん、支配株主の異動や経営体制の刷新、新規事業への進出等は、本来、企業価値向上や事業再生のために行われる正当な企業活動であり、それ自体を否定的に評価すべきではない。また、現時点ではどのような事象を問題の兆候として捉えるべきかについて確立した考え方が整理されていない。

一方で、投資者保護の観点からみれば、不祥事そのものへの対応だけでなく、不祥事や不適切な取引が生じるリスクを示唆する兆候が現れた段階で、上場適格性に関する懸念の有無

を確認する必要性が高まる場面も考えられる。今後の上場管理業務においては、顕在化した問題への対処に加え、問題発生前の兆候をどのように把握し、どの段階で制度的な関与を行うべきかという観点も、重要な検討課題の一つになるものと思われる。

Ⅳ. 不祥事の未然防止のための取組み

本稿冒頭で述べたとおり、株式市場を運営する東証では、上場会社の成長を促し、内外の投資者にとって魅力ある市場とするため、市場再編や「資本コストや株価を意識した経営の実現に向けた対応」の要請などの各種施策を推進するとともに、上場会社の成長を支援する取組みを継続している。

他方で、上場会社の継続的な成長の実現には、いわゆる「攻めのガバナンス」に加え、コンプライアンスやリスク管理を含む内部管理体制等の強化といった「守りのガバナンス」も十分に機能させることが不可欠である。

また、Ⅲの5で述べたとおり、近年は不祥事が発覚した後の事後的な対応のみならず、不祥事や不適切な取引につながり得る兆候を早期に把握し、重大な問題へ発展する前に適切な対応を図ることの重要性も高まっている。もっとも、企業活動の多様化・複雑化が進む中で、不祥事の発生をルールや監督だけによって完全に防止することは困難である。そのため、上場会社自身による自律的なガバナンスの実践や、内部管理体制等の強化を通じた未然防止に向けた取組みが従来以上に重要となっている。

自主規制業務は上場規則に基づいて対応を行うこととなるが、発生しうる全ての事象をあらかじめルール化して定めておくことは不可能である。実際には、不祥事の多くが、経営陣の意識、組織風土、コミュニケーション不全、リスク認識の不足といった形式的な規則だけでは捉えにくい要因を背景として発生している。また、市場環境や企業活動の変化に伴い、形式的な規則と実態との間に新たな課題が生じることもある。そのため、不祥事の未然防止のためには、ルールに基づく規律付けだけでなく、市場関係者が共通の行動原則を共有し、自律的な取組みを進めることも重要となる。

本章では、上場会社による不祥事を未然に防止するための当法人の取組みの一部について

38) 例えば、上場後、上場適格性に懸念が生じるような事業内容の大幅な変更を行う事例に関して、東証では過度な規制とならないよう十分留意しつつ、投資者保護を適切に図っていくための方策を検討している。東証「スタンダード市場における今後の対応」(2026年2月18日)(<https://www.jpx.co.jp/equities/follow-up/nlsgeu000006gevo-att/t13vrt000000nj9r.pdf>) 4-5頁を参照のこと。また、小規模な上場会社において、特定の株主により支配権・経営権の取得、新規事業の開始等の企業内容の大幅な変更が行われる事例に関して、東証では、上場適格性に重大な懸念が生じるときに、新規上場審査に準じた審査を速やかに行う制度を新設することを検討している。東証「投資家保護の観点から問題のある事例への対応について」(2026年8月6日)(<https://www.jpx.co.jp/equities/follow-up/nlsgeu000006gevo-att/t13vrt000001rh2s.pdf>)を参照のこと。

概説する。

1. 上場会社との対話及び情報収集

当法人では、不祥事につながり得るリスクや兆候を早期に把握し、上場会社による自主的な改善を促す取組みとして、上場会社との対話や市場関係者からの情報収集を通じて、不祥事の未然防止及び早期発見に向けた活動を行っている。その代表的な取組みが、訪問型モニタリング活動及び情報提供窓口の設置である。

(1) 訪問型モニタリング

訪問型モニタリングは、当法人の担当者が上場会社を訪問し、経営陣、管理部門、監査役等、内部監査部門及び会計監査人等との対話を通じて、事業の状況、ガバナンス体制及び内部管理体制の状況等を確認する取組みである³⁹⁾。

モニタリングの対象となる会社は、適時開示情報、有価証券報告書、コーポレート・ガバナンス報告書、財務状況、会計監査人の異動状況、コーポレート・アクションの内容等を総合的に勘案して選定される。

もっとも、モニタリングの目的は、上場規則違反の有無を調査し処分を行うことではない。実施にあたっては、当法人から上場会社に対し、事業や内部管理体制について意見交換を行う旨を説明した上で実施することとされており、その主眼は、内部管理体制上の懸念やリスクを把握し、必要に応じて取引所の視点を伝え、問題の未然防止や自発的な改善を促す点にある。

実際のモニタリングでは、適時開示体制、財務報告に係る内部統制、会計監査人との連携状況、内部通報制度の運用状況、予算管理の状況、グループ会社管理の状況、経営者や主要株主の異動後のガバナンス体制等について、会社の状況に応じた確認が行われている。さらに、監査役等や内部監査部門との対話を通じて、経営陣からは見えにくいリスクや課題を把握することにも努めている。

他方で、上場会社との対話のみでは把握できない問題も存在する。そのため当法人では、市場関係者からの情報収集を目的として情報提供窓口も設けている。

(2) 情報提供窓口

上場会社に生じている問題やリスクの兆候は、必ずしも適時開示資料や有価証券報告書等の公表情報のみから把握できるとは限らない。特に、不適切な会計処理、内部管理体制上の

39) 当該制度を実施する根拠は、上場規程第415条（会社情報に係る照会事項の報告及び開示）と整理している。

問題、不適切な取引等については、上場会社の内部関係者や取引先その他の関係者が保有する情報によって初めてその存在が明らかになる場合も少なくない。

このため、当法人では、日本取引所グループのウェブサイト上の情報受付窓口⁴⁰⁾、書簡及び電話等を通じて、上場会社の上場適格性に関する情報提供を受け付けている。これらの情報提供窓口は、単に規則違反の有無を確認するためのものではなく、上場会社による不適正開示その他の問題を未然に防止し、又は早期に発見・是正することを目的として運営している。

提供された情報については、その内容や具体性、客観的事実との整合性、情報提供者の属性等を踏まえて信憑性や重要性が検討される。その結果、投資者保護又は上場規則上の観点から確認が必要と判断された場合には、上場会社への照会、ヒアリングその他の事実確認が行われることになる。

また、情報提供窓口においては、情報提供者の保護にも十分配慮している。情報提供を端緒として事実確認等を実施する場合であっても、情報提供者の氏名、所属その他特定につながる情報は原則として開示されず、必要最小限の範囲で情報が利用されることとしている。さらに、金融商品取引法上の守秘義務等の観点から、個別の情報提供に対する対応状況や調査の有無、結果等について回答は行われていない。

近年の不祥事例をみても、内部通報、取引先からの指摘、報道機関による調査報道などが問題発覚の端緒となる事例は少なくない。情報提供窓口は、公表情報のみでは把握困難なリスクや問題の兆候を収集するための重要なチャネルであり、不祥事の早期発見及び未然防止を支える仕組みの一つである。

2. プリンシプル・ベースのアプローチ

前述の訪問型モニタリングや情報提供窓口は、不祥事につながり得るリスクや兆候を早期に把握し、上場会社に改善を促すための取組みである。他方で、不祥事の未然防止を図るためには、こうした外部からの働きかけだけでは十分とはいえない。

不祥事の多くは、組織風土、経営者の姿勢、コミュニケーション不全など様々な要因が複合的に作用することによって生じる。また、市場環境や企業活動が絶えず変化する中で、将来発生し得る全ての問題をあらかじめルールとして定めておくことも現実的ではない。

そのため、市場の信頼性を維持するためには、法令や取引所規則による規律付けに加え、上場会社をはじめとする市場関係者が、市場参加者として期待される行動原則を共有し、それぞれが自律的な判断と行動を行うことも重要となる。こうした考え方が、いわゆる「プリ

40) 日本取引所グループ「上場会社の上場適格性に関する情報受付窓口」(<https://www.jpx.co.jp/regulation/mail/disclosure/index.html>) (2026年7月22日時点)

ンシプル・ベース」のアプローチである。

このような観点から、当法人では、不公正な資金調達の防止、不祥事発生時の適切な対応及び不祥事の未然防止といった上場管理上の重要なテーマについて、市場関係者に広く共有されるべき行動原則として、「エクイティ・ファイナンスのプリンシプル」、「上場会社における不祥事対応のプリンシプル」及び「上場会社における不祥事予防のプリンシプル」を公表している⁴¹⁾。

これらのプリンシプルは、法令・上場規則等のルールとは異なり、上場会社や市場関係者の行動を一律に拘束するものではないため、仮にプリンシプルの充足度が低い場合であっても、規則上の根拠なしに上場会社に対する措置等が行われることはないものの、自主規制業務の過程で、各プリンシプルに示された基本的な考え方に沿って上場会社や市場関係者との対話を行うという形で活用している。

(1) エクイティ・ファイナンスのプリンシプル⁴²⁾

当法人は、エクイティ・ファイナンスの品質向上を目的として、2014年10月に「エクイティ・ファイナンスのプリンシプル」を公表している。これは、企業価値の向上、既存株主利益への配慮、市場の公正性及び信頼性の確保、適時適切な情報開示という4つの観点から、市場関係者が共有すべき基本原則を示したものである。

(2) 不祥事対応のプリンシプル⁴³⁾

また、2016年2月には「上場会社における不祥事対応のプリンシプル」を公表している。同プリンシプルは、根本原因の解明、適切な調査体制の構築、実効性の高い再発防止策の策定、迅速かつ的確な情報開示という4つの原則によって構成されている。

不祥事が発生した場合には、表面的な対応に終始するのではなく、その背景にある根本原因を把握し、適切な調査及び再発防止策の策定を通じて市場からの信頼回復を図ることが重要であるとの考え方を示したものである。

(3) 不祥事予防のプリンシプル⁴⁴⁾

さらに、2018年3月には「上場会社における不祥事予防のプリンシプル」を公表している。

41) 本稿では各プリンシプルの概要の説明にとどめているため、詳しくは日本取引所グループにて公表された資料等 (<https://www.jpx.co.jp/regulation/listing/index.html>) を参照されたい。

42) 日本取引所グループ「エクイティ・ファイナンスの品質向上」 (<https://www.jpx.co.jp/regulation/listing/equity-finance/index.html>) (2026年7月22日時点)、当法人「エクイティ・ファイナンスの品質向上に向けて」(2014年10月1日)。

43) 日本取引所グループ「上場会社における不祥事対応のプリンシプル」 (<https://www.jpx.co.jp/regulation/listing/principle/index.html>) (2026年7月22日時点)、当法人「『上場会社における不祥事対応のプリンシプル』の策定について」(2016年2月24日)。

同プリンシプルは、実態把握、使命感に裏付けられた職責の全う、双方向のコミュニケーション、不正の芽の察知と機敏な対処、グループ全体を貫く経営管理、サプライチェーンを展望した責任感という6つの原則から構成されている。

その特徴は、不祥事発生後の対応ではなく、不祥事を生じさせない組織風土やガバナンスの構築に着目している点にある。

3. 内部統制強化・不祥事予防に向けたハンドブック

(1) ハンドブック刊行の趣旨

当法人は、上場会社の規則違反等に対する審査業務を通じて、不祥事が発生した会社の策定した再発防止策の内容や実施状況等の情報に多数接してきた。再発防止策は、信頼回復と企業価値再生に向け、第三者委員会等の提言や、各社の検討を経て慎重に策定されるものである。また、再発防止策は弥縫的な対応に留まらず、内部統制の抜本的な強化を目指すものである。不祥事の原因や態様は事案ごとに異なるものの、その背景には、コンプライアンス意識の低下、権限の過度な集中、監督機能の不全、内部監査の脆弱性、グループ会社管理の不足など、共通した課題が認められることも少なくない。そのため、再発防止策には、当該不祥事を発生させた会社のみならず、他の会社にとっても参考となる実務上の知見が多く含まれている。

上記の背景から、再発防止策を広く共有することは、上場会社の内部統制強化及び資本市場の信頼性向上に資すると考え、当法人は内部統制強化・不祥事予防に向けたハンドブック（以下「ハンドブック」）を刊行した⁴⁵⁾。

(2) ハンドブックの内容⁴⁶⁾

ハンドブックは、再発防止策を不祥事の原因やその目的ごとに分類し、ポイントを紹介することで、上場会社の中長期的な企業価値向上を支える内部統制の強化に資することを目的としている。ハンドブックでは、2022年4月から2025年3月までの期間に、東証が措置を実施した上場会社を主な対象として⁴⁷⁾、各社が策定した再発防止策を以下の14つの原因に基づき分類している。

44) 日本取引所グループ「上場会社における不祥事予防のプリンシプル」(<https://www.jpx.co.jp/regulation/listing/preventive-principles/index.html>) (2026年7月22日時点)、当法人「『上場会社における不祥事予防のプリンシプル』の策定について」(2018年3月30日)。

45) ハンドブックは日本取引所グループのホームページにて閲覧用ファイルを公開している (<https://www.jpx.co.jp/regulation/listing/handbook/index.html>)。

46) 本稿ではハンドブックの内容に関しては概要の説明にとどめているため、詳しくはハンドブック及び能登あゆこ「『内部統制強化・不祥事予防に向けたハンドブック』の概要」経理情報 No.1772 (2026年) 28頁以下等を参照されたい。

- ① コンプライアンス意識の欠如
- ② 会計知識等の欠如・不足
- ③ 業務プロセス上の不備
- ④ 適時開示体制の不備
- ⑤ 不適切な予算策定・予算管理プロセス
- ⑥ 特定の人物への権限集中
- ⑦ 管理部門の脆弱性
- ⑧ 取締役会の形骸化・監督機能の不備・不十分な発揮/取締役間相互の監視・けん制機能の不備・不十分な発揮
- ⑨ 監査役会・監査等委員会・監査委員会による監査機能の不備・不十分な発揮
- ⑩ 内部監査の実効性欠如、体制の不備、機能の不備・不十分な発揮
- ⑪ 会計監査人とのコミュニケーション不全
- ⑫ 内部通報制度の形骸化・不備
- ⑬ グループ会社の管理体制の不備、管理機能の不備・不十分な発揮
- ⑭ その他

また、各原因について、実際に上場会社が策定した再発防止策を分析し、その内容を「組織体制の見直し」、「業務プロセスの改善」、「研修・教育の実施」、「情報共有やコミュニケーションの強化」、「監査機能の強化」などの切り口から整理している。

その特徴は、単に再発防止策を列挙するのではなく、「どのような原因に対して、どのような対応が有効と考えられるのか」という関係性を整理している点にある。不祥事の原因と再発防止策との対応関係を可視化することによって、上場会社が自社の内部統制やガバナンス体制を点検する際の参考資料として活用できる構成となっている。

(3) ハンドブックの意義

近年の不祥事例をみると、その多くは単一の原因によって発生しているわけではない。例えば、経営陣による過度な利益追求、管理部門の人員不足、取締役会による監督機能の不十分な発揮、内部監査の形骸化など、複数の問題が相互に影響しながら不祥事につながるケースが少なくない。また、不祥事が発生していない上場会社においても、同様のリスクが潜在的に存在している可能性がある。したがって、不祥事が発生した会社の再発防止策は、必ずしも特定の会社だけに関係するものではなく、多くの上場会社に共通する課題への示唆を含んでいると考えられる。

47) 措置を実施していない会社や、期間外に措置を実施した会社の再発防止策も一部掲載。

ハンドブックの意義は、このような知見を個別事案での対応にとどめることなく、市場全体で共有する点にある。上場会社においては、自社で不祥事が発生した後に対応を検討するだけではなく、他社事例から得られた教訓を活用しながら、自社の内部統制やガバナンス体制を平時から点検することが可能となる。

当法人では、ハンドブックは、不祥事対応のための資料というよりも、不祥事予防のための資料として位置付けている。近年の上場管理業務においては、不祥事発生後の適切な対応に加え、不祥事につながり得るリスクや兆候を早期に把握し、その発生を防止することを重視している。ハンドブックは、こうした未然防止型の上場管理を支える取組みの一つとして、上場会社による自律的なガバナンス強化及び内部統制の向上を後押しする役割を果たしているといえよう。

4. 上場管理業務における不祥事予防の取組みの意義

近年の上場会社を取り巻く環境は急速に変化しており、不祥事の背景や態様も多様化・複雑化している。そのため、不祥事が発生した後に調査や措置を講じることは引き続き重要であるものの、それだけでは投資者保護や市場の信頼性確保の観点から十分とはいえない場面も増えている。

近時の上場管理では、不祥事や内部管理体制上の問題が顕在化する前の段階で、その兆候やリスクを把握し、改善を促す観点から、当法人は、訪問型モニタリングや情報提供窓口の運営を通じて問題の早期把握に努めるとともに、各種プリンシプルやハンドブックの公表を通じて上場会社による自律的なガバナンスの強化を支援している。また、当法人では上場会社向けセミナー⁴⁸⁾等を通じ、近時の不祥事例や内部統制上の留意事項について知見の共有にも取り組んでいる。

もっとも、不祥事の発生を外部からの規制や監視によって完全に防止することは困難である。最終的には、上場会社自身が企業価値向上とガバナンス強化を両立させるとの意識を持ち、自社のリスクを適切に把握しながら内部統制を機能させることが重要となる。

不祥事予防の取組みは、上場会社に新たな負担を課すためのものではなく、持続的な成長と市場からの信頼確保につながる取組みである。上場管理業務においても、不祥事発生後の対応と未然防止の双方を通じて、市場の公正性及び信頼性を確保していくことが求められている。

48) 当法人が過去に実施したセミナー等の情報については、日本取引所グループ「セミナー・イベント」(<https://www.jpx.co.jp/regulation/seminar/01.html>) (2026年7月22日時点)を参照のこと。

V. 終わりに

近年の上場会社を巡る不祥事を振り返ると、その態様はますます多様化・複雑化している。従来のような単独企業内の不正にとどまらず、子会社を含むグループ全体に及ぶ会計不正、M&A後の統制不全、経営トップによる過度な業績プレッシャーを背景とする不適切行為など、企業経営の構造そのものに原因が存在するケースも少なくない。また、事業の多角化や事業モデルの高度化によって企業活動が急速に変化する中、従来の内部統制やガバナンス体制が現実のリスクに十分対応できているのかという新たな問いも生じている。

他方で、東証による市場改革以降、上場会社には資本効率の向上や持続的成長への取組みが強く求められている。コーポレート・ガバナンス改革は、本来、企業価値向上を実現するための取組みである。他方で、事業ポートフォリオの見直しやM&A等を含めた成長戦略を進めるに当たっては、それを支える内部統制やリスク管理体制も同時に強化される必要がある。企業価値向上とガバナンス強化は相反するものではなく、両者が車の両輪として機能して初めて持続的な成長が実現するものと思われる。

本稿で概観した当法人の上場管理業務は、上場廃止審査や特別注意銘柄制度などを通じて市場の規律維持を担うものであるが、その意義は単なる違反行為への制裁ではない。重要なのは、上場会社に対して内部管理体制の改善やガバナンス向上を促し、市場の信頼を維持・強化していく点にある。また、不祥事対応や不祥事予防に関する各種プリンシプルやハンドブックの公表は、ルールによる規律付けだけでは対応しきれない領域に対し、市場参加者の自律的な行動を促す取組みである。

今後も市場環境や経営課題は変化を続け、不祥事の形態も変わり続けるであろう。しかしながら、投資者保護と市場の公正性・信頼性を確保するという自主規制の使命は不変である。市場運営者、自主規制法人、上場会社、投資者、監査法人といった市場参加者がそれぞれの役割を果たしながら、市場に対する信頼を維持していくことが、我が国資本市場の持続的な発展にとって不可欠である。その意味において、不祥事対応とは過去の問題への対処ではなく、将来の市場の信頼を守るための不断の営みであるといえよう。

以上

(日本取引所自主規制法人 専務理事)