

西武鉄道、上場廃止決定

制度調査部
吉川 満

日本テレビとの差は？

【要約】

東京証券取引所は最近、次の二件の相反する決定を行った。

11月16日、西武鉄道の上場廃止を決定した。

11月19日、日本テレビ放送網の上場継続を決定した。

上場廃止と上場継続を分けたのは、要するに次のようなポイントと思われる。

虚偽記載により上場基準、もしくは上場廃止基準を潜脱していたなら上場廃止。

虚偽記載に関連して（たとえ虚偽記載を解消するためであっても）証券取引法の禁ずる違法取引を行っていたら上場廃止。

有価証券報告書以外（例えば株式大量保有報告書）での開示状況、発覚後の捜査・調査への協力状況も重要な判断要因となる。

A1．西武鉄道の上場廃止が決まったと聞いた。突然のことで事実もよくつかんでいないのだが。

Q1．

東京証券取引所は11月16日、西武鉄道株の上場廃止を決定し、同日夕刻これを発表した。西武鉄道株は11月17日整理ポストに移され、12月16日まで整理ポストで取引された後、12月17日に上場廃止となる。

その後は西武鉄道株は当面、非公開株となる。証券会社は非公開株を積極的に勧めてはいけなないので、取扱いを止める所が多いだろう。株主は西武鉄道株を換金したい場合、自分で買い手を探さなければいけなくなる。流動性は大幅に低下するから、価格は従来よりも大きく下がるだろう。ただし株価ゼロにはならない。不祥事があっても西武鉄道は存続するし、株を持っていれば配当は受け取れる。

西武鉄道は東証を上場廃止になった直後、ジャスダックへの上場換えを目指すと発表した。しかしこれは当面難しそう。西武鉄道、ないしコドは、虚偽記載が内部発覚した後公表前に西武株を処分している。これがインサイダー取引に当たる可能性が大とされるが、まだその処理が終わっていないからである。現にジャスダックの社長も、出資者である日本証券業界の会長も、事件後矢張り早くに厳しい態度を表明している。投資家が西武鉄道株を持ち続ける場合は、少なくとも2・3年は非公開株のままであることを覚悟する必要があるだろう。

Q2．虚偽記載があれば必ず上場廃止なのか？厳しすぎる気もするが。

A2．

投資家は自己責任で投資の意思決定を行う。その投資家に偽りの情報を提供するのだから責任が重いのである。しかし、常に上場廃止になるわけではない。現に東京証券取引所は11月19日、ほぼ同時期に虚偽開示が発覚した日本テレビ放送網について、上場継続の決定を行った。どういう場合に上場廃止になり、どういう場合は上場継続が認められるかについては両者の比較が必要である。

（ 図表1参照 ）

図表 1 上場継続と上場廃止を分けるもの

	日本テレビ放送網	西武鉄道
東証が管理ポストに移管した日	平成 16 年 11 月 5 日	平成 16 年 10 月 13 日
上場廃止ないし上場継続が決定した日	平成 16 年 11 月 19 日	平成 16 年 11 月 16 日 上場廃止は 12 月 17 日
誰名義が使われたか	親会社前会長	親会社前会長
実際の比率はどうか	親会社 8.4%、前会長 6.3%となっていたが、前会長の保有分も親会社が実質保有 グループ企業全体（他に 2 社）で N 放送株を 17% 保有	親会社 64.83%（88.57%）、前会長役 0.09%となっていたが、前会長の保有分も親会社が実質保有 グループ企業全体で S 鉄道株を 88.57% 保有
名義貸しはいつから行われたか	1971 年に元社長が就任した際、社長が株式を全く持っていなかったため、格好がつかないと考え慣行が始まった	少なくとも昭和 32 年には名義貸しが始まっていた。 元 No.1 から前 No.1 に相続が行われたとき、相続税負担を軽くするため、名義分散が急増し、これまで続いたのでないか
複合してインサイダー取引は行われたか	行われなかったのではないかとと思われる	事態内部発覚後に行われたの見方が強い
複合して相場操縦は行われたか	行われなかったのではないかとと思われる	不明、仮にしたとしても実証は難しい
株式大量保有報告書では正しい開示が行われていたか	行われていた。そのため正しい開示を行っている株式大量保有報告書と虚偽表示をしていた有価証券報告書に差が生じていた	行われていなかった

注目点が多いが、上場廃止と上場継続を分ける要点は、要するに次の三点と思われる。

虚偽記載により上場基準、もしくは上場廃止基準を潜脱していたなら上場廃止。

虚偽記載に関連して（たとえ虚偽記載を解消するためであっても）、証券取引法の禁ずる違法取引を行っていたら上場廃止。

有価証券報告書以外（例えば株式大量保有報告書）での開示状況、発覚後の捜査・調査への協力状況も重要な判断要因となる。

西武鉄道は、、、とも否定的な答とならざるを得ない。それに対して日本テレビ放送網は、、、とも上場廃止は必要ない、という答になる。西武鉄道と日本テレビ放送網の明暗を分けたのは、この点であったと考える。

Q 3 . 東京証券取引所はどう対応しようと考えているのか？失われた投資家の信頼を取り戻すのは大変なことだ。

A 3 .

その通りだ。迅速かつ徹底的に手を打つ必要がある。東京証券取引所は 11 月 17 日には、「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」と題する、上場制度の見直し案を発表した。とりあえず初動のスピードの面では合格だ。けれども、他の取引所も同様の規則を採用するのでなければならぬし、場合によっては法律・政令の改正を伴うより大規模な措置が必要になるかもしれない。

（ 図表 2 参照 ）

図表 2 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

<p>・趣旨</p> <p>・概要</p> <p>1. 開示書類等の信頼向上</p> <p> 上場会社の誠実な業務遂行に関する基本理念</p> <p> 適時適切な情報開示に関する宣誓</p> <p> 有価証券報告書等の適正性に関する確認書</p> <p> 公認会計士等</p> <p>2. 会社等の会社情報の適時開示ルール等の見直し</p> <p>3. 少数特定者持株数に係る基準</p> <p>4. 財務諸表等の虚偽記載に係る基準の見直し</p> <p>5. 株式事務代行機関の設置</p> <p>6. コーポレート・ガバナンスの充実に向けた啓蒙活動</p> <p>・実施時期（予定）</p> <p> 平成 17 年 1 月初旬</p>
--

「見直しにいて」では特に .1. 、 が注目されている。 は代表取締役もしくは代表執行役は異動の時もしくは 5 年ごとに、適時適切な情報開示を宣誓しなければならないという案である。 は有価証券報告書提出時に、会社の代表に「有価証券報告書等の記載内容の適正性に関する確認書」の提出を求めるというものである。トップが自ら宣誓した以上、「会計担当者のしたことだから、自分は知らない」と逃げることはできなくなる。

Q 4 . しかし、技術的な面だけで事がすむのか？根本的な治療をしないとまた同様の問題が姿を変えて再発するのではないか？

A 4 .

これもその通りだ。今回の問題で問われたのは基本的にはコーポレート・ガバナンスの問題である。わが国では、社外の経営者が入るのは効率性が悪すぎる、との主張が強い。しかし今回明らかになったのは、「内部」の経営者・スタッフだけで固めてしまって、責任の所在もはっきりしなくなっている企業の異常な姿である。「準内部」の会計士も機能しなかった。やはり「社外」の視点をできるだけ経営内部に取り込まねばならない。

同時に内部統制の重要性も改めて強調された形だ。経営トップは重要な情報が自分のもとに確実に届くような体制を作らなければならない。それはトップの責任なのである。とまれ今回の事件で、日本の資本市場がまた一つ前進する機会が与えられたことは間違いない。「聖域なき改革」の言葉が実感される。