

上場廃止銘柄の流通促進 のための制度整備の報告書

制度調査部
金本 悠希

投資勧誘規制を緩和し、事務処理負担を軽減した銘柄制度の創設を提言

【要約】

11月21日、日証協のワーキング・グループが「上場廃止銘柄の円滑な流通を促進するための制度整備について」と題する報告書を公表した。有価証券報告書等の虚偽記載により上場廃止となったライブドア等で、上場廃止後も換金の場が必要という議論を受けて検討を行ったものである。

報告書は、現状において上場廃止銘柄の受皿となっている、グリーンシート銘柄制度のフェニックス区分を基本としつつも、証券会社に対する投資勧誘規制を緩和し、受渡決済の事務処理負担を軽減した新たな銘柄制度を創設することを提言している。

また、報告書は、状況に応じて、上場廃止を決定した銘柄についても、金融商品取引所で換金の場を拡大することも提言している。

1. はじめに

2007年11月21日、日本証券業協会（以下、日証協）に設けられた「取引所上場廃止銘柄等の流通に関する制度整備ワーキング・グループ」が、「上場廃止銘柄の円滑な流通を促進するための制度整備について」と題する報告書を公表した。

近年、多数の株主を抱える上場会社が、有価証券報告書の虚偽記載などの開示体制の不備などで上場廃止となる事例が見られる。上場廃止されると株主はその株式の換金が非常に困難となるため、上場廃止に伴う換金の場の必要性などが議論されている。この報告書は、取引所上場廃止銘柄を保有株主に対し、投資家保護を図りながら換金の場を整備するとともに、上場廃止企業の再生を援助できる仕組みを整備することを目指したものである。本稿では、この報告書について解説する。

2. 報告書公表の背景

(1) 上場廃止銘柄の換金の場の必要性

2004年の西武鉄道、2006年のライブドアなど、近年、多数の株主を抱えながら、ディスクロージャー体制の不備などにより上場廃止となるケースが見られる（次ページ図表1参照）。

上場廃止されても株式の売買自体ができなくなるわけではないが、實際上、上場廃止されると、株主は株式の売却が非常に困難になるため、各方面で換金の場の必要性が議論されている。

図表1 主な上場廃止銘柄の上場廃止前後の株主数の推移

銘柄名	上場廃止日	発行済み株式総数 (上場廃止日直近)	株主数					上場廃止理由
			上場廃止直前期末現在			直近期末		
			総株主数	(内個人投資家)	対象期	総株主数	(内個人投資家)	
ミサワホーム九州	H19. 1.29	7,370,600	182	97	H18. 3期	105	62	取引所が影響が重大と認める虚偽記載
TTGホールディングス	H19. 1. 7	51,427,869	5,369	5,299	H18. 3期	1,356	1,331	取引所が影響が重大と認める虚偽記載
ペイントハウス	H18. 7. 9	1,554,125	6,497	6,452	H17. 8期	1,279	1,269	債務超過及び取引所が影響が重大と認める虚偽記載
ライブドア	H18. 4.14	1,049,138,695.53	220,219	218,775	H17. 9期	132,550	131,732	取引所が影響が重大と認める虚偽記載及び公益・投資者保護
ライブドアマーケティング (現 メディアイノベーション)	H18. 4.14	7,976,705.01	17,060	16,892	H17.12期	7,330	7,268	公益・投資者保護のため
ノース	H17.11.15	39,712.20	3,284	3,216	H17. 9期	-	-	取引所が影響が重大と認める虚偽記載及び取引所が影響が重大であると認めた監査意見不表明
日本エルエスアイカード	H17. 7.29	11,959.90	437	403	H17. 3期	-	-	取引所が影響が重大であると認めた監査意見不表明
カネボウ (現 海岸ベルマネジメント)	H17. 6.13	512,835,576	50,592	50,013	H17. 3期	91,035	90,913	取引所が影響が重大と認める虚偽記載及び取引所が影響が重大であると認めた監査意見不表明
大出産業	H17. 1.13	2,040,000	115	106	H16. 3期	98	89	株主数基準及び開示が不適切と認められること並びに法令違反その他の事由により登録銘柄として不適当
駿河屋	H17. 1. 7	20,000,000	2,225	2,163	H16. 3期	1,890	1,845	公益・投資者保護
アソシエント・テクノロジー	H17. 1. 2	14,392	3,873	3,809	H16. 7期	1	0	有価証券報告書提出遅延 (H17.12.1 ウッドランドが完全子会社化)
伊豆箱根鉄道	H16.12.26	1,280,000	889	866	H16. 3期	1,010	986	公益・投資者保護
西武鉄道	H16.12.17	433,304,640	6,887	6,613	H16. 3期	1	0	取引所が影響が重大と認める虚偽記載及び公益・投資者保護(H18.3.1 西武ホールディングスが完全子会社)
丸石ホールディングス(注)	H16. 9. 4	149,793,398	7,986	7,838	H15.11期	-	-	公益・投資者保護
信貴造船所	H16. 8. 2	2,000,000	289	252	H15. 9期	170	139	時価総額基準抵触
太陽毛織紡績	H16. 8. 2	3,589,000	356	336	H15. 9期	214	201	時価総額基準抵触
ニッソー	H16. 8. 2	7,162,000	707	662	H16. 3期	-	-	時価総額基準抵触
小松ストアー	H16. 8. 1	3,780,000	176	125	H16. 3期	145	106	流動性基準抵触
メディア・リンクス	H16. 5. 1	46,560	1,782	1,746	H15. 3期	-	-	5年以内に改善報告書を3回提出することとなったため
プラス・テック	H16. 3. 1	12,000,000	1,921	1,879	H15. 3期	992	961	時価総額基準抵触
岐セン	H16. 3. 1	7,056,000	726	684	H15. 3期	721	682	時価総額基準抵触

(各社の有価証券報告書及び会社内容説明書より作成)

(注) 1. 会社再編等以外の理由で上場廃止となったもののうち、虚偽記載等により上場廃止となったものを中心に抽出した。
2. 丸石ホールディングスとして有価証券報告書が提出されていないため、丸石自転車のデータを用いている。

(出所) 日本証券業協会ホームページ

たとえば、金融審議会の下に設置された「我が国金融・資本市場の国際化に関するスタディグループ」が2007年6月に公表した中間報告では、「非上場株のうち、上場廃止銘柄の上場廃止後の取引の場を確保することは、株主保護や上場廃止企業の再チャレンジの観点から重要な課題である」と述べられている。

また、日証協に設置された「今後の金融・資本市場のあり方を考える懇談会」の中間報告においても、「日証協では、上場廃止となった株式について、上場廃止後であっても個人投資家が円滑に換金できる制度の整備を進める必要がある」と述べられている。

これらの問題意識を受けて、日証協に「取引所上場廃止銘柄等の流通に関する制度整備ワーキング・グループ」が設けられた。

(2) 上場廃止銘柄の現状の受皿制度の問題点

(ア) フェニックス区分の指定状況

現状では、上場廃止銘柄に関して、まったく流通制度がないわけではなく、日証協が運営するグリーンシート銘柄制度の中にフェニックス区分が存在している。しかし、上場廃止の理由が有価証券報告書等の虚偽記載である銘柄などについては、現状のフェニックス区分がその換金の場として機能することは、以下の理由から実際上困難である。

(フェニックス区分銘柄を含む)グリーンシート銘柄として届出を行うには、直前2事業年度の有価証券報告書(又は会社内用説明書)記載の財務諸表に対する監査意見が適正(又は適法)であることが必要

上場廃止の理由がディスクロージャー体制の不備等である場合には、フェニックス区分のグリーンシート銘柄として届出をするためには、ディスクロージャー体制の不備等が改善、整備及び解消されていることが必要

実際、現在フェニックス区分指定銘柄は、図表2の7銘柄であり、上場廃止理由が有価証券報告書等の虚偽記載であるものはない。

図表2 フェニックス区分指定銘柄の売買状況

(単位:1株、千円)

	前市場	上場廃止理由	売買高	売買代金	値付率
太陽毛絲紡績(株)	JQ	時価総額基準	35,000	2,294	5%
チッソ(株)	東一	債務超過	14,962,000	1,694,588	85%
プラス・テック(株)	東二	時価総額基準	182,000	4,486	8%
太平洋化学製品(株)	東二	資本金不足	20,000	2,922	10%
(株)信貴造船所	JQ	時価総額基準	52,000	5,570	3%
オリエント時計(株)	東二	債務超過3期連続	528,000	87,178	27%
三国商事(株)	東二	債務超過3期連続、資本金不足	149,000	20,120,000	4%
(参考) グリーンシート全体			16,066,392	3,129,898,827	

(協会HP公表データに基づき作成)

(注)1. 売買高、売買代金、値付率は2006年(暦年)の合計データ

2. チッソについては、東証一部廃止後フェニックス区分に指定されるまでの間、店頭売買有価証券市場において、店頭管理銘柄として登録されていた。

(出所)日本証券業協会ホームページ

(イ)フェニックス区分の売買状況

フェニックス区分に指定された銘柄は、上場時の売買高と比較して著しく低調である。その原因として、報告書は、以下の3点を指摘している。

グリーンシート銘柄制度の知名度の低さ
 グリーンシート銘柄の投資勧誘を行うためのハードルの高さ
 受渡決済の事務処理負担

は、具体的には、グリーンシート銘柄の投資勧誘を行うには取扱会員にならないこと、および取扱会員は、継続的な気配提示義務と、発行会社に対する開示指導義務が課せられていることを指している。

また、 は、グリーンシート銘柄は証券保管振替機構で取り扱われていないため、受渡決済の事務処理負担が重くなっていることを指している。

3 . 上場廃止後の新しい換金制度の基本設計

報告書は、以上の問題意識を受けて、上場廃止銘柄の新しい換金制度として、従来のグリーンシート銘柄制度のフェニックス区分を独立させ¹、「フェニックス銘柄制度(仮称)」として新たに創設することを提言している。これは、基本的には現在のグリーンシート銘柄制度のフェニックス区分と同様だが、以下の点がポイントである。

直前1期の財務諸表に対する監査意見が適正であること(現在は直前2期)を条件とする
 原則として、証券保管振替機構での取扱いを条件とする
 グリーンシート銘柄の投資勧誘を行うためのハードルを低くする
 タイムリーディスクロージャー規制の維持

については、換金の場としての機能の追求を徹底すれば、監査意見が不適正である銘柄を扱うという選択肢も考えられる。しかし、報告書では、「実際にグリーンシート銘柄の売買を行っている者のほとんどが個人投資家であることに鑑みると、上場廃止銘柄とはいえ、有価証券報告書に対する監査意見が示されない、又、監査意見が示されたとしても不適正・不適法であるような銘柄を一律的に取り扱うことは、引き続き適当ではないとの結論に至った」とされている。

については、現在のフェニックス区分の受渡決済の事務負担を緩和するものである。

¹ 報告書では、グリーンシート銘柄制度が元々対象としている上場予備軍とも言える中堅、ベンチャー企業と、上場廃止銘柄とは、株主数を含めた企業規模などの点で大きく異なるため、グリーンシート銘柄制度から上場廃止銘柄を切り離す必要があるということが指摘されている。

は、具体的には、売却の投資勧誘については、取扱会員であるか否かを問わず可能とすることが述べられている。ただし、買付の投資勧誘については、取扱会員であることが必要とされ、取扱会員には継続的な気配提示と発行会社に対する開示指導が義務付けられるのは現行の制度と同じである。

については、新しい制度でも、投資者保護の観点から、現在のグリーンシート銘柄制度と同様に、タイムリーディスクロージャー規制が維持されることとされる。

4 . 金融商品取引所における売買制度を活用した換金機会の拡大の要請

報告書は、3で述べたように新しい換金制度を創設するだけでなく、状況に応じて、上場廃止を決定した銘柄についても、金融商品取引所で換金の場を拡大することも提言している。具体的には、「例えば、現在、最長一ヶ月となっている各金融商品取引所の整理ポストへの割当期間について、上場廃止を決定した銘柄の規模、売買状況等を勘案した弾力的運用を行うことにより、株主の換金機会を拡大する」ことを検討するよう要請としている。

また、「上場廃止による影響の重大性を踏まえ、自市場における廃止基準の適切な運用や見直し、制裁措置の多様化に向けた一層の努力を求める」としている。