

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

- 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・グループ報告書 -

平成 19 年 11 月 21 日
日本証券業協会

「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」委員名簿

平成 19 年 11 月
日本証券業協会

委員

辛 島 利 泰	(野 村 證 券	グロ-バル・マ-ケツ企画部次長)
川 西 康 夫	(大和証券I&Mビ-シー	コーポレート・ファイナンス第二部 I B 統括室上席次長)
楠 誠 晃	(み ず ほ 証 券	エクイティ企画部部長)
雑 賀 基 夫	(松 井 証 券	コンプライアンス部長)
志 村 実	(ディ-・ブレイン証券	取締役総務本部長)
高 橋 京 子	(ゴ-ルトマン・サックス証券	証券コンプライアンス部 クァイス・フ-レシ-テ-ント)
野 村 泰 雄	(未 来 証 券	引 受 部 長)
橋 本 康 弘	(日 本 証 券 代 行	証券業務部副部長兼 P T S 業務室長)
藤 木 恭 介	(日興シテイク-フ-証券	エクイティ本部ディレクター)
水 田 徹	(三 菱 U F J 証 券	リ-ガル・イクセ-キューション部部長)
無 津 呂 浩 之	(新 光 証 券	エクイティ部営業サホ-ト室 市 場 業 務 課)
森 本 敏 喜	(岡 三 証 券	商 品 運 用 部 ジェネラルマネージャー)

オブザーバー

足 立 伸	(ジャスタック証券取引所	執行役 (企画部担当))
伊 藤 誠	(証券保管振替機構	業 務 部 課 長)
大 西 信 二	(大阪証券取引所	市場企画グループ グループリーダー)
下 村 昌 作	(東京証券取引所	上場部企画担当課長)
牧 田 隆	(日本証券クリアリング機構	企画業務グループ課長)

以 上

1. はじめに

近年、様々な理由で上場廃止になる銘柄が増加傾向にある。特に2004年の西武鉄道、2006年のライブドアなど、多数の株主を抱える上場会社が、ディスクロージャー体制の不備などで上場廃止となるケースが散見され、上場廃止に伴う株主救済、すなわち換金の場の必要性などが各方面で広く議論されているところである。

取引所上場廃止銘柄を保有する投資家は、当該銘柄につき、株主としての地位は維持されるものの、上場廃止によって取引所を通じた換金の機会を失うことにより、投資資金の回収を円滑に行うことが困難な状況になってしまう。

従来から、日本証券業協会（以下「本協会」という。）においては、既に取引所上場廃止銘柄の受け皿的な役割を担うものとして、未上場株式等の売買制度であるグリーンシート銘柄制度において「フェニックス」区分を設け、上場廃止銘柄の換金の場を提供してきたところである。しかしながら、昨今見受けられるディスクロージャー体制の不備等により上場廃止となった発行会社については、上場廃止直後から同制度を利用することはできないこととなっている。

このような現状の中、金融審議会金融分科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」が本年6月に公表した中間報告においても、「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。」として、取引所上場廃止銘柄の流通の場の整備の必要性について提言を行っており、また、本協会証券戦略部門の下部に設けられた「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（国民の豊かな生活の実現に向けた金融・資本市場改革）においても、同様の提言が行われているところである。

これらの提言を受け、本協会では、取引所上場廃止銘柄を保有する投資家に対し、必要と考えられる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的に、エクイティ市場委員会の下部組織として「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」（以下「本ワーキング」という。）を設置し、検討を行ってきたが、今般、その方向性についてまとまったことから、これを報告するものとする。

2. 上場廃止銘柄の受け皿制度の現状

現在、上場廃止銘柄の受け皿としては、唯一本協会が運営するグリーンシート制度のフェニックス銘柄があるのみである。まずこの制度を概観し、問題点を明らかにするところから検討を開始した。

(1) グリーンシート銘柄制度の概要

本協会の自主ルールでは、取引所金融商品市場に上場していない株式等については原則として協会員に対し投資勧誘を禁止しているが、グリーンシート銘柄として届出が行われているものに

については、継続的な気配提示等を行うことを条件に、当該届出を行った会員（以下「取扱会員」という。）に限って投資勧誘を認めている。

グリーンシート銘柄はその銘柄及び発行会社の特徴により、取扱会員になろうとする会員の届出に基づき、「オーディナリー」、「エマージング」、「投信・SPC」、「フェニックス」の各区分に分けられる。

このうち、上場廃止となった銘柄であって、取扱会員になろうとする会員において流通性を確保する必要があると判断された株券等を指定する銘柄区分として「フェニックス」区分が存在する。

(2) 「フェニックス」区分として取り扱うための条件

グリーンシート銘柄として届出を行うに当たっては、銘柄区分を問わず、直前2事業年度(事業開始後2年を経過していない場合を除く。)の有価証券報告書(又は会社内容説明書)に記載された財務諸表の状況に対する監査意見が適正(又は適法)であることが求められている。

さらに「フェニックス」に区分するグリーンシート銘柄として届出を行うとする株券等の発行会社については、グリーンシート銘柄の売買に参加している者に個人投資家が多数含まれることを勘案し、取引所金融商品市場において上場廃止とした理由が、当該銘柄の発行会社に開示体制の不備があった場合及び公益又は投資者保護を理由としている場合には、開示体制の不備等が改善、整備及び解消されていることを条件としている。

したがって、有価証券報告書の虚偽記載を理由に上場廃止となった場合には、上場廃止後直ちに「フェニックス」区分に届出を行うことはできないこととなる。

(3) 「フェニックス」の利用状況

「フェニックス」への指定状況

ここ数年の間に上場廃止となった理由の多くは、完全子会社化や合併等による企業再編に伴うものである。このような銘柄については上場廃止後に株券等の流通の場を設ける必要性が生じない。また、発行会社において民事再生手続き等の申請が行われた場合にも、一旦既存株主との関係を整理する必要が生じることから、この場合においても上場廃止後に株券等の流通の場を設ける必要性が生じない。

したがって、上場廃止後においても株式を流通させる必要性に迫られるケースはそれほど多くはなく、このようなことから、「フェニックス」区分に指定されているグリーンシート銘柄は現在7銘柄にとどまっている。

売買状況

「フェニックス」区分に指定されたのちの売買状況は、取引所金融商品市場上場時の売買高と

比較して著しく低調である。これはグリーンシート銘柄制度の知名度の低さのほか、会員証券会社が取扱会員にならなければ投資勧誘が行えないなど、取引所金融商品市場上場銘柄と比べて証券会社に対する規制が厳しいこと、また、取扱会員に対しては継続的な気配提示義務及び発行会社に対する開示指導などが課せられており、さらに、グリーンシート制度銘柄については、証券保管振替機構での取扱いが行われておらず、受渡決済の事務処理負担が大きいことなどから、グリーンシート銘柄そのものを取り扱わない証券会社が多数あることにも起因すると考えられる。

3. 上場廃止銘柄の受け皿制度の必要性及び役割について

上場廃止銘柄の受け皿制度について検討するにあたり、本ワーキングにおいては、その必要性和役割を分析した後に、論点をいくつか絞って検討を行った。

上場廃止銘柄の受け皿制度の必要性及び役割については、以下のような点が掲げられる。

(1) 個人投資家を中心とした換金制度の提供の必要性

上場廃止になった銘柄は、上場廃止時点で換金性を奪われることになり、企業再生のためのTOBなどが実施されない限り、株主は権利だけを行使するに留まるのが現状である。フェニックス銘柄に指定されない上場廃止銘柄については、本協会の規則により、証券会社による投資勧誘が禁止されているため、投資家は証券会社を経由して売却先を探すことができず、特に、自力で売却先を探すことのできない個人投資家は、当該企業が再生を果たし再上場するまでの間は、当該株券を保有し続けるしか方策がない。そのためにも、既存株主の換金の場としての受け皿制度の整備は必要であると思われる。

(2) 企業再生に寄与するための制度の必要性

再生ファンド等が上場廃止銘柄の発行会社を救済しようとする場合、たとえば、MBO（会社の経営陣が、金融支援を受けることによって自社の株式や一事業部門を買収し、会社から独立する手法のこと。）、TOB、減資、M&A（三角合併を含む合併・買収）など、様々な手法を利用することとなるが、その場合、基本的には、再生ファンド等は発行会社のガバナンスを確保するために可能な限り少数株主の存在を排除したいという意向が働くことに鑑みると、米国ピンクシート制度（注）のような株主の移動が容易になる機関投資家向けの流通市場を活用するインセンティブは少ないと想定される。

（注）米国には未上場銘柄の流通の場としてピンクシートと呼ばれる制度がある。ピンクシートとは、1904年にアメリカにおいてスタートした店頭市場であり、登録されている銘柄は、これから上場を目指す企業や上場廃止になった未公開企業の株式であるが、売買の多くはNASDAQ市場等からの上場廃止銘柄が占めている。本ワーキングの議論においては、ピンクシートの場合は、NASDAQ等に上場していた段階では機関投資家はその保有比率の大多数を占めている

ため、上場廃止後における機関投資家間の売買が期待できるが、我が国で、特に上場廃止になるような新興企業の場合は、多くの場合個人投資家が大多数を占めている状況であり、米国と同じような制度を導入しても、基本的にはうまく機能しないのではないかとの意見が大半を占めた。

4. 上場廃止銘柄の受け皿制度のあり方

上記3.のような必要性に鑑み、本ワーキングでは、換金の場としての受け皿制度、企業再生手段としての受け皿のあり方、さらに、これらの制度に参加する投資家の属性にかかる開示のあり方について、検討を行った。

(1) 既存株主の換金の場としての受け皿制度

通常、取引所において上場廃止となるに当たっては、上場廃止の恐れが生じた場合には監理ポストに割り当てられ、また、上場廃止が決定した場合には整理ポストにおいて一定期間売買が行われる。株主はこの間に企業価値を見定め、継続して株式を保有する価値を見出せない場合には換金売りをを行うこととなるが、特に個人投資家が非常に多い企業の場合、現在の整理ポストの割当期間中に売却しきれない株主も存在すると考えられる。したがって、受け皿制度はこのような株主に対して換金的手段を提供するものとしては有用性があると考えられる。

しかしながら、上場廃止となった銘柄を本協会の協会員が仲介するにあたっては、個人投資家が参入する制度である場合、引き続き上場制度と同等の開示が必要であること、多くの協会員が仲介しないと換金制度としての機能が制約されてしまうこと、取引所と同等の売買・受渡決済機能が必要であることに留意が必要であり、これらの仕組みを導入してまで利用するに足る制度整備が必要であるかどうかについては、慎重な検討が必要である。

仮に取引所と同等の売買・受渡決済制度を具備した受け皿市場が必要であるとするのであれば、金融商品取引法上の店頭売買有価証券市場を本協会が開設することが必要となるが、現状において、本協会が売買・情報伝達に係るシステムを保有していないことを勘案すると、このような受け皿市場の開設は膨大なコストを要し、費用対効果の観点でも現実的ではないと思われる。

一方で、現状のグリーンシート制度における「フェニックス」区分では、受渡決済制度における整備が進んでいないという問題もあり、取扱有価証券の制度として存置する場合でも、一定の整備が必要となる。

なお、監理ポスト又は整理ポスト割当となった銘柄は、場合によっては投機的な売買も多く行われるケースもあるが、受け皿制度は投機的な売買の場の提供に繋がらないよう留意する必要がある。

(2) 上場廃止企業の再チャレンジの場

一旦経営不振に陥った企業であっても、事業のリストラクチャリング等を通じて再生を目指す企

業や、再生ファンドなどによる外部からの資本注入等により企業再生を目指す企業は数多くある。したがって、上場廃止銘柄の受け皿制度においても、単に既存株主の換金手段の提供だけでなく、上場廃止となった銘柄の発行会社の再チャレンジの場として活用されることが望まれる。

一方、上記3.(2)でも述べたとおり、基本的には、再生ファンド等は発行会社のガバナンスを確保するために可能な限り少数株主の存在を排除したいという意向が働くことに鑑みると、株主の移動が容易になる流通市場を活用するインセンティブは少ないと想定される。むしろ、上場廃止企業において一定の企業再生が行われた後、再び上場を目指す際に、安定株主作りの一助として、既存のグリーンシート銘柄制度を積極的に活用することが期待される。

(3) 開示の不備等により上場廃止となった銘柄の取り扱い

今回の検討の直接の契機となったのは、開示の不備等により上場廃止となった銘柄の発行会社に非常に多くの株主が存在しており、上場廃止後においてもそれが解消されていないということにある。開示が適正に行われない状況の中で、上場廃止銘柄の受け皿制度を構築する場合、個人投資家が大多数を占める状況において、投資家保護上このような銘柄を引き続き取り扱えるのかといった点では、様々な意見が存在するところである。

開示の不備等で上場廃止となった銘柄は、再チャレンジの観点からも上場廃止後株式の流通制度の道筋をつけることは重要であるとは考えられるものの、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・不合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。

一方、開示を必要条件とせずに買い方を機関投資家等のプロに限定するという考え方もあるが、機関投資家に限定したとしても虚偽記載を理由とした上場廃止銘柄を買い取るニーズがそれほどあるとは考えられず、投資可能な者を限定することによりさらに売買の機会は低下することから、このような方法は採用しないほうがよいという意見が大勢を占めた。

したがって、このような企業を取り扱うために、現行のグリーンシート銘柄制度では2期以上の事業年度を有する発行会社に対して直前2期以上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求められている点について、新たな受け皿制度では、直前1期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とするとの結論に至った。

5. 受け皿制度の構築に当たっての基本的方針

4.(1)での議論を踏まえ、本ワーキングでは、個人投資家を中心とした換金の場の構築を基本としつつ、再生を目指す上場廃止銘柄の発行会社が活用できる制度としての受け皿制度を模索することが望ましいとの結論に達した。その場合、利用者の利便性や市場への参加者の負担等様々な問題を勘案すると金商法上の店頭売買有価証券市場として本制度を構築するのではなく、現行のグリー

ンシート制度におけるフェニックス区分をリニューアルし、流動性確保のための方策等を検討することが望ましいとの意見が多数を占めた。

また、当該受け皿制度の構築にあたり、金融商品取引所の上場制度においても上場廃止に当たって様々な工夫が行えるのではないかとの意見も出された。

そこで、受け皿制度整備に当たっての基本的な方針及び取引所への要望を以下のとおりまとめた。

(1) 流動性確保のための方策

上場廃止となった株式をより円滑に換金できる環境を確保するためには、流動性に厚みを持たせるための流通制度の整備が密接不可分な問題となる。

流動性の確保のための施策としては売買システムの整備等の問題を掲げることができるが、現状のグリーンシートで用意されている売買の仕組み等を最大限活用することで、一定の売買を確保することは可能である。

また、現在グリーンシート銘柄の売買が活発に行われていない理由のひとつとして考えられる、受渡決済に関する証券会社の事務負担を軽減することにより、一定の効果が期待できると考えられる。したがって、本ワーキングとしては、相対取引を前提としつつも、証券保管振替機構を通じた受渡決済制度を導入すべきである。

(注) 上場廃止直後の企業であれば、取引所に上場していた際に取引所の規則に基づき所要の適時開示を行っていたことから、証券保管振替機構において取り扱うために必須となる、コーポレートアクションに関する情報開示も円滑に行うことが期待できる。

(2) グリーンシート銘柄制度との分離

そもそもグリーンシート銘柄制度は、上場予備軍とも言える未上場の中堅、ベンチャー企業に対し、銀行等を経由した間接金融だけではなく、直接金融による資金調達の道を作ることによって我が国経済の更なる発展を目指すための制度であったが、この中に取引所金融商品市場上場廃止銘柄という異質なものが混在することにより、現在のグリーンシート銘柄制度をわかりにくくしているという意見がある。

将来の取引所金融商品市場上場などを目指した長期投資を主たる目的とする銘柄と、既存株主に対する換金機会の提供を主たる目的である上場廃止銘柄とでは、投資家に対する証券会社のアプローチの仕方も異なるであろうし、株主数を含めた企業規模という点でも大きく異なることを踏まえれば、この際、グリーンシート銘柄制度から上場廃止銘柄を切り離し、上場廃止銘柄の受け皿制度として独立した制度とする必要がある。

また、現在のグリーンシート銘柄は金商法では「取扱有価証券」として定義され、上場銘柄同

様、インサイダー取引規制等の不公正取引の禁止規定が適用されている。したがって、グリーンシート銘柄制度から切り離された上場廃止銘柄についても、投資家保護の観点から、これまでと同様、不公正取引の禁止規制の対象となる「取扱有価証券」として取り扱われるべきである。

なお、その場合、従来のグリーンシート銘柄に比較して流動性が高くなる可能性もあることから、上場廃止後においても引き続き保管振替制度が利用できることが望ましいとの意見が大多数を占めた。

(3) 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

通常、上場廃止が決まった銘柄については、グリーンシート銘柄と比較して株主数が大規模なものとなる。先般のライブドアのようなケースでは、監理ポスト、整理ポストを通じた株主の換金機会の提供は行われたものの、それでもなお、上場廃止時点において個人株主が非常に多数存在していたことを鑑みると、監理ポスト又は整理ポストに割当てられることになってから取引に参加した者も多数存在するという点を差し引いても、取引所における換金機会をどの程度設ければ本来的に換金を行いたいとする株主にとって十分であるかについて、改めて検証する必要があると考えられる。

このようなことを踏まえると、上場廃止を決定した銘柄とはいえ、状況に応じて金融商品取引所において換金の道筋を作るのが賢明な選択と言える。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は検討に値するものと考えられる。さらに上場廃止後においても証券保管振替制度を活用した流通制度が整えられることで、株主にとっては円滑な換金が引き続き可能となる。したがって、本ワーキングとしては、現行の整理ポストに割り当てられた銘柄の状況等（割当理由、規模、売買状況等）を検証の上で、各金融商品取引所において上記対応について検討を進めるよう要請するとともに、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ものである。

6 . 上場廃止後の換金制度の基本設計について

上記5 . (3)の結論を踏まえ、各金融商品取引所において一定期間の換金手段を提供することができれば、金融商品取引所での上場廃止後の換金ニーズはかなり解消されていると考えられる。

そこで、本協会において構築すべき換金の場としての受け皿制度について、その基本設計について検討を行った。

今般整備すべき上場廃止後の換金制度としては、基本的には現在のグリーンシート銘柄制度における「フェニックス」区分と同様の仕組みとしつつ、以下の点について整備されたものとするべきである。

制度の名称

- ・ 本制度は「フェニックス銘柄制度」（仮称）とする。

取扱い対象銘柄

- ・ 金融商品取引所において上場廃止となった銘柄であって、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を条件に、当該銘柄を取り扱おうとする会員を通じた申請に基づき、本協会が適当と認めた銘柄とする。
- ・ 当該制度の創設に伴い、グリーンシート銘柄制度における「フェニックス」区分は廃止する。
(注) 現在グリーンシート銘柄の「フェニックス区分」に指定されている銘柄は、上場廃止直後の換金の場の提供という意味ではその目的を達しているため、「フェニックス銘柄制度」では取り扱わないが、引き続き売買の場を提供するためにグリーンシート銘柄の「エマージング区分」若しくは「オーディナリー区分」となることは可能である。

売買制度

- ・ 売買制度は店頭での相対取引とする。

証券保管振替機構での取扱い

- ・ 証券保管振替機構での取扱いを条件とするが、振替件数の減少等、一定の条件を満たさなくなったことにより同機構での取扱いの必要性が薄くなったと判断される時点において、同機構の通知等により本制度で取り扱わないこととし、取扱い対象からも外れるものとする。
(注) 1．証券保管振替機構での取扱いからはずれることにより本制度で取り扱わないこととなった場合であっても、グリーンシート銘柄のエマージング区分若しくはオーディナリー区分となることを妨げない。
2．証券保管振替機構における権利確定処理のためには株主名簿管理人への事務委託が必要となることから、現行のグリーンシート銘柄制度と同様に、これを指定条件とする。
- ・ 証券保管振替機構での取扱対象銘柄については、同機構のシステムの安定稼働に資するため、本協会は同機構に対し、個別銘柄毎の売買状況について定期的に報告することとする。
- ・ 証券保管振替機構は、本協会からの売買報告を受けた結果、同機構のシステム運営に支障が生じる可能性が生じた場合には、本協会に対して売買の一停止措置又は制限を要請し、本協会はこれに基づき、売買停止措置等を講じることができるものとする。

タイムリーディスクロージャー制度等

- ・ タイムリーディスクロージャーの対象となる会社情報及び方法は、現行のグリーンシート銘柄制度と同様とする。

- ・ グリーンシート銘柄制度と同様に、発行会社は取扱会員との間で適時開示等に関する同意書を取り交わし、取扱会員は取扱申請時に当該同意書を添付しなければならないこととする。

取扱会員制度

- ・ 取扱会員に対しては、継続的な気配提示と発行会社に対する開示指導を義務付ける。

投資勧誘規制

- ・ 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等しく可能とする。この場合、現在のグリーンシート銘柄制度において規定されている確認書の徴求義務は不要とする。投資勧誘の際に会社内容説明書等を用いることについては、グリーンシート銘柄制度と同様とする。
- ・ 買い付けの投資勧誘規制については、グリーンシート銘柄制度と同様とする。

指定取消し

- ・ 取扱会員としての指定の取消し及びフェニックス制度としての指定の取消しの基本的な考え方は、現在のグリーンシート銘柄制度における指定取消事由を踏まえ、必要と考えられる事項を定めることとする。

7. むすび

今回の検討は上場廃止銘柄の換金機会の提供と上場廃止企業の再チャレンジという2つの側面で検討を行ってきた。

このうち、上場廃止銘柄の換金機会の提供という点については、上場廃止決定後における取引所取引を通じた換金機会の提供と上場廃止後においても証券保管振替機構を活用した流通の場としてフェニックス銘柄制度を創設すること並びに投資勧誘規制の緩和等による機会提供を提言した。

また、上場廃止企業の再チャレンジについては、機関投資家等を中心とした第三者による再生のための道筋については、特段の仕組みを構築するには至らないものの、上場廃止銘柄の受け皿制度としてフェニックス銘柄制度を創設することにより、金融商品取引所市場への上場を目指す企業を中心としたグリーンシート銘柄制度との住み分けが明確になることから、上場廃止企業において一定の企業再生が行われた後、再び上場を目指す際に、安定株主作りなども踏まえ、既存のグリーンシート銘柄制度を積極的に活用することが期待される。

このフェニックス銘柄制度の整備は、金融商品取引所を廃止になる銘柄の発行会社や当該株式等を保有する株主に広く周知され活用されることが望まれることから、金融商品取引所上場廃止後フェニックス銘柄へ円滑な移行を促進するために、本協会と金融商品取引所は密接な情報交換を行うとともに、本協会は制度の趣旨等を広く普及する必要がある。

本ワーキングとしては、今回の検討が上場廃止企業の再チャレンジの一助になるとともに、上場廃止銘柄の換金機会が増すことにより投資家からの資本市場へのリスクマネー提供が活発になることを期待している。

なお、本ワーキングのもうひとつの検討事項である、取引所上場廃止銘柄及びグリーンシート銘柄以外の店頭有価証券の投資勧誘規制の見直しに関しては、引き続き検討を継続することとする。

以 上

1. 金融審議会分科会 公表資料

「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」中間論点整理（第一次）

・ 検討課題

2. 制度を含むインフラ

規制環境

市場制度

・ グリーンシート市場の改革

現在、非上場の株式の取引の場として、日本証券業協会が運営するグリーンシート市場が存在するが、取扱銘柄及び売買高は、徐々に増加しているものの、米国のピンクシート市場と比べれば、流動性に欠け、未だ不十分な規模にとどまっている。

したがって、上場銘柄以外の金融商品の取引の場を確保し、市場の裾野を広げることにより、リスクに応じた市場の資源配分機能等を一層向上させることが求められている。

とりわけ、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。

このため、グリーンシート市場の中で、上場廃止企業の受け皿的な役割を果たすフェニックス区分のあり方等について、日本証券業協会を中心に市場関係者において、その改善に向けた検討を進め、平成19年中に所要の制度整備を行うことが必要である。

2. 日本証券業協会 公表資料

「今後の金融・資本市場のあり方を考える懇談会」中間報告（国民の豊かな生活の実現に向けた金融・資本市場改革）

具体的な施策

1. 一般の個人がより安心して投資できる市場

(2) 個人投資家拡大のための取引所の改革

上場廃止銘柄の受け皿の整備

現在東証において、上場廃止に関する制度整備の検討が進められている（注）。

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。

（注）「東証上場制度整備中間報告」参照

3. 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・テク(株)	東二	時価総額基準	182,000	4,486	8 %
太平化学製品(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。

4. 最近の上場廃止件数と上場廃止理由

(単位：件)

上場廃止となった理由	2007	2006	2005	2004
株式交換、株式移転、合併、株式の全部取得	36	77	80	74
廃止申請、未申請	1	5	1	2
流動性基準				1
株主数基準、時価総額基準		3	1	6
会社更生法申請、民事再生手続、自己破産、解散等	1	2	8	12
虚偽記載、監査意見差控、有報提出遅延、公益・投資者保護等	2	3	7	4
合計	40	90	97	99

(各取引所公表データに基づき作成)

(注) 1. 2007年5月末日現在までの累計

2. 他市場への鞍替え上場、重複上場の取り止めを理由に上場廃止としたもの及び外国株、ETFを除く。

5. 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
T T G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	39,712.2	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	11,959.9	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

銘柄名	上場廃止日	発行済株式総数 (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)	
アソシエント・テクノロジ	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化)
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。