

日興コーディアル株の上場維持決定をめぐる

大崎 貞和

要 約

1. 2007年3月、東京証券取引所は、大方の事前の予想を裏切る形で、有価証券報告書等の虚偽記載を行った日興コーディアルグループの株式の上場維持を決定した。
2. 今回のケースは、過去の類似の事案と比較しても、容易に判断がつかない微妙な事案であり、東証の上場維持決定を不当なものと言うことはできない。他方、仮に、上場廃止が決定されていたとしても、同様に不当なものとは言えなかったであろう。
3. 取引所による上場廃止は、公正な市場を維持するための自主規制の一環であり、その判断にあたっては、取引所の幅広い裁量が認められるべきである。
4. もっとも、東証が、今回の決定にあたって、日興による組織的な違反が証明できなかったことが上場維持の理由であるかの如き説明を行ったことは評価することができない。「疑わしきは罰せず」は、自主規制にふさわしくない。
5. 今後は、上場廃止銘柄の流動性確保のための仕組みの整備や上場廃止にまでは至らない違反行為に対する実効的な制裁の導入が検討されるべきであろう。

I. 上場維持決定とそれまでの経緯¹

2007年3月12日、東京証券取引所（以下「東証」）は、過去に不正会計を行ったことが明らかとなり、上場廃止基準に抵触する可能性があるとしてきた大手証券会社日興コーディアルグループ（以下「日興」）の株式について、監理ポストの割当を解除し、引き続き上場を維持することを決定したと発表した。同時に、東証は、日興に対し、適時開示規則に基づく注意勧告および改善報告書の徴求を実施した。

日興をめぐるのは、2006年12月18日、

証券取引等監視委員会が、同社が2005年3月期有価証券報告書において、子会社である日興プリンシパル・インベストメンツ（NPI）社の100%子会社であるNPIホールディングス（NPIH）社を連結の対象に含めず、NPIHが発行しNPIが保有していた他社株転換社債の発行日を偽るなどして本来計上できない当該社債の評価益を計上するなどの虚偽記載を行ったとして、過去最高の金額である5億円の課徴金納付命令勧告を行っていた（2007年1月5日金融庁が勧告内容に沿った課徴金納付命令を発出）。

これを受けて、東証は、同社が、株券上場廃止基準2条1項11号にいう「上場会社が

有価証券報告書等に「虚偽記載」を行い、かつ、その影響が重大であると当取引所が認めた場合」に該当する可能性があるとして、同社株式を監理ポストに割当て、最終的な判断について検討を重ねてきたのである。

この間、市場では、日興株が上場廃止となれば流動性が失われるとの思惑から、一時的に株価が大きく下落するといった事態も生じていた(図表1)。3月6日には、日興の大株主でもある米国の大手金融機関シティグループが、広範な業務提供と日興コーディアルへの株式公開買付(TOB)の実施を内容とする包括的戦略提携に踏み切ることで合意したと発表し、株価は一応の落ち着きを取り戻したが、いずれ上場廃止が決定されるとの観測は根強かった。

このような観測の背景には、『日本経済新聞』(2月28日付1面、3月7日付1面)や『朝日新聞』(3月8日付11面)といった有力紙が、いずれも「上場廃止の見通し」と日興について大きく報じていたという事情も

ある。

そうした中で、一部では日興株を重複上場している大阪証券取引所(大証)が、東証が上場廃止を決定したとしても、上場を維持する方向での検討を行っているとの報道もなされたほどである²。

それだけに、市場関係者の多くは、東証の決定を意外性をもって受け止めた。筆者個人も、大いに驚いたというのが正直なところである。

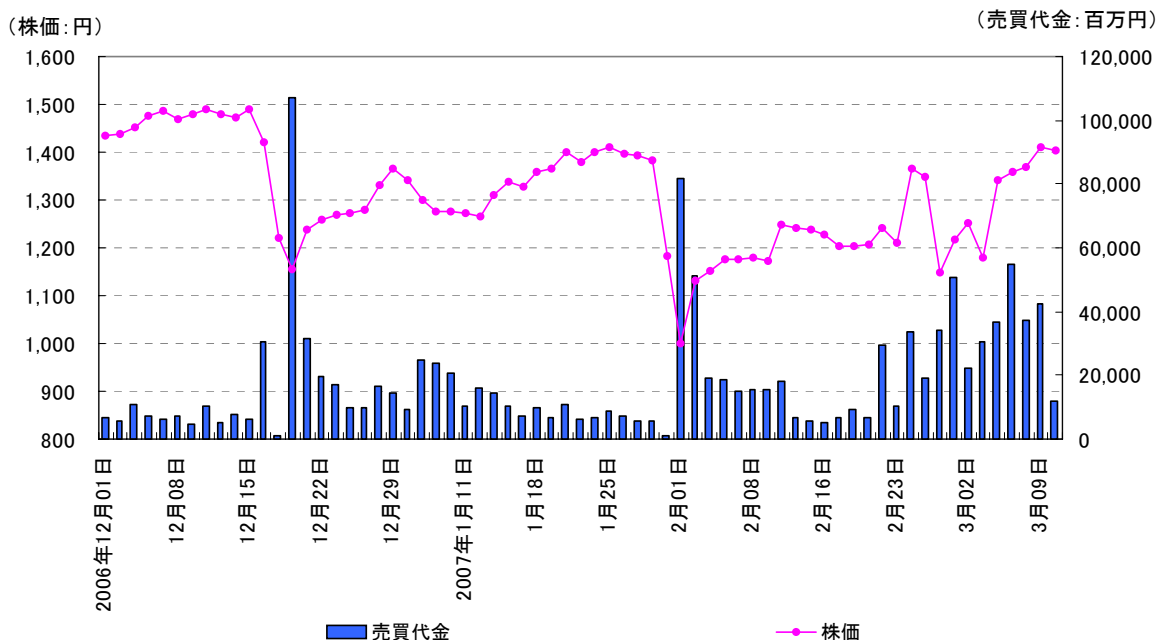
II. 上場維持決定に対する評価

1. 東証の決定理由

東証の決定は、確かに大方の予想を裏切るものではあったが、それでは、その内容自体が不当なものであったかという点、決してそうではない。

前述のように、東証は、日興による有価証券報告書等への虚偽記載が、株券上場廃止基準2条1項11号にいう「上場会社が有価証

図表1 日興コーディアルグループの株価及び売買代金の推移



(出所) ブルームバーグより野村資本市場研究所作成

券報告書等に「虚偽記載」を行い、かつ、その影響が重大であると当取引所が認めた場合」に該当するかどうかを検討した。

その上で、虚偽記載が行われたのは事実としても、①訂正有価証券報告書に監査法人の無限定適正意見が付されているなど過去の上場廃止事案との比較からも廃止すべきとは言えないこと、②具体的には利益水増しの水準がそれほど大きくなかったこと、③組織的な関与があったとは言えないこと、などを理由に廃止基準には抵触しないと判断し、上場維持を決定したのである。

かつての上場廃止会社は、株主数などの数値基準への抵触や買収や合併によるもののほか、経営破綻に至った場合がほとんどであった。これらの場合、取引所の判断の余地は小さく、上場廃止の是非が問題となることはほとんどなかった。

2. 過去の事案との比較

ところが近年、西武鉄道（2004年11月上場廃止決定）、カネボウ（2005年5月決定）、ライブドア（2006年3月決定）のように、虚偽記載等の違法行為がきっかけで、経営の破綻していない会社が上場廃止となる例が現れている。こうしたケースでは、取引所の上場廃止決定が直接の原因となって、一般の個人投資家を含む多数の株主が投下資本回収の機会を失うことになるため、取引所は、より難しい判断を迫られる。

西武鉄道やカネボウは、虚偽記載を行わず正しい情報を開示していれば、少数特定者持株比率基準への抵触や二年連続の債務超過などの要因により、いずれも既に上場廃止となっていたはずである。一方、ライブドアは、上場廃止決定時点で有価証券報告書等の訂正を行っておらず、虚偽記載が行われたとは直ちに断定できない状況にあったが、証券取引等監視委員会による刑事告発が行われていたことなどが、虚偽記載を行い影響が重大であ

るとの判断につながった³。

これに対して、日興の場合、①刑事告発は行われていないとはいえ5億円という過去最高額の課徴金が科されている⁴、②上場会社に対して情報開示のあり方を指導すべき立場にある大手引受証券会社による違反である、といった影響の重大性をうかがわせる事情がみられる一方、③虚偽記載が行われなかったとすれば上場廃止となるべき理由はなかった、④社内の調査委員会が詳細な報告書をまとめており旧経営陣への賠償請求も検討している、といった同社にとって有利な点もあった。

また、⑤シティグループによるTOB実施が計画されている中で上場廃止に踏み切れば、投下資本回収の機会を失いかねない投資家は、TOBの条件に不満があっても応じざるを得ない状況に追い込まれる、という事情も取引所の判断に影響した可能性もある⁵。更に、⑥著名な商法学者が上場維持の判断がなされたとしても違法ではないとの法律意見を（東証に直接提出したわけではないが）示したとの情報もあり、そうした専門家の判断が一定程度考慮された可能性もある。以上のような事情を総合的に勘案すれば、日興の上場維持という東証の判断は、不当なものとは言えないだろう。

3. ライブドア判決をめぐって

日興の上場維持決定と同じ週の3月16日、ライブドアの堀江貴文元社長に対する実刑判決が下された。たまたま二つの時期が近接したことで、ライブドアに対する「厳しさ」と日興に対する「甘さ」が浮き彫りになったとの指摘もある。

しかし、上場廃止の是非に限って言えば、こうした見方は正しくない。ライブドアの場合、大幅な株式分割の結果、売買単位数が異常に膨れ上がり、取引システムに重大な影響を及ぼすなど市場を混乱に陥れていた。上場廃止基準2条1項19号には「公益又は投資

者保護のため、当取引所が当該銘柄の上場廃止を適当と認めた場合」は上場を廃止するとの包括条項が置かれており、ライブドアは、仮に虚偽記載に係わる 11 号に抵触しないと考えたとしても、この包括条項に照らして上場廃止となるべきであった。日興の上場維持とは異なる判断となったのは、至極当然である。

Ⅲ. 幅広く認められるべき取引所の裁量

もっとも、前述のように、日興に不利な事情も少なからず存在したことを考えれば、実際とは逆に、東証が上場廃止に踏み切っていたとしても、不当な判断であるとか、濫用的な裁量の行使であるといった批判には当たらなかっただろう。

今回のケースは、虚偽記載の影響の重大性という定性的な判断が結論を左右することに加え、過去の類似事案に照らしても判断の分かれやすい「灰色事案」であった。取引所の判断が、上場廃止、維持のいずれに落ち着いたとしても、決して責められるべきものではなかったと言わざるを得ない。

そもそも、株式の上場は、発行会社と取引所との上場契約に基づくが、その可否や上場廃止は、取引所市場における取引対象としての適格性という観点から取引所が決定すべきものである。もちろん予測可能性を高めるために、適格性の目安となる基準は設けられるべきだが、基準は機械的に適用されるべきではなく、公正な市場の維持者たる取引所の幅広い裁量が容認されるべきであろう。

実際、今回問題となった上場廃止基準の文言も「(虚偽記載の)影響が重大であると**当取引所が認めた場合**」(強調は筆者による)となっている。このように取引所に幅広い裁量を認める仕組みは、諸外国をみても、決して異例ではない。

例えば、ニューヨーク証券取引所

(NYSE) は、上場廃止事由は数値基準に抵触した場合に限らず、取引所が上場の維持が妥当であるかどうかを個別に検討、判断し、明示された基準を満たしているかいないかにかかわらず、必要な場合には上場廃止を決定すると定めている(NYSE 規則 802.01D)。その上で、上場廃止の要因となり得る数値基準以外の事項(other factors which may lead to a company's delisting)として、①正確な情報開示がタイムリーに行われなかった場合、②財務報告が正しく行われなかった場合、③公益に反する行為、④財務状態や業績の不振、⑤監査報告書に限定意見が付されたり意見差し控えがなされた場合、⑥債務の弁済が困難、⑦異常に低い株価や小さい取引高、⑧不適切な自己株式取得、⑨取引所が取引や上場の継続を不適切と判断する場合、を列挙している。しかも、⑨のような幅広い解釈が可能な条項が設けられているにもかかわらず、念のいったことに、①から⑨に掲げた要因は「それに尽きるものではない」と明記されているのである。

2005 年のカネボウの上場廃止に際して、金融庁が東証に対して、企業再生の手法が多様化するなど企業をめぐる環境が大きく変化している中で、上場廃止基準見直しの必要がないかどうか報告を求める命令を出したことも忘れてはならない。この背景には、東証が上場廃止基準を柔軟に解釈し、産業再生機構の支援下で過去との訣別を果たしたカネボウの上場を維持すべきだったのではないかという金融庁の判断があったとみるべきである。日本においても、これまで以上に、上場廃止基準の柔軟な運用と取引所による健全な裁量が求められている。

なお、NYSE が上場廃止をめぐって幅広い裁量を行使できる背景には、上場廃止規制の構造の違いもある。米国では、上場廃止は、上場企業自身が自発的に、あるいは取引所が上場廃止基準に照らして、SEC に申請して

その承認を得ることで実現する。従って、NYSE の裁量が違法、あるいは不適切な形で行使されれば、SEC が上場廃止を承認しない可能性がある。

これに対して日本では、1998 年の証券取引法改正で、上場廃止は原則として承認事項から届出事項に改められている（112 条 1 項、金融商品取引法施行後は同法 126 条 1 項）⁶。この制度自体は、妥当なものと考えられるが、上場廃止の是非は、市場に大きな影響をもたらす判断であるだけに取引所が最終的な決定を下すことを躊躇する要因となる危険性もはらんでいる。

IV. 「疑わしきは罰せず」は不適切

もっとも東証が、記者会見等において、日興の虚偽記載への組織的関与の確証が得られなかったので「疑わしきは罰せず」という観点から上場廃止に踏み切らなかったと説明したことは、決して誉められるべきことではない。

取引所は捜査機関や裁判所ではない。証拠を集める権限を有しない以上、規則違反行為の詳細を証明できないのは当然とも言える。公権力の行使でないのに、人権擁護のための「疑わしきは罰せず」という考え方を安易に採用するのは不適切である。

取引所は公正な市場の維持という責務を担う自主規制機関である。自主規制においては、法的な義務よりも高い次元の倫理規範の遵守が求められる。市場は信頼と期待に基礎づけられており、そこにおける重大なルール違反は、「疑わしきは罰せず」ではなく、むしろ、疑われただけでも罪を犯したものとみなすくらいでなければ、市場に対する高度の信認を維持していくことはできない。

そもそも、虚偽開示の影響が重大であったかどうかを判断する基準は、「組織的な関与」の有無だけではないはずである。筆者は

前述のように、今回の東証の決定自体は諸般の事情を総合的に勘案すれば十分正当化できるものと考えているが、「疑わしきは罰せず」という説明が独り歩きしてしまい、虚偽開示が行われても「組織的な関与」が証明できなければ上場は維持されるとか、より一般的に、規則の文言に照らして「真っ黒」な事案でなければ取引所は厳しい対処ができないといった「原則」の先例になるとすれば、今回の決定は、将来に大きな禍根を残したと言わざるを得なくなるだろう。

V. 先行した上場廃止報道

日興株式の取り扱いをめぐっては、先行した上場廃止報道が、多くの投資家をパニック的な売却に走らせるなど、市場に大きな影響を及ぼした。安値で日興株を手放してしまった投資家には、いまでも釈然としない思いが残るだろう。

取引所の立場からすれば、それらの報道はあくまで取引所の発表に基づかない憶測に過ぎない。取引所側は、そうした報道がなされた際には、自らのホームページにおいて、日興コーディアル株の上場廃止の可能性は引き続き検討されており、何らかの決定がなされ次第速やかに公表するとの発表を行っていた。カネボウ上場廃止時に取引所の情報管理が金融庁側から問題視されたという経緯もあり、とりわけ東証が情報管理を厳重にしていたことは想像に難くない⁷。

それにもかかわらず、結果的に大誤報が流れてしまったのは何故か。同じような事態を繰り返さないためにも、メディアの取材体制や手法を含め、問題点の検証が求められるだろう。

VI. 今後の課題

1. 上場廃止銘柄の流動性確保

大方の予想を裏切る決定が行われたことで、上場廃止基準が不明確といった批判も少なくないようである。しかし、取引所の裁量を幅広く認めるべきとする筆者の立場からは、こうした批判は的を射たものではないように思われる。現在の廃止基準があいまいだとして、例えば、虚偽記載で水増しされた利益の割合によって上場廃止と維持を分けるなど基準をいたずらに精緻化することは、真に悪質な事案における開き直りを容認することにつながりかねず、適切ではないだろう。

一方、今回は上場が維持されたために直接の論議は生じなかったものの、上場廃止が流動性の喪失に直結することは日本株式市場の構造的な問題である。この解決のためには、日本証券業協会のグリーンシート制度を見直すなどして、上場廃止銘柄の流動性確保のための方策を講じることが喫緊の課題である⁸。

直近の米国ニューヨーク証券取引所（NYSE）における事例（廃止理由は情報開示の著しい遅れなど開示ルール違反）をみても、上場廃止の正式決定に先立つ取引停止の段階で、停止の対象となった株式の発行会社は、自社株式が直ちにピンクシートで取引されるようになることを報告している。つまりNYSEが上場廃止を決定しても、直ちに流動性が失われるわけではないのである⁹。

2. 実効的な制裁の導入

また、上場廃止にまでは至らない上場会社によるルール違反に対する実効的な制裁を整備することも必要である。

今回の上場維持決定に合わせて、東証は、日興に対して適時開示規則に基づく注意勧告及び改善報告書の徴求を行った。東証の「株券上場廃止基準の取扱い」では、改善報告書

を5年間に3回提出する事態が生じた場合には、上場廃止基準2条1項12号にいう「上場契約について重大な違反を行った場合」に該当して上場廃止となると定められており、報告書徴求には、本来、制裁としての要素がある。しかし、日興の場合、既にシティグループが完全子会社化をめざすTOBの実施を明らかにしており、遠くない将来、いずれにしても上場廃止となる見通しが強く、改善報告書の徴求は有効な制裁として機能しない。

上場会社の遵守すべき取引所ルールの実効性を高めるためには、上場廃止や改善報告書徴求以外の制裁手段を整備することが必要である。そのためには、海外の取引所でも採用されている制裁金を科すことが現実的であろう。この点は、3月27日に公表された東証の上場制度整備懇談会の中間報告書でも提言されている。

制裁金の金額、決定プロセス、決定に対する異議申し立ての手続きなど、解決すべき点が多いが、市場に対する信認を確保するためにも、早急な検討が望まれる。

¹ 本稿は、『週刊金融財政事情』2007年3月26日号に掲載された拙稿「日興株上場維持決定は不当ではない」に加筆修正したものである。

² 『日経金融新聞』3月9日付1面の前田昌孝署名記事。

³ 西武鉄道、カネボウの場合も刑事事件に発展したが、上場廃止決定時点では、刑事事件となることは確定していなかった。

⁴ 同社による虚偽記載時の法令によれば、虚偽記載罪での立件が行われたとしても、法人に課せられる罰金の最高額は5億円である（2006年6月の証取法改正で7億円に引き上げ）。この点に鑑みれば、課徴金の制裁的効果は本件に関しては十分に大きいとの判断から刑事立件が見送られたとの見方もできる。過去の刑事告発事案よりも悪質性が低いと単純に結論づけることはできない。

⁵ 報道によれば、東証による上場廃止観測が流れる中で、大証が自市場のみでの上場維持の可能性を検討したとされる。その背景には、大証が上場廃止に同調してしまえば、投資家がTOBに応じる以外の選択肢を奪われるという判断もあったようである。もっとも東証の西室社長は、シティグ

ループの TOB については、上場維持決定にあたって考慮に「入っていない」と会見で述べている。

- 6 取引所が業務規程に違反して上場や上場廃止を行った場合には、金融庁が聴聞を行った上で上場廃止や再上場など必要な是正措置を命じることができる（証券取引法 113 条 1 項）との規定も設けられているが、この手続きは、承認の拒否よりはるかに重いものであり、よほど明白な問題がない限り発動することは難しいだろう。
- 7 東証の西室社長は、会見において、上場廃止報道に対する抗議も行ったとしており、「非常に疑問に思っている」、「確証はどこにあるのか聞きたい気持ちで、残念だ」と述べている。
- 8 現行のグリーンシートに関する規則では、登録銘柄は、直近の財務諸表について公認会計士・監査法人による適正意見を得ていることが求められている。これは、いわゆる粉飾決算を行って上場廃止となった銘柄の取引を妨げる要因となりかねない。事実、カネボウの株式の取引がグリーンシートで行えなかった理由の一つは、この点に求められる。
- 9 NYSE Group, Inc. News Release, NYSE Regulation to Suspend Trading in R&G Financial Corp. Moves to Remove from the List, February 12, 2007. ピンクシートについては、拙稿「市場区分を導入した米国ピンクシート」『資本市場クォーターリー』2007 年春号参照。