

東証、上場廃止基準を強化

急がれる上場廃止銘柄の受け皿づくり

一上季代司

東証はこの四月から上場廃止基準を強化した。従来の廃止基準（株主数等の株式分布状況や出来高基準の未達、経営破綻や合併等）に加えて、（１）上場時価総額基準が追加、（２）債務超過基準が強化された。（１）時価総額（月間平均または月末）が一〇億円を下回ると九ヶ月の猶予期間を経た後、当該銘柄は上場廃止となる（なお一部銘柄が一〇億円を下回ると同様の猶予期間の後に二部市場に降格される）。この廃止基準は四月から適用される。また（２）債務超過の状態となった場合において一ヶ年以内に債務超過の状態でなくならなかったとき（原則として連結貸借対照表による）、上場廃止となる。それ以前については、連結、単独ともに三年間の債務超過の場合となっていた。これは一〇月以降に開始する決算期に該当する上場会社から適用される。

このような上場廃止基準の強化の背景としては、ここ数年、急増した上場企業の経営破綻があげられよう。例えば昨年、経営破綻によって東証上場が廃止となった企業は二一社（佐藤工業、雪印食品など）にのぼり、前年の五社（マイカル等）を大きく上回っている。今年に入ってもすでにセザールなどが整理ポストに入っている。アメリカのNYSE（ニューヨーク証券取引所）や店頭市場NASDAQでも、毎年、新規上場に匹敵する数の上場廃止があるが、経営破綻によって上場廃止になる企業は極めて少ない。というのは、NYSEやNASDAQ

では経営破綻に陥るような企業は、そうなる前に上場から排除される仕組みが確立されているからである。すなわち、経営破綻に陥るような企業は一般に株価が急落し、時価総額が急減することに着目して、時価総額や純資産額、株価水準等において上場維持基準を設け、この基準を満たせない場合には一定の猶予期間の後、上場廃止にすることにしているのである。

今回の東証の措置は、こうしたNYSEやNASDAQに見習ったものなのだろう。要するに東証は経営的に行き詰まった企業を早めに退出させ、上場市場としての「質」を向上させ、投資家の信頼を高めようというわけである。これはこれで証券取引所としての当然の経営努力である。ところで、上場廃止基準を強化すると、当然のことながら上場廃止銘柄は増える。しかし上場廃止が決まると整理ポストに入れられて株主に整理売買の機会が与えられた後、一カ月後（東証の場合）には上場廃止となって当該銘柄は一気に流動性を失うことになる。こうした銘柄が増えてくることを勘案すると、投資家保護の面から上場廃止銘柄の受け皿市場の整備を真剣に考える時期がきたのではないか。以下では、上場廃止銘柄の受け皿市場について問題点を整理してみよう。

1 店頭管理銘柄制度

現状、証券取引所および店頭市場ジャスダックにおける上場廃止銘柄の受け皿としては、まずジャスダック市場における「店頭管理銘柄」制度がある。日本証券業協会では証券取引所およびジャスダックの上場が廃止された銘柄については、投資家保護上、その流通市場が必要と認められたものについて「店頭管理銘柄」に指定し、ジャスダック上場銘柄とともにジャスダック市場で売買されることとなっている。

しかし、この「店頭管理銘柄」制度の指定はかなり厳格である。協会が必要と認めなければ指定されないのだが、

その認定が極めて制限的なのである。しかも指定期間は六カ月であり、幹事証券が延長を申請出来ることとなっているが、延長のケースはほとんどなく、大抵は六カ月後に指定が解除されてしまうのである。その結果、現在は宝船（家具販売）の二社だけとなっている。さらに「店頭管理銘柄」は同じジャスタック市場における上場銘柄と違って時価発行増資はもちろん投資勧誘、自己売買等について厳しい規制が加えられている。要するに、市場として育成する構造にはなっておらず、「青空銘柄」へ脱落していく一通過点にすぎないという位置付けである。

しかし上場廃止銘柄の受け皿としての店頭管理銘柄制度は、かつて店頭市場の中核を占め、その歴史は案外古いのである。¹⁾店頭管理銘柄制度は一九八三年に発足したのだが、それ以前、上場廃止銘柄は「店頭取扱い銘柄」と称していた。一九七五年に株式持合いの行き過ぎを是正するため証券取引所が浮動株基準を中心に上場基準を厳格にすると、上場廃止になる銘柄が続出し、七〇年代後半には、銘柄数としては本来の店頭銘柄（当時は店頭登録銘柄と称した）の四分の一にすぎない店頭取扱い銘柄の方が、売買高としては登録銘柄を圧倒するようになっていったのである。現在の、ジャスタック市場の運営会社「株式会社ジャスタック」は一九九八年に「日本店頭証券」を改組したものである。この「日本店頭証券」は店頭銘柄の付け合せを主たる業務としていたのだが、日本店頭証券それ自体が、上記の「店頭取扱い銘柄」の売買急増に対処して一九七六年に設立されたものであった、という経緯がある。

2 フェニックス銘柄（グリーンシート市場）

もう一つ、上場廃止銘柄の受け皿としてはグリーンシート市場における「フェニックス」銘柄区分がある。グリーンシート（気配公表銘柄制度）とは日本証券業協会が、未公開企業の株式を売買するために一九九七年七月

から発足させた制度である。未公開株式会社並みの情報開示⁽²⁾を行っている企業は、証券会社が投資勧誘を行うに足り得るとして「店頭取扱有価証券」と定義されるが、この店頭取扱有価証券のうち、証券会社が日本証券業協会に対して届出を行った上で、その証券会社が継続的に売り気配・買い気配を提示している銘柄を特に「グリーンシート銘柄」と呼び、この売り・買いの気配を継続的に提示する証券会社に限って投資勧誘を行うことができることとしたのである。

このグリーンシート銘柄は合計六八銘柄あるが、その銘柄の発行会社の特徴により、(1) エマージング区分(ベンチャー、新興成長企業向け、四六銘柄)、(2) フェニックス区分(ジャスタック市場・証券取引所市場の上場廃止企業向け、五銘柄)、(3) リージョナル区分(それ以外の銘柄、一七銘柄、地方の電鉄・百貨店の銘柄が多い)の三分に分かれている。この銘柄区分が導入されたのは三年前の二〇〇〇年夏のことである。

今、問題にしているのは(2)のフェニックス区分であるが、これも数はわずか五銘柄(チッソ、太平洋化学製品、日本起重機製作所、三國商事 以上普通株、日商岩井の無担保CB)にすぎない。グリーンシート気配提示業者によるアイタイ取引であって、証券取引所やジャスタックとは別系統の売買システムになっており、しかも気配提示業者しか投資勧誘はできないのである。証券取引所やジャスタックで上場廃止になった銘柄をフェニックス銘柄として売買しようとするればシステムの断絶がある。

では、店頭管理銘柄からも退出し、フェニックス銘柄としても売買できない銘柄はどうなるのか。それらの銘柄については、法令および協会「公正慣習規則」からみれば「青空銘柄」となる。したがってこれら諸規則・ルールによる投資家保護上の法益(ディスクロージャー義務、不正取引防止等)については十分に享受できない恐れが出てくるのである。かつまた、協会自主ルールの下にある証券会社としては、投資勧誘ができないことと

なり、投資家からの自発的な売り買いの注文をただ受動的に仲介するだけとなる。当然のことながら流動性はほとんどゼロに近いものとなる。

以上のように見ると、上場廃止銘柄の受け皿市場として、ジャスダックの店頭管理銘柄制度もしくは協会グリーンシート「フェニックス区分」のいずれかを整備拡充することが求められることになる。そして、過去のいきさつ、売買システムとしての連続性という観点から見ると、ジャスダックの「店頭管理銘柄」制度を整備拡充して、そこに上場廃止銘柄を収容するという道が望ましいということになる。しかし、それに対しては、ベンチャー・新興企業向け市場としてのジャスダックのアイデンティティが損なわれるのではないか、という危惧もでてくるだろう。さらに、そもそも今回の東証の上場廃止基準強化によってどの程度の数の上場廃止銘柄が発生し、それらの出来高はどの程度であり、したがって受け皿市場としての必要性はどの程度なのか、ということもシミュレーションしなければならないであろう。そこでつぎにそれをみよう。

3 上場廃止銘柄受け皿市場のニーズはあるか

先月（三月）中の月中平均もしくは月末の時価総額が一〇億円未満の東証上場企業は二二社ある。これら二二社が四月以降の上場廃止予備軍になると考えられる。もちろん、上場廃止を避けるべく、なかには増資等の対策を練っている企業もあるだろう。また重複銘柄については、東証で上場廃止になっても大証や名証で上場が継続されるかもしれない。

しかしながら、仮にこれら企業が上場廃止になったとして、これらの出来高はどの程度であり、全体のどの程度のシェアを占めるのであろうか。つまりこれらの企業について、上場廃止後の流通市場整備の必要性は、どの

程度のものなのか。表1は三月中の出来高（株数ベース、金額ベース）と、ジャスダック市場の規模と比較した場合の比率である。

これによると、上場廃止予備軍二社の出来高は七三三万株、三億四千万円強であり、対ジャスダック市場比率は、二・三七％（株数ベース）、〇・一四％（金額ベース）となる。

これらの企業の株価は低水準であるので、金額ベースにするときわめてわずかとなる。こうみると、上場廃止銘柄受け皿市場のニーズはたいして大きくないように見えるのである。

しかし上場廃止基準が強化されると、低位株への投資にもためらいが生じてくるだろう。低位株はもともと、経営破綻の危険性（信用リスク）

表1 時価総額10億円未満の東証上場企業とその出来高（3月中）

	時価総額 (3月の月中平均)	時価総額 (3月の月末)	出来高株数 (千株)	月中平均 株価	売買代金 (千円)	備考
大和建設	3億3,900万円	3億3,000万円	300	34	10,331	
大江工	3億7,050万円	3億7,000万円	463	37	17,131	
プラス・テク	4億6,920万円	4億4,400万円	98	39	3,822	
小島鉄	6億0,816万円	6億2,221万円	46	61	2,806	
駿河屋	6億1,480万円	6億0,420万円	22	57	1,254	大証と重複
森電機	6億2,681万円	7億0,691万円	15,289	7	107	
宇野鉄	6億3,896万円	5億6,000万円	135	57	7,695	
ミサワ東洋	6億4,319万円	6億9,160万円	155	33	5,115	
東福粉	6億4,550万円	6億3,000万円	95	64	6,080	
日伸銅	6億7,200万円	7億1,400万円	2,062	32	65,984	大証・名証と重複
堀田産業	7億0,040万円	6億4,600万円	512	41	20,992	
メルクス	7億0,042万円	6億9,250万円	312	35	10,920	
リード	8億0,765万円	7億8,988万円	289	61	17,629	
トスコ	8億1,992万円	8億4,436万円	1,006	37	37,222	大証と重複
大和重	8億4,823万円	9億0,720万円	48	74	3,552	
ローマイヤ	8億5,986万円	8億5,680万円	350	42	14,700	
倉敷機械	8億7,120万円	8億4,800万円	380	55	20,900	大証と重複
川口化学	8億8,450万円	8億6,620万円	59	72	4,248	
イクヨ	9億4,789万円	9億2,377万円	99	116	11,484	
オーベクス	9億6,026万円	8億8,139万円	373	62	23,126	
大機エンジ	9億6,200万円	9億5,000万円	484	96	46,464	
富岡機	9億7,020万円	9億1,000万円	64	68	4,352	
22社合計			7,367.289 (2.37%)		335,914 (0.14%)	

(注) 重複銘柄の出来高は、他市場分を含む。合計の括弧内はジャスダック市場の出来高に対する比率。
(出所) 時価総額は日経金融新聞4月1日付、出来高は筆者計算。

が押しなべて高いのだが、これからは、これに加えて流動性が突然途絶するという流動性リスクも加わってくるからである。とりわけ一〇〇円割れ銘柄は、保有リストからはずすという社内ルールをもうけている機関投資家が多く、その売買は主としてオンラインブローカー経由の個人投資家や中堅・中小証券のディーラーによつて行われ、きわめて投機的・浮動的に行われている。したがって、流動性リスクの懸念から一挙に投資家が離散し、時価総額一〇億円割れ銘柄が増えるかもしれない。要するに市場による選別がすむ。したがって、今はたいした額ではなくとも、今後は増え、上場廃止銘柄受け皿市場のニーズは増えるかもしれないのである。

4 市場区分導入によるアイデンティティの確立

それでは、上場廃止銘柄の受け皿市場をジャスダック市場に収容したとして、これまでの新興市場としてのジャスダックのブランド、アイデンティティは損なわれないのだろうか。ジャスダックはちょうど一年前、その上場銘柄のなかでも時価総額が大きく出来高も多い優良株約五〇社からなる「Jストック銘柄を選定し、これらで構成した株価指数」STOCKインデックスの計算・公表を開始した。

最近、各国の証券取引所においても、ハイテク銘柄だけ集めたセクター別指数、伝統的業種に属する銘柄で構成された指数など、市場区分をおこなつて発行会社や投資家へのアピールを高め上場促進や出来高の増進につなげていく戦略が一般的となつて⁽³⁾いる。優良銘柄五〇からなる「Jストックもそうした戦略に沿つたものであり、決して間違つた策ではないと考へたい。しかし、そのなかの主力銘柄である「ヤフー」が東証一部への上場を目指しているとの観測があるように、ジャスダック上場企業の東証上場への願望は強く、関係者の所期の意図とされる、東証上場への引止め策としての効果は必ずしも発揮できていないよつである。

ジャスタック市場銘柄を区分するなら、むしろ逆に時価総額の低い銘柄だけをあつめた新「スモールキャップ」区分を設け、ここに時価総額基準に抵触した取引所上場廃止銘柄も収容して隔離する方が、残りの銘柄が本来の新興成長株というアイデンティティが確保でき、意義が高いのではないかとという考えも一理あるだろう。わが国の店頭市場において上場廃止銘柄の受け皿市場としての歴史はかなり古いのである。

市場区分による市場のブランド、アイデンティティの確立は、市場運営者による戦略としては世界的な傾向である。現に、ジャスタックもJストックの設定で同様の戦略をとっているのである。しかし、そのやり方は一様である必要はないだろう。過去の歴史的経緯と現状の置かれた環境の中で決めるべきものである。

注

(1) この店頭管理銘柄から更生を果たし、再び公開企業になったものもいくつかある。例えば、国際観光会館、日本中央地所などはジャスタック市場銘柄であり、証券取引所に再上場された銘柄としては、前田道路（旧高野建設）、ユアサ・フナシヨク（旧船橋食品）、山陽特殊製鋼、サンウエーブ工業などがある。

(2) 証券取引法の規定に基づき、有価証券報告書を継続的に提出しているか有価証券届出書を提出している会社で適正意見の添付されているもの。あるいは公認会計士又は監査法人による法定監査（証取法監査、商法特例法監査）が行われ、かつ適正意見の添付されているもの。

(3) 最近の例としてはドイツ取引所の上場制度再編がある（本誌 一六一五号、二〇〇三年二月号を参照）
(4) 同銘柄は三月中、ジャスタック市場出来高全体の約三分の一を占めている。

（にかみ きよし・委託研究員）