

東証再編一見えてきたのか「経過措置」の行方？ ～「当初計画の期限または2027年まで」と「一覧開示」という案

2022年9月21日

公益財団法人 日本証券経済研究所
特任リサーチ・フェロー 明田雅昭

東京証券取引所（以下、「東証」）は本年4月からプライム、スタンダード、グロースという新市場区分に移行した。各市場には上場基準と上場維持基準が定められているのだが、これらの基準に適合していなくても、経過措置として、適合に向けた計画書（達成期限を含む）を開示すれば希望する市場への上場が認められている。この経過措置は「当分の間」認められており、「当分の間」がいつまでなのかは定められていない。

未適合企業は、自ら定めた達成期限までに適合に至らない場合、その達成期限を先延ばしすることを禁じられていない。実際に、筆者が把握しているだけでも既にプライム企業3社とスタンダード企業1社が達成期限を先延ばしした。例えば、サービス業のプライム企業は、流通株式時価総額100億円への適合を2022年3月までに目指すとしていたが、昨年6月末の51.2億円から達成期限日の50.5億円にと改善できなかったため、達成期限を2023年3月に先延ばしした。他にもサービス業の1社が期限日での未達成を理由に、情報・通信業とサービス業の各1社が達成期限到来前に「昨今の業績ならびに事業環境」を踏まえて期限の先延ばしを行った¹。このようなモラルハザードとも見なせる企業行動は当初から懸念されていたのだが、実際に発生が確認されているのである。

東証は市場区分見直しの実効性向上に向けた助言機関として有識者で構成される「市場区分の見直しに関するフォローアップ会議」を設置した。議事は「非公開」であるが、資料及び議事録はウェブサイトを通じて公表されている²。その第1回会議は7月29日に開催された。議事録として要旨のみを公開すべきか、あるいは発言者まで明示した詳細な議事録を公開すべきかの議論が行われ、後者とするのが決められた。このおかげで外部者でもフォローアップ会議の議論内容を詳しく知ることができるようになっている。

第1回会議では、新しい3市場の各々の課題とともに、共通課題として「当分の間」としている経過措置の在り方についても意見聴取が行われた。欠席したメンバーによる意見書も含めて全メンバーが経過措置に関して意見表明を行った。意見表明の内容は第2回の事務局資料の中で「前回の議論」として次のように要約されている。

¹ 3社は順番に、2022年5月を2023年5月に、2023年3月を2025年3月に、2024年4月を2024年10月に変更した。3番目の企業は決算期を4月から10月に変更したことも理由の一つに挙げている

² <https://www.jpx.co.jp/equities/improvements/follow-up/index.html>

●経過措置の取扱いについて、企業の予見可能性を高めるためにも、速やかに方針を決定して明らかにすべき

(取扱いに関する具体的な意見)

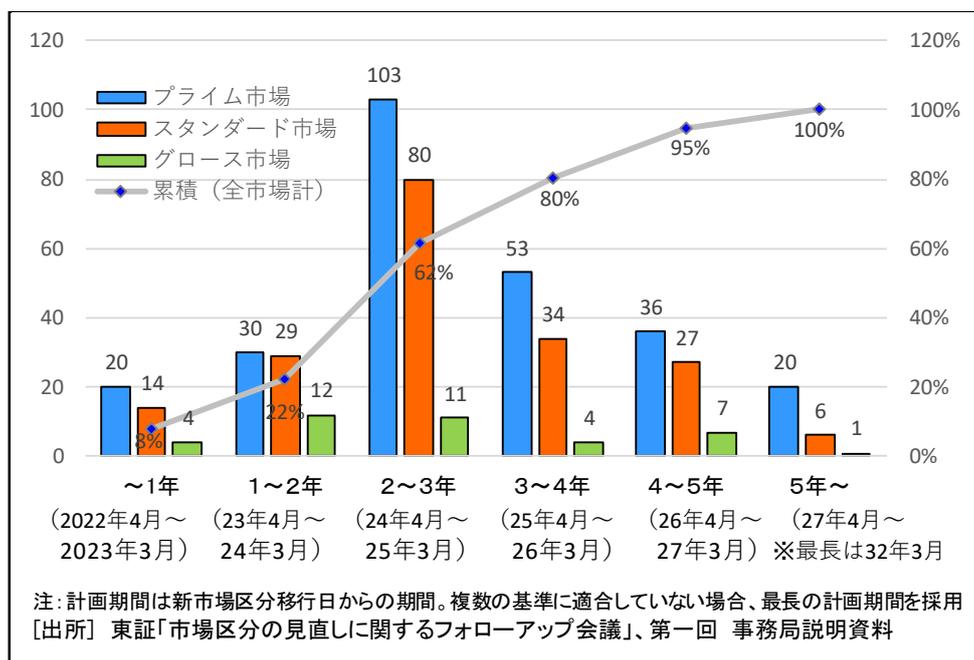
- 上場維持基準の形骸化に繋がることから、とにかく早く終わらせるべき
- 各企業が計画でコミットした内容をしっかり守ることが重要であり、当初開示した期限までのみ認めることとすべき³
- 当初から計画の更新を認めないのではなく、例えば2025年などに中間目標を置く二段階方式も一案
- 計画期間の分布をみると、移行後5年(2027年)あたりで区切るのが妥当

●計画の実効性が重要であり、適切に評価していくためには進捗状況がきちんと開示されていることが重要

経過措置終了に伴う上場廃止で株主が不利益を被らないように受け皿市場などの手当てが必要ではないか⁴との議論もあったが、市場関係のメンバーからは受け皿市場は「床下床下床⁵」になるとの否定的な意見表明があった。

なお、「移行後5年で区切るのが妥当ではないか」との意見は、事務局が提示していた次のグラフに基づくものである。

計画期間の終了時期の分布



³ この時点で既に少なくとも2社が達成期限先延ばし済であったことを知っての発言かは不明。事務局資料で「上場維持基準に適合していない会社の状況」が示されていたが、7月28日時点で期限先延ばし企業と新たな未適合企業が登場している事が明示されておらず、議事録でもその説明が行われた形跡はない。このような情報の未開示はメンバーが有用な意見を交換する上でも適切とはいえないだろう

⁴ これは東証再編に関連して山道東証社長が提起してきている考え

⁵ このメンバーは、適合計画書によって上場維持基準を未適用にすることを「床下床」と呼び、さらに受け皿市場を用意することを「床下床下床」と呼び、いずれも屋上屋を重ねるような措置と批判した

9月9日に開催された第2回会議では経過措置に関する議論で、あるメンバーから経過措置は「当初計画の期限または2027年まで」としたらどうかとの提案があった。具体的には「当初計画が2027年よりも長い会社はその期限、短い計画を立てている会社については当初計画通りか、計画を修正しても2027年が期限」とするのである。筆者はこの案を高く評価し賛同する。この案は、未適合企業が宣言している達成期限を否定することなく、現行で東証が容認している達成期限先延ばしとも矛盾せず、95%の企業が2027年までに経過措置が終了するからである。この案に対して強い賛同を表明した他のメンバーは期限については「2027年では長すぎる、もっと短くすべきである」と主張していた。期限については様々な意見があるだろうが、筆者も2027年より短い方がよいと思う。

他に具体的な提案がなかったことを考えれば、このメンバーの提案を軸にして経過措置の具体的な取り扱いが議論されていくのではないだろうか。

第2回会議では未適合企業のリストを計画期間情報も合わせて一覧開示すべきとの提案もあった。投資家への情報開示と未適合企業への適合に向けた動機付けがその理由である。この提案に複数のメンバーが賛意を示していた。筆者はこの提案にも強く賛同する。未適合状況と適合計画書および進捗報告書はすべて個社が適時開示をしている。個社の適時開示情報をすべて収集して整理することで、どの企業が未適合企業であり、どのような進捗状況にあるのかは分かるはずだが、そのような整理された情報を提供している民間サービス会社があるのか筆者は知らない。

東証によれば未適合企業は7月1日現在で492社⁶であるが、一般投資家だけでなく多くの機関投資家もどの企業が未適合状態にあるのかすぐには分からないだろう。玉石混合で玉と石が区別できない状況であり、新市場区分の透明性を著しく低めていると言わざるを得ない。未適合企業のほとんどはアナリストカバレッジがないネグレクト株である。そうした中で適合計画書と進捗報告書は貴重な投資判断材料となる。どの企業がその情報を開示しているのかがすぐに分からないのは、株式市場にとっても当該企業にとっても「実にもったいない」ことではないか。東証がこの情報を一覧開示し常に最新情報を更新していくなら、個別株式の投資情報を提供している機関投資家向けおよび個人投資家向けの情報端末・サイトで活用され、市場の透明性向上と未適合企業の動機付けに大いに有用となる。

事務局は経過措置について「今後、企業の実態を把握するためのヒアリングや、市場関係者への意見募集も行いつつ、引き続き取扱いについて議論を深めていきたい」としている。再び企業からの強い反発が起きるかもしれないが、東証は上場企業の価値向上意欲の醸成・促進と不透明性の早期解消という大義の下、可及的速やかに適切な結論を下していただきたい。

⁶ 第1回会議の事務局説明資料によればプライムが262社、スタンダードが191社、グロースが39社