

フォローアップ会議を受けて東証は市場規律優先に方針転換か
～経過措置終了時期の確定と継続的低 PBR 企業への改善要請

2023年2月15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

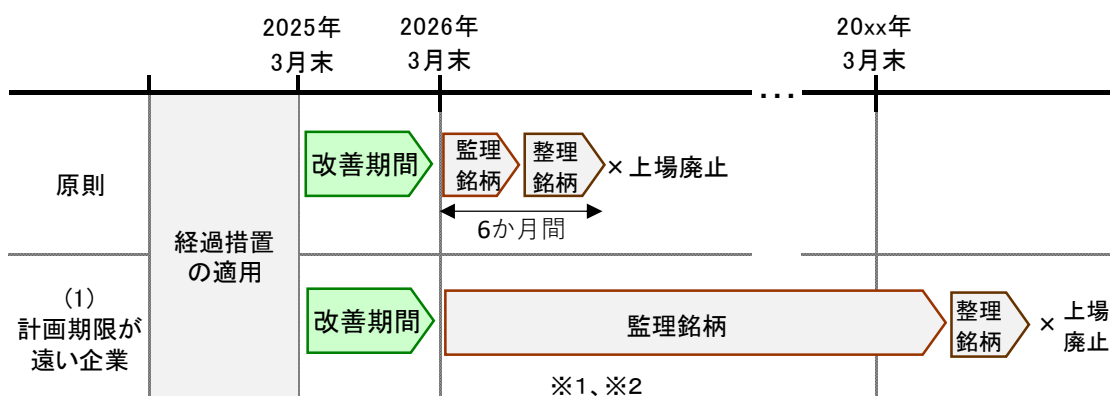
まさかの massacre、こう思ったのは筆者だけだろうか。「市場区分の見直しに関するフォローアップ会議」の議論を受けて、1月30日に公表された「今後の東証の対応」¹は驚きの内容だった。上場維持基準の経過措置終了に関する厳格な姿勢と継続的な低 PBR 企業への強い要請は、上場企業への対応が甘いと批判されてきた東京証券取引所（以下、「東証」）が市場規律優先へと方針転換した証しなのかもしれない。

1. 経過措置の取り扱い

今回、「上場維持基準に関する経過措置が2025年3月に終了」と手短かに報道されているが、実際は「形式的には終了ではない」が「実質的には終了」という巧みな改正である。というのは、「適合に向けた計画書」において計画期限を2025年3月より先に設定している企業²、例えば2028年3月に設定している企業は、依然として現在設定している期限（2028年3月）まで現上場市場での上場維持が可能だからである。

図表1は今回、東証が改正した「経過措置の取り扱い」³を3月末決算企業に当てはめた日程の例である。2025年3月末を計画期限としている企業は上場維持基準適合に至って

図表1. 3月末決算会社の日程例



(1)2026年3月1日以後最初に到来する基準日を超える時期(20xx年3月末)を終了期限とする計画を開示している場合

※1 指定期間中に基準に適合した場合、指定解除。 ※2 緩和した上場維持基準にも適合しない状態となった場合、改善のための期間を設けずに速やかに上場廃止を決定

[出所] 東京証券取引所[2023.1.30A]の図を筆者が一部修正

¹ 東京証券取引所[2023.1.30A]、「論点整理を踏まえた今後の東証の対応」

² 正確には、計画期限を2025年3月1日以後最初に到来する決算期より先に設定している企業

³ 東京証券取引所[2023.1.30B]、「上場維持基準に関する経過措置の取り扱い等について」。この内容で1月30日から3月1日までパブリックコメントを受け付けており、その後、4月1日から実施

いない場合、本来の上場維持に関する規則が適用されて1年間の改善期間に入る。1年後になっても未適合の場合は上場廃止が決定し、既存株主の換金機会を確保するために原則6ヵ月の監理銘柄・整理銘柄指定期間を経て上場廃止になる⁴。

計画期限が2025年3月より先の企業、例えば2028年3月を期限とする企業は同じく2025年4月から改善期間に入り、2026年3月になっても未適合の場合には監理銘柄⁵に指定され、2028年3月における適合状況を確認するまでの間、監理銘柄指定が継続される。つまり、今回の改正の後でも当初設定の計画期限まで上場維持が保証されている⁶。

2019年に新市場構造の議論が行われたときに、結果的に経過措置の導入に至った背景には一部の東証一部企業が最上位市場上場の地位を失った場合のブランドイメージ低下、人材採用面での不利、取引会社からの信用低下などを危惧したことがあった。今回、計画期限までの上場維持が保証されたとはいえ、期限までの期間に「監理銘柄」と表記され続けるのは耐え難いものであろう。

今回の改正では、プライム市場上場企業⁷のみ、本年4月1日から9月29日の間に改めてスタンダード市場への上場を無審査⁸で再選択可能としている。現在、経過措置となっているプライム企業にとって、上場廃止は絶対避けたいものであり、監理銘柄入りも極力避けたいものであろう。これらの企業は、監理銘柄期間入りする前に適合を達成できるという極めて強い自信がある企業を除き、再選択してスタンダード市場上場に切り替えるのではないだろうか。このため、2025年4月以降はプライム市場の経過措置企業はほとんどなくなるものと予想される。

一方、スタンダード市場とグロース市場の経過措置企業には、プライム経過措置企業のような市場再選択の救済措置がない。3つの新市場区分に上下関係はないはずだが、東証は敢えてプライムとスタンダードの間に上下関係を持ち込み、プライムからスタンダードへの下方選択を可能とした。しかし、スタンダードとグロースにはそのような関係を一時的といえども持ち込むことはできないほど市場の特性・位置付けが異なる。このためスタンダードとグロースに上場する経過措置企業はまさに図表1の改善期間および監理銘柄・整理銘柄指定期間入りに直面することになる。少なからぬ企業が現実問題として上場廃止を見据えた対応を迫られることになった。

⁴ 整理銘柄期間は現行1か月であったが、今回の改正により監理・整理銘柄期間は6ヵ月に延長される。

⁵ 監理銘柄とは、上場廃止基準に該当する恐れがある場合に、投資家にその事実を周知するため指定された銘柄のことである。

⁶ ただし、今回の改定前では2028年4月から1年間の改善期間があったが、改訂後では既に改善期間が終わっているので上場廃止までの期間は1年短くなる。また、現行の制度下では計画期限が到来しても未適合の場合、あるいは期限到来前でも期限での適合が見通せない場合、期限の先延ばしが許されている。2022年12月末時点で筆者が知る限り既に15社が期限先延ばしをした。しかし、東証は今回改正の施行日前までに駆け込みで期限先延ばしを行うことは原則として容認しないようである。

⁷ 正確には2022年4月3日において市場一部に上場していたプライム市場の上場企業

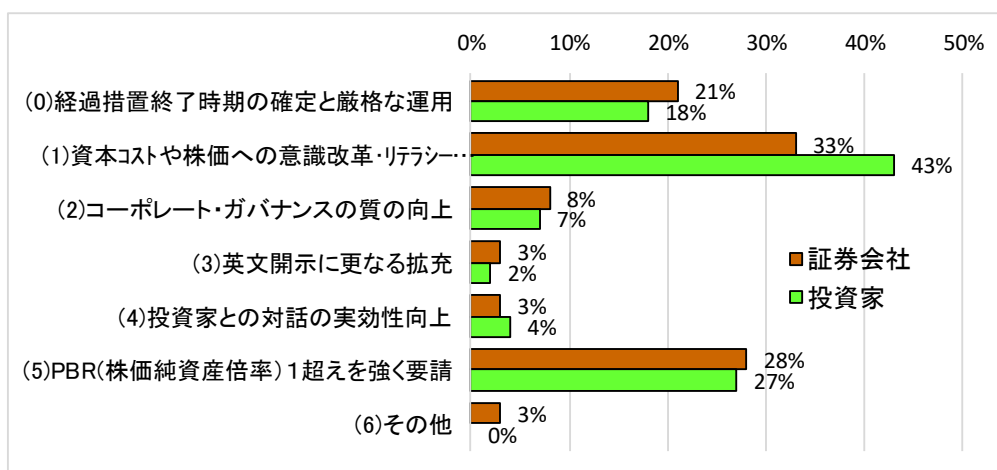
⁸ 正確にはスタンダード市場の上場維持基準に適合している場合は無審査であるが、未適合の場合は適合に向けた計画の開示が必要になる。

2. 「今後の東証の対応」に対する市場関係者の評価

フォローアップ会議の当初の中心テーマは上場維持基準に未適合の企業を救済する「経過措置」の終了時期であったが、並行的に「中長期的な企業価値向上に向けた取組の動機付け」の議論も進めていた。1月30日発表の「今後の東証の対応」では、これに関する具体的なテーマとして、(1)資本コストや株価への意識改革・リテラシーの向上、(2)コーポレート・ガバナンスの質の向上、(3)英文開示の更なる拡充、(4)投資者との対話の実効性向上、を掲げて論点整理⁹を行った上で、今後の対応も提示している。

QUICK社は2月1日から3日にかけて実施した定例の月次調査の中で、今回の東証の対応でどの方策が重要であるかを市場関係者にアンケートをしている。その結果を図表2にまとめた。(0)の経過措置終了時期確定に高い支持があったが、それ以上の支持があったのは(1)の意識改革と(5)のPBR1超え要請であった。

図表2. 「今後の東証の対応」で市場関係者が重要と考える方策



(注) 本図表での選択肢の順番および番号付けはアンケートとは異なる

[出所] QUICK月次調査<株式>、2023年2月

この回答状況に関して筆者の感想を記しておきたい。

(0)の経過措置終了時期確定の支持が3番目止まりだったのは、適用される企業群が所詮は市場時価総額合計で1%程度のマイクロ株であり、証券会社にとっても投資家にとっても関心が極めて薄い企業であったためではないだろうか。(2)のコーポレート・ガバナンスの質の向上と(4)の対話の実効性向上は共に極めて重要であるのにも関わらず支持は低い。これは今まで対応するコードを作るたびに形式的準拠によって無効化されてきたことの繰り返しが連想されているように思う。(3)の英文開示拡充は最低の支持であった。海外の投資家に関心を持つ日本企業はせいぜいプライム市場の上位3分の1であり、これらの企業

⁹ 東京証券取引所[2023.1.30C]、「上市区分の見直しに関するフォローアップ会議の論点整理」

は概ね必要な英文開示を行っている。その他の企業に英文開示拡充を強いても費用負担があるだけで実質的な意味はないと回答者は考えている可能性がある。

最も支持が高かったのは(1)の意識改革であった。市場関係者は、かねてより株価が上がらない多くの企業では経営者が株式市場や株価に関心がなく、中にはPBRという用語すら知らない人もいと嘆いていた。株価は株式市場による自社事業の評価であるということを理解し、株価に関心を持ってもらえれば金融リテラシーも自ずと高まってくるだろう。そして、株価に興味をもってもらう契機として(5)のPBRがある。PBR1倍割れが継続している企業は投資家が託しているリスク資金を毀損している。PBR改善計画の開示を強く要請することが価値向上の動機付けになるはずである。「今後の東証の対応」資料では(1)に関して「具体的な対応」が3つ示されており、その1番目の内容が(5)なのである。(5)は(1)の有力な実現手段なのだという点を理解すべきである。

3. 継続的PBR1倍割れ基準に向けて

東証は「2023年春」のうちにプライム企業とスタンダード企業に以下の要請を行うとしている。

『経営陣や取締役会において、自社の資本コストや資本収益性を的確に把握し、その状況や株価・時価総額への評価を議論のうえ、必要に応じて改善に向けた方針や具体的な取組、その進捗状況などを開示することを要請

➤継続的にPBRが1倍を割れている会社には、開示を強く要請』

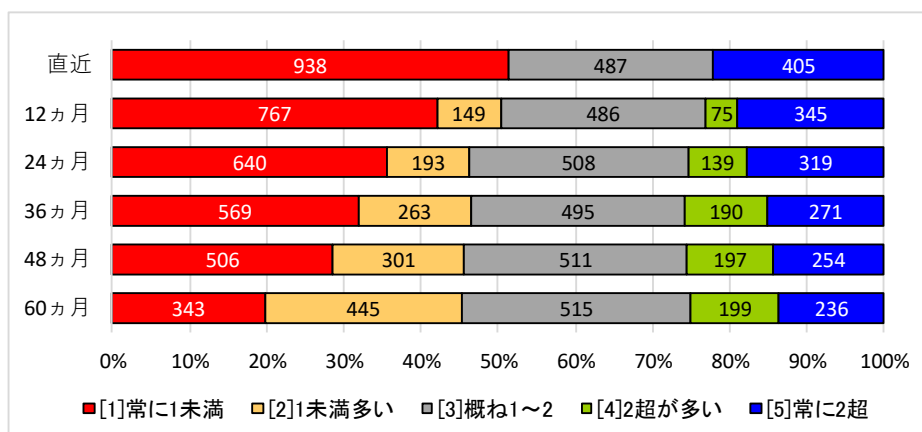
これは要請であって義務ではなく、企業が開示を行うかは任意である。多くの該当企業の開示を実現するために何らかの文言や措置を追加するのか、今後のフォローアップ会議で議論するのもかもしれない。「継続的PBR1倍割れ」とはどういう状態を指すのかが曖昧だと本来該当すべき企業が自社は対象ではないと言い逃れるかもしれない。東証は「継続的PBR1倍割れ」とは何かを定義し、該当企業の一覧表を具体的に提示すべきではないだろうか。どこが該当企業であるかが投資家に明示されれば任意であったとしても企業は要請に応じざるを得なくなろう。また、何をもって「継続的PBR1倍割れ状態から脱した」と見なすのかも定義し、該当企業が目標とすべき状態を明示する必要がある。

本節ではこれらの定義に関する議論に資するために、基礎となるデータを示して定義の案を提示する。

図表3は2022年12月末時点におけるプライム企業1,830社のPBR分布である。938社(51.2%)がPBR1倍割れである。PBRが1以上2未満の企業が487社(26.6%)、PBRが2以上の企業が405社(22.1%)である。図表3には過去の5期間における企業のPBR状況分布も示してある。「12ヵ月」の行では、2022年1月末から12月末までの月末12時時点でPBRを計測し、その統計に基づいて企業を5つに分類している。[1]12時点すべてでPBR1倍未満だったのが767社(42.1%)であった。[2]1倍未満の月が1倍以上よ

り多かったのが 149 社 (8.2%)、[3]概ね 1 から 2 倍であったのが 486 社 (26.7%)、[4]2 倍以下より 2 倍超の方が多かったのが 75 社 (4.1%)、[5]12 時点すべてで 2 倍超であったのが 345 社 (18.9%) であった。[1]常に 1 倍未満 (すべての月で 1 倍未満) の企業は、過去 36 ヶ月で 569 社 (31.8%)、過去 48 ヶ月で 506 社 (28.6%)、過去 60 ヶ月で 343 社 (19.7%) であった。

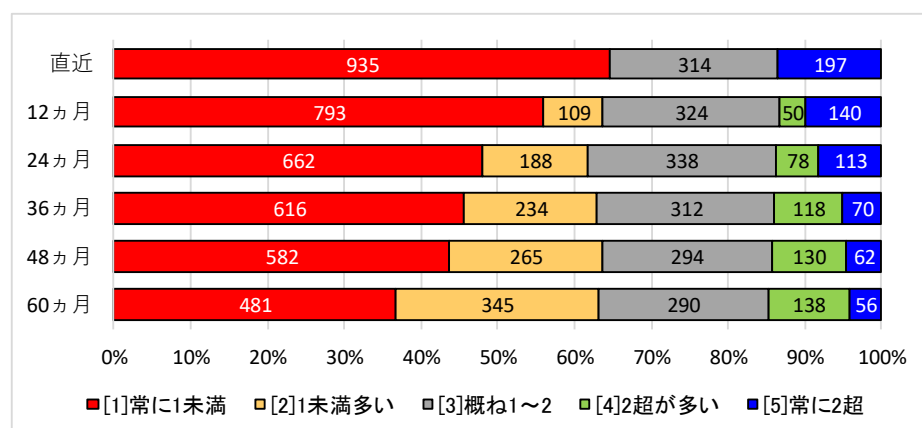
図表3. プライム企業のPBR分布(2022年12月)



(注)直近の2022年12月で1,830社、長期ほど社数が減り、60ヶ月では1,738社
[出所] FACTSETデータベースより筆者作成

図表4はスタンダード企業 1,446 社についての PBR 分布であるが、状況はプライム企業より深刻である。直近で 935 社 (64.7%) が 1 倍未満で、過去 60 ヶ月で常に 1 倍未満であった企業が 481 社 (36.7%) である。

図表4. スタンダード企業のPBR分布(2022年12月)



(注)直近の2022年12月で1,446社、長期ほど社数が減り、60ヶ月では1,310社
[出所] FACTSETデータベースより筆者作成

筆者は、議論のための出発点として、「継続的 PBR1 倍割れ」企業の定義を過去 48 ヶ月で「常に 1 未満」である企業とし、目標を「直近 36 ヶ月で概ね 1~2 倍」企業になること、を提案する。この案では目標期間入りしてから 18 ヶ月で目標達成が可能である (目

標期間入りしてから1倍以上を連続18ヵ月達成すれば「直近36ヵ月で概ね1~2倍」になる)。ただし、この案では過去48ヵ月のうち47ヵ月で1倍未満、1ヵ月だけ1倍以上の企業は対象外になってしまう。そうすると、「1倍未満が多い企業」も対象に加えた方がよいかもかもしれない。この場合はプライム企業では807社(506+301、45.6%)が、スタンダード企業では847社(582+265、63.5%)が対象になる。48ヵ月のうち23ヵ月で1倍以上の企業まで対象にするのはよくないと考えるのなら、「1倍未満が多い」という分類を「1倍未満が3分の2以上」とか「1倍未満が4分の3以上」という分類に変更して統計をとればよい。

以上は、あくまで議論の出発点である。このような明確な「継続的PBR1倍割れ」と「目標達成」の定義が必要なはずである。明確な定義と該当企業の一覧表を提示することによって、多くの該当企業が義務ではない要請に応じてくれることになろう。

4. おわりに

フォローアップ会議の委員の意見が「経過措置終了時期は遅くとも2025年3月」に収斂したのを見て、筆者は東証がいったいどのような対応をするのか注目していた。最長で2032年3月までの長期の計画期限を認めてしまっており、既得権益となってしまったその約束を反故にはできないだろうと考えたからである。ところが、早期の改善期間入りと長い監理銘柄期間を導入することで、計画期限の約束を守りつつ、企業に上場維持基準達成へ本腰の努力を促すことに成功したように思う。プライム企業にはスタンダード市場再選択の機会を与えることで2025年3月までに経過措置企業は激減すると予想される。

今回の市場再編の影響を受けたのは旧東証一部の下位3割と更に小型の企業だけだった。企業統治コードの核心たる原則5-2の「資本コストを把握した上での事業運営」の実施率は81.6%¹⁰に達しているにも関わらず、上位企業も含めて日本企業の価値向上は進んでいない。プライム市場の52%、スタンダード市場の65%の企業がPBR1倍割れというのは異常である。筆者は事あるごとにPBR1倍割れの深刻さとその改善を訴えてきたが、東証が自らPBRの改善を強く要請する時が来ることは予想していなかった。PBRは株価を含む指標で、株価は日々変動し時には不可解な動きをするかもしれない。そのような株価を含む指標の改善要請は企業経営者には異常に思えるかもしれない。筆者はその心情に一部同調するが、その異常さよりも上場企業の半数以上がPBR1倍割れという状態こそもっと異常であると考えている。

経過措置終了時期問題と継続的PBR1割れ問題に関して、今回、東証が示した英断は市場規律優先の姿勢を行動で示したものと評価したい。今後、何らかの緩和策を求められることがあるかもしれないが、毅然とした態度で現状案を推進していただきたい。

本稿に関するご意見・ご質問は commenttoakeda01@gmail.com 宛てにお願いします。

¹⁰ 東京証券取引所、「東証上場会社コーポレート・ガバナンス白書2021」、2021年3月