

2022年12月8日 全6頁

# 経過措置の終了時期が見えてきた！？

## 「市場区分の見直しに関するフォローアップ会議」第4回

政策調査部 主任研究員 神尾 篤史

### [要約]

- 東京証券取引所で「市場区分の見直しに関するフォローアップ会議」の第4回が開催され、市場関係者からのヒアリング後、議論が行われた。
- 今回の議論の中心は終了時期を含めた経過措置のあり方であった。終了時期についてのメンバーの発言は、市場再編が行われた2022年4月から3年後の2025年3月としたのが7名、2年後の2024年3月としたのが1名であった。
- 今回も意見が示されたのみで、会議で決定された事項はない。会議設置後半年程度(2022年内~2023年初)を目途にいったん議論をまとめることが初回の会議で示されている。

### 第4回フォローアップ会議

東京証券取引所（東証）で11月25日に「市場区分の見直しに関するフォローアップ会議」（以下、会議）の第4回が開催された。メンバーはエコノミスト、投資家、上場会社、学識経験者で、これまで市場関係者からのヒアリングやメンバー間での議論が行われてきた。会議の論点は、プライム市場、スタンダード市場、グロース市場という市場区分のあり方と現在の経過措置の取扱いである。毎回議論されるのは、市場の新陳代謝をいかに促進させるかについてであり、メンバー間では新陳代謝を促進させるべきこと自体はコンセンサスになっているが、その方法や深度に関する意見には幅がある。これまでに会議で決定された事項はない。

第4回は、会議のメンバーである野村アセットマネジメント株式会社の小池 CEO 兼代表取締役社長と村尾執行役員から「海外機関投資家に映る日本株式市場」についてのプレゼンテーションがあり、その後にメンバー間で議論が行われた。次いで、東証からの経過措置のあり方に関する論点提起が行われ、筆者から「経過措置制度の論点と経過措置適用会社の状況」についてプレゼンテーションを行った後、メンバーから経過措置のあり方についての意見が述べられた。

本稿では、会議の[議事録](#)に基づいて、メンバー間で行われた経過措置のあり方についての意見を簡潔にまとめる。

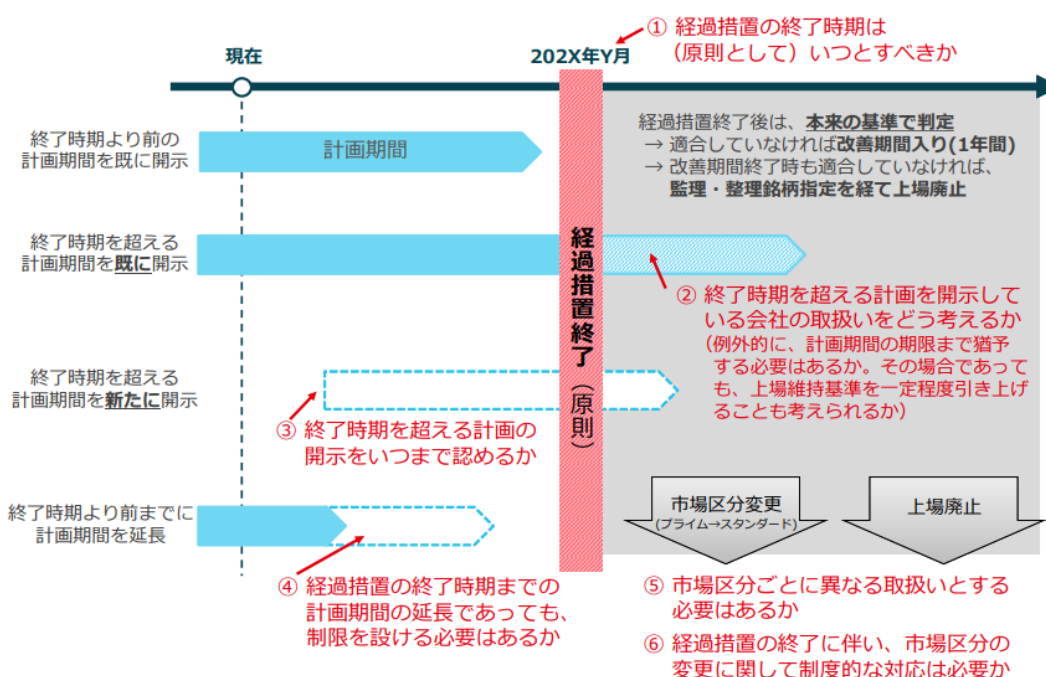
## 経過措置の概要

論点となっている経過措置は、市場再編前に市場第一部・第二部、JASDAQ、マザーズに上場していた会社のみ適用されている制度である。市場再編に伴って上場維持基準（市場再編前の上場廃止基準に相当）がこれまでよりも厳しくなったため激変緩和措置として設定されたもので、上場維持基準に適合しない会社が本来の基準よりも緩和された基準で上場を継続できる措置である。適用を受けるには、「上場維持基準の適合に向けた計画」（以下、計画書）を開示し、その計画に取り組む必要がある。計画書には、上場維持基準の達成に必要な計画期間や施策などを記述することが求められている。経過措置の存置される期間は「当分の間」とされており、終了時期は明確になっていない。

## 経過措置を巡る議論

経過措置について、東証から提起された論点は以下の①～⑥である（図表1）。以下では、それぞれの論点に対するメンバーの主な意見に注目する。なお、今回の会議の参加メンバーは8名であるが、論点によってははっきりと意見が示されなかったものがある。

図表1 経過措置の論点



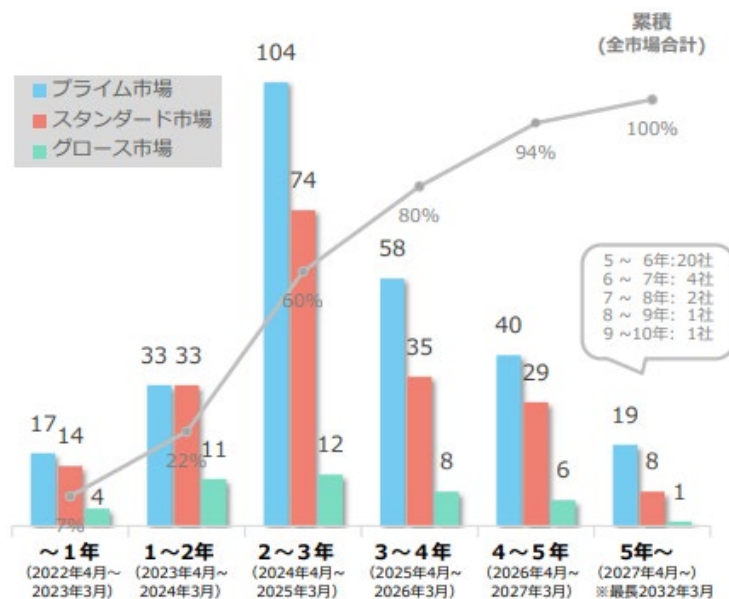
（出所）東京証券取引所「市場区分の見直しに関するフォローアップ会議 第四回 東証説明資料」（2022年11月25日）

### ① 経過措置の終了時期は（原則として）いつとすべきか

終了時期は、市場再編が行われた2022年4月から3年後の2025年3月という意見を持つメンバーが7名、2年後の2024年3月と考えるメンバーが1名であった。2025年3月までと発言

したメンバーが多かった理由は、東証の資料で示されているように、計画書を開示した企業の60%が計画期間を3年としていることが関係しているのだろう（図表2）。また、市場再編から3年以内を計画期間として開示している会社の時価総額は増加傾向にある一方、3年超の計画を開示した会社の時価総額の変化率は市場平均を下回り、低下傾向にあることも示されている（図表3）。

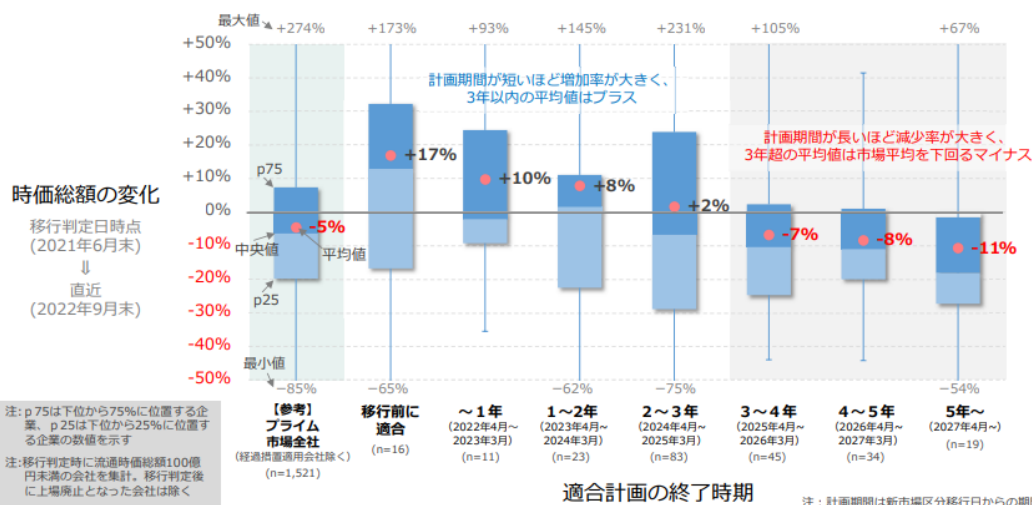
図表2 計画期間の終了時期の分布



注：計画期間は新市場区分移行日からの期間。複数の基準に適合していない場合、最長の計画期間を採用

（出所）東京証券取引所「市場区分の見直しに関するフォローアップ会議 第四回 東証説明資料」（2022年11月25日）

図表3 流通株式時価総額基準（100億円）未達企業の時価総額の変化（プライム市場）



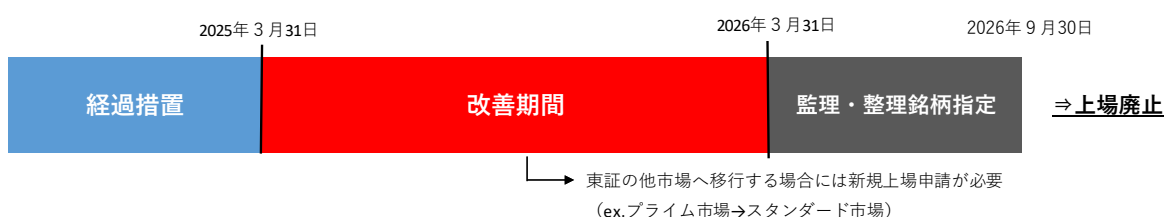
（出所）東京証券取引所「市場区分の見直しに関するフォローアップ会議 第四回 東証説明資料」（2022年11月25日）

ただし、上場維持基準を充たさないまま経過措置が終了しても、ただちに上場廃止になるわけではなく、その後に改善期間が用意されていることには注意を要する。上場維持基準の項目によって改善期間は異なるが、例えば流通株式時価総額、流通株式比率、売買代金などの改善期間は原則1年間である<sup>1</sup>。仮に、経過措置の終了時期が2025年3月になり、その時点で3月決算企業が流通株式時価総額の基準に適合していなかった場合、改善期間は1年間の2026年3月までである。それまでに基準の適合に至れば上場維持が可能である。

改善期間を経ても上場維持基準に適合できなければ、監理銘柄・整理銘柄に指定され、上場廃止に向かう。これまで監理銘柄・整理銘柄の指定期間は合計3か月程度であったが、今回の会議で、東証から投資家の換金機会確保を理由として6か月への期間延長を想定していることが示された(図表4)。なお、最終的に上場維持基準を充たせないことが改善期間中に見通された場合には、東証の他の市場区分への新規上場(市場移行)をする選択肢もある。再編前の制度では、市場第一部から市場第二部へと降格させるという指定替えという制度があったが、再編後の制度ではそのような制度はなく、それぞれが独立した市場と設定されたことから、市場移行には新規上場が必要になる。

図表4 上場維持基準に適合しなかった場合の上場廃止までの流れ

★経過措置が2025年3月に終了したと仮定し、流通株式時価総額などに抵触した場合の日程例：3月期決算会社



(出所) 東京証券取引所「市場区分の見直しに関するフォローアップ会議 第四回 東証説明資料」(2022年11月25日)より大和総研作成

② 終了時期を超える計画を既に開示している会社の取扱いについてどう考えるか(例外的に、計画期間の期限まで猶予する必要はあるか。その場合であっても、計画の適切な進捗を促す観点から、上場維持基準を一定程度引き上げることも考えられるか)

これは、仮に経過措置の終了時期が2025年3月になった場合に、計画期間を2025年3月以降としている会社の経過措置の終了時期をいつにするかという論点である。経過措置の終了時期を超える経過措置を認めるべきでないとしたメンバーは2名、なんらかの形で終了時期を超える経過措置を認めてもよいという意見を持つメンバーは5名であった。

この5名の中には、「最長で5年、2027年3月末まで猶予し、ただし、企業名、未達内容、計画期間を東証及び当該企業から公表することが必要」という意見や、上場維持基準適合に向けて成果を上げている会社があることを踏まえて「それらの企業を評価するような規定を導入し

<sup>1</sup> 売買高のみ改善期間は6か月である。

てもよい」といった意見があった。成果を評価する手法としては、例えば、流通株式時価総額100億円以上とされているプライム市場の上場維持基準について、経過措置を2025年3月に終了しつつも2027年3月までにそれに到達すればよいとする猶予を認めるとした場合、その条件として2026年3月には80億円以上に到達することを条件とするといったことが考えられる。

### ③ 経過措置の終了時期を決めるに際して、終了時期を超える計画の開示をいつまで認めるか（終了時期を超える計画期間を新たに開示するケース）

これは、現時点では経過措置が適用されていないものの、今後、新たに上場維持基準を下回り経過措置の対象となる場合、経過措置の終了時期をいつまで認めるかという論点である。これについて、終了時期を超える計画期間とすることを認めないとしたメンバーは6名である。このうち、日程に条件を付した意見として、「経過措置の終了時期の公表時点以降の延長は原則として認めべきでない」といった考えや、終了時期のルール「効力発生日の前日までは認めざるを得ない」といった考えが示された。メンバーの基本的な考え方としては、この会議で終了時期について議論されていることは周知されており、議事録も公表されていることから、新たに終了時期を超える計画期間の設定・開示を認める必要性は乏しいということであろう。

### ④ 経過措置の終了時期までの計画期間の延長であっても、制限を設ける必要はあるか

これは既に計画書を公表していて計画期間が経過措置の終了時期前に設定されていた場合に、その計画期間を終了時期まで延長させることを許容するかどうかという論点である。計画期間の延長を認めないとしたメンバーは1名、計画期間の延長に制限を設ける必要はない、認めてよい・認めざるを得ないと考えるメンバーは5名であった。ただし、延長に制限を設けないという意見を有するメンバーから、「企業名、未達内容、計画期限を東証及び当該企業から公表することが必要」とする意見があった。

### ⑤ ①～④について市場区分ごとに異なる取扱いとする必要はあるか

上記の①～④の論点について、市場区分ごとに異なる扱いをするということは理屈上ありえる。この点について、その必要はないとしたメンバーは6名であった。その中には、原則としては異なる扱いは必要ないとしつつも、経過措置適用のスタンダード市場上場会社は他市場への新規上場（市場移行）が難しいことを考慮して、「取組の成果を評価する規定の導入を考えるべき」という意見があった。

### ⑥ 経過措置の終了に伴い、プライム市場上場会社において、スタンダード市場への市場区分の変更を検討することも見込まれるが、市場区分の変更に関して制度的な対応は必要か

これは、経過措置の終了でそれが適用されているプライム市場上場会社によるスタンダード市場へ新規上場（市場移行）が一時的に増加すると予想されることに対して、新規上場手続きの簡素化の必要性を問うものである。この点について、制度的な対応は必要ないとしたメンバーは3名、制度的な手当てが必要としたのは2名、今後の検討課題としたのが2名であった。

対応が必要ないとしたメンバーは、「審査キャパシティがひっ迫する可能性があることは、早く周知しておいて、早期に検討する必要があることを上場会社に伝えるべき」とした。他方で、東証の体制確保が「できないようであれば多少簡素化することも避けられない」としたメンバーもいた。

制度的な対応が必要としたメンバーは、証券会社では IPO 審査に加えて既存会社の市場区分変更への対応も求められることを例示し、「時限的にはあるものの、最も多いと想定されるプライム市場からスタンダード市場への移行の手続きを簡素化することが望ましい」とした。

その他、上場廃止銘柄の換金確保の観点から受け皿市場の創設という論点がある。上述したように、投資家の換金機会を確保するため、東証から監理銘柄・整理銘柄の指定期間を6か月へ延長する旨が示されたことに対しては、3名のメンバーから賛意が示された。

## 今後のスケジュール

東証からは、次回は PBR や ROE の改善をどう促していくかといった点も含めて、論点整理と議論を進めていくことが発表された。初回の会議で示されたところでは、会議は3年程度の期間が想定されているものの、とりあえずは会議設置後半年程度（2022年内～2023年初）を目途にいったん議論をまとめるとしている。