

2012年12月11日 全4頁

上場廃止基準等の緩和措置の延長

時価総額基準・流通株式時価総額基準の時的限的緩和措置、4回目の延長

金融調査部 主任研究員
横山 淳

[要約]

- 東証は、上場廃止等の時価総額基準・流通株式時価総額基準を概ね本来の基準の6割程度の水準とする緩和措置を2009年1月から適用している。
- 2012年12月4日、東証はこの緩和措置の期限を本年（2012年）12月末から2013年12月末に1年延長すると発表した。

1. 上場廃止基準等の特例の延長（4回目）

2012年12月4日、東京証券取引所（以下、東証）は「上場株券に係る時価総額基準の取扱いの一部変更措置の延長について」を発表した¹。この中で、東証は2009年1月から適用している上場廃止等の時価総額基準・流通株式時価総額²基準の時的限的緩和措置の期限を本年（2012年）12月末から2013年12月末に1年延長することとしている。

東証の有価証券上場規程では、上場会社の時価総額や流通株式時価総額が一定水準を下回ると、上場廃止を判断する「猶予期間」に入ることとなる。その後、「猶予期間」内に時価総額や流通株式時価総額が一定水準まで回復しなければ³、その上場会社の上場廃止が決定されることとなる⁴。

ただし、例外的に、「市況全般が急激に悪化した場合において、当取引所（筆者注：東証のこと）がこの基準によることが適当でないと認めたときは、当取引所がその都度定めるところ

¹ 東証のウェブサイト（http://www.tse.or.jp/news/10/121204_a.html）に掲載されている。なお、類似の措置は、大阪証券取引所（JASDAQ市場も運営）からも発表されている。詳細は同取引所のウェブサイト（<http://www.ose.or.jp/news/22697>）を参照。

² 役員・10%以上を保有する大株主・自社（自己株式）の保有分を除いた株式数（流通株式数）に基づいて算出される時価総額のこと（東証有価証券上場規程2条96号、同施行規則8条など）。

³ 時価総額は月ベースで審査される（東証有価証券上場規程施行規則601条3項1号による311条4項1号の準用など）。流通株式時価総額は事業年度末日の状況で審査される（四半期末や中間期末での審査はない。同601条1項10号による311条2項1号の準用など）。

⁴ 原則として、この時点で「整理銘柄」に指定され、その後1ヶ月間の取引期間を確保した上で、最終的に上場廃止となる。

による」と、特例措置を講じる余地があることが定められている（東証有価証券上場規程 601 条 1 項 4 号 a 但書など）。

この特例を活用して、東証はいわゆるリーマン・ショックを受けた 2008 年 10～12 月に、当時の株式市場の状況を踏まえて、一時的に上場廃止等に関する時価総額基準や流通株式時価総額基準の適用を凍結し、時価総額等が一定水準を下回るようになったとしても、上場廃止を判断する「猶予期間」には入らないという措置を講じた⁵。

この凍結措置は、2008 年 12 月をもって解除されて、一旦、上場廃止等に関する時価総額基準等は復活した。しかし、翌 2009 年 1 月には、再びこの特例を利用して、当時の株式市場の状況を鑑みて、新たな措置が講じられた（詳細は、後記 2 参照）。

この措置（上場廃止等の時価総額基準・流通株式時価総額基準の時限的な緩和措置）は、これまで 2009 年 12 月、2010 年 12 月、2011 年 12 月と 3 回にわたって延長され、今回、4 回目の延長が行われることとなる。

2. 4 回目の延長となる上場廃止基準等の時限的な緩和措置の内容

今回、4 回目の延長がなされることとなった上場廃止等の時価総額基準・流通株式時価総額基準の時限的な緩和措置の具体的な内容（東証の場合）は、次の図表 1、図表 2 の基準に基づき、上場廃止等に関する時価総額・流通株式時価総額の審査を行うというものである。

図表 1 東証の時価総額基準（上場廃止、二部指定替え）

【上場廃止】 (東証有価証券上場規程 601 条 1 項 4 号 a、603 条 1 項 5 号 a)

市場	東証有価証券上場規程に基づく時価総額基準
本則市場	時価総額が 6 億円（本来は 10 億円）未満 「猶予期間」は 9 ヶ月（注 1）
マザーズ （注 2）	時価総額が 3 億円（本来は 5 億円）未満 「猶予期間」は 9 ヶ月（注 1）

（注 1）所定の書面を 3 ヶ月以内に提出しない場合は、猶予期間は「3 ヶ月」。

（注 2）2014 年 3 月 31 日以後、マザーズへの上場後 10 年を経過した会社は、本則市場と同等の上場廃止基準が適用される予定である。

【二部指定替え】（一部から二部に指定替えされる（いわゆる「降格」）基準）

(東証有価証券上場規程 311 条 1 項 4 号)

株式時価総額が 12 億円（本来は 20 億円）未満 「猶予期間」は 9 ヶ月（注 3）

（注 3）所定の書面を 3 ヶ月以内に提出しない場合は、猶予期間は「3 ヶ月」。

（出所）東証有価証券上場規程などを基に大和総研金融調査部制度調査課作成

⁵ 拙稿「東証、上場廃止の時価総額基準を一時凍結」（2008 年 10 月 31 日付レポート）参照。

図表 2 東証の流通株式時価総額基準（上場廃止、二部指定替え）

【上場廃止】（東証有価証券上場規程 601 条 1 項 2 号 b、603 条 1 項 2 号 b）

市場	東証有価証券上場規程に基づく流通株式時価総額基準
本則市場	流通株式時価総額が 3 億円（本来は 5 億円）未満 「猶予期間」は 1 年
マザーズ (注)	流通株式時価総額が 1 億 5,000 万円（本来は 2 億 5,000 万円）未満 「猶予期間」は 1 年

(注) 2014 年 3 月 31 日以後、マザーズへの上場後 10 年を経過した会社は、本則市場と同等の上場廃止基準が適用される予定である。

【二部指定替え】（一部から二部に指定替えされる（いわゆる「降格」）基準）

（東証有価証券上場規程 311 条 1 項 2 号 b）

流通株式時価総額が 6 億円（本来は 10 億円）未満 「猶予期間」は 1 年
--

(出所) 東証有価証券上場規程等を基に大和総研金融調査部制度調査課作成

図表 1 の時価総額基準について、時価総額が回復したか否かの審査⁶は月ベースで行われる。例えば、2012 年 5 月に時価総額基準に抵触して「猶予期間」入りした上場会社（本則市場）の場合、（所定の書面の提出を前提に）9 ヶ月後の 2013 年 2 月までに時価総額が回復しなければ上場廃止が決定されることとなる。

このとき回復すべき時価総額の水準は、今回の 4 回目の延長がなければ、2012 年 12 月までは「6 億円以上」だが、2013 年 1～2 月の審査については、緩和措置の期限が切れることから、本来の基準である「10 億円以上」が適用されることになっていた。今回、緩和措置の 4 回目の延長が実施されたことで、2013 年 1～2 月の審査についても時価総額が「6 億円以上」に回復すれば「猶予期間」から解除され、上場廃止を免れることになる。

図表 2 の流通株式時価総額基準の場合、各事業年度末日の状況で審査される。例えば、3 月決算会社（本則市場）が 2012 年 3 月末時点で流通株式時価総額基準に抵触して「猶予期間」入りした場合、この会社の流通株式時価総額が回復したか否かの審査は四半期末や中間期末時点では行われず、翌 2013 年 3 月末時点で行われることとなる。

今回の 4 回目の延長がなければ、2013 年 3 月末時点では、緩和措置の期限が切れることから、回復すべき流通株式時価総額は「3 億円以上」ではなく、本来の基準である「5 億円以上」が適用されることになっていた。今回、緩和措置の 4 回目の延長が実施されたことで、流通株式時価総額が 2013 年 3 月末時点で「3 億円以上」に回復すれば、上場廃止を免れることになる。

⁶ 月間平均時価総額と月末時価総額の両方が基準値を上回らなければならない（東証有価証券上場規程施行規則 601 条 3 項 1 号による同 311 条 4 項 1 号 c の準用など）。

3. おわりに

不特定多数の者による集団的な売買が行われることが予定されている以上、市場での取引対象について一定の流動性の維持を求めることには合理性がある。もちろん、要求すべき適切な流動性の水準をどのように設定すべきかについては、様々な見解があり得るだろう。しかし、少なくとも、「公益及び投資者保護に資するため、有価証券の売買等を公正かつ円滑ならしめること」（東証定款2条2項）を旨とする取引所が、極端に時価総額又は流通株式時価総額が低下した発行会社に対して、市場からの退出（上場廃止）を促すこと自体は、市場の規律を守る立場から当然のことであると考えられる。

その一方で、時価総額や流通株式時価総額は、必ずしも発行会社の責任とはいえない事情により、その数字が左右される場合があることも事実であろう。その意味では、特殊な状況の下では、取引所が、上場廃止基準について柔軟な運用を行うことにも合理性があると考えられる。また、そのような状況に応じた柔軟な運用を行うことができることは、いわゆるソフト・ローとしての取引所規則の強みであるともいえるだろう⁷。

そのように考えれば、今回、4回目の延長が行われることとなった上場廃止等の時価総額基準・流通株式時価総額基準の時限的な緩和措置も、元来、いわゆるリーマン・ショック後の市場の混乱を受けたものであり、その導入自体については、合理性のある判断であったと思われる。ところが、こうした時限的な特例措置は、しばしば、その出口戦略で難しい判断が求められることになりやすいのも事実であろう。

一般論として、時限的にルールの一律緩和を行うことには、本来、市場から退出させるべきではないものを広く救済できるというプラスの側面がある一方で、本来、市場から退出させるべきものまで一緒に救済してしまうというマイナスの側面もある。特に、その「出口」、すなわち特例を停止し、本来のルールに戻るタイミングを巡っては、プラス面、マイナス面のバランスに配慮した上で、難しい決断が要求されるものと考えられる。

上場廃止等の時価総額基準・流通株式時価総額基準の時限的な緩和措置は、今回の延長で5年間（2009年1月～2013年12月）という長期にわたって適用されることになる。私見だが、仮に合理性のある措置であるとしても、これほどの長期にわたって適用されることとなると、「市況全般が急激に悪化した場合」（東証有価証券上場規程601条1項4号a但書など）における特例措置という枠組みをはみ出すものになってしまっているのではないかという懸念を感じざるを得ない。

⁷ ソフト・ローとしての上場廃止のあり方に関しては、拙稿「上場廃止について～懲罰か？ 品質管理か？～」(『大和総研調査季報』(2012年4月春季号 Vol.6) pp.84-99)も参照。

<http://www.dir.co.jp/souken/research/report/law-research/securities/12070201securities.pdf>