

## 東証の新流動性基準

制度調査部  
横山 淳

### 東証上場制度総合整備プログラム

#### 【要約】

2007年10月17日、東証は「上場制度総合整備プログラム対応及び組織体制の変更に伴う業務規程の一部改正について」を公表した。この中で、流動性基準の大幅な見直しを行っている。

例えば、上場廃止基準について、従来の少数特定者持株比率基準を見直し、「流通株式比率5%未満（つまり非流通分が95%以上）の場合に上場廃止」と基準を緩和している。

その一方で、「流通株式数基準」、「流通株式時価総額基準」を新設することとしている。そのため、企業によっては総合的・実質的には基準が厳しくなるケースも考えられる。

本稿は、2007年7月10日付レポート「東証、流動性基準を見直し」を、最終的な取引所規則に基づいて書き改めたものである。

#### はじめに

2007年10月17日、東京証券取引所（以下、東証）は「上場制度総合整備プログラム対応及び組織体制の変更に伴う業務規程の一部改正について」を公表した<sup>1</sup>。

これは、2007年4月に公表された「上場制度総合整備プログラム2007」<sup>2</sup>に盛り込まれたテーマのうち「直ちに実施する事項（第一次実施事項）」の実現や、東証による自主規制法人（東京証券取引所自主規制法人）<sup>3</sup>の設立に伴って、上場制度関連の東証規則改正を行うものである。

この中で、従来の「有価証券上場規程」が、「上場審査基準」、「上場廃止基準」、「上場有価証券の発行者の会社情報の適時開示等に関する規則（適時開示規則）」、「上場株券の市場第一部銘柄指定基準」などとも統合され、全面改正されている。

本稿では、その改正有価証券上場規程のうち、上場審査や上場廃止における「流動性等に係る基準」の見直しについて紹介する。

<sup>1</sup> 東証のウェブサイト ([http://www.tse.or.jp/rules/regulations/071017\\_a2.pdf](http://www.tse.or.jp/rules/regulations/071017_a2.pdf)) に掲載されている。

<sup>2</sup> 東証のウェブサイト (<http://www.tse.or.jp/rules/seibi/index.html>) に掲載されている。

<sup>3</sup> 取引所の委託を受けて、その自主規制業務を行うことを目的に、金融商品取引法に基づいて設立される法人である。詳細は、堀内勇世「取引所の自主規制機能の独立性確保」（2006年5月15日付 DIR 制度調査部情報）、拙稿「東証、自主規制法人を設立」（2007年10月19日付 DIR 制度調査部情報）など参照。

## 1 . 「流動性等に係る基準」とは？

株式を取引所に上場すれば、不特定多数の投資家が頻繁・大量に売買することが想定される。

そのため、株式の上場の審査に当たっては、頻繁・大量な売買が可能となるだけの流動性が期待できることが求められることとなる。他方、十分な流動性が期待できなくなった銘柄については、上場廃止とすることとされている。これがいわゆる「流動性等に係る基準」（以下、流動性基準）である。

従来の上場審査基準・上場廃止基準などでは、株式の流動性を、原則として、株主数（株主数基準）、特定株主への集中度（少数特定者持株比率基準）、株式数（上場株式数基準）、時価総額（上場時価総額基準）で判定することとしていた。

今回の改正で、東証は流動性基準について、次のような見直しを行っている。

株主数基準の一律化（実質緩和）

少数特定者持株比率基準を流動株式比率基準に変更

上場株式数基準を廃止し、流通株式数基準を新設

上場時価総額基準に加え、新たに流通株式時価総額基準を設ける

## 2 . 流動性基準見直しの内容

### (1) 株主数基準の一律化

新規上場や上場維持などには、一定数の株主が存在することを求めるというのが「株主数基準」である。

改正有価証券上場規程による、具体的な見直しの内容は次の通りである。従来の上場株式数に応じて遡増する仕組みから、一律に「 人以上(未満)」という基準に「単純化した」（2007年6月22日東証社長会見）ものだと言える。

#### 【新規上場】

(改正有価証券上場規程 205 条 1 号、212 条 1 号)

	改正前( 1 )	改正後
本則市場( 2 )	上場株式数 1 万単位( 3 )未満 .....800 人以上 上場株式数 1 万~2 万単位 .....1,000 人以上 上場株式数 2 万単位以上 .....「1,200 人+1 万単位ごとに 100 人(上限 2,200 人)」以上	一律 800 人以上
マザーズ	300 人以上	同左

( 1 ) 最低投資金額に応じた特例が別途設けられていた。

( 2 ) 市場一部に直接上場する場合は、異なる基準が設けられている。

( 3 ) ここでの 1 単位とは、単元株制度採用会社の場合は 1 単元の株式数、単元株制度を採用していない会社の場合は 1 株を意味する。

**【上場廃止】** (改正有価証券上場規程 601 条 1 号、603 条 1 号)

	改正前 ( )	改正後
本則市場	上場株式数 1 万単位未満 .....400 人未満 上場株式数 1 万～2 万単位 .....600 人未満 上場株式数 2 万単位以上 .....「1,000 人+1 万単位ごとに 100 人(上限 2,000 人)」未満	一律 400 人未満
マザーズ	150 人未満	同左

( ) 最低投資金額に応じた特例が別途設けられていた。

**【一部指定】** (二部から一部に指定される(いわゆる「昇格」)ための基準)  
(改正有価証券上場規程 308 条 1 号)

改正前 ( )	改正後
上場株式数 3 万単位未満 .....2,200 人以上 上場株式数 3 万～20 万単位 .....「2,300 人+1 万単位ごとに 100 人」以上 上場株式数 20 万単位以上 .....「4,000 人+2 万単位ごとに 100 人」以上	一律 2,200 人以上

( ) 最低投資金額に応じた特例が別途設けられていた。

**【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)  
(改正有価証券上場規程 311 条 1 号)

改正前 ( )	改正後
上場株式数 3 万単位未満 .....2,000 人未満 上場株式数 3 万～20 万単位 .....「2,100 人+1 万単位ごとに 100 人」未満 上場株式数 20 万～200 万単位 .....「3,800 人+3 万単位ごとに 100 人」未満 上場株式数 200 万単位以上 .....「9,800 人+5 万単位ごとに 100 人」未満	一律 2,000 人未満

( ) 最低投資金額に応じた特例が別途設けられていた。

なお、株主数の定義についても、次のような見直しが行われている。

**【株主数の定義】** (改正有価証券上場規程 205 条 1 号)

改正前	改正後
次の者( )を除く 1 単位以上の株式を所有する株主の数 役員 大株主上位 10 名 自社(自己株式)	1 単位以上の株式を所有する株主の数

( ) 新規上場、一部指定の場合には「特別利害関係者」も除外。

**(2)少数特定者持株比率基準の見直し（流通株式比率基準の導入）**

株式の保有状況が、特定の株主に余りにも集中しているような場合、市場での流動性は期待できない。そこで新規上場や上場廃止などの審査では、会社の株式がある程度分散していることを求めている。

従来のルールでは、この株式の分散状況を「少数特定者持株比率」、即ち、非流動的な株式がどれくらいあるかによって判定していた。改正有価証券上場規程では、逆に、「流通株式比率」、即ち、流動している株式がどれくらいあるかによって判定することとしている。

両者の基準を比較すると次のようになる。

**【新規上場】（改正有価証券上場規程 205 条 2 号 c、212 条 2 号 c）**

	改正前	改正後
本則市場（ ）	少数特定者持株比率が 75% 以下	流通株式比率が 30% 以上（非流動分が 70% 以下）
マザーズ	なし	流通株式比率が 25% 以上（非流動分が 75% 以下）

（ ）市場一部に直接上場する場合は、異なる基準が設けられている。

**【上場廃止】（改正有価証券上場規程 601 条 2 号 c、603 条 2 号 c）**

	改正前	改正後
本則市場	少数特定者持株比率が 75% 超（猶予期間 1 年） 少数特定者持株比率が 90% 超（猶予期間なし）	流通株式比率が 5% 未満（非流動分が 95% 超）（猶予期間なし）
マザーズ	なし	同上

**【一部指定】（二部から一部に指定される（いわゆる「昇格」）ための基準）**

（改正有価証券上場規程 308 条 2 号 a(c)）

改正前	改正後
少数特定者持株比率が 70% 以下	流通株式比率が 35% 以上（非流動分が 65% 以下）

**【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）**

改正前	改正後
なし	なし

なお、非流動分の株式数(従来の少数特定者持株数)にカウントされるものの範囲についても、次のような見直しが行われている。

【非流動の株式の範囲】 (改正有価証券上場規程 2 条 96 号、同施行規則 8 条)

改正前 ( 1 )	改正後 ( 1 ) ( 2 )
次の者が所有する株式 役員 <b>大株主上位 10 名 ( 3 )</b> 自社 ( 自己株式 )	次の者が所有する株式 役員 <b>10%以上を所有する株主 ( 4 )</b> 自社 ( 自己株式 )

- ( 1 ) 新規上場、一部指定の場合には「特別利害関係者」も対象となる (改正の前後とも)。  
 ( 2 ) 改正有価証券上場規程では、厳密には、株式数全体から表記の者の所有分を除いた「流通株式」の比率によって判定される。  
 ( 3 ) 明らかに固定的所有でない認められる株式を除く。  
 ( 4 ) 下記のもは除く (改正有価証券上場規程施行規則 8 条 2 項)。  
 投資信託・年金信託に組み入れられている有価証券など、投資一任契約や法律の規定に基づき信託財産について投資をするのに必要な権限を有する投資顧問業者・信託銀行などがその権限に基づき投資として運用することを目的とする信託に組み入れられている有価証券  
 投資法人・外国投資法人の委託を受けてその資産の保管に係る業務を行う者がその業務のために所有する有価証券  
 証券金融会社・金融商品取引業者が所有する有価証券のうち信用取引に係る有価証券  
 預託証券に係る預託機関 (その預託機関の名義人を含む。) の名義の有価証券  
 その他東証が適当と認めるもの

従来の「大株主上位 10 名」という基準が、改正有価証券上場規程等では「10%以上を所有する株主」という基準に変更されたというのが大きなポイントとなる。

この趣旨について、東証は「(大株主上位 10 名の中には)現状では外国人株主やファンドなど流動的な株式の保有者が入っていることも多く、これを非流動的な株主の保有者と定義するのは実態から乖離している」(2007 年 6 月 22 日東証社長会見)と説明している。おそらく「上位 10 名」という人数基準では、10%に満たない程度にしか保有しない外国人株主やファンドなども「少数特定者 = 非流動分」としてカウントされてしまう点を問題視したものと思われる。

なお、改正案での「10%以上」という基準について、東証は「証券取引法上の「主要株主」<sup>4</sup>を意識した水準」(2007 年 6 月 22 日東証社長会見)と説明している。

以上の点を踏まえれば、新規上場 (本則市場) については、従来の少数特定者持株比率基準よりも改正後の流通株式数比率基準の方が、数値基準としては厳しくなっている (75%以下 70%以下)。しかし、非流動分とされる株式の範囲は、改正後のルールの方が従来のルールよりも狭く (つまり基準としては緩く) なっている (上位 10 名 10%以上所有者)。

一般には、緩和 (非流動分の株式の範囲) の影響の方が大きいと考えられるが、個別ケースによっては厳格化 (数値基準) の影響が大きいこともあり得るだろう。

他方、上場廃止 (本則市場) については、数値基準も、非流動分とされる株式の範囲も、どちらも改正後の方が緩い基準 (規制緩和) となっている。

<sup>4</sup> 金融商品取引法 163 条 (売買に関する報告書の提出)、164 条 (短期売買差益の返還)、166 条 (インサイダー取引規制) などにおける「主要株主」の水準を意味するものと考えられる。なお、金融商品取引法では別の大株主の基準として、大量保有報告書の提出義務における「大量保有者」の「5%」という水準も設けている (同法 27 条の 23)。東証が、流動・非流動の判定基準に、なぜ「インサイダー取引規制」などの「主要株主 (10%)」を採用し、「大量保有報告書」の「大量保有者 (5%)」を採用しなかったのかについては、明確な説明はなされていない。

**(3) 流通株式数基準**

市場で取引される株式の数が少ないと、市場での流動性は期待できない。そこで、上場審査基準や上場廃止基準などでは、株式数についての基準も設けられている。

従来のルールは、新規上場や上場維持などのための株式数を「上場株式数基準」、即ち、全体として何単位の株式が存在しているか<sup>5</sup>を基準としていた。改正有価証券上場規程では、この上場株式数基準を廃止し、新たに「流通株式数基準」、即ち、実際に流通している株式が何単位あるかを基準とすることとしている。

両者の基準を比較すると次のようになる。

**【新規上場】 (改正有価証券上場規程 205 条 2 号 a、212 条 2 号 a、3 号)**

	改正前	改正後
本則市場 ( )	上場株式数が 4,000 単位以上	流通株式数が 4,000 単位以上
マザーズ	上場時に 1,000 単位以上の公募又は 売出し (うち最低 500 単位の公募)	流通株式数が 2,000 単位以上 (上場 時に 500 単位以上の公募)

( ) 市場一部に直接上場する場合は、異なる基準が設けられている。

**【上場廃止】 (改正有価証券上場規程 601 条 2 号 a、603 条 2 号 a)**

	改正前	改正後
本則市場	上場株式数が 4,000 単位未満	流通株式数が 2,000 単位未満
マザーズ	なし	流通株式数が 1,000 単位未満

**【一部指定】 (二部から一部に指定される (いわゆる「昇格」) ための基準)**

(改正有価証券上場規程 308 条 2 号 a(a))

改正前	改正後
上場株式数が 20,000 単位以上	流通株式数が 20,000 単位以上

**【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)**

(改正有価証券上場規程 311 条 2 号 a)

改正前	改正後
上場株式数が 20,000 単位未満	流通株式数が 10,000 単位未満

新ルールの下での流通株式数の算定方法は、次の算式で算定される (改正有価証券上場規程 2 条 96 号)。なお、算式の「非流動分の株式数」の範囲については、前記(2)と同様である (4 ~ 5 ページ参照)。

$$\text{流通株式数} = \text{上場株式数} - \text{非流動分の株式数}$$

以上の点を踏まえれば、新規上場 (本則市場) については、新ルールの下では (上場株式数全体ではなく) 流通株式数のみで 4,000 単位必要となることから、従来のルールよりもハードルが高くなる。

<sup>5</sup> 原則として、発行済株式総数から自己株式を引いた数で判定された (旧株券上場審査基準の取扱い 2(1)b など)。

他方、上場廃止（本則市場）については、新ルールの下では、数値基準自体は従来のルールよりも半減（4,000 単位 2,000 単位）しているが、この基準を流通株式数のみで満たさなければならない。

その意味では、親会社や支配株主が存在しているなど、非流動分の株式が多い企業については、上場維持のハードルが高くなる可能性もあるだろう。

#### (4) 流通株式時価総額基準

新規上場や上場廃止などの審査では、会社の株式数だけではなく時価総額についての基準も設けられている。

改正有価証券上場規程の下では、従来の株式数全体をベースとした「上場時価総額基準」に加えて、実際に流通している株式数をベースとした「流通株式時価総額基準」も併用される。

新たに設けられる「流通株式時価総額基準」の概要は次のようになる。

##### 【新規上場】（改正有価証券上場規程 205 条 2 号 b、212 条 2 号 b）

市場	改正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 10 億円以上
マザーズ	流通株式時価総額が 5 億円以上

（ ）市場一部に直接上場する場合は、異なる基準が設けられるものと思われる。

##### 【上場廃止】（改正有価証券上場規程 601 条 2 号 b、603 条 2 号 b）

市場	改正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 5 億円未満
マザーズ	流通株式時価総額が 2 億 5,000 万円未満

##### 【一部指定】（二部から一部に指定される（いわゆる「昇格」）ための基準）

（改正有価証券上場規程 308 条 2 号 a(b)）

流通株式時価総額が 20 億円以上
-------------------

##### 【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）

（改正有価証券上場規程 311 条 2 号 b）

流通株式時価総額が 10 億円未満
-------------------

流通株式時価総額の算定方法は次の通りである。なお、算式の「流通株式数」は前記(3)と同様である。

$\text{流通株式時価総額} = \text{流通株式数} \times \text{株価}$
---

概ね、「上場時価総額基準」の半分程度の水準に「流通株式時価総額基準」は設定されている。つまり、上場時価総額の半分程度は市場で流通していることを求める趣旨だと考えられる。

その意味では、非流動分の株式が比較的少ない企業については、「上場時価総額基準」を満たしてれば、「流通株式時価総額基準」に抵触することは少ないものと思われる。

しかし、親会社や支配株主が存在しているなど、非流動分の株式が多い企業については、新規上場や上場維持のハードルが高くなる可能性もあるだろう。

#### 4 . 施行日

東証は、改正有価証券上場規程等を、2007年11月1日から施行することとしている（改正有価証券上場規程付則1条）。

実際の適用について、新規上場に関しては、施行日（2007年11月1日）より前に申請<sup>6</sup>があったものの審査については、旧ルールで対応するものとされている（改正有価証券上場規程付則3条）。つまり、新ルールの適用は、施行日以後の新規上場申請からということになる。

他方、上場廃止については、原則として、施行日以後に到来する事業年度の末日の株主数・流通株式の審査から適用することとされている（改正有価証券上場規程付則7条3項）。つまり、3月決算の会社の場合、2008年3月期末の株主数・流通株式から新ルールで審査されることとなる。

なお、従来の上場廃止基準に抵触している上場会社について、次のような経過措置が設けられている（改正有価証券上場規程付則7条1、2項）。

施行日の前日までに到来した事業年度の末日において旧上場廃止基準に基づく少数特定者持株比率が90%を超えている場合は、なお従前の例による（つまり上場廃止）。

施行日の前日の時点で、旧上場廃止基準に基づく株主数基準に抵触し、上場廃止の猶予期間に入っている会社のうち、その猶予期間の前日における株主数が400人未満であったものは、旧ルールに基づく猶予期間の開始日を新ルールに基づく猶予期間の開始日とみなす（つまり旧猶予期間が継続する）。

<sup>6</sup> 施行日より前に予備申請のあった施行日以後に行われる新規上場申請を含む、とされている。