

2019年12月26日 全5頁

# 東証再編に関する最終報告書（案）

今後は2020年のコーポレートガバナンス・コードの改訂議論に注目

政策調査部  
主任研究員 神尾 篤史

## [要約]

- 金融庁で金融審議会「市場構造専門グループ」の最終会合が行われた。東京証券取引所（東証）再編に関する市場構造専門グループ報告書（案）が示され、それについて議論が行われた。今回の議論を踏まえて、年内には報告書が公表される見込みである。
- 市場区分は以前から示されていたプライム市場、スタンダード市場、グロース市場（名称はいずれも仮称）の3つである。プライム市場の上場基準として流通時価総額100億円が示された一方で、ガバナンス基準は2020年に行われるコーポレートガバナンス・コードの議論に委ねられた格好である。
- 注目されていた市場第一部に上場する企業のプライム市場への上場・上場維持に関する経過措置は導入される見込みである。

## 最終報告書（案）の内容

12月25日に金融庁で金融審議会「市場構造専門グループ」の最終会合が行われた。東京証券取引所（東証）再編に関する市場構造専門グループ報告書（案）が示され、それについて議論が行われた。今回の議論を踏まえて、年内には報告書が公表される見込みである。

今回の報告書（案）で注目された点は、①市場区分、②プライム市場（仮称）の上場基準、③市場第一部に上場する企業のプライム市場（仮称）への上場・上場維持に関する経過措置、④スタンダード市場（仮称）の上場基準、⑤新たなインデックスの在り方である。

### ①市場区分

報告書（案）では主に市場第一部の企業から構成されるプライム市場、主に市場第二部とJASDAQスタンダードの企業から構成されるスタンダード市場、主にマザーズとJASDAQグロースの企業から構成されるグロース市場の3市場案が示された（図表、市場の名称はいずれも仮称）。各市場のコンセプトは以下の通りである。

### プライム市場

多くの機関投資家の投資対象になりうる規模の時価総額・流動性を持ち、より高いガバナンス水準を備え、投資家との建設的な対話を中心に据えて持続的な成長と中長期的な企業価値の向上にコミットする企業及びその企業に投資をする機関投資家や一般投資家のための市場

### スタンダード市場

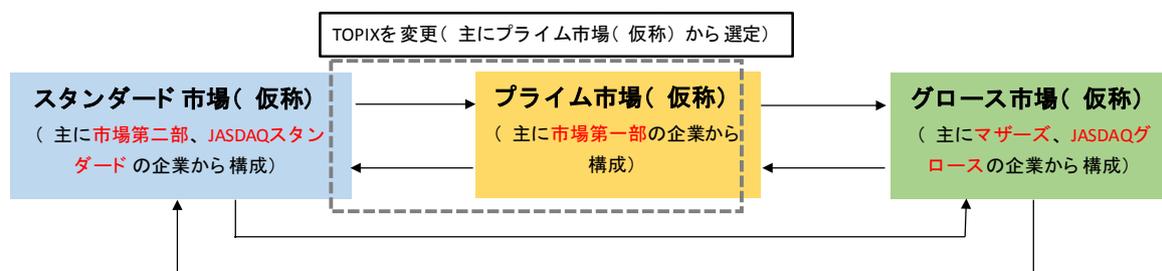
公開された市場における投資対象として一定の時価総額・流動性を持ち、上場企業としての基本的なガバナンス水準を備えつつ、持続的な成長と中長期的な企業価値の向上にコミットする企業及びその企業に投資をする投資家のための市場

### グロース市場

高い成長可能性を実現するための事業計画及びその進捗の適時・適切な開示が行われ一定の市場評価が得られる一方、事業実績の観点から相対的にリスクが高い企業及びその企業に投資をする機関投資家や一般投資家のための市場

最終会合における委員の議論では3市場への再編に対する反対論はなかった。企業は3つの市場のコンセプトに照らし、自社の理念、ガバナンス水準や株主との対話へのコミットメントなどを踏まえ、企業価値の増大に資するように選択することが求められよう。その選択においては株主への説明も求められることになるだろう。

図表 金融庁が示した市場再編イメージ



(出所) 金融庁 金融審議会「市場構造専門グループ」(第5回会合(参考資料(市場構造の見直し案のイメージ)))より大和総研作成

## ②プライム市場の上場基準

「市場構造専門グループ」では、主な上場基準として時価総額、流動性、ガバナンス、収益性について議論が行われてきた。報告書(案)ではガバナンス以外で具体的な項目が示されている。

まず、時価総額は流通時価総額 100 億円という基準が目途として検討される。流通時価総額は流通株式数に株価を乗じたものであるが、新市場への移行時には流通株式数の定義変更が検討されている。現在の流通株式数は上場株式数から役員所有株式数、自己株式数、上場株式数

の10%以上を所有する者が所有する株式数（投資信託等に保有されている株式は除く）を控除した株式数であるが、移行時には保有者の売買の状況や保有の意図を踏まえてより実態に即したものとなるように検討される予定である。プライム市場の企業数の目安を調べるために、Rifinitivの浮動株数のデータ<sup>1</sup>に基づいて流通時価総額100億円以上の企業数を集計すると、市場第一部の上場する約2,150社のうち1,700社弱が該当する。

また、新市場の移行時に市場変更（プライム市場への「昇格」とプライム市場からの「降格」）の基準が一本化されることが想定されている。これはマザーズと市場第二部から市場第一部への「昇格」の基準は時価総額40億円で、市場第一部への直接上場の250億円よりも緩和された基準になっていることや、市場第一部への上場時の基準と退出時の基準（市場第一部から第二部への移行）に相違があることを踏まえたものである。このことから考えられる影響は、現時点で市場第二部やマザーズに上場する企業の市場第一部への駆け込み昇格が増加することである。報告書（案）では、「昇格」に関する基準の改正を先行して実施する可能性を示唆しており、所要の規則改正までに申請を行った企業に限り、緩和された基準において昇格が認められることが考えられている。

流動性については流通株式比率が基準として想定されている。望ましい水準として、安定株主が会社法における特別決議の可決のために必要な水準（3分の2）を占めることのない水準を維持することが適当と考えられている。また、売買高や売買代金も流動性の基準として検討される。

ガバナンスについては、報告書（案）では具体的な項目は明示されなかった。金融庁によれば、2020年から始まるコーポレートガバナンス・コード（CGコード）の改訂作業の中で決めていくとのことである。ただ、明示されなかったことで委員から対極の2つの意見が示された。1つは企業が遵守（コンプライ）すべきガバナンス項目を東証の上場規程ではっきりと示す、または各市場で企業に期待される行動を上場規程の中で明確にするということである。それはグローバルな投資家が重要視する項目・行動であり、例えば、独立した指名・報酬委員会の設置、有価証券報告書の英文開示などである。もう1つは上場規程の中でガバナンスの遵守項目を示すことは適当ではない、または企業に期待されるガバナンスに関する行動を上場規程に落とし込むことは適当ではないという意見である。これはガバナンス項目の強制遵守（コンプライ）に対して慎重な考え方であり、CGコードのコンプライ・オア・エクスプレイン<sup>2</sup>を守るという立場である。最終報告書ではCGコード改訂作業への期待を示しながら、両者の意見を記載することになる模様であり、今後の大きな検討課題になりそうである。

収益性についてはネットやバイオのような投資先行型の企業を念頭において、時価総額、売上、開示などの状況を加味して考えることによって直近の決算が赤字の場合でも上場を認めるという立場が示されている。

<sup>1</sup> Rifinitivの浮動株数のデータは発行済総株式数－固定保有株式数（企業、政府機関、親会社や持ち合い、個人など、長期保有目的と認められる株主が保有する株数）である。

<sup>2</sup> CGコードを遵守（コンプライ）するか、遵守しないのであれば説明（エクスプレイン）せよ、というもの。

### ③市場第一部に上場する企業のプライム市場への上場・上場維持に関する経過措置

報告書（案）では、以下のように時価総額（流通時価総額）と株式流通比率について経過措置が示されている。

- ▶ 市場第一部上場企業は、上場・退出基準に関する新たな時価総額（流通時価総額）に関する基準を必ずしも満たしていないとしても、プライム市場の選択を希望する場合には、より高いガバナンスについてのコミットメントを行う限りにおいて、当分の間、プライム市場への上場・上場維持を基本的に認めることが適当と考えられる
- ▶ 市場第一部上場企業が、流通株式比率に関する基準を満たしていないとしても、プライム市場の選択を希望する場合には、流通株式比率向上に向けた取組等を策定・開示することにより、今後の流通株式比率の向上に向けたコミットメントを行う限りにおいて、プライム市場への上場・上場維持を認めることが考えられる

経過措置の導入については委員から反対の意見はなかった。ただし、留意すべきことは、ガバナンス基準は委員の意見が分かれていることに加え、2020年から始まるCGコードの改訂作業を経なければ分からないということである。企業が少なくとも行うべきことは、委員が例示したガバナンスの対応について社内で検討を行うことに加え、CGコードの改訂作業に関する情報を随時入手することである。東証や金融庁は企業が早めに対応できるようにアラートを発信していくことが必要である。

### ④スタンダード市場の上場基準

報告書（案）では、想定されていたそれぞれの市場が並列に配置されるという文言はなくなり、市場ごとに上場基準に相違を設けることになっている。スタンダード市場の上場基準についてはプライム市場よりも緩やかである。時価総額基準は流通時価総額が基準とされており、市場第二部への上場基準（時価総額 20 億円、流通時価総額 10 億円）を目途に検討される模様である。ガバナンスはCGコードの全原則を適用することが示されている。現時点では市場第二部がCGコードの全原則が適用されており、JASDAQ スタンダードは基本原則のみとなっている。委員からはスタンダード市場へのCGコードの全原則の適用について反対の声はなかったが、相応の準備期間が必要という意見があった。

### ⑤新たなインデックス

TOPIXの対象は市場第一部に上場する企業となっているが、報告書（案）では新たなインデックスの対象と市場区分は切り離すことが適当とされている。TOPIXとの連続性の確保を考慮しつつ、より流動性を重視する方向で企業を選定していくようである。その選定基準はプライム市場への上場企業となる流通時価総額 100 億円を目途とする方向で検討される模様である。ただ

し、現在 TOPIX の算出に用いられている浮動株の定義<sup>3</sup>を見直した上で、新たな浮動株の定義を用いて計算される流通時価総額（浮動株時価総額）を基準とすることが想定されている。対象銘柄はプライム市場から主に選定されるが、スタンダード市場とグロース市場からの選定が排除されたわけではないとのことである。

## 今後のスケジュール

報告書（案）では市場区分や TOPIX の変更の開始は 2022 年上半期が目途になることが想定されている。東証は 2020 年 2 月を目途に市場構造の骨子を発表し、夏にはより詳細な上場規則等を公表する予定である。ただ、検討の結果、早めに対応できる項目について随時進めるという姿勢を示している。

<sup>3</sup> 現在の浮動株の定義は大株主上位 10 位の保有株、自己株式等、役員等の保有株、その他東証が適当とみなす事例（長期又は固定的所有とみられる株式等）である。