

2020年1月31日 全5頁

東証再編で企業が留意すべき5つのこと

企業が行動するにあたっての不透明感の払拭を期待したい

政策調査部 主任研究員 神尾 篤史

[要約]

- 昨年末に、金融庁の金融審議会から公表された報告書に基づき、東証は2020年2月を目途に東証再編に関する新制度の骨子を公表し、夏以降により詳細な内容を明らかにする見通しである。
- 本稿では上場企業が今後留意しておくべき点として、①3つの異なるスケジュール、②時価総額と流通時価総額の基準の設定、③流通株式の定義変更、④流動性基準（売買高や売買代金）、⑤プライム市場の経過措置、を取り上げる。

企業が留意すべき5つのこと

昨年末に金融庁から、金融審議会市場ワーキング・グループ「市場構造専門グループ報告書 - 令和時代における企業と投資家のための新たな市場に向けて -」（以下、報告書）が公表された。これは2018年10月から開始された東京証券取引所（東証）の再編の議論に関して、大きな方向性を示したものである。報告書では、プライム市場、スタンダード市場、グロース市場（いずれも仮称、4頁<参考>を参照）という3つの市場に再編すること、プライム市場の流通時価総額（流通株式数×株価）の基準が100億円を目途に検討されること、TOPIXの対象企業が主にプライム市場から選定され、スタンダード市場等からも選定されること、などが示された。この内容に基づいて、東証は2020年2月を目途に新制度の骨子を公表し、夏以降により詳細な内容を明らかにする見通しである。そして、2022年上半期中に新たな制度への移行完了を目指す¹。

本レポートでは、既存の上場企業が東証からの骨子公表などについて留意すべきと考えられる点を5つ挙げたい。

① 3つの異なるスケジュール

重要な関心事の1つである東証再編後の上場基準については、上述したように、2月に新制度

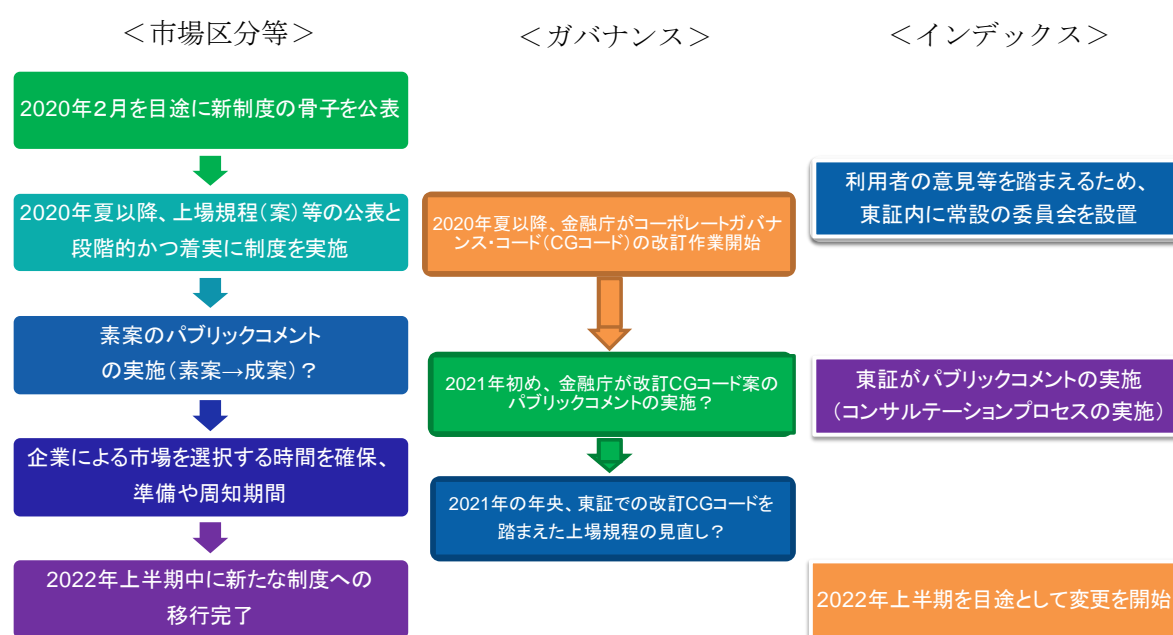
¹ 日本取引所グループ「市場構造専門グループにおける報告書の公表を受けて」（2019年12月27日）の清田CEOのコメントによる。

の骨子、夏以降に詳細な内容の公表が想定されている（図表 1（左））。実はこれ以外にも 2 つの重要な変更があり、その変更とスケジュール感を把握しておきたい。

1 つはコーポレートガバナンス・コード（以下、CG コード）の改訂である（図表 1（中央））。報告書では上場基準において踏まえらるであろう企業のガバナンスについて、具体的なことは何も述べられておらず、金融庁が 2020 年から議論を開始するとしている CG コードの改訂議論に委ねられた格好となっている。2018 年の CG コード改訂時のスケジュールを参考にすれば、今回の CG コード改訂は 2020 年夏以降に議論が開始され、2021 年前半に改訂案に基づいてパブリックコメントが行われ、2021 年央に東証の上場制度の見直しが行われると推測される。そして、6 か月程度で改訂後のコードに従ったコーポレートガバナンスに関する報告書の提出が求められると想定される。

もう 1 つはインデックス（TOPIX）についてである（図表 1（右））。時間軸は明らかではないが、インデックスの利用者の意見等を踏まえるため、東証内に常設の委員会を設置し、パブリックコメントを実施（コンサルテーションプロセスの実施）することになっている。市場変更と同様に 2022 年上半期からの変更の開始が想定されている。

図表 1 今後の予想される流れ



(出所) 大和総研作成

②時価総額と流通時価総額の基準の設定

プライム市場では流通時価総額の基準が 100 億円を目途として検討されると報告書に記述があるが、時価総額（発行済み株式数×株価）についての言及はないため、市場関係者からは時価総額基準の設定はないのではないかという声が聞かれる。しかし、報告書の文言では「より市場

における流動性に着目する観点から、単純な時価総額だけではなく、『流通時価総額』を基準とすることが適当と考えられる。」となっており、時価総額についても基準が設定される可能性があることには留意する必要がある。

ただ、その場合でも、市場第一部に直接上場する際の現状の基準である 250 億円程度になると予想できるのではないか。これは流通時価総額 100 億円という数値が、現行の時価総額基準 250 億円に同じく現行の流通株式比率基準 35% を乗じて計算された 87.5 億円を端数処理して算出されたと考えられるためである。ただし、後述の「⑤プライム市場の経過措置」でも言及するが、市場第一部の上場企業は新たな時価総額（流通時価総額）基準を満たしていなくても、プライム市場への経過措置が認められる方向である。

スタンダード市場は現在の市場第二部への上場基準である時価総額 20 億円、流通時価総額 10 億円が目途に検討され、グロース市場はマザーズ市場の基準である時価総額 10 億円、流通時価総額 5 億円という基準が維持されるとみられる。

③流通株式の定義変更

流通株式とは、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。ただ、報告書によれば、保有者の売買の状況や保有の意図を踏まえ、より実態に即したものとなるように東証で改めて検討されることになっている。この検討によって流通株式の定義が厳しくなり、流通株式数の減少という企業にネガティブな影響をもたらす可能性を指摘する市場関係者もいる。

しかし、東証再編について話し合われた金融審議会市場ワーキング・グループの「市場構造専門グループ」における議論から推測すると、企業にとってポジティブな変更になるのではないかと期待している。「市場構造専門グループ」では、企業は投資家との建設的な対話において中長期の成長戦略を説明し、中長期の株主を増やす取組を行っているという趣旨の委員による発言があった。報告書の文言には、この発言を反映して 10% 以上という保有割合で一律に判断するのではなく、保有の実態を踏まえて流通株式の定義を検討するという意図が込められていると推測される。

④流動性基準（売買高や売買代金）

現状の市場第一部の流動性基準は流通株式数と流通株式比率であるが、報告書ではプライム市場の上場基準について流通株式比率の記述がある。それに加えて、プライム市場では売買高・売買代金に着目した基準の必要性についても東証で検討されることになっている。これまで売買高や売買代金は上場基準として設定されていなかったため、それらの向上を意識してこなかった企業は何らかの対策を行う必要があるだろう。売買される株式数を増やすためには大株主

等の保有株式の売却、株式分割などが考えられ、投資家の売買のきっかけを増やすためには業績拡大への注力、投資家への説明、配当などの株主還元などが方法として考えられる。

⑤プライム市場の経過措置

報告書によれば、市場第一部の上場企業はプライム市場への上場を希望する場合、2つの経過措置が認められる方向である。1つは新たな時価総額（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、より高いガバナンスについてのコミットメントを行う場合である。もう1つは、流通株式比率に関する基準を満たしていないとしても、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場合である。それぞれを満たすことができれば、当分の間、プライム市場への上場と上場維持を認めることが考えられるというものである。

ここでの「当分の間」の終了時点は明らかにはなっていないが、少なくとも新たな制度への移行が完了する2022年上半期から一定期間経過した時点となるのではなかろうか。CGコード改訂に係る上場規程の改正が2021年央になると想定すれば、そこから企業は改訂後のコードへの対応を行う。時価総額（流通時価総額）基準を満たしていない場合はより高いガバナンスについてのコミットメントが必要になるが、企業は事業を進めながらガバナンスの対応をしていくことを考えれば、企業に相応の準備期間が必要であると推測されるためである。

最後に

上場企業はそれぞれの市場のコンセプトに照らして、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、適切と考える市場区分を主体的に選択することになる。だが、2020年2月に東証から発表される骨子でどの程度の内容まで明らかされるかまだ不明であり、企業の市場選択に際して、上場基準や定義などの点に不透明感が漂っている状況にある。この不透明感を払拭し、企業の選択に資するような骨子の公表を東証には期待したい。

<参考>

各市場のコンセプトは以下の通りである（図表2）。

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

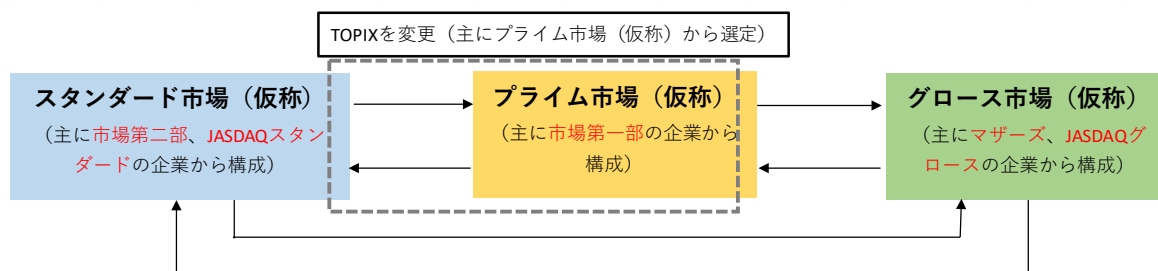
公開された市場における投資対象として一定の時価総額・流動性を持ち、上場企業としての基

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

図表2 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