

2020年2月26日 全7頁

# 想定よりも企業に厳しい東証再編の骨子

## 新規上場、市場移行、上場維持のハードルが高くなる

政策調査部 主任研究員 神尾 篤史

### [要約]

- 東京証券取引所から「新市場区分の概要等について」が公表された。市場区分とコンセプトは昨年末に公表された金融庁「市場構造専門グループ報告書」と大きな変化はない。市場はプライム市場、スタンダード市場、グロース市場（いずれも仮称）の3つである。新市場への移行は2022年4月1日になった。
- 各市場の新規上場基準と上場維持基準について、流動性、ガバナンス、経営成績・財政状態の3つの観点から具体的な項目が示された。既存の上場企業は上場維持基準に沿って、主体的に市場を選択することが求められる。また、流通株式の定義の変更が検討されており、政策保有株式が流通株式から除外される可能性がある。
- プライム市場への上場を目指すものの、上場維持基準を満たすことができない市場第一部企業は経過措置を活用できるが、その条件は上場維持基準の達成に向けた計画公表と進捗開示である。市場がその良し悪しを判断することになり、該当企業は今までに以上に企業価値の向上に向けた行動をとっていく必要がある。
- 新市場移行前に現行制度の改正も想定されている。マザーズなどから市場第一部への昇格については緩和された基準が適用されているが、それは今年の7月に改正される可能性がある。一方で、市場第一部への赤字上場が可能になることが想定されている。

### 「新市場区分の概要等について」のポイント

2月21日、東京証券取引所（東証）から「新市場区分の概要等について」（以下、東証骨子）が公表された。昨年12月27日に金融庁から公表された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、金融庁報告書）に沿った内容であるが、より詳細な上場基準や市場選択に係る手続きの概要などが示されている。東証骨子のポイントは以下の通りである。

#### ▶ 市場区分は3つ

金融庁報告書でも示されていたように、市場区分は、プライム市場、スタンダード市場、グロース市場の3市場になった（図表1、市場の名称はいずれも仮称）。各市場のコンセプトは金融

序報告書から大きな変更はなく、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向けの市場

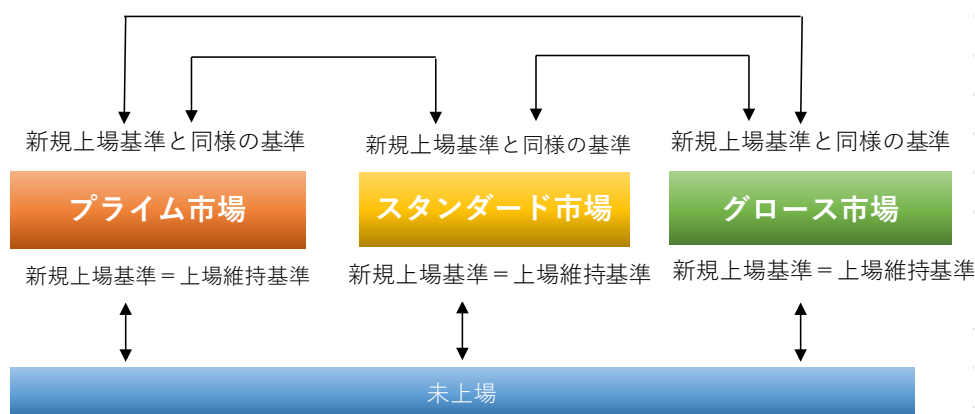
- ・スタンダード市場

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向けの市場

- ・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向けの市場

図表 1 新市場区分への新規上場等



(出所) 東京証券取引所「新市場区分の概要等について」(2020年2月21日)より大和総研作成

➤ 各市場の新規上場基準と上場維持基準、流通株式の定義変更

流動性、ガバナンス、経営成績・財政状態に関する具体的な新規上場基準と上場維持基準が示された(図表2)。現在の基準では新規上場基準と上場維持基準が異なっていたが、原則として共通化される。上場会社は、上場後も継続して各市場区分における上場維持基準を守ることが求められる。なお、上場維持基準に抵触した場合には、必要な改善を図るための猶予期間が設けられる。

また、上場企業が上場している市場とは異なる市場に上場を希望する場合には、移行先の市場区分を改めて申請し、新規上場基準と同様の基準による審査を受ける必要がある。迂回ルートと呼ばれる緩和された市場第一部への昇格基準などのようなものは設けられない。すなわち、現状は非上場企業やJASDAQに上場する企業は市場第一部に上場するために時価総額250億円などの基準を満たす必要があるが、マザーズと市場第二部に上場する企業は時価総額40

億円などの基準を満たせば市場第一部に昇格が可能というルートが使用できなくなるということである。市場第一部の企業が債務超過に陥った場合の市場第二部への市場替えもなくなり、降格ではなく上場廃止になる。

図表 2 各市場の新規上場基準と上場維持基準

項目	プライム市場		スタンダード市場		グロース市場	
	新規上場	上場維持	新規上場	上場維持	新規上場	上場維持
株主数	800 人以上	800 人以上	400 人以上	400 人以上	150 人以上	150 人以上
流通株式数	2 万単位以上	2 万単位以上	2 千単位以上	2 千単位以上	1 千単位以上	1 千単位以上
流通株式 時価総額	100 億円以上	100 億円以上	10 億円以上	10 億円以上	5 億円以上	5 億円以上
売買代金 売買高	時価総額 250 億円以上	1 日平均売買代金 0.2 億円以上	—	月 10 単位未満 / 3 か月間 売買不成立	—	月 10 単位未満 / 3 か月間 売買不成立
時価総額		—	—	—	—	40 億円以上（上場後 10 年なし）
流通株式比率	35%以上	35%以上	25%以上	25%以上	25%以上	25%以上
収益基盤	最近 2 年間の 利益合計が 25 億円以上	—	最近 1 年間の 利益が 1 億円 以上	—	—	—
	売上高 100 億 円以上かつ、 時 価 総 額 1,000 億円以上		—			
財政状態 純資産	50 億円以上	—（注 2）	正である こと	—（注 2）	—	—（注 2）

- (注) 1. その他、グロース市場では新規上場における公募は 500 単位以上。  
 2. 全市場に共通する上場廃止基準として債務超過に関する基準（一定の時価総額が見込まれる場合の例外規定あり）を設ける。グロース市場については上場後 3 年経過後から適用。  
 3. コーポレートガバナンス・コード（CG コード）はプライム市場では見直し後の CG コード全原則の適用（より高い水準を想定）、スタンダード市場は CG コード全原則の適用、グロース市場は CG コードの基本原則の適用。

(出所) 東京証券取引所「新市場区分の概要等について」（2020 年 2 月 21 日）より大和総研作成

流通株式時価総額と流通株式比率に関わる部分であるが、流通株式の定義が見直される。現在は、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%以上を所有する株主が所有する株式数、役員以外の特別利害関係者が所有する株式数（新規上場と一部指定時のみ）が控除されたものが流通株式とされている。これを見直し、実態として流通性が乏しいと考えられる株主の保有する株式が保有比率に関わらず除外される方向だという。より具体的には、政策保有株式などが検討対象と想定されている。見直しの時期は未定であるが、2020年内に内容が明らかになる予定である。

#### ▶ 企業による市場の選択と経過措置

上場企業はプライム市場、スタンダード市場、グロース市場から主体的に上場する市場を選択する必要がある。その際の判断材料として、2021年6月末日を移行基準日として新市場区分の上場維持基準（図表2参照）に適合しているか否かを、2021年7月末に東証が上場企業に通知するとされた。

例えば、現在、市場第一部の上場企業はプライム市場、スタンダード市場、グロース市場の上場維持基準に適合しているか否かが通知される。プライム市場への上場を希望する場合で、基準に適合していないケースでは「新市場区分の上場維持基準の適合に向けた計画書」を提出する必要がある<sup>1</sup>。これは、公衆縦覧の対象となるものであり、上場企業においては合理的な計画を策定のうえ、取締役会決議等の適切な手続きを経ることが必要になる。この計画書には図表2に示した上場維持基準を満たすための計画を記す必要があり、流通株式比率の向上だけでなく、ガバナンス向上等の取組みも含めた流通株式時価総額向上のための計画の提出が必要である。さらに、計画書の提出だけでなく、年1回、当該計画の進捗状況の開示が必要になる。

計画書を提出・開示した後の上場維持基準は、プライム市場への上場維持基準よりもかなり緩やかな経過措置が適用される。経過措置は当分の間、新市場区分の上場維持基準に代えて、現行の指定替え基準と同水準の基準（流通株式時価総額10億円以上、流通株式比率5%以上など）が上場維持基準として適用される<sup>2</sup>。なお、この経過措置は当面は見直しが予定されていないが、将来的には見直しが行われる可能性がある。

#### ▶ 市場再編前の現行制度の改正

新たな市場区分の基準を念頭に、複数の現行制度の見直しが市場再編前に想定されている。そのうち、注目されるのは市場第一部への新規上場、一部指定、市場変更等の共通化と赤字企業の上場審査基準の明確化である。なお、2020年3月に制度要綱が公表され、その後、パブリック

<sup>1</sup> どの市場に上場するにしても、「市場選択申請書」と「市場選択の意向に関する取締役会の決議内容を証する書面」の提出・開示が求められる。

<sup>2</sup> スタンダード市場とグロース市場では、当分の間、新市場区分の上場維持基準に代えて、現行の上場廃止基準と同水準の基準（流通株式時価総額2億5千万円以上、流通株式比率5%以上など）を上場維持基準として適用することになっている。

コメントの実施を経て、7月に現行制度が改正される可能性がある。現行制度を活用できるのは7月の改正前までで、猶予期間は想定されていない。

- ・市場第一部への新規上場、一部指定、市場変更等の基準の共通化

前掲図表2で示された流通株式時価総額100億円以上や時価総額250億円以上などといった基準について、新規上場、市場二部から市場一部への一部指定、マザーズやJASDAQから市場一部への市場変更等に対して市場再編前の適用が想定されている。この見直しが行われる前に、マザーズや市場第二部の上場企業による市場第一部への駆け込み昇格が予想される。

- ・赤字企業の上場審査基準の明確化

市場第一部への上場においては上場後一定の期間において安定的な利益が計上できる合理的な見込みが必要であり、赤字上場は実質的に難しい。しかし、上場後に赤字であっても安定的な収益基盤が確保されれば、上場が認められるようになる。これは先行投資が大きいインターネットサービス企業やバイオ企業が対象として想定されている。

- TOPIXの見直しとスケジュール

金融庁報告書の内容から議論は進んでおらず、議論を進めるために指数利用者の意見を聴取する「指数コンサルティング」機能が新たに導入され、指数の継続的な改善を目的として指数利用者で構成される「指数アドバイザー・パネル」が新たに設置される。

TOPIXの構成銘柄については流通時価総額100億円を目途として浮動株時価総額等を用いたルールが検討される予定である。また、選定対象数に上限を設けて定期的に入替を行うことや、質的な要素を構成銘柄選定ルールに加えることの可能性も検討されるようである。

なお、TOPIX等の新算出ルールは2020年4月から2022年3月末の期間に決定・公表され、2022年4月以降にTOPIX等の新算出ルールへの変更が段階的に開始される。

- 今後のスケジュール

図表3に示している通り、新市場への移行は2022年4月1日になった。具体的な制度要綱の公表は2020年内である。上場企業は2021年7月に東証から通知された上場維持基準に適合しているか否かの判断材料を基に、2021年9～12月の間に市場選択手続きを行う必要がある。その際には、新たな上場基準と今夏以降議論されると考えられる改訂CGコードを踏まえた市場選択が求められる。

図表3 今後のスケジュール

時期	見直し事項	備考
2020年3月	制度要綱の公表（現行制度の一部改正、パブリックコメントの実施）	新規上場・市場変更基準等の改正
2020年7月	現行制度の改正	本改正後に申請する新規上場会社は、新市場区分の上場基準に近い枠組みで上場
2020年内	制度要綱の公表（新市場区分の制度、パブリックコメントの実施）	新市場区分の上場基準の詳細、上場会社の移行プロセスの詳細
2021年春～	CGコードの改訂	プライム市場の上場会社を念頭に、より高い水準が示される想定
2021年6月末日	移行基準日	新市場区分の上場維持基準に適合しているか否かを確認（7月末を目途に通知）
2021年9～12月	上場会社による市場選択手続き	新市場区分の上場基準と改訂CGコードを踏まえ選択、新市場区分の上場維持基準の適合に向けた計画書の内容を開示（公衆縦覧）
2022年4月1日	一斉移行日	新市場区分への移行完了
2022年4月以降	TOPIX等の新算出ルールへの変更を開始	市場影響等を考慮し、段階的に変更

（出所）東京証券取引所「新市場区分の概要等について」（2020年2月21日）、「TOPIX（東証株価指数）等の見直しに関する今後の対応方針について」（2020年2月21日）より大和総研作成

## 最後に

今回の市場再編は、上場企業の持続的な成長と中長期的な企業価値の向上を企図したものである。上場企業にとっては様々な面で考えていくべきことが増えていく。

まずは、新規上場、市場移行、上場維持のハードルが高くなる部分が多い。特に、非上場からのプライム市場への上場やスタンダード・グロース市場からプライム市場への市場移行は現状よりも難しくなる<sup>3</sup>。また、ガバナンス向上に向けた取組みはCGコードの改訂への対応はもちろんのこと、流通株式の定義変更により政策保有株式が流通株式から除外される可能性がある

<sup>3</sup> 上述したように、現行制度についても改正が想定されている。市場第一部への新規上場、一部指定、市場変更等について、流通株式時価総額100億円以上や時価総額250億円以上などの基準の適用である。

ため、流通株式比率の小さい企業は政策的に保有されている株式の在り方についても考える必要がある。

さらに、上場維持基準を満たさない企業は緩和された上場維持基準である措置の適用（例えば、プライム市場への上場基準を満たさない市場第一部企業）を受けるために、「新市場区分の上場維持基準の適合に向けた計画書」を提出・公表し、進捗の開示が必要になる。昨年末に金融庁報告書が公表された段階では、プライム市場への上場を希望する市場第一部企業は比較的緩やかな条件でプライム市場へ上場できるという印象を市場関係者は持ったが、今回の東証骨子ではその印象が覆った可能性がある。「新市場区分の上場維持基準の適合に向けた計画書」を提出・公表し、進捗の開示を義務付けることは、該当企業に対して市場がその良し悪しを判断することになるためだ。まず、合理的な「計画書」を示す必要があり、東証が認めたとしても市場がどのように評価するのかが重要になる。計画の進捗状況も市場に評価されることになり、それが株価にも織り込まれるだろう。該当企業は今まで以上に企業価値の向上に向けた行動をとっていく必要がある。

一方で、企業にとって今までよりも制約が小さくなる部分もある。それは、赤字でも市場第一部やプライム市場に上場できるように検討が行われることである。インターネットサービス業などでは市場シェア獲得などのために人材獲得や広告宣伝などの投資が先行する企業が少なくない。市場第一部への上場では利益水準が重視されることから、このような企業は短期的な利益を確保するために投資の抑制を迫られるケースがある。今回の改正の検討は、こういった企業の投資を促進させることにつながると予想される。

個々の企業によって状況は異なるが、おのこの事業拡大に向けた戦略を踏まえ、求められることを着実に遂行していくことが必要になる。