

2020年4月10日 全5頁

新型コロナの影響でどうなる東証再編

年内予定の制度要綱公表までに各社はシミュレーションを

政策調査部 主任研究員 神尾 篤史

[要約]

- 東京証券取引所（東証）再編における2022年4月の新市場区分への移行に向けた工程の1つで、2020年3月に予定されていた現行制度の一部改正に関する制度要綱の公表が新型コロナウイルス感染症拡大の影響で延期された。それを受けて、7月に予定されている制度改正がどうなるのか未定の模様である。
- 3月末に東証から『新市場区分の概要等について』に関するよくある質問と回答(FAQ)が公表された。その中でも詳細が明らかとなっていない「流通株式時価総額」と「売買代金」の算定期間や、「流通株式比率」の算定に関する流通株式の定義の見直しに企業は気を揉んでいる。
- 新市場区分に関する制度要綱は2020年内に明らかにされる予定だが、できるだけ早い公表を希望する上場企業が多い。上場企業としては、これまでに東証から公表された情報に基づいて、自社の状況を確認すると同時にいくつかのシナリオを用意し、取り得る対策のシミュレーションする必要があるだろう。

新型コロナの影響で現行制度改正の要綱公表が延期

3月18日、東京証券取引所（東証）から「新型コロナウイルス感染症の影響を踏まえた対応方針の概要」（以下、「対応方針の概要」）が公表され¹、合わせて2022年4月の新市場区分への移行に向けた工程の1つが延期された。延期されたのは、現行制度の一部改正に関する制度要綱の公表（意見募集手続きの実施）であり（次ページ図表中「市場区分等」の最上部）、現行制度を新市場区分で設定される基準に近づけるプロセスの一部である。例えば、現行の市場第二部やマザーズから市場第一部へ昇格できる緩い基準²をプライム市場³で想定される基準へ近づける観点から、一部指定、市場変更、新規上場などの基準を厳格化する改正などが含まれる予定

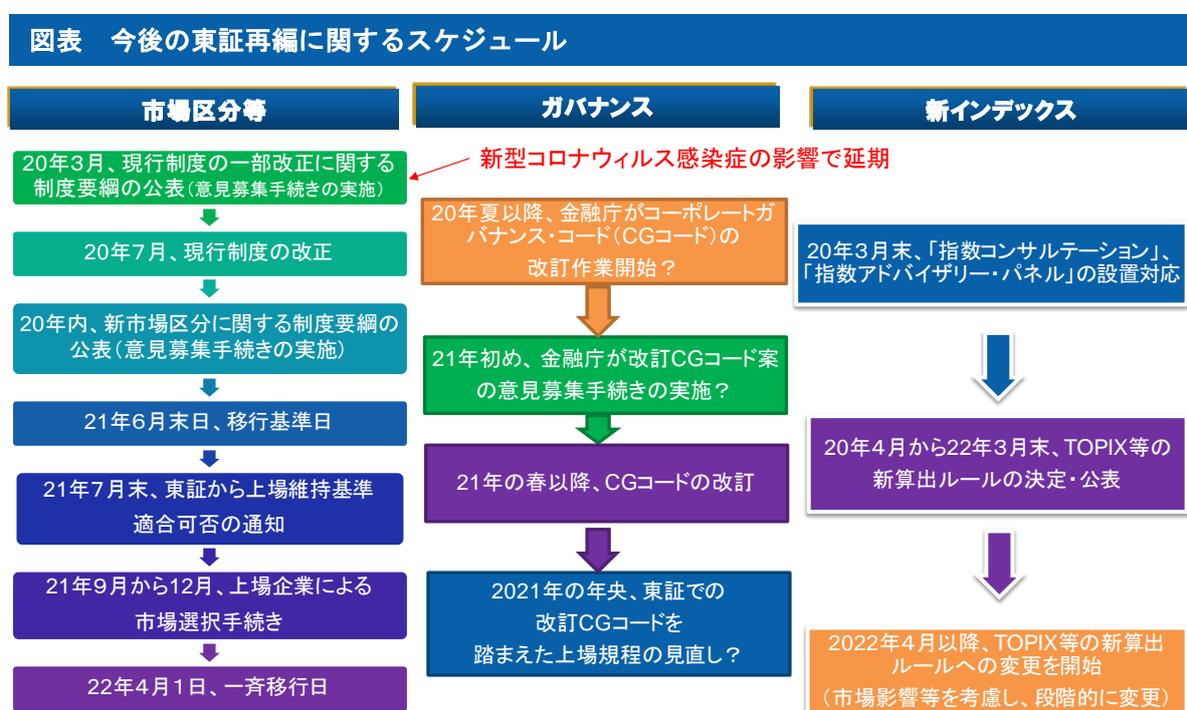
¹ 詳細は横山淳「<速報>新型コロナウイルス感染症に伴うリスク情報早期開示の要請と上場廃止の特例」（大和総研レポート、2020年3月23日）を参照。

² マザーズと市場第二部から市場第一部への昇格基準は時価総額40億円であり、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。

³ 新市場はプライム市場、スタンダード市場、グロース市場の3つである。市場のコンセプトなどについては、神尾篤史「想定よりも企業に厳しい東証再編の骨子」（大和総研レポート、2020年2月26日）を参照。

であった。

現行制度の一部改正に関する制度要綱の公表（意見募集手続きの実施）の後は、その制度要綱に基づく現行制度の改正（図表中「市場区分等」の上から2つ目）が2020年7月に控えていたが、現在のところ、予定通り行われるのか、延期されるのかは未定の模様である。「対応方針の概要」では新型コロナウイルス感染症の影響を踏まえた対応が完了次第、新市場区分への移行に向けた手続きを再開することが示されている。その対応について示された「新型コロナウイルス感染症の影響を踏まえた上場制度上の対応に係る有価証券上場規程等の一部改正について」は3月31日～4月14日で意見募集が行われている。意見募集は通常1～2か月程度の期間で行われるが、今回の期間は半月程度と非常に短い。



（出所）大和総研作成

企業が気を揉む流通株式の定義など

2月21日に東証が公表した東証再編の骨子（「新市場区分の概要等について」）に対しては、上場企業などの市場関係者から様々な問い合わせが寄せられているようであり、3月31日には東証から『「新市場区分の概要等について」に関するよくある質問と回答（FAQ）」が公表された。FAQ総数は56におよぶ。

このうち、企業が注目している項目は、①プライム市場などの上場維持基準として挙げられている「流通株式時価総額」とプライム市場で基準とされる「売買代金」の算定方法、②プライム市場における見直し後のコーポレートガバナンス・コード（CGコード）の全原則の適用、③グロース市場の上場維持基準として挙げられる「上場から10年経過後 時価総額40億円以上」の

適用期間、である。

① プライム市場などの上場維持基準として挙げられている「流通株式時価総額」と「売買代金」（プライム市場のみ）の算定方法

東証に上場している企業は市場再編に際して、2021年9～12月の間にプライム市場、スタンダード市場、グロース市場の3つから主体的に市場を選択する必要がある（図表中「市場区分等」の下から2つ目）。東証は2021年6月末を移行基準日として、各市場で設けた上場維持基準に上場企業が該当するかどうかを7月末までに通知し、各企業はその通知を踏まえて市場を選択する。上場維持基準を満たしている場合、比較的簡便な手続き⁴で新しい市場に上場することが可能である。ただ、上場維持基準を満たしていなくても、「新市場区分の上場維持基準の適合に向けた計画書」（以下、計画書）を提出・開示することで、上場維持基準に代えて当該基準よりもかなり緩和された基準が経過措置として適用され、希望する市場に上場することができる。もともと、計画書の提出・開示に加え、進捗状況を每期開示する必要があり、それだけそうした企業の負担は大きくなる。

企業にとっては、上場維持基準が市場選択の1つの判断材料になるはずである。上場維持基準として設定されている項目は、「株主数」「流通株式数」「流通株式時価総額」「売買代金（プライム市場のみ）」「流通株式比率」「時価総額（グロース市場のみ）」である。例えば、市場第一部の上場企業が市場再編後にプライム市場に上場することを希望する場合は、株主数 800人以上、流通株式数 20,000 単位以上、流通株式時価総額 100 億円以上、1日平均売買代金 0.2 億円以上、流通株式比率 35%以上という5つの上場維持基準を満たす必要がある。

このうち、「流通株式時価総額」と「売買代金」は変動が大きいいため、その算定方法が注目されていた。東証からは「流通株式時価総額」は「流通株式数」に「株価」を乗じて算定されることに加え、一時的な株価変動の影響を緩和するために一定期間の平均値を想定していることが示された。「売買代金」は東証の立会内取引における一定期間の実績によることを想定していることが公表された。いずれも、その「一定期間」がどのようなものとなるかは明らかにされておらず、詳細は2020年内に公表を予定する制度要綱で示される。

上場維持基準は文字通り上場を維持するための基準だが、まずは東証が2021年6月末の移行基準日に判断する際にそれを満たしているかどうかの問題となる。その際の算定上の「一定期間」としては、2021年6月末日の移行基準日以前の3か月平均や6か月平均ではなく1年平均とすることが妥当ではないだろうか。決算期前後に売買代金が増加する傾向があるということ踏まえると、3月決算企業が多いものの、その他の時期を決算期とする企業もがあることから、基準に適用される値の算定方法は中立的であるべきと考えられるからである。

⁴ 提出書類は、プライム市場の場合、市場選択申請書、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、改定後CGコードの内容を反映したコーポレート・ガバナンスに関する報告書の3つである。CGコードは来年春以降に改訂予定となっている。

② プライム市場における見直し後のCGコードの全原則の適用

CGコードが2021年に改訂を控える中で、CGコードについてコンプライ・オア・エクスプレイン、すなわち遵守（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、という現状通りの方法が採られるのかどうか注目されていた。この点について、改定後も現状の通り、コンプライ・オア・エクスプレインを求められることが東証から公表された。

③ グロース市場の上場維持基準として挙げられる「上場から10年経過後 時価総額40億円以上」の適用期間

グロース市場における上場から10年経過後の時価総額が40億円以上という事業計画に関する上場維持基準について、「上場後」の起算点がグロース市場に上場する2022年4月1日とされるのか、それ以前の東証上場の時からとされるのか、が焦点になっていた。この点について、東証からは東証上場の日であることが示された。東証のデータによれば、2019年4月時点でマザーズに上場して10年以上の企業は40社、時価総額が40億円未満の企業は54社存在する。マザーズ上場後10年経過する企業のうち、ある程度の数の企業は時価総額40億円以上という上場維持基準を満たさないことになる。

この他、企業が注目している項目は、第一に流通株式の定義の見直しであり、第二に希望する市場の上場維持基準を満たしていない場合に当該市場に上場するにあたって必要とされる計画書で想定される内容である。ただ、それらについて明確な説明はまだない。

流通株式の定義の見直しは、株主の保有比率にかかわらず、流通性が乏しいと考えられる株主の保有する株式が流通株式から除外される方向性が示されており、例えば政策保有株などについて検討されることになっている。上述したように、プライム市場の上場維持基準では「流通株式比率」が35%以上とされており、定義の見直しによっては基準に該当しない企業が出てくると思われる。特に、現在、市場第一部に上場する企業の中で、創業者が多くの株式を保有する企業や上場子会社・上場企業の関係会社などはもともと流通株式比率が本質的に低いため、定義の見直しによって基準を満たすことができなくなる確率が相対的に高い。2020年内に公表を予定する制度要綱において詳細が示される予定である。

東証が設定する移行基準日が2021年6月末であることを考えれば、上場企業としては早急に定義を明確化してほしいはずである。流通株式比率を上昇させるためには新株発行が1つの手段になるものの、希薄化の影響を考えれば、多くの企業にとっては既存株主で保有割合の相対的に大きな株主による売却（市場への放出）が想定されるだろう。その場合、既存株主の意向を確認し、売却の方法を検討する必要があるため、一定程度の時間は必要である。

次に、希望する市場の上場維持基準を満たしていない場合に必要とされる計画書の内容は、当然のことながら、現時点で上場維持基準を満たすことが難しい企業が注目している。上場維持基準を満たすまでの期間設定や、満たすことに向けた内容がどのようなものとなるか（定量的

か定性的かなど)はそうした企業にとって極めて重大である。なお、2020年2月21日時点で、プライム市場の上場維持基準のうち、流通株式時価総額が100億円に満たない市場第一部企業は433社あるとされる⁵。

最後に

上場企業の多くは、新型コロナウイルス感染症拡大の影響で事業の先行きを懸念しているだろう。今回は東証再編のプロセスと重なったことで、それと同時に、新市場区分の移行に向けた東証の動きに気を揉んでいる。特に、「流通株式時価総額」や「売買代金」の算定期間と「流通株式比率」の算定にかかわる流通株式の定義の見直しに対する注目度が高い。いずれも、2020年内に公表が予定されている制度要綱にて詳細が明らかになるとされているが、もしこの公表が年末やその近くとなった場合、2021年6月末の移行基準日まで6か月程度しかなく、取り得るコーポレートアクションも限られてしまう。できるだけ早い制度要綱の公表を希望している上場企業が多いようだ。上場企業としては、これまでに東証から公表された情報に基づいて、自社の状況を確認すると同時に、いくつかのシナリオを用意し、取り得るコーポレートアクションのシミュレーションをする必要があるだろう。

⁵ 毎日新聞朝刊「東証再編、22年4月に 清田 CEO『現実論でベスト』」(2020年2月22日)