

2020年5月15日 全5頁

東証の新市場区分をどう選択するか

プライム市場の上場維持基準に適合しない企業の視点から

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）の新市場区分への移行は2022年4月に行われる。上場企業は2021年9～12月の間に、新たに設けられるプライム市場、スタンダード市場、グロース市場（いずれも仮称）のいずれかを選択する必要がある。
- 東証は2021年6月末を移行基準日と設定して、その時点で各上場企業の上場維持基準の適合可否を判定し、7月末を目途に結果を通知する予定である。
- 上場企業が留意すべきことは、①上場維持基準の算定方法、②適合可否の通知内容、③適合可否を受けての判断、である。

新市場区分選択に向けた上場企業の留意点

東京証券取引所（東証）の新市場区分への移行は2022年4月1日に行われるが、上場企業は前年の2021年9～12月の間に、新たに設けられるプライム市場、スタンダード市場、グロース市場（いずれも仮称）のいずれかを選択し、書類を提出する必要がある。その選択に必要な材料として、東証は2021年6月末を移行基準日と設定して、その時点で各上場企業の上場維持基準の適合可否を判定し、7月末を目途に結果を通知する予定である。上場企業が留意すべきことは、①上場維持基準の算定方法、②適合可否の通知内容、③適合可否を受けての判断、である。

東証から上場企業への適合可否の判断と通知内容

まず、①上場維持基準の算定方法であるが、各市場の上場維持基準項目を図表1に示した。

図表1 各市場の上場維持基準

	プライム市場	スタンダード市場	グロース市場
株主数	800人以上	400人以上	150人以上
流通株式数(注1)	20,000単位以上	2,000単位以上	1,000単位以上
時価総額	—	—	上場から10年経過後 40億円以上
流通株式時価総額(注1)	100億円以上	10億円以上	5億円以上
売買代金/売買高	1日平均売買代金 0.2億円以上	月10単位未満/3ヶ月 間売買不成立(注3)	月10単位未満/3ヶ月間 売買不成立(注3)
流通株式比率	35%以上	25%以上	25%以上
財政状態 純資産(注2)	債務超過に関する基準	債務超過に関する基準	債務超過に関する基準

(注1) 流通株式の定義見直しが検討されており、流通株式数や流通株式時価総額は見直し後の定義で計算される。

(注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)が設けられる。グロース市場は上場後3年経過後から適用される。

(注3) 売買代金/売買高に関するスタンダード市場とグロース市場の基準は、それに該当しなければ上場が維持されることを示している。

(出所) 東京証券取引所より大和総研作成

株主数、流通株式数、流通株式比率は移行基準日時点において、上場企業が提出している直近の株式分布状況表に基づいて判定される。株式分布状況表は各上場企業の事業年度末日の状況が記録されているが、移行基準日までで事業年度末日以後の状況を示した株式分布状況表が上場企業より提出された場合はそれに基づいた判定が行われる。

変動が大きい流通株式時価総額は一定期間の平均値、売買代金は一定期間の実績での判定が想定されている。ただし、「一定期間」の長さはまだ明らかになっておらず、2020年中に発表される予定である。また、流通株式の定義見直しも検討されており¹、流通株式数、流通株式時価総額、流通株式比率は見直し後の定義で計算されることには留意が必要である。

なお、上場維持基準については上場企業の市場移行の判定だけでなく、新市場に移行した後も自社が上場した市場の基準を維持することが求められる。上場維持基準に抵触した場合は必要な改善を図るための猶予期間が設けられる。

②適合可否の通知内容は、新市場である3つの全ての市場の上場維持基準について東証から

¹ 詳細は神尾篤史「[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)

通知されるわけではない。市場第一部の企業であればプライム市場とスタンダード市場、市場第二部と JASDAQ スタンダードの企業であればスタンダード市場、マザーズと JASDAQ グロースの企業であればグロース市場に関する上場維持基準の適合状況が通知される。もちろん、市場第二部と JASDAQ スタンダードの企業がプライム市場やグロース市場、マザーズと JASDAQ グロースの企業がプライム市場やスタンダード市場に上場できないわけではなく、上場するには新規上場と同様の審査手続きを経る必要がある。

企業によっては上場を希望する市場の上場維持基準に適合しない(満たない)という通知を東証から受領することもある。その場合は「新市場区分の上場維持基準の適合に向けた計画書」(以下、上場維持基準計画書)を提出・開示することで、上場維持基準に代えて緩和された基準である経過措置の適用を受けて希望する市場に上場することができる。ただし、上場後も計画書の進捗状況の継続的な開示を毎年行うことが経過措置の適用を受ける条件となる。経過措置については、東証は当面見直しを予定していないが、2022年4月1日の新市場区分への一斉移行日後の中期的な状況などを踏まえ、将来的な見直しを行う場合があるとしている。

各市場の経過措置の基準は図表2に示した。プライム市場では市場第一部から市場第二部への指定替え基準と同水準の基準が上場維持基準として適用される。また、スタンダード市場では JASDAQ スタンダード、グロース市場ではマザーズと JASDAQ グロースの上場廃止基準と同水準の基準が上場維持基準として適用される。

図表2 各市場の経過措置

	プライム市場	スタンダード市場	グロース市場
株主数	800人以上	150人以上	150人以上
流通株式数(注1)	1万単位以上	500単位以上	500単位以上
時価総額	—	—	上場から10年経過後 5億円以上
流通株式時価総額(注1)	10億円以上	2.5億円以上	2.5億円以上
売買高	月平均40単位以上	月10単位未満/3か月 間売買不成立(注3)	月10単位未満/3か月間 売買不成立(注3)
流通株式比率	5%以上	5%以上	5%以上
財政状態 純資産(注2)	債務超過に関する基準	債務超過に関する基準	債務超過に関する基準

(注1) 流通株式の定義見直しが検討されており、流通株式数や流通株式時価総額は見直し後の定義で計算される。

(注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)が設けられる。グロース市場は上場後3年経過後から適用される。

(注3) 売買代金/売買高に関するスタンダード市場とグロース市場の基準は、その基準に該当しなければ経過措置の適用が受けられることを示している。

(出所) 東京証券取引所より大和総研作成

上場維持基準に適合しない企業の判断

③適合可否を受けての判断については、市場第一部企業がプライム市場へ上場することを念頭に置いて説明する。上場企業に取材すると、市場第一部の企業はプライム市場への上場を目指している企業が大半である印象を受ける一方で、現時点でプライム市場の上場維持基準に満たない企業は、まずは移行基準日までに上場維持基準を満たすために事業を継続して成長させることや流通株式を増加させるなどのコーポレートアクションを実施していく必要性を感じている。しかし、移行基準日までの期間が長くはないこともあり、上場維持基準計画書を提出することも視野に入れ、その中身にも強い関心を持っている。上述したように、この計画書は当初の提出・開示に加えて、毎年の進捗状況の開示も必要であり、企業はその対応に相応のリソースを割く必要があることは想像に難くない。

東証から公表された『『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)』(2020年3月31日)では、上場維持基準計画書の記載要領を今年中に公表する予定とのことである。経過措置の設けられる期間が現時点では決まっていないことから、現状想定されるのは、上場企業は上場維持基準を満たすまでの期間を自社で設定することであろう。各上場企業で期間は異なると思われるが、日本取引所の清田 CEO が記者会見(2020年2月21日)で述べた「経過措置が永久に続くことは、趣旨を踏まえて適切ではない」ということを念頭に置くべきである。また、計画の進捗状況を開示する必要があるが、毎年の計画値を定量的に公表するという方法が考えられる一方で、今後予想されるイベントや事業計画を定性的に示していく方法も想定される模様である。

上場維持基準計画書を投資家の目線で考えると・・・

上場維持基準計画書の開示の必要性を踏まえると、上場企業は株価への影響を考えて投資家を意識した内容とすることが現時点で考えられる一つの方法になるだろう。

まずは、上場維持基準に対する自社の数値の距離感の認識と、新型コロナウイルスの影響が収束した後の「ポストコロナ」や新型コロナウイルスとの共生という「with コロナ」を意識した事業計画や資金調達を考え、その検討から導き出された上場維持基準の適合に向けた期間を設定することが求められよう。

次に、上場維持基準のうち、多くの企業が懸念している流通株式比率と流通株式時価総額²が満たないケースを考える。流通株式比率が上場維持基準に満たないケースは、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が考えられる。これらの場合、公募で新株発行を行ったり創業者・親会社などが株式を売却したりすれば、流通株式比率は上昇するがいずれも容易な方法ではない。前者の新株発行は希薄化の影響があり、後者は創業者の株式保有に対する考え方や親会社のグループ戦略に関わる部分であるため、短期間で決定し実行

² プライム市場の上場維持基準である流通株式時価総額 100 億円に満たない市場第一部企業は 433 社ある (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))。

できることはまれであろう。また、流通株式の定義見直しも検討されており、それらを考慮に入れるとさらに難解である。創業者や親会社などの大株主と意見交換を行い、上場維持基準計画書の内容を詰めていく必要がある。

一方、流通株式時価総額が基準に満たない場合はどうだろうか。流通株式時価総額は流通株式数に株価を乗じて算出されるが、将来の株価は一株当たり当期純利益と PER の見通しや一株当たり純資産と PBR の見通しなどで算定されると考えられるのではないか。投資家に最も好感される方法は具体的な毎年の計画値を上場維持基準計画書に盛り込むことであろう。ただし、その算定には複数の要素が関係するため、計画値の算定には多くの仮定を置く必要がある。特に、PER などのバリュエーションは上場企業が決めるものではなく、市場で決まるものであり、計画値を想定することすら簡単ではない。上場維持基準計画書で毎年の流通株式時価総額の計画値を出すことは、上場企業にとって難しい作業になると推測される。また、目下最大の事情として、コロナ禍の先行きへの影響を見通すことが難しい企業は多い。足元で 2020 年 3 月期の企業決算と同時に今期の業績見通しも併せて公表されているが、見通しを未定とする企業が散見される。そのことを踏まえれば、計画値の公表は行わないが、計画達成に向けた道筋や具体的な施策を盛り込む方法も考えられるだろう。

最後に

上場維持基準計画書の作成とその後の進捗開示が、企業にとって相応の負担になることは明らかである。以前のレポート³でも言及したように、上場企業は移行基準日である 2021 年 6 月末日を念頭において、希望する市場に上場できるように、できる限りのコーポレートアクションを取っていく必要がある。ただ、検討する時間はあまりない。流通株式の定義変更や上場維持基準の流通株式時価総額・売買高の算定期間などは今年中の制度要綱で公表されることから、その公表が 12 月だとすれば 2021 年 6 月までは半年程度しかない。上場企業は今年中にシミュレーションを行う必要があるだろう。

年内のシミュレーション、そして東証による制度要綱の公表を経て、移行基準日に至ることになる。上場維持基準に満たない企業が新市場区分の選択をするに際しては、上場維持基準計画書を提出・開示（進捗開示も含めて）することと、プライム市場に上場することのメリットを比較考量することも求められるだろう。

³ 詳細は神尾篤史「[新型コロナの影響でどうなる東証再編](#)」（大和総研レポート、2020 年 4 月 10 日）