

2020年12月2日 全4頁

まもなく公表？東証再編の制度改革の注目点

市場選択の決断を左右し、コーポレート・アクションの有無にも影響

政策調査部 主任研究員 神尾 篤史

[要約]

- 東京証券取引所は「市場区分の再編に係る第二次制度改革事項」を今年中に公表する予定である。上場企業はその内容に大いに注目している。
- 注目されているポイントは、流通株式の定義の見直し、上場維持基準に含まれる流通株式時価総額と売買代金の計算期間、「新市場区分の上場維持基準の適合に向けた計画書」の記載要領である。
- これらの内容を受けて、上場企業は新たに上場を希望する市場を熟慮し、その決断によっては様々なコーポレート・アクションを行うことになるだろう。

「市場区分の再編に係る第二次制度改革事項」の注目点

東京証券取引所（東証）は「市場区分の再編に係る第二次制度改革事項」（「第二次制度改革」）を今年中に公表し、その後、意見募集手続きを行う予定である。上場企業はその内容に大いに注目している。

「第二次制度改革」（同時期に合わせて公表される項目を含む）では、上場やその維持において重要となる流通株式の定義の見直し内容、上場維持基準¹に含まれる流通株式時価総額と売買代金の計算期間、「新市場区分の上場維持基準の適合に向けた計画書」の記載要領、上場維持基準に抵触した場合の猶予期間、市場区分に係る手続きの詳細、上場企業への上場維持基準の適合可否通知の詳細などが公表される見込みである。パブリック・コメントによって内容が変更される可能性はあるものの、制度の詳細や東証の考え方が見えてくるはずである。

以下では、「第二次制度改革」のうち、多くの上場企業が注目している流通株式の定義の見直し、上場維持基準に含まれる流通株式時価総額と売買代金の計算期間、「新市場区分の上場維持

¹ 上場維持基準は、上場企業が再編後の市場に上場するための形式基準であると同時に、上場後に抵触すると猶予期間入りとなる基準である。例えば、プライム市場（名称は仮称）の上場維持基準は、株主数：800人以上、流通株式数：2万単位以上、流通株式時価総額：100億円以上、売買代金：1日平均売買代金0.2億円以上、流通株式比率：35%以上である。

基準の適合に向けた計画書」の記載要領について、改めて整理してみたい。

多くの上場企業がそれらに注目する理由は、上場維持基準を具体的に定義するものだからだ。2022年4月に創設されるプライム市場、スタンダード市場、グロース市場（各市場の名称は仮称）の上場維持基準の中に流通株式数、流通株式比率、流通株式時価総額があり、これらは流通株式の定義如何によって変化する。また、流通株式時価総額は3つ全ての市場、売買代金はプライム市場の上場維持基準に一定水準である必要性が規定されており、その計算期間がどう定められるかは企業にとって当然に重要である。そして、上場を希望する市場の上場維持基準を満たしていない場合、「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・開示する必要がある。そのため、これら3点がどうなるかは、上場企業の市場選択の決断を左右すると同時に、コーポレート・アクションの有無にも大きな違いをもたらすことになる。

流通株式の定義の見直し

現在の流通株式の定義は、上場株式数から10%以上を所有する株主が所有する株式数、役員所有株式数、自己株式数、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）を控除したものとされている。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を保有比率に関わらず流通株式から除外する方向で検討されている。具体的には取引先との関係維持などの目的から保有されている、いわゆる政策保有株式などが流通株式からの除外の検討対象として想定されている。定義見直しの結果次第では、市場区分の見直しに際して、当初想定していた市場と異なった市場を選択する上場企業も出てくるだろう。

ただ、政策保有株式などをどのような捉えるのか、ということは悩ましい問題である。企業同士での持ち合い株式や片側だけで保有されているものも検討の対象になると思われるが、それをどのような基準として定めるのか、また基準が定められたとしても、それに基づいて定量的に株主を捕捉するのは容易でない。

上場企業の株式保有者を把握するために手がかりになるのは、上場企業が東証に提出する「株券等の分布状況表」にある上位10名の保有者、有価証券報告書に記載のある「大株主の状況」の上位10名程度の保有者、有価証券報告書の「保有目的が純投資目的以外の目的である投資株式」に記載のある銘柄などである。「株券等の分布状況表」と「大株主の状況」では自社株式の保有者が公表されている。「保有目的が純投資目的以外の目的である投資株式」では、自社が保有する株式、その保有目的、その上場企業との持ち合いの状況が公表されている。

しかし、これらの情報は企業の株主名簿の一部にすぎず、これだけで全ての持ち合い株式などを把握するのは難しい。また、有価証券報告書の提出期限は決算日後90日以内であり、その間に政策保有株などの購入と売却がないとは言い切れず、適時に捕捉することは容易ではなさそうである。企業の自主的な判断によって、政策保有株などを申告していく方法が現実的なのかもしれない。

流通株式時価総額と売買代金の計算期間

東証から公表されている情報では、流通株式時価総額は一定期間の平均値、売買代金は東証の立会内取引における一定期間の実績となっている。ただ、一定期間の定義次第で、上場維持基準を満たすかどうか企業によって違いが出てくる可能性があるだろう。一般的に売買高が大きいのは決算公表日近辺であり、流通株式時価総額もその影響を受ける。上場企業の多くは3月決算であるものの、他の月を決算月としているケースもある。例えば、特定の時期から1か月や3か月といった短い期間を一定期間とした場合、決算月の違いによる影響が出るだろう。そう考えると、一定期間とは6か月や1年といったある程度長い期間になると推測される。

「新市場区分の上場維持基準の適合に向けた計画書」の記載要領

「新市場区分の上場維持基準の適合に向けた計画書」の提出・開示が必要な企業は、希望する市場の上場維持基準を満たさない企業に限られる。ここで、改めて東証再編に関する制度を概観すると、上場企業が希望する市場に上場を果たすためには2つのルートがある。

1つは2021年6月末の移行基準日に各市場の上場維持基準を満たすことである。なお、2022年4月の新市場創設後に上場維持基準に抵触した場合、必要な改善を図るための猶予期間が設けられる。

もう1つは、移行基準日に希望する市場の上場維持基準を満たしていない場合は、「新市場区分の上場維持基準の適合に向けた計画書」を提出・開示することで経過措置の適用を受け、希望する市場に上場することができる。この経過措置期間中は、上場維持基準よりも緩和された基準を満たすことで上場維持が可能である。ただし、経過措置は将来的に見直される可能性が当然にあり、日本取引所の清田 CEO は2020年2月の定例会見において「経過措置が永久に続くことは、趣旨を踏まえて適当ではない」と発言している。さらに、「新市場区分の上場維持基準の適合に向けた計画書」については計画の進捗状況を毎年開示する必要があり、上場企業は相応の対応が求められる。そのため、この計画書を提出する可能性のある企業においては、この計画書で求められる内容によって、選択する市場を変更する企業も出てくると想定される。

「新市場区分の上場維持基準の適合に向けた計画書」の記載要領のヒントになると思われるのが、2020年10月に東証から公表された「『資本市場を通じた資金供給機能向上のための上場制度の見直しについて（市場区分の再編に係る第一次制度改正事項）』に寄せられたパブリック・コメントの結果について」（「パブリック・コメントの結果」）である。これは、11月1日に行われた東証再編に向けた上場制度の見直しに関して、パブリック・コメントに対する東証の回答が述べられたものであり、東証の基本的な考え方をうかがい知ることができる資料である。第一次制度改正で示された見直しは、現在の市場の上場基準を新たに創設される市場の基準に実質的に近づけるものである。その中に、上場基準を満たして上場した後、その上場基準を継続して満たさない場合には改善に向けた取組みとその進捗状況の開示を求めるといった仕組みがあり、その考え方は市場区分見直し後の「新市場区分の上場維持基準の適合に向けた計画書」にも共

通していると想定しても不自然ではないだろう。

具体的には、「パブリック・コメントの結果」の中の番号3において、改善に向けた取組みに対する東証の考え方が記されている。東証は、具体的な取組みの内容とその実施予定時期について記載を求めるとしている。内容としては、例えば、流通株式比率などの改善については「公募、大株主による売出し又は政策保有の解消等に向けた方針及びその実施予定時期の目途」、流通株式時価総額の改善については「これら（筆者注：上述の流通株式比率などの改善方法）に加えて経営成績等の改善のための事業上の取組内容及びその実施予定時期」、について可能な範囲で開示することとされている。そして、これらの計画策定については、「上場会社の事業運営上の重要事項に該当すると想定され、開示に際しては、取締役会又は取締役会から委任された業務執行決定機関による検討及び審議が行われることになるものと想定されます」とされている。

東証の考え方に基づくと「新市場区分の上場維持基準の適合に向けた計画書」においても具体的な取組み内容と実施予定時期の記載が求められる可能性が高いだろう。上場企業の計画の設定期間にもよるが、長期間になればなるほど、具体的な取組み内容を記載することは難しくなってくるはずである。上場企業の判断が問われることになる。

おわりに

「第二次制度改正」の内容を受けて、上場企業は上場を希望する市場を熟慮し、その決断によっては様々なコーポレート・アクションを行うことになる。特に、希望する市場の上場維持基準を満たさない企業は、2021年6月末日の移行基準日に向けてコーポレート・アクションを行っていく必要があるだろう。例えば、上場維持基準に含まれる流通株式比率が流通株式の定義の変更によって数値基準を満たさないことになれば、流通株式比率を引き上げる施策として、新株発行、大株主等が保有する株式の売出し、政策保有の解消などで対応していくことになるだろう。流通株式時価総額を増加させる必要があるということになれば、流通株式比率を引き上げると同時に、一株当たり純利益を増加させるような成長戦略の策定・実行とそれを株式市場に効果的に伝えるためのIRの実施などが必要になるだろう。株式の流通量を増やすことや、IR実施などは売買高の増加にも効果的だろう。

希望に沿った上場を果たしていくための様々な方法や手段が想定される中、それぞれの上場企業は自社の経営戦略、事業環境などを踏まえて、適切なコーポレート・アクションを実行していくことが望まれる。