

2020年12月30日 全6頁

東証市場再編の概要と TOPIX の見直し

影響が大きそうな流通株式の定義の変更

政策調査部 主任研究員 神尾 篤史

[要約]

- 東京証券取引所の市場再編の概要と TOPIX の見直しに関するパブリック・コメントが開始された。期間は2021年2月26日までであり、その後、成案が公表される見込みである。
- 流通株式の計算上、国内の普通銀行、保険会社、事業法人等が所有する株式や役員の親族などが所有する株式は除外されることが明らかにされた。この流通株式の定義の変更は、企業にとって影響が大きいと見られる。特に、政策保有の多い上場企業やオーナー系の上場企業のコーポレート・アクションが促されそうである。

東証の市場再編の概要と TOPIX の見直し

2020年12月25日、東京証券取引所（東証）から「市場区分の見直しに向けた上場制度の整備について（第二次制度改正事項）」と「TOPIX（東証株価指数）等の見直しについて」（以下、「TOPIX の見直し」）が公表され、両方ともに2021年2月26日までパブリック・コメントに付された。

「第二次制度改正事項」ではプライム市場、スタンダード市場、グロース市場という3つの市場の名称と2022年4月4日という新市場のスタート日が公表されるなど、新市場区分の上場制度の全体像、上場企業の市場選択の手続き、上場維持基準を満たさない場合の経過措置が示された。また、「TOPIX の見直し」では市場再編に伴う TOPIX 自体の修正や各指数の見直しが示された。留意すべきは、現時点ではいずれも成案ではなく、パブリック・コメント終了後に成案が公表されるということである。

以下では、「第二次制度改正事項」については神尾 [2020]¹で示した3つの論点、「TOPIX の見直し」についてはその概略を示す。

¹ 神尾篤史「[まもなく公表？東証再編の制度改正の注目点ー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ー](#)」（大和総研レポート、2020年12月2日）

「第二次制度改正事項」の3つの論点

神尾 [2020] では多くの上場企業が注目する、①流通株式の定義の見直し、②上場維持基準に規定される流通株式時価総額と売買代金の計算期間、③「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3つの論点を取り上げた。いずれも、「第二次制度改正事項」で公表、またはそれと同時に公表が予定されていたが、③は今回公表されなかった。公表されなかった理由は明らかではないが、上場企業による新市場の選択を左右する要因の1つとなっていただけに影響は小さくなくさそうである。

他方、上場維持基準を具体的に定義するものであることから、多くの上場企業が①と②に注目している。各市場の上場維持基準の中に流通株式数、流通株式比率、流通株式時価総額の項目があり、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。

①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）を控除したものとなっている。これについて、以下の2つが今回見直す内容である（以下の箇条書きは「第二次制度改正事項」の文言の抜粋）。

- 上場株式のうち、国内の普通銀行、保険会社及び事業法人等（金融機関及び金融商品取引業者以外の法人）が所有する株式については、上場株式数の10%未満を所有する場合であっても、流通株式から除くこととします。ただし、所有目的が「純投資」であることが明らかな株式については、流通株式として取り扱うこととします。
- 役員以外の特別利害関係者の所有する株式について、上場維持基準に係る計算においても流通株式から除くこととするほか、当取引所が流通株式に含めることが適当でないとする株式についても、流通株式から除くこととします。

これらを踏まえると、以下のような計算式になる。今回見直される項目に下線を引いた。

流通株式数 = 上場株式数 - {①主要株主が所有する株式（10%以上所有）+ ②役員等（役員以外の特別利害関係者を含む）所有株式数 + ③自己株式数 + ④国内の普通銀行、保険会社、事業法人等が所有する株式（注）+ ⑤その他取引所が固定的と認める株式}

（注）ただし、直近の大量保有報告書等において、保有目的が「純投資」と記載されている株式は流通株式に含まれる

上述の箇条書きの1つ目について、現在は上場株式数の10%以上を所有する場合に流通株式から除外されているが、10%未満であっても上で挙げられた所有者の場合には流通株式から除外される。また、国内の普通銀行には信託銀行は含まれず、事業法人等は金融機関と金融商品取引業者以外の法人を指す。事業法人等には上場企業だけではなく、非上場企業も対象になることから資産管理会社や財団法人などの保有分も流通株式から除外される。所有目的が「純投資」であることが明らかな株式とは、直近の大量保有報告書等の開示書類において、所有目的が「純投資」と記載されている株式である。「純投資」の確認は、流通株式に関する上場維持基準又は上場審査基準を満たさない場合に行われるものであり、それ以外のケースでは確認は想定されていない。

上述の箇条書きの2つ目である役員以外の特別利害関係者が所有する株式について、現在は上場審査基準に係る計算に限り流通株式から除外していたが、上場維持基準に関する計算においても取り扱いを統一する意図がある。役員の配偶者及び2親等内の血族、関係会社及びその役員などが所有する株式が除外されることになる。

以上の定義の見直しによって、上場企業が東証に提出する「株券等の分布状況表」の形式が見直され、事業年度末日等における国内の普通銀行、保険会社、事業法人等及び役員以外の特別利害関係者の保有状況等に係る記載欄が新設される。

2020年2月21日に東証から公表された「新市場区分の概要等について」で政策保有株式などを流通株式から除外することは既に示されていたため、ある程度、見直しの方向感は想定されていた。しかし、除外の範囲が予想よりも広く、上場企業にとって資本政策を再考させられるケースが増えそうである。特に、政策保有の多い上場企業やオーナー系の上場企業への影響は大きいのではないかと。例えば、上場維持基準に規定される流通株式比率などに満たない場合、流通株式を増加させるために、立会外分売や新株式発行といったコーポレート・アクションが促されるかもしれない。さらに、流通株式比率を充足していない企業は、政策保有株の保有者に自社株の売却の打診をする可能性もあるだろう。

②上場維持基準に規定される流通株式時価総額と売買代金の計算期間

東証は移行基準日を2021年6月30日と設定し、上場企業の現市場区分に基づいて「新市場区分における上場維持基準への適合状況の通知」を7月中に行い、上場企業の市場選択において必要な書類の提出の要否を知らせる予定である。その時に活用される上場維持基準に規定される流通時価総額等の算出方法について、今回公表された内容を確認しよう。なお、上場維持基準は新市場への移行後も満たしておかなければ、改善を要することになる。新市場へ移行後の算出方法は対象期間の異なる別の方法が設定されている²。

流通株式時価総額は、流通株式数に、移行基準日以前3か月間（2021年4月1日～2021年6

² 例えば、流通株式時価総額は各企業の事業年度末日以前3か月間の東証の売買立会における日々の最終価格の平均値を乗じて算出される。

月 30 日) の東証の売買立会における日々の最終価格の平均値を乗じて算出される。売買代金は移行基準日以前 1 年間 (2020 年 7 月 1 日～2021 年 6 月 30 日) における東証での売買立会での金額を、日次平均した値が用いられる。目指す市場の上場維持基準に満たない可能性のある企業は、早急に検討し、コーポレート・アクションを行う必要があるだろう。

その他の上場維持基準である株主数、流通株式数、流通株式比率は、直近の事業年度末日時点の数値である。これに加え、直近の事業年度の末日後の特定日の現在データ (「株式分布状況表」) が、移行基準日までに任意に提出された場合はそのデータが活用できる。

TOPIX の見直し

現在、市場第一部の銘柄の全てが TOPIX の対象になっており、浮動株の時価総額を加重して計算されている。すなわち、市場で流通する可能性の高い株式の時価総額に基づいて計算されている。今回の見直しでは、流通株式時価総額が大きい銘柄の TOPIX への影響度を下げていくことが明らかにされた。具体的には、流通株式時価総額 100 億円未満の銘柄は TOPIX に組み込む際のウェイト (組み入れ比率) を徐々に低減させていくことになった。ウェイトが低減するということは TOPIX に連動する ETF や投資信託などによるその銘柄の買い入れが小さくなるため、株価に影響がでると想定される。順を追って概略を説明すると以下の通りである。

<段階的ウェイト低減銘柄の判定>

- ① 2022 年 4 月 1 日時点の TOPIX 構成銘柄は 4 月 4 日以降の新市場の上場市場にかかわらず、TOPIX の構成銘柄となる。
- ② 第 1 段階として、2021 年 7 月に流通株式時価総額が 100 億円以上かどうかの第 1 回の判定が行われる。この時点で 100 億円以上であれば、ウェイトの低減はない。

(2021 年 6 月 30 日の移行基準日に判断された流通株式時価総額の値で判断される。算出方法は上述の通り)

- ③ 第 2 段階として、第 1 回判定で 100 億円未満であった場合、第 1 回の判定の翌期末の流通株式時価総額が 100 億円以上かどうかの第 2 回判定が 2022 年 10 月に行われる。

この時点で 100 億円以上であれば、ウェイトの低減はないが、100 億円未満であれば、「段階的ウェイト低減銘柄」としてウェイトの低減が行われる。

(2022 年 8 月最終営業日までに上場企業が提出した情報を用いる。算出方法は前出脚注 2 参照)

<段階的ウェイト低減銘柄の再評価>

- ④ 「段階的ウェイト低減銘柄」について、第 2 回判定の翌期末の流通株式時価総額 100 億円以上かどうかの判定が 2023 年 10 月に行われる。

この時点で 100 億円未満の場合、ウェイトの低減が継続し、最終的にウェイトがゼロに

なる。

一方で 100 億円以上・年間売買代金回転率が 0.2 回転以上であれば、「段階的ウェイト低減銘柄」から除外され、ウェイトは低減前に戻る。100 億円以上・0.2 回転未満の場合、ウェイトの低減が一定の水準でとどまる。

(2023 年 8 月最終営業日までの上場企業の提出情報を用いる。流通株式時価総額の算出方法は前出脚注 2 参照、売買代金回転率は 2022 年 9 月～2023 年 8 月の月次の売買代金回転率の合計を活用)

①で言及しているように、2022 年 4 月 1 日時点の TOPIX 構成銘柄は上場市場にかかわらず、同年 4 月 4 日以降も TOPIX の構成銘柄であるため、プライム市場だけではなく、スタンダード市場やグロス市場にも TOPIX 構成銘柄が存在することになる。ただし、2022 年 4 月から 2025 年 1 月末の期間において、新規上場銘柄についてはプライム市場に上場した銘柄のみが TOPIX の構成銘柄となる。スタンダード市場やグロス市場の新規上場銘柄が TOPIX 対象銘柄になるためには、プライム市場に上場する必要がある。なお、スタンダード市場やグロス市場の新規上場銘柄の TOPIX 構成銘柄への追加や選定対象数の上限を設けることなど、移行後の定期的な入替の方法については別途検討される予定である。

この他、重要な見直しは市場で流通する可能性の高い株式の割合を示した浮動株比率の算出方法の見直しである。現在の浮動株比率は、1 から固定株比率を控除して求められている。この固定株は有価証券報告書に記載の大株主上位 10 位の保有株、自己株式等、役員等の保有株とされているが、今回の改正で有価証券報告書の「コーポレート・ガバナンスの状況等」に記載されている「他の上場会社等が純投資目的以外の目的で保有する投資株式」(特定投資株式)も加えられることになった。安定株主が保有する政策保有株式など市場に流通しない株式を控除した格好である。ただし、企業の特定投資株式の全てが有価証券報告書に掲載されるわけではないため、開示資料で判別できる範囲ということになる。これらを踏まえると、固定株は以下のように算出される。

固定株 = 大株主上位 10 位 (東証が浮動株とみなす株式を除く) + 自己株式等 + 役員等の保有株
+ 特定投資株式

最後に

冒頭で述べたように、この改正はパブリック・コメント後に成案となる点に留意を要する。今回の改正で注目されるのは、流動性やガバナンスの向上に資する流通株式の定義変更と TOPIX の固定株の算出方法の見直しである。いずれも企業にコーポレート・アクションを促し、特に持ち合い株式の解消といった安定株主を減らす行動につながる可能性がある。上場企業にとって、安定株主を減らすことは意図しない買収者から自社を守る鎧を脱ぐような感覚かもしれない。

しかし、流動性やガバナンスの向上という方向性は今後も変わらない要請であることを踏まえると、鎧を脱いだ後は生身の体に筋肉をつけ、強固な肉体作りをしていく必要があるだろう。その筋肉とは、資本効率性やガバナンスの向上などに他ならない。日本企業は1歩ずつでも改革を行っていく必要があるだろう。