

東証、流動性基準を見直し

制度調査部
横山 淳

東証上場制度総合整備プログラム

【要約】

- 2007 年 6 月 22 日、東証は「上場制度総合整備プログラム 2007 に基づく上場制度の整備等について」を公表した。この中で、流動性基準の大幅な見直しを行う方針を示している。
- 例えば、上場廃止基準について、従来の少数特定者持株比率基準を見直し、「流通株式比率 5% 未満（つまり非流通分が 95% 以上）の場合に上場廃止」と基準を緩和している。
- その一方で、「流通株式数基準」、「流通株式時価総額基準」を新設することとしている。そのため、企業によっては総合的・実質的には基準が厳しくなるケースも考えられる。

1. はじめに

- 2007 年 6 月 22 日、東京証券取引所（以下、東証）は「上場制度総合整備プログラム 2007 に基づく上場制度の整備等について」を公表した¹。
- これは、2007 年 4 月に公表された「上場制度総合整備プログラム 2007」²に盛り込まれたテーマのうち、「直ちに実施する事項（第一次実施事項）」を実現するためのものである。
- 本稿では、そのうち上場審査基準や上場廃止基準における「流動性等に係る基準の見直し」について紹介する。

2. 「流動性等に係る基準」とは？

- 株式を取引所に上場すれば、不特定多数の投資家が頻繁・大量に売買することが想定される。
- そのため、株式の上場の審査に当たっては、頻繁・大量な売買が可能となるだけの流動性が期待できることが求められることとなる。他方、十分な流動性が期待できなくなった銘柄については、上場廃止とすることとされている。これがいわゆる「流動性等に係る基準」（以下、流動性基準）である。
- 現行の上場審査基準・上場廃止基準などでは、株式の流動性を、原則として、株主数（株主数基準）、特定株主への集中度（少数特定者持株比率基準）、株式数（上場株式数基準）、時価総額（上場時価総額基準）で判定することとしている。

¹ 東証のウェブサイト（<http://www.tse.or.jp/rules/comment/070622-jojo1.pdf>）に掲載されている。

² 東証のウェブサイト（<http://www.tse.or.jp/rules/seibi/index.html>）に掲載されている。

- 今回、東証は流動性基準について、次のような見直しを行うこととしているのである。

株主数基準の一律化（実質緩和）

少数特定者持株比率基準を流動株式比率基準に変更

上場株式数基準を廃止し、流通株式数基準を新設

上場時価総額基準に加え、新たに流通株式時価総額基準を設ける

３．流動性基準見直しの内容

(1)株主数基準の一律化

- 新規上場や上場維持などには、一定数の株主が存在することを求めるというのが「株主数基準」である。
- 具体的な見直しの内容は次の通りである。従来の上場株式数に応じて遡増する仕組みから、一律に「〇〇人以上（未満）」という基準に「単純化した」（東証社長会見）ものだと言える。

【上場審査基準】

	現行（ １ ）	改正案
本則市場（ ２ ）	上場株式数 1 万単位未満800 人以上 上場株式数 1 万～2 万単位1,000 人以上 上場株式数 2 万単位以上「1,200 人＋1 万単位ごとに 100 人（上限 2,200 人）」以上	一律 800 人以上
マザーズ	300 人以上	同左

- （ １ ）最低投資金額に応じた特例が別途設けられている。
- （ ２ ）市場一部に直接上場する場合は、異なる基準が設けられている。

【上場廃止基準】

	現行（ ）	改正案
本則市場	上場株式数 1 万単位未満400 人未満 上場株式数 1 万～2 万単位600 人未満 上場株式数 2 万単位以上「1,000 人＋1 万単位ごとに 100 人（上限 2,000 人）」未満	一律 400 人未満
マザーズ	150 人未満	同左

- （ ）最低投資金額に応じた特例が別途設けられている。

【一部指定基準】（二部から一部に指定される（いわゆる「昇格」）ための基準）

現行（ ）	改正案
上場株式数 3 万単位未満2,200 人以上 上場株式数 3 万～20 万単位「2,300 人＋1 万単位ごとに 100 人」以上 上場株式数 20 万単位以上「4,000 人＋2 万単位ごとに 100 人」以上	一律 2,200 人以上

（ ）最低投資金額に応じた特例が別途設けられている。

【二部指定替え基準】（一部から二部に指定替えされる（いわゆる「降格」）基準）

現行（ ）	改正案
上場株式数 3 万単位未満2,000 人未満 上場株式数 3 万～20 万単位「2,100 人＋1 万単位ごとに 100 人」未満 上場株式数 20 万～200 万単位「3,800 人＋3 万単位ごとに 100 人」未満 上場株式数 200 万単位以上「9,800 人＋5 万単位ごとに 100 人」未満	一律 2,000 人未満

（ ）最低投資金額に応じた特例が別途設けられている。

○なお、株主数の定義についても、次のような見直しを行うこととしている。

【株主数の定義】

現行	改正案
次の者を除く 1 単位以上の株式を所有する株主の数（ ） 役員 大株主上位 10 名 自社（自己株式）	1 単位以上の株式を所有する株主の数

（ ）新規上場、一部指定の場合には「特別利害関係者」も除外される。

(2)少数特定者持株比率基準の見直し（流通株式比率基準の導入）

- 株式の保有が、特定の株主に余りにも集中しているような場合、市場での流動性は期待できない。そこで上場審査基準や上場廃止基準などでは、株式がある程度分散していることを求めている。
- 現行のルールは、この株式の分散状況を「少数特定者持株比率」、即ち、非流動的な株式がどれくらいあるかによって判定していた。改正案では、逆に、「流通株式比率」、即ち、流動している株式がどれくらいあるかによって判定することとしている。

○両者の基準を比較すると次のようになる。

【上場審査基準】

	現行	改正案
本則市場 ()	少数特定者持株比率が 75% 以下	流通株式比率が 30% 以上 (非流動分が 70% 以下)
マザーズ	なし	流通株式比率が 25% 以上 (非流動分が 75% 以下)

() 市場一部に直接上場する場合は、異なる基準が設けられている。

【上場廃止基準】

	現行	改正案
本則市場	少数特定者持株比率が 75% 超 (猶予期間 1 年) 少数特定者持株比率が 90% 超 (猶予期間なし)	流通株式比率が 5% 未満 (非流動分が 95% 超) (猶予期間なし)
マザーズ	なし	同上

【一部指定基準】 (二部から一部に指定される (いわゆる「昇格」) ための基準)

現行	改正案
少数特定者持株比率が 70% 以下	流通株式比率が 35% 以上 (非流動分が 65% 以下)

【二部指定替え基準】 (一部から二部に指定替えされる (いわゆる「降格」) 基準)

現行	改正案
なし	なし

○なお、非流動分の株式数 (現行の少数特定者持株数) の範囲について見直しが行われる。

【非流動の株式の範囲】

現行 (1)	改正案 (1) (2)
次の者が所有する株式 役員 <u>大株主上位 10 名 (3)</u> 自社 (自己株式)	次の者が所有する株式 役員 <u>10% 以上を所有する株主 (4)</u> 自社 (自己株式)

(1) 新規上場、一部指定の場合には「特別利害関係者」も対象となる (現行、改正案とも)。

(2) 改正案では、厳密には、株式数全体から下記の者の所有分を除いた「流通株式」の比率によって判定される。

(3) 明らかに固定的所有でないと認められる株式を除く。

(4) 信託銀行などがその業務のために所有する株式であり、実質的に 10% 以上を所有するものでないと認められる株式を除く。

- 現行の「大株主上位 10 名」を改正案では「10%以上を所有する株主」に変更するというのが大きなポイントとなる。
- この趣旨について、東証は「（大株主上位 10 名の中には）現状では外国人株主やファンドなど流動的な株式の保有者が入っていることも多く、これを非流動的な株主の保有者と定義するのは実態から乖離している」（東証社長会見）と説明している。おそらく「上位 10 名」という人数基準では、10%に満たない程度にしか保有しない外国人株主やファンドなども「少数特定者＝非流動分」としてカウントされてしまう点を問題視したのではないかと思われる。
- なお、改正案での「10%以上」という基準について、東証は「証券取引法上の「主要株主」³を意識した水準」（東証社長会見）と説明している。
- 以上の点を踏まえれば、上場審査基準（本則市場）については、従来の少数特定者持株比率基準よりも改正案の流通株式数比率基準の方が、数値基準としては厳しくなっている。ただ、非流動分とされる株式の範囲は、改正案の方が現行のルールよりも狭く（つまり基準としては緩く）なっている。
- 他方、上場廃止基準（本則市場）については、数値基準も、非流動分とされる株式の範囲も、どちらも改正案の方が緩い基準となっている。

(3) 流通株式数基準

- 市場で取引される株式の数が少ないと、市場での流動性は期待できない。そこで、上場審査基準や上場廃止基準などでは、株式数についての基準も設けられている。
- 現行のルールは、新規上場や上場維持などのための株式数を「上場株式数基準」、即ち、全体として何単位の株式が存在しているか⁴を基準としていた。改正案では、この上場株式数基準を廃止し、新たに「流通株式数基準」、即ち、実際に流通している株式が何単位あるかを基準とすることとしている。
- 両者の基準を比較すると次のようになる。

【上場審査基準】

	現行	改正案
本則市場（ ）	上場株式数が 4,000 単位以上	流通株式数が 4,000 単位以上
マザーズ	上場時に 1,000 単位以上の公募又は 売出し（うち最低 500 単位の公募）	流通株式数が 2,000 単位以上（上場 時に 500 単位以上の公募）

（ ）市場一部に直接上場する場合は、異なる基準が設けられている。

³ 証券取引法 163 条（売買に関する報告書の提出）、164 条（短期売買差益の返還）、166 条（インサイダー取引規制）などにおける「主要株主」の水準を意味するものと考えられる。なお、証券取引法では別の大株主の基準として、大量保有報告書の提出義務における「大量保有者」の「5%」という水準も設けている（証券取引法 27 条の 23）。東証が、流動・非流動の判定基準に、なぜ「インサイダー取引規制」などの「主要株主（10%）」を採用し、「大量保有報告書」の「大量保有者（5%）」を採用しなかったのかについては、明確な説明はなされていない。

⁴ 原則として、発行済株式総数から自己株式を引いた数で判定される（株券上場審査基準の取扱い 2(1)b など）。

【上場廃止基準】

	現行	改正案
本則市場	上場株式数が 4,000 単位未満	流通株式数が 2,000 単位未満
マザーズ	なし	流通株式数が 1,000 単位未満

【一部指定基準】（二部から一部に指定される（いわゆる「昇格」）ための基準）

現行	改正案
上場株式数が 20,000 単位以上	流通株式数が 20,000 単位以上

【二部指定替え基準】（一部から二部に指定替えされる（いわゆる「降格」）基準）

現行	改正案
上場株式数が 20,000 単位未満	流通株式数が 10,000 単位未満

- 流通株式数の算定方法は、次の算式で算定される。なお、算式の「非流動分の株式数」の範囲については、前記(2)と同様である（4 ページ参照）。

$\text{流通株式数} = \text{上場株式数} - \text{非流動分の株式数}$

- 以上の点を踏まえれば、上場審査基準（本則市場）については、（上場株式数全体ではなく）流通株式数のみで 4,000 単位必要となることから、改正案の方が現行ルールよりも新規上場のハードルが高くなる。
- 他方、上場廃止基準（本則市場）については、数値基準自体は現行ルールよりも半減（4,000 単位 2,000 単位）しているが、この基準を流通株式数のみで満たさなければならなくなる。
- その意味では、親会社や支配株主が存在しているなど、非流動分の株式が多い企業については、上場維持のハードルが高くなる可能性もあるだろう。

(4) 流通株式時価総額基準

- 上場審査基準や上場廃止基準などでは、株式数だけではなく時価総額についての基準も設けられている。
- 改正案では、現行の（全体としての）「上場時価総額基準」に加えて、実際に流通している株式をベースとした「流通株式時価総額基準」も併用することとしている。
- 新たに設けられる「流通株式時価総額基準」の概要は次のようになる。

【上場審査基準】

市場	改正案に基づく流通株式時価総額基準
本則市場（ ）	流通株式時価総額が 10 億円以上
マザーズ	流通株式時価総額が 5 億円以上

（ ）市場一部に直接上場する場合は、異なる基準が設けられるものと思われる。

【上場廃止基準】

市場	改正案に基づく流通株式時価総額基準
本則市場	流通株式時価総額が 5 億円未満
マザーズ	流通株式時価総額が 2 億 5,000 万円未満

【一部指定基準】（二部から一部に指定される（いわゆる「昇格」）ための基準）

流通株式時価総額が 20 億円以上

【二部指定替え基準】（一部から二部に指定替えされる（いわゆる「降格」）基準）

流通株式時価総額が 10 億円未満

- 流通株式時価総額の算定方法は次の通りである。なお、算式の「流通株式数」は前記(3)と同様である。

流通株式時価総額 = 流通株式数 × 株価

- 概ね、「上場時価総額基準」の半分程度に「流通株式時価総額基準」は設定されている。つまり、上場時価総額の半分程度は市場で流通していることを求める趣旨だと考えられるだろう。
- その意味では、非流動分の株式が比較的少ない企業については、「上場時価総額基準」を満たせば、「流通株式時価総額基準」に抵触することは少ないものと思われる。
- しかし、親会社や支配株主が存在しているなど、非流動分の株式が多い企業については、新規上場や上場維持のハードルが高くなる可能性もあるだろう。

4 . 今後の予定

- 東証は、今回の改正案について、2007 年 7 月 23 日まで意見募集を行うこととしている。
- 寄せられた意見などを踏まえて、2007 年 10 月を目途に新しい規則を実施することが予定されている。