

特集 2022年を振り返る

## 第4章 約60年振りの東証再編に 揺れる企業統治

——中小企業も他人事ではない



関谷 由佳理  
東京都中小企業診断士協会

2022年4月4日、東京証券取引所（以下、東証）が、5つの市場区分から、プライム市場、スタンダード市場、グロス市場という3つの市場区分に変更された（以下、東証再編）。東証は、3つの市場それぞれに明確なコンセプトを設定した。国内外（特に海外）の投資家に対して、魅力的な証券取引市場を提供することが、主な目的といわれている。

1961年以来、約60年振りの証券取引市場大改革に上場企業の企業統治は揺れている。このことは、非上場である中小企業も他人事ではないのである。

本章では、東証再編による上場企業の動向を踏まえ、非上場である中小企業がどのような影響を受ける可能性があるのか考察したい。

### 1. 東証再編の概要

#### (1) 東証再編の原則的な考え方

東証再編においては、3つの新しい市場区分それぞれに明確なコンセプトが設定された。具体的には、以下のとおりである。

プライム市場は、国内外多くの機関投資家の投資対象となり、建設的な対話をしながら、持続的な成長と中長期的な企業価値向上にコミットする企業向けの市場である。スタンダード市場は、公開された市場における投資対象となり、持続的な成長と中長期的な企業価値向上にコミットする企業向けの市場である。グロス市場は、高い成長可能性について一

定の市場評価は得られるが、事業の実績の観点から相対的にリスクが高いと考えられる企業向けの市場である。旧市場区分の1つである市場第一部のコンセプトが流通性の高さのみに言及していたことと比較すると、コンセプトがより明確化されたといえる。

そして、2022年4月4日に、原則として市場第一部に属する企業は、プライム市場、スタンダード市場へ、市場第二部、JASDAQスタンダードに属する企業は、スタンダード市場へ、JASDAQグロス、マザーズに属する企業は、グロス市場へ移行した（図表1）。

図表1 東証再編の原則的な枠組み

旧区分	市場第一部	市場第二部	JASDAQスタンダード	JASDAQグロス	マザーズ
新区分	プライム市場	スタンダード市場		グロス市場	

出所：日本取引所グループのウェブサイトをもとに筆者作成

#### (2) より高い上場維持基準要求

明確なコンセプトを設定したものの、5つの証券取引市場を3つに変更しただけにも見えるが、そうではない。東証は3つの市場それぞれに対し、5つの市場区分にはなかった高い上場維持基準を設定したのだ（図表2）。

加えて特筆すべきことは、流通株式の範囲から金融機関や事業会社などが保有する固定的な株式（以下、政策保有株式等）が除外さ

図表2 新市場区分における上場維持基準

	プライム市場		スタンダード市場		グロース市場	
	上場維持基準	経過措置	上場維持基準	経過措置	上場維持基準	経過措置
株主数	800人以上	800人以上	400人以上	150人以上	150人以上	150人以上
流通株式数	2万単位以上	1万単位以上	2,000単位以上	500単位以上	1,000単位以上	500単位以上
流通株式時価総額	100億円以上	10億円以上	10億円以上	2.5億円以上	5億円以上	2.5億円以上
売買代金	平均売買代金 0.2億円以上	月平均売買高 40単位以上	月平均売買高 10単位以上	月平均売買高 10単位以上	月平均売買高 10単位以上	月平均売買高 10単位以上
流通株式比率	35%以上	5%以上	25%以上	5%以上	25%以上	5%以上
純資産	正であること					
時価総額					40億円以上 (上場から10年経過後)	5億円以上 (上場から10年経過後)

出所：日本取引所グループのウェブサイトをもとに筆者作成

れたことである。東証は、用語の定義も変更し、流通株式数、流通株式時価総額、流通株式比率など上場維持基準の達成ハードルを上げたのだ。

さらに、定性面では、コーポレートガバナンス・コード（以下、CGコード）を改訂。より高いガバナンス体制構築を求めたのである。

## 2. 東証再編による上場企業の動向

### (1) 上場企業の葛藤

3つの市場それぞれに対して、高い上場維持基準が設定されたということは、希望する新市場に移行できない企業が出てくる。そこで東証は、上場維持基準への適合計画を開示することで、希望する新市場への移行を可能とする経過措置を認めた。つまり、上場維持基準未達企業がより上位の市場に移行できるよう、背伸びを認めたのである。

2022年4月4日時点の市場区分選択結果は、図表3のとおりである。上場維持基準が未達につき、最上位の市場第一部に上場していたが、スタンダード市場への移行を選択するという企業（338社）がある一方で、経過措置を利用してプライム市場に移行する企業（295社）もあった。他市場と合わせると、合計549社（上場企業全体の約15%）が経過措置を利用した。上場企業各社による背伸びをするかしないかの葛藤が見て取れる。

図表3 市場区分選択結果(2022年4月4日時点)

(単位：社)

	プライム市場	スタンダード市場	グロース市場	合計
市場第一部	1,839	338		2,177
市場第二部 JASDAQ スタンダード		1,127		1,127
マザーズ JASDAQ グロース		1	465	466
2022年 4月4日付 新規上場			1	1
新市場区分の 上場会社数	1,839	1,466	466	3,771
うち上場維持 基準への適合 計画を開示	295	209	45	549

出所：日本取引所グループのウェブサイトをもとに筆者作成

### (2) 経過措置利用企業が置かれる状況

経過措置の利用を選択した企業の思惑は、多様である。特に、経過措置を利用して市場第一部からプライム市場に移行した企業は、ステータスということに加えて、TOPIX（東証株価指数）銘柄からの除外を回避したいという思惑が強いのだろう。なぜなら、TOPIXから除外された際の株価に与える影響は大きいからである。しかし、2022年10月末からウ

エイト低減が開始され、2025年1月の最終営業日時点で、流通株式時価総額が100億円未満のプライム市場上場企業は、経過措置を利用していてもTOPIXから除外されることが決まっている。経過措置を利用し、プライム市場に上場する企業にとっての1つの上場維持基準達成期限といえる。

なお、現状、上記以外に東証は、上場維持基準の達成期限を明確に設定してはいない。では、経過措置利用企業がそのまま上場維持基準未達であることが許されるのか。おそらく答えはNOである。経過措置利用企業は、年に1度、適合計画に対する進捗を開示することが東証から求められる。進捗が思わしくない場合には、市場からの評価が低下し、株価低迷につながりかねない。経過措置利用企業は、東証が上場維持基準達成期限を特に設定せずとも、上場維持基準達成に向け、待たなしの状況に置かれている。

### (3) ガバナンスの強化

上場企業は、定量的な上場維持基準を達成していればよいというわけではない。定性的にもより高い水準でのガバナンス体制構築が求められている。

東証再編を見据えて、2021年6月にCGコードが改訂された。CGコードは、投資家との建設的な対話のための共通基盤として、5つの基本原則、31の原則、47の補充原則という全83原則の枠組みで構成される。プライム市場では、市場第一部のときよりも高い水準でのCGコード対応が求められることとなった。たとえば、英文開示の促進を求める点は、海外の機関投資家を意識したといえよう。

さらに今回の改訂で特筆すべきは、JASDAQスタンダードに上場していた企業が、原則に基づいてスタンダード市場に上場する場合、これまでの5つの基本原則の対応にとどまらず、全原則への対応が求められるようになったことである。東証再編により、上場する90%弱の企業が、CGコードの全原則への対応が求められることになった(図表4)。

図表4 市場別CGコード適用範囲

旧区分				
市場第一部	市場第二部	JASDAQスタンダード	JASDAQグロース	マザーズ
全原則適用		基本原則適用		

  

新区分		
プライム市場(49%)	スタンダード市場(39%)	グロース市場(12%)
全原則適用(より高い水準)	全原則適用	基本原則適用

( ) 内は、2022年4月4日時点の各市場の上場企業割合を示す。

出所：日本取引所グループのウェブサイトをもとに筆者作成

## 3. 中小企業への影響

### (1) 株式持ち合い関係への影響

#### ①株式を売却してほしい

上場維持基準の1つに、流通株式比率基準がある。流通株式とは、自己株式のほか、政策保有株式等を除いた株式のことである。つまり、流通株式比率とは、発行済株式数のうち、流通可能性が認められる株式数の割合ということになる。

流通株式比率基準を達成したい上場企業は、自社の株式を保有している企業に対して、「自社の株式を売却してほしい」と依頼してくる可能性がある。交渉先は、当該上場企業の株式を保有する上場企業だけでなく、中小企業も対象になりうる。

この要請に応じることは、資金力に乏しい中小企業にとって、キャッシュが得られる貴重な機会になる可能性がある。

#### ②株式を売却させてほしい

上場企業では、CGコードに対応するために、自社が保有する政策保有株式の保有意義や縮減の方針について、定期的に説明・開示が求められる(CGコード原則1-4)。

昨今、上場企業では、保有意義が見いだせない判断する場合や、縮減方針に従うために、政策保有株式等の売却が増加している。

中小企業が交渉を受けた場合、非上場の株式には市場価格がないため、売買価格の設定が必要となる。また、新たな株主を探す必要があるが、買い取り先が見つからない場合には、自己株式として取得する必要がある。そのような場合には、中小企業側に資金負担が発生する可能性が生じる。上場企業にとっては交渉の難度の高さから優先度は低いが、CGコード対応の流れを受け、中小企業も将来的には「貴社の株式を売却させてほしい」と交渉を受ける可能性は否定できない。

### ③新たな取引関係の模索

これまで、中小企業の多くが、取引先上場企業との株式持ち合いは、取引関係維持に必要不可欠であると考えてきた。しかし、東証再編の影響を受け、株式持ち合い関係の解消が徐々に進む可能性がある。取引先上場企業との新たな形での取引関係構築を模索する必要が出てくるだろう。

## (2) 規模拡大に向けた企業買収の加速

上場維持基準のもう1つに、流通株式時価総額基準がある。発行済株式総数×株価ではなく、流通株式数×株価による時価総額を基準としている。TOPIXの除外基準とも密接に関係するため、上場企業の関心も高い。

流通株式時価総額基準を達成したい上場企業は、さまざまな企業価値向上策や、流通株式数増加策に取り組んでいる。一方で、企業規模そのものの拡大を目的として、M&Aを積極的に進める上場企業も増加している。上場企業が企業買収を加速するとはいえ、当然、どのような企業でも買収するというわけではなく、シナジー効果があるものでなければならない。たとえば、上流から下流までを統合する垂直統合や、同業同士が統合する水平統合などが考えられる。特に上場企業の重要なサプライヤーとなっている中小企業であれば、垂直統合のターゲットとなる可能性がある。

事業承継問題を抱えている中小企業や、コロナ禍で業績不振に陥っている中小企業にとっては、よい機会になるだろう。

## 4. 求められる中小企業診断士の役割

非上場である中小企業も、上場企業と同様に、株式持ち合いの意義を改めて考え、新たな取引関係構築を模索することが必要となる。長年の取引関係の中で、株式持ち合いが重要な意味を持っていると主張する経営者は多い。しかし、日本独特の株式持ち合いによる取引関係維持というシステム自体が、東証再編の影響により見直されつつあるのだ。特に、上場企業から、非上場である中小企業が、「貴社の株式を売却させてほしい」との交渉を受けた場合には、売買価格の設定や、買い取り先、自己株式として取得する場合の資金など、検討課題は多い。あらかじめ、対策の検討をしておくことが重要である。

約60年振りの東証再編を契機として、日本の企業統治は転換期を迎えている。経過措置を利用する上場企業の多くが、2023年3月末の決算日を基準として、2023年6月末までに適合計画の進捗を開示する見込みである。晴れて、上場維持基準を達成して経過措置利用から脱する企業もあれば、引き続き経過措置を利用する企業もあるだろう。さらには、現状、上場維持基準を達成している企業が、上場維持基準未達となるケースも出てくるだろう。適合計画の進捗開示の動向に注目したい。

中小企業診断士は、中小企業のことだけに熟知していればよいというわけではない。上場企業の動向により、中小企業も大きな影響を受ける可能性があることを念頭に、支援先への助言を行うことが求められる。

### 関谷 由佳理

(せきや ゆかり)

早稲田大学卒業後、金融機関に勤務。主に法人営業に従事し、大企業から中小企業まで幅広い顧客層を担当。2021年中小企業診断士登録。

