

2020年8月 No.58

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

弁護士 宮下 優一
同 水越 恭平

はじめに

2020年7月29日、株式会社東京証券取引所（以下「東証」）から「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）」（以下「本見直し」）が公表されました¹。本ニュースレターでは、本見直しの概要および実務上の留意点についてご紹介します。

本見直しは、2022年4月に予定されている市場区分の再編を見据えて、新規上場基準等を改正し、新規上場の円滑化・上場後の中長期的な企業価値向上の促進を図るほか、財務状況に不安を抱える上場企業の資本政策・経営戦略の柔軟性向上のため、上場廃止基準等を見直すものです。

なお、本見直しについては、2020年9月11日（金）までパブリック・コメント手続に付されており、11月1日の施行が予定されています。

上場制度見直しの概要

以下は、新規上場基準等および債務超過に関する上場廃止基準等の見直しについてご紹介します。そのほか、新株式発行等のコーポレートアクション等に伴う提出書類の事務負担軽減、新規上場時の申請書類に虚偽があった場合の上場廃止基準の見直し、特設注意市場銘柄制度における審査事項の明確化、J-IRISS への情報登録の促進、ETF および ETN に関する適時開示の充実および合理化といった様々な見直しが予定されています。

① 新規上場基準等

本見直しは、2022年4月に予定されているプライム市場、スタンダード市場およびグロース市場（いずれも仮称。以下同じ）への市場区分の再編²を円滑に行うために、現行の市場区分を前提に、新規上場基準等の見直しを行うものであり、その概要は以下の表のとおりです。なお、以下の表には見直しの対象になっている主な基準のみを記載しており、その他に変更のない基準等があることにご留意ください。

¹ <https://www.jpx.co.jp/rules-participants/public-comment/detail/d1/20200729-01.html>

² その概要については、東証が2020年2月21日に公表した「新市場区分の概要等について」

(<https://www.jpx.co.jp/equities/improvements/market-structure/nlsgeu000003pd3t-att/nlsgeu000004kjhc.pdf>)、木村聡輔・水越恭平「NO&T Finance Law Update 金融かわら版『東証の新市場区分の概要と実務上の留意点～「市場第一部」等は廃止され、新市場区分へ移行準備が必要に～』」（2020年3月3日）をご参照ください。

市場第一部

～プライム市場の新基準を見据え、市場第一部への指定基準を共通化～

項目		見直し後	見直し前	
			新規上場	二部 → 一部 ³
流動性	株主数	800人以上	2,200人以上	2,200人以上
	流通株式 時価総額	100億円以上	10億円以上	20億円以上
	時価総額	250億円以上	250億円以上	40億円以上
	売買高	-	-	月平均200単位以上
ガバナンス	流通株式比率	35%以上	35%以上	35%以上
		<大規模IPOの特例の新設> 上場時の公募・売出しの規模が 1,000億円以上かつ上場後5年以内 に流通株式比率基準(35%以上)に 適合するための計画書を提出 → 10%以上	-	-
経営成績 財政状態	収益基盤 ※いずれかを 充足	最近2年間の利益合計 25億円以上 ⁴	最近2年間の利益合計 5億円以上	最近2年間の利益合計 5億円以上
		売上高100億円以上かつ 時価総額1,000億円以上	売上高100億円以上かつ 時価総額500億円以上	売上高100億円以上かつ 時価総額500億円以上
	純資産	50億円以上	10億円以上	10億円以上
	実質審査	継続的に事業を営み、安定的かつ優 れた収益基盤を有していること ⁵	-	-

本則市場(市場第二部) / JASDAQスタンダード

～スタンダード市場の新基準を見据え、本則市場とJASDAQスタンダード⁶の新規上場基準との共通化～

項目		見直し後	見直し前	
			市場第二部	JASDAQスタンダード
流動性	株主数	400人以上	800人以上	200人以上 ⁷
	流通株式数	2,000単位以上	4,000単位以上	-
	流通株式 時価総額	10億円以上	10億円以上	5億円以上
	時価総額	-	20億円以上	-
ガバナンス	流通株式比率	25%以上	30%以上	-
		大規模IPOの特例の新設 (内容は市場第一部の表を参照)	-	-
経営成績 財政状態	利益	最近1年間の利益 1億円以上	最近2年間の利益合計 5億円以上 ⁸	最近1年間の利益 1億円以上 ⁹
	純資産	正	10億円以上	2億円以上
事業継続年数		取締役会を設置して3年以上	取締役会を設置 して3年以上	-
コーポレートガバナンス・ コード適用		全原則	全原則	基本原則のみ

³ 見直し前において、マザーズから市場第一部への市場変更は表中の「新規上場」または「二部 → 一部」と同一基準、JASDAQから市場第一部への市場変更は表中の「新規上場」と同一基準です。

⁴ 地域経済活性化支援機構が再生支援の決定を行った上場会社による再上場の場合の特例も新設されます。

⁵ 具体的には、多様な機関投資家が安心して投資対象とすることができる潤沢な流動性の基礎として求められている時価総額250億円の水準を踏まえ、上場後において相応の売上高または利益を計上することができる収益基盤を有することが確認されます。また、中長期的な企業価値向上のための投資により一時的に赤字を計上している場合には、当該投資の内容やそれを踏まえた企業全体の業績動向、今後の見通し等を勘案するとともに、それらの内容が適切に開示されていることも確認されます。

⁶ JASDAQ グロスへの新規上場制度は廃止されます。

⁷ かつ公募または売出し株式1,000単位または10%いずれが多い株式数以上

⁸ または売上高100億円以上かつ時価総額500億円以上

⁹ または時価総額50億円以上

マザーズ

～グロース市場の新基準を見据え、

高い成長可能性を有する企業への広い上場機会の提供と事業計画に関する開示制度を拡充～

項目		見直し後	見直し前
事業計画の開示		事業計画および成長可能性に関する事項の開示を適切に行うことができること	- (成長可能性に関する事項の開示の「お願い」にとどまる)
流動性	株主数	150人以上	200人以上
	流通株式数	1,000単位以上	2,000単位以上
	時価総額	-	10億円以上
ガバナンス	流通株式比率	25%以上	25%以上
		大規模 IPO の特例の新設 (内容は市場第一部の表を参照)	-

② 上場廃止基準等

債務超過に関する上場廃止基準等について、以下の見直しが行われます。

- 債務超過になった場合の改善計画の開示制度の新設
- 債務超過であっても上場廃止・指定替えの対象外とする類型の新設
- 債務超過に関する上場廃止基準に該当するおそれがあると取引所が認める場合に、監理銘柄（確認中）に指定可能¹⁰

上場制度見直し後の実務上の留意点

① 「事業計画及び成長可能性に関する事項」の開示

本見直しにおいて提案されているマザーズの新規上場基準等の見直しのうち、企業内容・リスク情報等の開示の適切性の審査において、「『事業計画及び成長可能性に関する事項』の開示を適切に行うことができる状況にあること」を確認することとする旨が提案されています。

現在の制度においては、マザーズに新規上場する会社について、高い成長可能性を有しているか否かを主幹事証券会社が判断することとされ、主幹事証券会社はその旨を記載した東証所定の「推薦書」を提出すること等が求められるとともに、新規上場会社は上場日当日に、自社の成長可能性に関する事項を開示することが求められてきたところです。今般、本見直しにおいて、高い成長可能性を実現するための事業計画が適切に開示され、投資者の適切な投資判断が可能な銘柄を上場対象とする趣旨から上記の見直しが提案されています。確認対象となる「事業計画及び成長可能性に関する事項」には、上場申請会社のビジネスモデル、市場環境、競争力の源泉、事業計画、リスク情報等の項目を含むものとされており、上場日においてその内容の開示を義務付けられるほか、上場後、1事業年度に1回以上、その進捗状況を開示することが求められます¹¹。さらに、事業計画の内容については、これまで同様「事業計画の合理性」に係る審査の対象となりますが、かかる審査は、短期的な計画の達成・進捗状況を確認する趣旨でないとされます¹²。

本見直しに際しては、「事業計画及び成長可能性に関する事項の開示 作成上の留意事項」の暫定版が公表され

¹⁰ 現行規則では、上場会社が債務超過に関する上場廃止基準に該当する状態にある旨の発表を行った際に、監理銘柄（確認中）に指定されることになっています。

¹¹ 開示内容に重要な変更または訂正が生じた場合には、速やかに当該変更または訂正の内容を開示する必要があるとされます。

¹² その旨が新規上場ガイドブックにおいて明確化されるほか、推薦書においても、短期的な計画の達成・進捗状況だけに基かず、中長期的に期待される高い成長可能性に関する事項の記載が求められます。

ており¹³、パブリック・コメントを経て公表されることが見込まれる確定版の内容も注視する必要がありますが、例えば、以下の点が実務上の留意点として考えられます。

- 今後、マザーズ（または新市場区分におけるグロース市場）への上場を目指す企業および主幹事証券会社においては、本見直しの趣旨と作成上の留意事項も踏まえて、当該企業の中長期的な成長可能性を投資家にしっかりと提示できるよう、成長可能性を実質的に基礎付ける事業計画の策定・開示内容の準備を進めることが求められます。
- 事業計画の開示にあたって、将来の一定の数値目標（例：売上高、利益、KPI等の数値計画）も盛り込む場合には、当該開示が上場後の投資家の投資判断に用いられる可能性があることを念頭に置きつつ、策定時点において予測できる事情等を基礎として合理性を十分に検証した上で、前提条件やそれを補完する定性的な記述情報の開示も充実させるなど慎重な対応が必要になると考えられます¹⁴。

② 大規模な公募・売出しを伴う新規上場に係る特例

時価総額が非常に大きくなることが想定される会社のIPOにおいて所定の流通株式比率を確保しようとする、マーケットによる円滑な消化が困難となる規模の公募・売出しを行わなければならない可能性があることも踏まえ、本見直しでは、上場時の公募・売出しの規模が1,000億円以上かつ上場後5年以内に流通株式比率基準に適合するための計画書を提出したときは、流通株式比率は10%以上となる見込みがあれば足りるものとされています¹⁵。この計画書には、流通株式比率向上に向けた具体的な方策および当該方策の実施予定時期等について記載が求められ、また、当該計画書は公表される予定です。本特例の適用を受けた上場会社は、所定の流通株式比率に適合するまでの間、進捗状況を1事業年度に1回以上の頻度で開示することが求められます。

計画書の記載事項の詳細については、パブリック・コメントを経た今後の東証からの発表を注視する必要がありますが、例えば、以下の点が実務上の留意点として考えられます。

- 流通株式比率向上に向けた追加の公募その他の新株式発行・自己株式処分を計画し、その規模・資金使途・時期を含めた詳細を開示することは、通常であれば有価証券届出書・適時開示等を通じて重要な情報が全て開示されたうえでマーケットに織り込まれることに比べると、限定的な情報をマーケットに提供することになるおそれがあり、大規模な希薄化懸念による需給への影響その他の支障が生じる可能性がありますので、開示する計画の内容については慎重な検討が必要と考えられます。
- 大株主等による追加の売出しその他の売却についての言及は、オーバーハング懸念による上場後の株価形成への影響等のほか、上場会社の意向だけではなく売出人となる大株主等の意向も重要となるため、上場会社の計画としてどの程度そのような予定を織り込むことができるかも検討が必要と考えられます。
- 多種多様な資本政策・資金調達手段の中で、公募・売出し等による資本市場へのアクセスが適切か否かは、その時々々のマーケット環境等の個別の状況にもよるところですので、一旦策定・公表した計画をその通りに遂行できるか否かについて難しい判断を余儀なくされる可能性もあり、計画の策定時にはその実現可能性を十分に考慮するとともに、適宜見直しを検討する必要があると考えられます。
- 計画書の開示によって¹⁶、金融商品取引法上の募集・売出しに係る事前勧誘規制に反しないかも論点となりますが、今後の東証の規則改正や実際の各社の開示内容によるものの、「企業内容等の開示に関する留意

¹³ <https://www.jpx.co.jp/rules-participants/public-comment/detail/d1/20200729-01.html>

¹⁴ 作成上の留意事項（暫定版）では、経営上重視している成長戦略の進捗を示す重要な経営指標について、当該指標を採用した理由、算定方法（自社算定指標の場合）、実績値および具体的な目標値を記載することが求められています。また、中期利益計画を公表している場合（公表する場合）は、その内容（記載可能な数値のみで足り、記載する場合には合理的な数値であること）および前提条件を記載することが求められています。これらの開示を通じて中長期的な成長可能性を投資家にしっかりと提示していくことが求められる一方で、新型コロナウイルス感染拡大の影響等により将来の見通しが立ちにくく不確実性の高い昨今の状況で、合理性の低い将来の目標数値が、記述情報により十分に補完されずに開示されることによって、投資家をミスリードするリスクには十分に留意が必要と考えられます。

¹⁵ この特例は、市場第一部（流通株式比率35%以上）だけではなく、本則市場（市場第二部）、マザーズおよびJASDAQの各市場（流通株式比率25%以上）への上場についても同様の取扱いとされる予定です。

¹⁶ 計画書を開示した後に、投資家との面談などの通常のIR活動において、公表情報である計画書をベースに議論を行う場面もあり得、その際の発言内容に注意することも必要になると考えられます。

事項について」B2-12④において勧誘行為に該当しないとされている「取引所の定款その他の規則に基づく情報の開示」に該当すると整理する余地も考えられます。

③ 債務超過に関する上場廃止基準等の見直し

本見直しにおいては、既上場会社に関連する制度改正案も盛り込まれており、その1つに上記「上場制度見直しの概要」の②でご紹介した債務超過に関する上場廃止基準等の見直しがあります。現行の上場規則では、債務超過となった場合において、1年以内に債務超過が解消されなかったときに上場廃止となる旨¹⁷、および、市場第一部の上場会社については、債務超過となった場合に市場第二部への指定替えとなる旨が定められていますが、これらに関して、新たに(1)改善計画の開示制度の導入と、(2)上場廃止基準等の見直しを行うことが提案されています。

(1) 改善計画の開示

債務超過となった上場会社に対して、早期の改善を促す趣旨で、上場会社が事業年度の末日に債務超過となった場合は、その改善計画を当該事業年度の末日から起算して3ヶ月以内に開示するものとする案が示されています。この計画については、その進捗を四半期に1回以上開示することが求められます。

(2) 上場廃止基準等の見直し

上場会社が債務超過に関する上場廃止基準・指定替え基準に抵触した場合であっても、以下のいずれかに該当するときは、上場廃止・指定替えを行わないものとされます。

- i. 時価総額が1,000億円以上¹⁸の場合（上記の改善計画を適切に開示しているものに限られます。）
- ii. 法的整理、私的整理、地域経済活性化支援機構の再生支援により債務超過の解消を計画している場合¹⁹

上記の改善計画について、開示すべき内容の詳細は本見直しにおいては具体的に示されておらず、施行に向けて東証からの公表を待つ必要がありますが、例えば、以下の点が実務上の留意点として考えられます。

- 上場会社が債務超過からの改善を図るに際しては、例えば、事業の立て直しによる利益の計上見込み、不採算事業からの撤退を通じた損失拡大の抑止といった施策に加え、債務免除等の金融支援や資本金の調達に向けた施策等に関する計画を策定する必要が生じるものと考えられます。
- この改善計画の開示は「(債務超過となった)事業年度の末日から起算して3ヶ月以内」に行うものとされており、この期限までにこうした改善施策をどの程度具体的に策定・記載できるかが検討対象になるものと考えられ、特に、2020年11月1日の施行日後に終了する事業年度の末日（例：2020年12月末日や2021年3月末日）において債務超過に陥る可能性のある上場会社においては注意が必要です。

新市場区分への移行に向けた今後のスケジュール

新市場区分への移行に向けた今後のスケジュールは以下の表のとおりです。

本見直しについては、2020年9月11日までパブリック・コメントの手に付されており、同年11月1日の施行が予定されています。上記の「①『事業計画及び成長可能性に関する事項』の開示」および「②大規模な公募・売出しを伴う新規上場に係る特例」については、それぞれ、当該施行日以後に新規上場等の申請を行う会社から適用されます。また、上記「③債務超過に関する上場廃止基準等の見直し」については、当該施行日以後に終了する事業年度の末日において債務超過となる会社から適用されます。

¹⁷ マザーズの上場会社においては、上場後3年間に終了する事業年度において債務超過となった場合は除きます。

¹⁸ 事業年度の末日以前3ヶ月間の平均値を用いることが提案されています。

¹⁹ 上場廃止基準においては猶予期間の最終日、指定替え基準においては債務超過となった事業年度の末日から起算して3ヶ月以内に、法的整理、私的整理、地域経済活性化支援機構の再生支援に基づく再建計画を公表している会社を対象とすることが提案されています。

本見直しのスケジュール

時期	イベント	備考
2020年7月29日	本見直しの制度要綱の公表	・ パブリック・コメント期間：7月29日～9月11日
2020年11月1日	施行	・ 新規上場・一部指定基準等の改正に関しては、施行日以後に申請する会社からの適用を想定

また、東証が2020年2月21日に公表した「新市場区分の概要等について」で提示された新市場区分への移行に向けたスケジュールは、新型コロナウイルス感染拡大の影響にかかわらず、現時点では変更は想定されていない模様であり、以下のスケジュールに沿って移行に向けた作業が進められる予定です。

今後のスケジュール

時期	イベント	備考
2020年内	制度要綱の公表（新市場の制度） ※意見募集手続の実施	・ 新市場区分の上場基準の詳細 ・ 既上場会社の移行プロセスの詳細
2021年春～	コーポレートガバナンス・ コードの改訂	・ プライム市場の上場会社を念頭に、より高い水準が示される想定
2021年6月	新市場区分への移行基準日	・ 上場会社に対して、7月末を目途に新市場区分の上場維持基準に適合しているか否かを通知
2021年9月～12月	上場会社による市場選択手続	・ 新市場区分の上場基準と改訂コーポレートガバナンス・コードを踏まえた選択 ・ 新市場区分の上場維持基準の適合に向けた計画書の内容を開示（公衆縦覧）
2022年4月	一斉移行日	・ 新市場区分への移行完了

今後のスケジュールに関しては、2021年春以降、プライム市場の上場会社を念頭に置いたより高い水準を示すコーポレートガバナンス・コードの改訂が予定されており、当該市場への上場を目指す会社においてはその動向への注視が必要です。また、「新市場区分の概要等について」で示された内容のうち、特に各社の関心が高いと思われる「流通株式」の定義の見直し（政策保有株式など、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の除外）や、新市場区分の上場維持基準の適合に向けた計画書の具体的な内容については、2020年内に公表予定の新市場の制度に関する制度要綱においてその内容が示されることが予想されます。

2020年8月17日

[執筆者]

**宮下 優一**（弁護士・パートナー）

yuichi_miyashita@noandt.com

国内外の資本市場における、新規株式公開（IPO）、株式の公募増資、売出し、ブロックトレード、第三者割当増資、種類株式、新株予約権、社債、新株予約権付社債（CB）等、大手証券会社のエクイティ・キャピタル・マーケット部での勤務経験を活かし、キャピタルマーケット案件を幅広く取り扱う。また、コーポレートガバナンス、金融規制法、M&A、その他の企業法務全般にわたりリーガルサービスを提供している。

2007年大阪大学法学部卒業。2009年京都大学法科大学院修了。2010年弁護士登録（第一東京弁護士会）、長島・大野・常松法律事務所入所。2016年 University of California, Los Angeles, School of Law 卒業（LL.M., specializing in Business Law – Securities Regulation Track）。2016年 Thompson Hine LLP（New York）勤務。2016年～2017年 S M B C 日興証券株式会社 資本市場本部 エクイティ・キャピタル・マーケット部勤務。

**水越 恭平**（弁護士）

kyohei_mizukoshi@noandt.com

IPOを含む国内外での株式・社債その他の証券の発行を始めとする金融取引、開示規制を含む金融規制法に関するアドバイスをを行う。

2007年東京大学法学部卒業。2009年東京大学法科大学院修了。2010年弁護士登録（第一東京弁護士会）、長島・大野・常松法律事務所入所。2016年 University of Washington School of Law 卒業（LL.M.）。2016年～2018年株式会社東京証券取引所上場部勤務。

本ニュースレターは、各位のご参考のために一般的な情報を簡潔に提供することを目的としたものであり、当事務所の法的アドバイスを構成するものではありません。また見解に亘る部分は執筆者の個人的見解であり当事務所の見解ではありません。一般的情報としての性質上、法令の条文や出典の引用を意図的に省略している場合があります。個別具体的事案に係る問題については、必ず弁護士にご相談ください。

長島・大野・常松 法律事務所

www.noandt.com

〒100-7036 東京都千代田区丸の内二丁目7番2号 J Pタワー

Tel: 03-6889-7000（代表） Fax: 03-6889-8000（代表） Email: info@noandt.com



長島・大野・常松法律事務所は、約500名の弁護士が所属する日本有数の総合法律事務所です。東京、ニューヨーク、シンガポール、バンコク、ホーチミン、ハノイおよび上海にオフィスを構えるほか、ジャカルタに現地デスクを設け、北京にも弁護士を派遣しています。企業法務におけるあらゆる分野のリーガルサービスをワンストップで提供し、国内案件および国際案件の双方に豊富な経験と実績を有しています。

NO&T Finance Law Update ～金融かわら版～の配信登録を希望される場合には、<<https://legal-lounge.noandt.com/portal/subscribe.jsp>>よりお申込みください。本ニュースレターに関するお問い合わせ等につきましては、<newsletter-finance@noandt.com>までご連絡ください。なお、配信先としてご登録いただきましたメールアドレスには、長島・大野・常松法律事務所からその他のご案内もお送りする場合がございますので予めご了承ください。