

CAPITAL MARKETS BULLETIN

2023年4月号 (Vol.73)

東証の上場維持基準に関する経過措置の取扱い等の明確化と
上場会社に求められる対応

- I. はじめに
- II. 上場維持基準に関する経過措置の取扱い等
- III. 上場会社において検討すべき対応
- IV. 中長期的な企業価値向上に向けた
取組の動機づけ
- V. おわりに

森・濱田松本法律事務所
パートナー 石橋 誠之
TEL. 03 6266 8905
masayuki.ishibashi@mhm-global.com
アソシエイト 山口 大貴
TEL. 03 6266 8552
hiroki.yamaguchi@mhm-global.com

I. はじめに

東京証券取引所（以下「東証」といいます。）の上場維持基準に関する経過措置の取扱いについては、2023年1月30日に東証の市場区分見直しに関するフォローアップ会議（以下「フォローアップ会議」といいます。）より「市場区分の見直しに関するフォローアップ会議の論点整理」¹及び「論点整理を踏まえた今後の東証の対応」²が公表され、上場維持基準に関する経過措置の終了時期を明確化するとともに、今後東証が行うこととされる上場会社の中長期的な企業価値向上に向けた取組の動機づけの方向性が示されました。これを踏まえ、2023年4月1日付で有価証券上場規程等の改正（以下「本改正」といいます。）が施行されています。

本ニュースレターでは、上場維持基準に関する経過措置の取扱い等について概観した上で、上場会社が取るべき対応をご説明します。

II. 上場維持基準に関する経過措置の取扱い等

1. 経過措置の終了時期

上場会社が、2022年4月に移行した新市場区分の上場維持基準を充たしていない場合、経過措置として、上場維持基準の適合に向けた計画（適合計画）及びその進捗状況を提出し、改善に向けた取組を行うことで、当分の間、本来の上場維持基準よりも緩和された基準を適用するとされています。本改正により、経過措置の終了時期について明確化され、2025年3月1日以後に到来する上場維持基準の判定に関する基準日から本来の上場維持基準が適用されることとされ、それ以後は経過措置の適用は

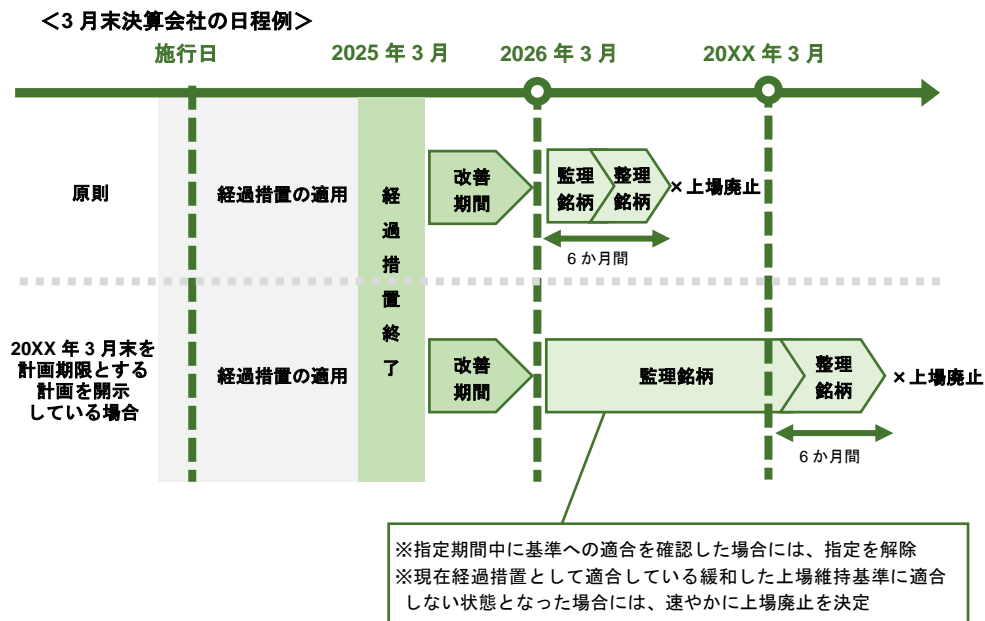
¹ [株式会社東京証券取引所上場部『市場区分の見直しに関するフォローアップ会議の論点整理』](#)

² [株式会社東京証券取引所上場部『論点整理を踏まえた今後の東証の対応』](#)

CAPITAL MARKETS BULLETIN

ないこととされました。

但し、2023年3月31日までに、2026年3月1日以後最初に到来する基準日を超える時期を終了期限とする適合計画を開示している会社については、改善期間の終了後に監理銘柄に指定し、当該終了期限における適合状況を確認するまでの間、その指定を継続するものとされました³（指定期間中に上場維持基準に適合した場合には指定を解除するものとされています。）。



(株式会社東京証券取引所上場部『論点整理を踏まえた今後の東証の対応』より)

2. 市場区分の再選択

市場区分の再選択の機会として、現在プライム市場の上場会社であって、新市場区分移行日前日（2022年4月3日）において東証第一部に所属していた会社は、スタンダード市場への選択申請を、申請の際に市場区分の変更申請及び市場区分の変更審査への適合を求められることなく行うことができることとされました。但し、この選択申請は2023年4月1日から9月29日までの間に市場選択申請書の提出を行うことが必要とされています。

申請時にスタンダード市場の上場維持基準に適合していない場合及びスタンダード市場への変更後においてスタンダード市場の上場維持基準に適合しない状況となった場合は、当該基準に適合するための適合計画を開示した場合に限り、経過措置の終了時期までは、緩和した上場維持基準が適用されることとなります。

なお、東証は、選択申請を行った会社の一覧を月次取りまとめの上、翌月第5営業

³ なお、2023年4月以降に開示を行う適合計画等において、2026年3月1日以後最初に到来する基準日を超える時期を計画の終了期限として設定することはできません。

CAPITAL MARKETS BULLETIN

日に東証のウェブサイト上で公表することとしています。

3. 整理銘柄指定期間の延長

上場維持基準に適合せず、上場廃止が決定した銘柄については、既存株主の換金機会を確保するため、整理銘柄へ指定の上、1か月としている整理銘柄指定期間を延長し、原則として上場維持基準の判定に関する基準日の翌日から起算して6か月を経過した日に上場を廃止するものとされています。

Ⅲ. 上場会社において検討すべき対応

このような上場維持基準に関する経過措置の取扱い等を踏まえると、経過措置の適用を受けている会社において検討すべき対応は以下のように考えられます。

1. 市場の再選択

プライム市場において経過措置の適用を受けている会社においては、手続きの期限の観点からは、市場の再選択が最も優先的に検討すべき事項となります。市場の再選択を行うためには、2023年9月29日までに選択申請書を提出することが必要となります。

市場の再選択を行うかについては、取締役会や経営会議等において、経過措置が終了すること、及び開示している適合計画（又は「上場維持基準への適合に向けた計画に基づく進捗状況」（以下、総称して「適合計画等」といいます。））に記載した適合に向けた取組の実施状況や適合状況の推移を踏まえた上で十分な審議を行うことが必要となります。

市場の再選択を行う場合には、選択申請と原則同日付で、既に開示しているプライム市場の上場維持基準に係る適合計画等の変更を行うことが必要となります。かかる適合計画等の変更開示については、上場維持基準の判定に関する基準日に応じて、異なる内容が定められています⁴。選択申請時においてスタンダード市場の上場維持基準に適合していない場合には、緩和した上場維持基準の適用を受ける観点から、変更

⁴ 『上場維持基準への適合に向けた計画』及び『計画に基づく進捗状況』作成上の留意事項-スタンダード市場再選択_2023年4月1日版』1ページ。例えば2022年4月4日以降に、既に2022年4月4日以降に終了する事業年度末を直前基準日とするプライム市場の上場維持基準に係る適合計画等を開示している場合、以下の事項を記載することが必要となります。

- ①直前基準日時点での適合計画等をいつ開示しているのかを示した上でプライム市場の上場維持基準への適合状況
- ②その状況を踏まえてスタンダード市場への上場を選択する理由
- ③直前基準日時点でプライム市場の上場維持基準に不適合の項目についてスタンダード市場の上場維持基準での適合状況と直前半期における月平均売買高基準への適合状況
- ④スタンダード市場全ての上場維持基準に適合している場合には、適合している旨と次の基準日時点においてもスタンダード市場の全ての上場維持基準に適合している場合には、「上場維持基準への適合に向けた計画に基づく進捗状況」の開示がなされない旨

CAPITAL MARKETS BULLETIN

後の適合計画等は、スタンダード市場の上場維持基準に適合するための適合計画とする必要があります。

なお、スタンダード市場を選択することの決定自体は開示必須事項ではないとされていますが、一般的には決定した段階で開示をすることが望ましいものと考えられます⁵。

2. 資本政策等

現在上場している市場区分における上場を維持することを目指す場合には、適合計画に基づき、原則として2025年3月までに（2026年3月以降の時期を終了期限とする計画を開示している場合には、当該期間内に）上場維持基準を充足する必要があります。

上場維持基準を充足するための施策は多岐にわたりますが、資本政策等による施策の例としては以下があげられます⁶。

上場維持基準	具体的な施策の例
株主数	<ul style="list-style-type: none"> ● 株式投資単位の引下げ（株式分割、株式の無償割当てなど） ● 既存株主による株式の売却 ● IR活動の推進・強化、投資者向けの情報発信の充実 ● 新株式募集、自己株式処分などのエクイティ・ファイナンス
流通株式数	<ul style="list-style-type: none"> ● 発行済株式数の増加（株式分割、株式の無償割当てなど） ● 既存株主による株式の売却 ● 新株式募集、自己株式処分などのエクイティ・ファイナンス
流通株式比率	<ul style="list-style-type: none"> ● 既存株主による株式の売却 ● 取得済みの自己株式（金庫株）の消却 ● IR活動の推進・強化、投資者向けの情報発信の充実 ● 新株式募集、自己株式処分などのエクイティ・ファイナンス
売買代金	<ul style="list-style-type: none"> ● 流通株式数の増加に向けた取組 ● IR活動の推進・強化、投資者向けの情報発信の充実

これらの施策については、既に開示している適合計画等の策定の際に検討されているはずのものでありますが、今後適合計画等の見直しを行う場合（市場の再選択を行う場合を含みます。）には改めて検討が必要となると考えられますので、主要な施策の留意点について以下でご説明いたします。

但し、上記であげたものは一般論として技術的に上場維持基準の達成に寄与すると

⁵ 『「上場維持基準への適合に向けた計画」及び「計画に基づく進捗状況」作成上の留意事項-スタンダード市場再選択 2023年4月1日版』2ページ参照

⁶ 売買高、売買代金、時価総額、流通株式時価総額、純資産の額の基準については、ここであげた施策と重複することから割愛しています。

CAPITAL MARKETS BULLETIN

考えられる施策ではありますが、より実質的に重要な施策としては、中長期的な企業価値向上に向けた取組であるといえます。かかる観点からの議論については「IV. 中長期的な企業価値向上に向けた取組の動機づけ」にて後述します。

(1) 既存株主による株式の売却

流通株式数等の改善に資する施策として、既存株主による株式売却があげられます。

既存株主による株式の売却については、金融商品取引法上の有価証券の売出し（金融商品取引法 2 条 4 項）に該当するか否かにより開示規制の適用や手続き的な負担に差異が生じることとなります。大要、上場会社の役員や議決権の 10%以上を保有する主要株主等のいわゆる発行者関係者等（金融商品取引法 1 条の 7 の 3 第 7 号）による株式の売却であって、証券取引所（ToSTNeT 取引を含む）外での株式の売却については、原則として有価証券の売出しに該当し、開示規制の適用があることとなります。それに加え、証券会社による引受けが行われるか否かによっても手続き上の負担は大きく異なります。なお、発行者関係者等による証券取引所外での株式の売却であっても、いわゆるブロックトレードによる場合には、原則として有価証券の売出しには該当しません（金融商品取引法施行令 1 条の 7 の 3 第 4 号）。

また、既存株主による株式の売却において、証券取引所における売買によることも考えられるものの、流動性次第では想定する株数を全て売却するまでに時間を要したり、大量の株式が売却され需給バランスが悪化し株価の下落要因になり得る点は留意が必要となります。

なお、既存株主による株式の売却に際しては、売主となる株主がインサイダー取引規制に抵触しないか、買主となる者において公開買付け規制の対象とならないかなど、具体的な事実関係に応じた検討が必要となることにも留意が必要となります。

(2) エクイティ・ファイナンス

流通株式数や純資産等の改善に資する方法としてエクイティ・ファイナンスがあげられます。エクイティ・ファイナンスについては、一般的に行われる方法として、株式又は新株予約権付社債の公募や、株式、新株予約権又は新株予約権付社債の第三者割当、ライツオファリングなどがありますが、これらの方法のいずれについても、金融商品取引法上の開示規制をはじめとする各種規制等がかかるため、相応の手続き上の負荷が生じることとなります。また、開示書類上は株式などの発行により調達した資金の用途を開示する必要がありますが、株主数、流通株式数、流通株式比率の向上のみを目的としたエクイティ・ファイナンスの場合には既存株主に生じる希薄化に関する懸念についてどのように説明するかも検討を要します。

第三者割当の方法による場合、割当先の属性や保有目的などによっては、流通株式数や流通株式比率の改善に資さない可能性のあることには留意が必要となりま

CAPITAL MARKETS BULLETIN

す⁷。また、新株予約権や新株予約権付社債の第三者割当については、上場会社の株価水準や流動性によっては、新株予約権の行使が進まず、上場維持基準の充足のために意図した効果が得られない可能性もあります。

なお、エクイティ・ファイナンスについては開示書類において投資判断上重要な事項を開示することが必要となります。そのため、M&Aなどの検討が上場会社において進んでいる場合において、そうした検討内容をエクイティ・ファイナンスの開示書類に記載することができないときには、エクイティ・ファイナンスの実施時期を延期するといった対応が必要となり、エクイティ・ファイナンスを実施することが可能な時期が事実上限定される点に留意が必要です。また、エクイティ・ファイナンスの実施の決定自体がインサイダー取引規制上の重要事実該当することとなりますので、上場会社における情報管理も重要となります。

3. 上場廃止

上場維持を目指すこと（市場の再選択を含みます。）が困難である場合には、最終的な選択肢として、上場廃止を検討することが考えられます。上場廃止は、既存株主をはじめとする上場会社を取り巻く関係者に大きな影響があることに加え、会社の事業自体にも影響を及ぼすことから、その方法を選択するには極めて慎重な検討が必要となります。

上場廃止のための具体的な手続きとしては、非公開化を前提とした TOB や、大株主の協力のもとでの株式併合による非公開化等があげられます。これらによる場合には、適合計画を撤回することが必要となるため、TOB に対する意見表明や、株式併合議案付議等の適時開示において、適合計画を撤回する旨を説明することとなります。

また、上場維持基準に適合せず、かつ改善期間内に当該基準に適合しなかった場合にも上場廃止となります。この場合には、改善期間後に監理銘柄に指定され、原則として当該上場維持基準の判定に関する基準日の翌日から起算して 6 か月間を経過した日に上場廃止となります。なお、上場廃止するまでの間は、「上場維持基準への適合に向けた計画に基づく進捗状況」を開示することが必要となります。

IV. 中長期的な企業価値向上に向けた取組の動機づけ

こうした上場維持基準に関する施策としては、より本質的には、中長期的な企業価値向上を目指すことが重要とされています。

フォローアップ会議においては、新市場区分への移行は、あくまでも上場会社における企業価値向上の実現に向けた「スタートライン」であるとの認識に立ち、上場会社における企業価値向上への寄与に向けて東証がより踏み込んだ施策を行うことが重要で

⁷ 原則として、流通株式からは①主要株主が所有する株式、②役員等所有株式、③自己株式、④国内の普通銀行、保険会社、事業法人等が所有する株式、⑤その他東証が固定的と認める株式は除かれます（東証有価証券上場規程 2 条（96）、同施行規則 8 条）。

CAPITAL MARKETS BULLETIN

あるとしています。一方で、企業価値向上に取り組む主体は企業自身であることから、上場会社が自律性をもって、将来目指す姿からバックキャストिंगして経営そのものをデザインしなおす必要があるとの認識に立ち、企業に対してかかる取組を行う動機づけを行うことが重要とされています。「市場区分の見直しに関するフォローアップ会議の論点整理」では、かかる動機づけのために、(1) 経営者の資本コストや株価に対する意識改革・リテラシー向上、(2) コーポレート・ガバナンスの質の向上、(3) 英文開示の更なる拡充、及び(4) 投資者との対話の実効性向上の4つの観点での指摘がなされ、「論点整理を踏まえた今後の東証の対応」では、4つの観点から行われる対応について実施時期、対象の市場区分を含めた方針が示されています。

こうした内容を踏まえて、東証は2023年3月31日に「資本コストや株価を意識した経営の実現に向けた対応」⁸、「株主との対話の推進と開示」⁹及び「建設的な対話に資する「エクスペイン」のポイント・事例」¹⁰を公表しています。これらは、持続的な成長と中長期的な企業価値向上の実現に向けて重要と考えられる事項をまとめたものであり、上場会社に対する義務づけを行うものではないものの、積極的に実施すべき事項として示されています。また、機関投資家に対しても、上場会社における今般の対応を踏まえた開示内容等に基づき、上場会社の持続的な成長と中長期的な企業価値向上の実現に向けて、建設的な対話を実施することを期待するとされています。

また、金融庁及び東証が共催する「ステュワードシップ・コード及びコーポレートガバナンス・コードのフォローアップ会議」においても同様の観点を含む議論が進められています。2023年4月19日には「コーポレートガバナンス改革の実質化に向けたアクション・プログラム(案)」¹¹が公表され、①企業の持続的な成長と中長期的な企業価値向上に向けた課題及び②企業と投資家との対話に係る課題についての施策・検討の提言が示されています。

これらの方針や提言を踏まえ、具体的な制度が今後検討されていくものと考えられます。

V. おわりに

現在、上場維持基準の経過措置の適用を受けている上場会社においては、その取扱い等の明確化がなされたことを踏まえ、対応策の検討が求められています。特に、プライム市場の上場会社においては、市場の再選択を行う可能性がある場合には検討を早急に進める必要があります。

また、より本質的な対応として、中長期的な企業価値向上に向けた取組の動機づけ等の観点から、今後、各種の要請を含む制度見直しが行われると考えられます。これらは上場会社において重要な影響を及ぼす内容を含むことも予想されますので、引き続き議

⁸ 株式会社東京証券取引所上場部『資本コストや株価を意識した経営の実現に向けた対応について』

⁹ 株式会社東京証券取引所上場部『株主との対話の推進と開示について』

¹⁰ 株式会社東京証券取引所上場部『建設的な対話に資する「エクスペイン」のポイント・事例』

¹¹ <https://www.fsa.go.jp/singi/follow-up/siryou/20230419/04.pdf>

CAPITAL MARKETS BULLETIN

論を注視する必要があります。

セミナー情報

- セミナー 『2023年3月期（6月提出）有価証券報告書から適用「サステナビリティ情報の義務的開示」』

開催日時 2023年5月9日（火）15:00～17:00

講師 宮田 俊

主催 一般社団法人企業研究会

- セミナー 『セキュリティ・トークン・オフリング（STO）の法律実務の最新動向～不動産 STO・社債 STO での活用を中心に～』

開催日時 2023年5月15日（月）10:00～12:00

講師 石橋 誠之

主催 金融財務研究会

- セミナー 【申込受付中】『IPOに関する近時の制度改正や最新の重要トピック』（第217回ビジネスロー研究会）

開催日時 2023年5月17日（水）15:00～17:00

講師 宮田 俊、平川 諒太郎

主催 森・濱田松本法律事務所

【お申込みに関して】

会員制ポータルサイト「[MHM マイページ](#)」にてお申込みを受け付けいたします。
（申込期限：2023年5月12日（金））

※MHM マイページのご登録がお済みでない方は、[こちら](#)より新規登録の上でお申込みをお願いいたします。

- セミナー 『第5134回金融ファクシミリ新聞社セミナー「有価証券報告書におけるサステナビリティ情報開示の実務対応—最新の實務を踏まえた最終対応を一挙解説—」』

開催日時 2023年6月6日（火）13:30～15:30

講師 宮田 俊

主催 株式会社 FN コミュニケーションズ

CAPITAL MARKETS BULLETIN

- セミナー 『第 5172 回金融ファクシミリ新聞社セミナー「上場会社の実務担当者が知っておくべき金融商品取引法の基礎—近時の改正動向も含めて—」』
- 開催日時 2023 年 6 月 22 日（木）12:30~16:30
- 講師 五島 隆文
- 主催 株式会社 FN コミュニケーションズ

文献情報

- 論文 「今 3 月期有報からの適用開始に向けて サステナビリティ情報等の改正開示府令等のポイント」
- 掲載誌 旬刊経理情報 No.1670
- 著者 田井中 克之

- 論文 「企業法務最前線<第 254 回>GX 推進法の概要とポイント」
- 掲載誌 月刊監査役 747 号
- 著者 田井中 克之

NEWS

- 2022 年度リフィニティブ「DEALWATCH AWARDS」の受賞案件に関与しました
- 2022 年度のリフィニティブ「DEALWATCH AWARDS」が発表され、当事務所が関与した以下の 4 件がそれぞれ受賞いたしました。

 - ・当事務所は、Issuer of the Year を受賞した野村総合研究所の株式の売出し及び第三者割当による自己株式の処分案件に、発行会社カウンセルとして関与しました。
 - ・当事務所は、Equity Issuer of the Year を受賞したソシオネクストのグローバル IPO 案件に、発行会社及び売出人カウンセルとして関与しました。
 - ・当事務所が発行会社カウンセルとして関与した、JMDC の海外募集による新株式発行及び第三者割当による新株式発行案件が、Equity Deal of the Year を受賞しました。
 - ・当事務所が発行会社カウンセルとして関与した、サイバーエージェントによる 2029 年満期ユーロ円建転換社債型新株予約権付社債案件が、Equity-linked Product of the Year を受賞いたしました。

- The Best Lawyers in Japan™ 及び Best Lawyers: Ones to Watch in Japan™ (2024 edition) にて高い評価を得ました
- Best Lawyers®による、The Best Lawyers in Japan™ (2024 edition) にて、当

CAPITAL MARKETS BULLETIN

事務所は、Banking and Finance Law 並びに Insolvency and Reorganization Law にて"Law Firm of the Year"を受賞しました。

加えて、当事務所の弁護士 152 名が The Best Lawyers in Japan™に、55 名が Best Lawyers: Ones to Watch in Japan™に選出されております。

Capital Markets Law の分野では、以下の弁護士がそれぞれ高い評価を得ました。

Best Lawyers

- ・ 箱田 英子
- ・ 安部 健介
- ・ 藤津 康彦
- ・ 鈴木 克昌
- ・ 尾本 太郎
- ・ 江平 享
- ・ 熊谷 真和
- ・ 根本 敏光
- ・ 田井中 克之
- ・ 宮田 俊
- ・ 石橋 誠之
- ・ 五島 隆文

Ones to Watch

- ・ 中野 恵太
- ・ 青山 慎一
- ・ 小中 諒
- ・ 坂東 慶一
- ・ 大田 友羽佳
- ・ 梅澤 惇
- ・ 水本 真矢
- ・ 岡 朋弘
- ・ 澤 和樹

(当事務所に関するお問い合わせ)
森・濱田松本法律事務所 広報担当
mhm_info@mhm-global.com
03-6212-8330
www.mhmjapan.com