

# 懸念されるプライム市場の三極化と不透明化

明田雅昭

## 一、はじめに

昨年一二月末に東京証券取引所（以下、「東証」）が市場区分の第二次制度改革案と東証株価指数等の見直し案を公表した。<sup>(1)</sup> 今回の改正案は長年の懸案に対する抜本的な対応策である。その具体的な内容とスケジュールが明らかになったことで、今後はその実施に向けて企業および市場関係者が準備していくことになる。

筆者は、かつて日本株式市場の三極化を指摘し

た。<sup>(2)</sup> 二極化した東証一部企業と東証一部以外の企業の三極である。しかし、今回の改正完了後は「東証一部改めプライム市場」が三極化しそうだ。「わが国を代表する企業で構成される」と謳うプライム市場が、大きく異なる三種類の典型的な企業とその中間的な企業で構成されることが予想される。個人や海外の投資家には今まで以上に分かりにくい株式市場になることが懸念される。

本稿の第二節では今回の制度改革案の概要を紹介する。第三節から第五節まで新制度下でのプライム市場の姿を描く。第六節では将来に向けて企

業およびアセットオーナーへの提言を行う。

## 二、今回制度改正案の概要

二〇二〇年一二月末に東証は市場区分の第二次制度改正案を公表した。二月末までを意見募集期間として三月末を目的に制度案を確定するとした。東証は二〇一八年一二月から市場構造の在り方等の検討を本格化させ、金融審議会の協力も得つつ議論を進めてきた<sup>(3)</sup>。新市場区分における上場制度のうち、コーポレートガバナンス・コードの内容については第三次制度改正事項として来春以降の制度整備となるそうだが、今回の改正案で新制度の姿が概ね明らかになったといえよう。本稿執筆時点では確定していないものの第二次制度改正案の内容に大きな変更はないという前提で議論を進める。

二〇二二年四月四日付けで市場区分はスタンダード、プライム、グロースの三つに再編される。上場企業および市場関係者にとって最大の関心事は、東証一部企業のうち何社くらいがプライム市場から外れるかであった。二〇一九年の金融審議会の市場構造専門グループ会合で、地方に本拠を置く一部上場企業三社は、一部上場企業であることのブランド価値を強調し、プライム市場から外れた場合の格下げイメージについて大きな危機感を訴えた<sup>(4)</sup>。この訴えに代表されるように企業の抵抗は極めて強く、市場区分再編は市場関係者より企業の要望を強く反映する形で決着した。

東証一部企業は三市場のどれでも選択できることになった。多くはプライム市場を選択するものと予想され、申請すれば無審査で承認される<sup>(5)</sup>。プライム市場に関する定量的な形式基準としての上場基準案は図表1のとおりである。上場時の審査

図表1 プライム市場の上場基準（形式基準）

<形式基準>	上場審査基準	上場維持基準	上場維持の経過措置
(1) 流動性	(上場時見込み)	[改善期間1年]	(当分の間、適用)
株主数	800人以上	800人以上	(参考) 800人以上 [1年]
流通株式数	2万単位以上	2万単位以上	1万単位以上 [1年]
流通株式時価総額	100億円以上	100億円以上	10億円以上 [1年]
時価総額	250億円以上	--	--
平均売買代金・数量	--	0.2億円以上/日	40単位以上/月 [6ヶ月]
(2) コーポレート・ガバナンス			
流動株式比率	35%以上	35%以上	5%以上 [∞]
(3) 経営成績・財政状態			
A又はBのいずれかを充たす			
A. 利益実績	最近2年における経常利益の総額が25億円以上		
B. 売上実績	最近1年の売上高100億円以上かつ上場日時価総額千億円以上		
財政状態	総資産50億円以上		

(注1) 移行基準日(2021年6月30日)に上場維持基準に適合しない企業は「適合に向けた計画書」を提出すれば経過措置が適用される。移行後も事業年度毎に進捗状況を開示すれば経過措置の適用は継続される

(注2) 流通株式数の定義については今回改正案で見直しを行っている

(注3) 上場維持基準の平均売買代金は毎年12月末以前の1年間における日次平均

(注4) 経過措置の [ ] の中の数字は改善期間。∞記号は「改善期間なし」という意味

[出所] 東証資料 [2020.12.25] より筆者作成

基準として、(1)流動性と(2)コーポレート・ガバナンスおよび(3)経営成績・財政状態があり、上場後の維持基準および維持経過措置として(1)と(2)がある。

市場区分の選択は本年九月から一二月の間に行う。本年六月三〇日において上場維持基準に適合しない上場会社は、新市場区分の選択申請時に「新市場区分の上場維持基準の適合に向けた計画書」(以下、「計画書」)を提出すれば上場維持経過措置が適用される。そして、移行後も計画書に基づく進捗状況を決算期毎に開示している限り経過措置が適用される。<sup>(6)</sup>

経過措置の基準は一瞥して分かるとおり極めて緩い。現行の市場一部から市場二部への指定替え基準と同水準の基準とされる。過去五年で実際に市場二部へ指定替えになったのは債務超過となった四社を除くと時価総額基準に抵触した一社だけ

だった。<sup>(7)</sup>現在の東証一部企業は申請すればプライム市場上場となり、上場維持の基準を満たしていなくても経過措置によってほぼ確実にプライム市場上場を維持できるということだ。

今回、市場区分の見直しと同時に東証株価指数(TOPIX)等も見直しも行われた。二〇一九年一二月の金融庁「市場構造専門グループ」報告書<sup>(8)</sup>に基づき、TOPIXは市場区分と切り離したものになる。本年六月三〇日および次の決算期末の両方で流通株式時価総額が百億円未満の企業は「段階的ウエイト低減銘柄」と判定される。該当銘柄は二〇二二年十月末から始めて四半期毎にTOPIXでの構成比率が十分の一ずつ低減され、二〇二五年一月末には構成比率がゼロとなってTOPIXから除外される。<sup>(9)</sup>

TOPIXの見直しは新指数への移行ではなく、既存指数の内容変更で行われることになっ

た。もし新指数への移行だったら、年金基金などのベンチマーク指数変更手続きや既存の投資信託目論見書の書き替えなど、インベストメント・チェーンの各主体に多大なコストを課す事態となるとところだった。また、新指数の先物とオプションの定着にも多大なコストを要しただろう。今回、内容変更を選択したことは高く評価される。

市場区分およびTOPIXの見直しで構成銘柄決定のために使われる重要な指標が流通株式数である。東証が有する従来からの流通株式数の定義を厳格化し、国内の普通銀行、保険会社および事業法人が所有する株式は上場株式数の一〇%未満の所有でも流通株式数から除くことにした。<sup>(10)</sup> 役員以外の特別利害関係者が所有する株式も除外対象とした。<sup>(11)</sup> これらは流通株式数を減らすため、流通株式時価総額百億円というハードルはより高いものになるだろう。

### 三、三極化するプライム市場

今回の制度改正が実施されたとき、プライム市場およびTOPIXの構成企業は何社くらいになるか試算してみた。

本稿では二〇二〇年末時点の東証一部企業二一八二社<sup>12)</sup>がすべてプライム市場を選択すると仮定した。二〇二〇年末時点で試算してみると図表1にある流通株式数、流通株式時価総額、平均売買代金、流通株式比率の四指標<sup>13)</sup>のいずれか一つでも条件を満たさない企業（上場維持基準を満たさない企業）は九二六社であった。多くは上場維持基準を満たすように改善するのは難しそうだが、経過措置基準を満たさない企業はわずか一八社であった。この一八社は流通株式比率が低く、いくらかの固定株式を流動化することで経過措置基準を満

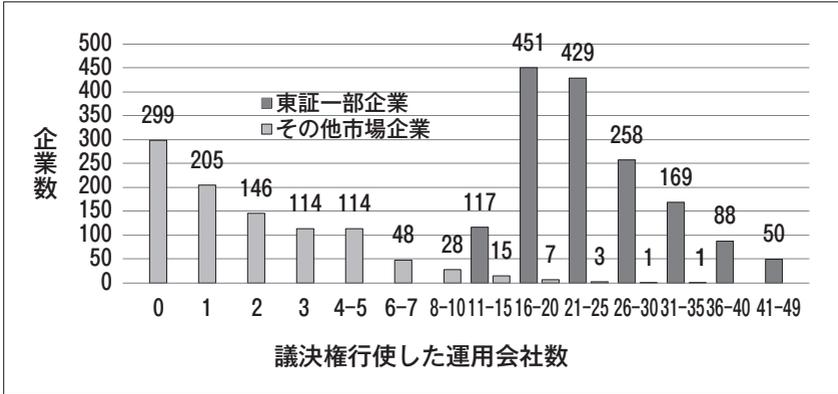
たすことはできそうだ。つまり、九百社以上が計画書を提出してその進捗状況開示を繰り返すことでプライム市場上場を維持することになりそうである。

TOPIXの構成企業に残る基準は流通株式時価総額百億円であるが、この条件を満たさない企業は二〇二〇年末時点で七二三社と試算された。

この試算で流通株式数は現行ベースのものを使っている。今後適用される新しい流通株式数の下では、もつと多くの企業が除外対象になる可能性がある。企業はプライム市場からの除外には極めて強い抵抗を示すが、TOPIXからの除外には関心がないようなので<sup>14)</sup>、この七百社以上の除外は粛々と進むものと予想される。

以下ではプライム経過措置企業は九二六社、TOPIX除外企業は七二三社という前提で分析を進める。このとき、プライム市場はどのような市

図表2 5、6月総会企業の議決権行使受け状況



(注) 対象は2020年5、6月株主総会開催の上場企業2,543社  
 [出所] 円谷 [2020]、FACTSET、東証資料より筆者が計算

場になるだろうか。

二〇一五年から本格化した日本企業のガバナンス改革の下で運用会社は企業との建設的な対話の推進と議決権行使の透明化を図ってきた。現在、運用会社は投資先企業の株主総会議案に対する賛否結果も公表している。企業側から見れば何社の運用会社から議決権行使を受けたかとその賛否が分かるようになってきている。

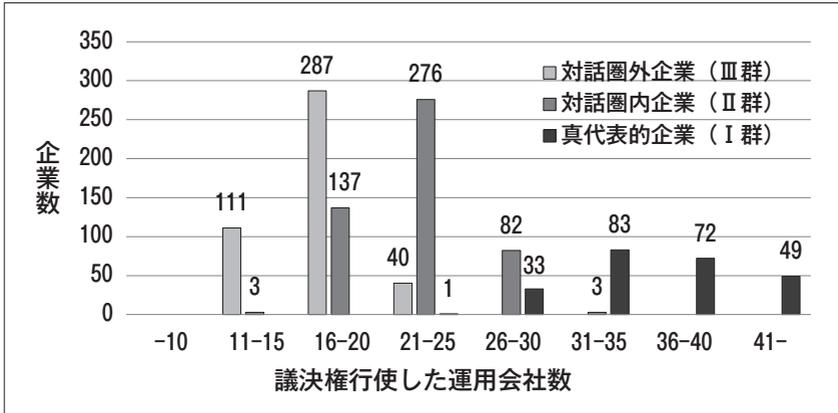
図表2は議決権行使した運用会社数の分布で、五、六月株主総会開催の上場企業二五四三社を対象にしたものである。一橋大学の円谷研究室が編纂・公表しているデータファイル（以下、「円谷二〇二〇ファイル」）を使って作成した<sup>15)</sup>。東証一部企業とその他の市場への上場企業に分けて企業数の分布図を作成している。東証一部企業一五六二社はすべて一社以上の運用会社から議決権行使を受けている。その他市場企業は九七・二%が

一〇社以下の運用会社からの議決権行使となっている。一五六二社以上の企業に議決権行使している運用会社は一社あるが、すべてTOPIXインデックスファンドを運用している。他にも千社以上の企業に投資してインデックスファンドに準じる運用を行っている可能性が高い運用会社が五（九社ある。東証一部企業は自動的にTOPIX構成銘柄になっているため、パッシブ運用の対象になって一社以上の運用会社から議決権行使を受けるという構造になっているのである。このことはプライム市場に残ってもTOPIX構成企業から除外されれば、投資してくれる運用会社が一社以上消えるということの意味する。

運用会社が建設的な対話を本格的に行っている企業は何社程度あるだろうか。日本投資顧問業協会のアンケートによると、千社以上にエンゲージメントしている運用会社は五％程度で、九〇％以

上が五百社以下と答えている。<sup>177</sup> 個々の運用会社に本格的なエンゲージメントを千社以上行う体力があるとは思えない。このアンケートへの回答では実質を伴わないものも含まれていると考えるのが妥当であろう。建設的な対話は企業分析を行った上で実施されるはずだ。企業分析実施主体の数は業績予想の数で類推できる。<sup>188</sup> 図表3は、TOPIX残留見込み企業のうち業績予想数が七社以上の企業（I群）および〇ないし一社の企業（II群）、TOPIX除外見込み企業（III群）に分けて議決権行使運用会社数の分布をみたものである。I群は企業分析が豊富に行われて議決権行使の運用会社が二六社以上いる企業である。建設的な対話も本格的に行われる「真に代表的な企業」であろう。II群はTOPIX残留基準を達成していてもほとんど企業分析の対象とはなっていない企業である。これらの企業はプライム市場でも現在と同

図表3 プライム市場の三極化



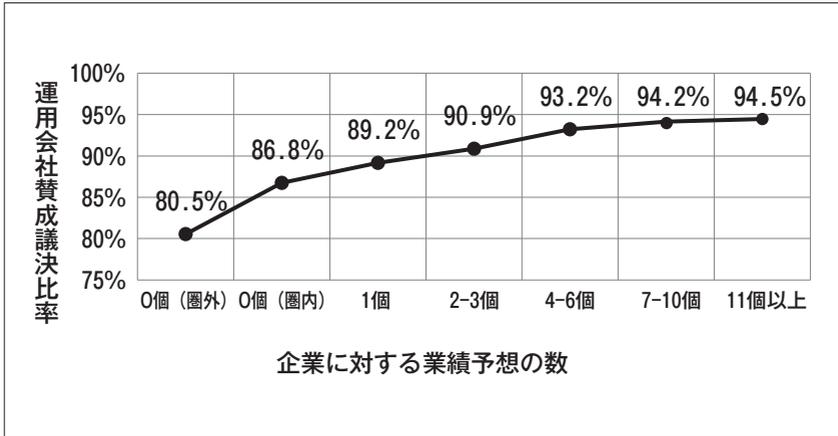
(注) 対象は2020年5、6月株主総会開催の東証一部企業でⅠ～Ⅲ群の定義を満たす1,177社

[出所] 円谷 [2020]、FACTSET、東証資料より筆者が計算

様に一一社以上の運用会社から議決権を行使されるだろう。本格的な対話の機会は限定的であるが、求めれば運用会社と対話することが可能であり、「対話圏内企業」と呼べる。Ⅲ群はTOPIXから除外された後、対話可能な運用会社が消えてしまう可能性が高い。自ら求めても対話する相手がいないという意味で「対話圏外企業」と呼べよう。

ここまでの議論は国内に拠点を有する運用会社に基づいていて海外投資家を考慮していない。東証は上場会社の英文開示実施状況をアンケートで調査し公表している。英文開示資料の種類数を点数化してみると、業績予想数が減少すると英文開示度が急激に低下する。<sup>20)</sup>Ⅱ群とⅢ群の企業の英文開示度はとくに低い。これら企業への海外投資家の関与は極めて限定的な可能性が高く、Ⅱ群・Ⅲ群認定への影響はほとんどないと思う。

図表4 運用会社の賛成議決比率



(注) 対象は2020年5、6月株主総会開催の東証一部企業1,562社

(出所) 円谷 [2020]、FACTSET、東証資料より筆者が計算

I群とII群の間には中間的な企業が多数存在するが、制度改正完了後のプライム市場は、このような真に代表的な企業、対話圏内企業、対話圏外企業という三つの異なるタイプの企業が混在する市場になるのは確実である。

#### 四、三極化企業の価値創造特性

前節では企業をI群からIII群に区分した。本節では各群企業の特徴の違いを確認する。

まず、議決権行使結果を調べてみよう。図表4は円谷二〇二〇ファイルから計算した運用会社による議決権行使での賛成比率である。これは企業毎・議案毎に賛成した運用会社数と反対した運用会社数を数えて、業績予想数の区分ごとに合計して算出した賛成比率である。業績予想数が七個以上の企業（I群）では賛成比率は九四%以上と高

図表5 日本企業の価値創造統計

## パネル(A) 付加価値水準統計

業績予想数	社数	価値毀損企業			価値付加企業			付加価値額	PBR比率
		社数	純資産	毀損額	社数	純資産	付加額		
11個以上	126	23	41,423	-10,242	103	128,572	178,270	168,028	1.99
7-10個	160	51	50,860	-15,301	109	46,974	62,834	47,533	1.49
4-6個	197	68	25,516	-9,621	129	18,206	20,514	10,893	1.25
2-3個	322	102	18,120	-6,829	220	12,074	13,438	6,610	1.22
1個	379	170	12,202	-3,762	209	6,105	5,373	1,610	1.09
0個	847	513	22,681	-9,153	334	5,749	5,283	-3,869	0.86
総計	2,031	927	170,803	-54,908	1,104	217,681	285,713	230,806	1.59

## パネル(B) 付加価値向上統計

業績予想数	社数	時価総額		純資産		付加価値	
		増加額	増加率	増加額	増加率	増加額	増加率
11個以上	126	42,675	14.4%	-1,520	-0.9%	44,196	25.8%
7-10個	160	8,747	6.4%	-3,977	-3.9%	12,724	12.5%
4-6個	197	-1,666	-3.0%	-505	-1.1%	-1,161	-2.6%
2-3個	322	-1,701	-4.4%	-266	-0.9%	-1,435	-4.7%
1個	379	-1,316	-6.2%	-153	-0.8%	-1,163	-6.3%
0個	847	-1,169	-4.5%	-327	-1.1%	-841	-2.9%
総計	2,031	45,571	7.9%	-6,749	-1.7%	52,320	13.2%

(注1) 対象企業は東証一部上場で金融と日本郵政を除く2,031社。金額単位は10億円

(注2) パネル(A)は2020年12月末時点

(注3) パネル(B)は2019年12月末から2020年12月末までの変化。付加価値の増加率は前年の純資産に対する割合

[出所] 明田雅昭 [2021.3.8]

い。企業への業績予想数が減るにつれて賛成比率が低下している。業績予想数が〇ないし一個の対話圏内企業(Ⅱ群)では賛成比率が九〇%を下まわっている。対話圏外企業(Ⅲ群)では賛成比率はほぼ八〇%と最も低い。図表4は、運用会社との対話機会が減るほどに運用会社の考えていることが分からずに反対議決を受ける割合が高くなっていることを示唆しているのではないだろうか。

運用会社が企業に求めているのは、「会社の持続的な成長と中長期的な企業価値の向上」であり、そのための企業統治改革である。運用会社との対話機会の多寡は企業の価値向上と何らかの関係があるだろうか。業績予想数を介してその点を確認したのが図表5である。図表5のパネルAは企業の付加価値水準、パネルBはその年間変化をまとめたものである。ここでは企業の純資産額を投資家が事業遂行のために企業に託している資金

(投下資金)と見なして、株式時価総額と投下資金の差額を企業による付加価値額と定義している。付加価値額がプラスの場合は価値の付加で、マイナスの場合は価値の毀損である。

パネルAは二〇二〇年一二月末の状況である。業績予想数が一個以上の企業は一二六社ある。そのうち価値毀損企業は二三社あり、純資産合計は四一・四兆円、毀損した価値が一〇・二兆円である。価値付加企業は一〇三社あり、純資産合計は二八・六兆円に対して一七八・三兆円の価値を付加している。両方の企業を合わせると付加価値額は一六八・〇兆円でPBRは一・九九倍であった。業績予想数が減るにつれてPBRは低下している。業績予想数が〇の企業では価値毀損社数が価値付加社数を上回り、合わせて三・九兆円の価値毀損となっている。I群企業の付加価値額は東証一部全体の九三・四%を占めていた。

パネルBでは二〇一九年末から二〇二〇年末までの期間で付加価値水準の変化状況を観察した。時価総額の増加分は純資産増加分と付加価値増加分に分解される。業績予想数が一個以上の一二六社の集計では、時価総額の増加は四二・七兆円であった。純資産は一・五兆円減少したが、付加価値が四四・二兆円増加していた。集計値でみると業績予想数が七個以上の企業(I群)だけが付加価値を増加させ、業績予想数が六個以下の企業(II群とIII群を含む)は付加価値を減らしていた。I群企業は東証一部全体の付加価値増加分の一〇八・八%を占めていた。

図表4および図表5は運用会社との対話が豊富な企業ほど、株主総会での運用会社の賛成比率が高く、付加価値水準も高くて付加価値の増加も大きかったことを示している。二〇二〇年だけの特徴で一般化するの是不適切であるが、企業

図表6 2025年のプライム市場（三極化と不透明化）

	真性代表的 企業（Ⅰ群）		対話圏内 企業（Ⅱ群）	対話圏外 企業（Ⅲ群）	
見直し後 TOPIX	対象		対象	非対象	
該当社数	約300社		約500社	700社超	
アナリスト	多数（目途7＋）	中 間 的 企 業	1人か0人	0人多い	
建設的な対話	活発		不活発	相手いない	
付加価値創造	高い		停滞	停滞	
運用会社議決権行使	概ね25社以上		15社程度	0社多い	
運用会社議案賛成比率	比較的高い		比較的低い	--	
英文開示度	高い		かなり低い	極めて低い	
アクティビスト耐性	高い		低い	脆弱	
プライム度	◎			△	--

〔出所〕 筆者作成

統治改革の目指すところと整合する状況といえよう。

## 五、多様化し不透明化するプライム市場

TOPIXの見直しが完了する二〇二五年一月以降のプライム市場は、図表6で示すような典型的な三種類の企業および中間的な企業で構成されることになろう。

真に日本を代表するといえる企業は三百社程度かもしれない。多くても五百社程度であろう。これらの企業は多数のアナリストが分析対象としていて二五社以上の運用会社が投資対象としている。株主総会での議案に対する反対も少ない。投資家抛出のリスク資金を使って遂行する事業で高い付加価値水準を実現している。昨年は付加価値

額を大きく増加させた。東証の今回の市場区分見直し資料では、プライム市場企業は「多くの機関投資家の投資対象となりうる規模の時価総額（流動性）を持ち、より高いガバナンス水準を備え、

投資家との建設的な対話を中心に据えて持続的な成長と中長期的な企業価値の向上にコミットする企業」とある。I群企業はまさにこの条件を満たす「真性プライム企業」といえるだろう。

対話圏内企業はプライム市場になっても現在の東証一部と同じで変化を感じないのではないか。運用会社は体力の関係もあり、建設的な対話を求めてこないかもしれない。しかし、一社以上の運用会社が常時議決権を行使している。反対議決も決して少なくない。運用会社は投資しているのに対話ができていないことに後ろめたさを感じてはいるはずだ。企業から対話を求めれば歓迎されるだろう。企業統治の改善、利益率向上と成長促進

に運用会社の知恵を活用する絶好の機会がある。是非、この機会を活用して停滞から脱し、付加価値創造力を高めていただきたい。

対話圏外企業の課題は多い。今まで運用会社から議決権行使を通して静かな経営の監視を受けてきたが、その監視機能が失われよう。プライム市場の上場維持基準に向けた計画書を提出しているが、この基準を満たすのは容易ではなく、進捗状況の開示を繰り返すことになろう。継続的に投資する運用会社がいれば計画書および進捗開示について厳しい指摘をするだろうが、そのような主体はいない可能性が高い。小型株運用マネジャーは投資しても黙ったままかもしれない。市場からの厳しい監視を免れた上でプライム市場の上場を維持できる可能性が高い。現金保有が多く成長意欲が見られない企業はアクティビストのターゲットになりやすい。反対する運用会社がい

ないため買収防衛策の導入は容易かもしれないが、アクティビストと対峙することになって、味方になってくれる合理的な運用会社がいらないため孤軍奮闘を強いられることになる。<sup>24)</sup>

プライム市場は典型的な三種類の企業と中間的な性格の企業で構成されることが見込まれる。その意味では多様性が高いといえるが、これは良い多様性ではない。筆者が知る限り、このような将来見通しを指摘する者は誰もいない。市場関係者は薄々気付いているものの明白な認識に至っていない可能性がある。個々の企業がどの種類なのかを明確に意識する投資家は限定され、一般の投資家や海外の投資家にとっては分かりにくく不透明な市場になりかねないのではないか。

## 六、おわりに

制度改正完了後のプライム市場を見据えるとき、運用会社には切磋琢磨して実力を高めていただきたいのは当然だが、インベストメント・チェーンの他の当事者にもいくつか提言を行いたい。

まず企業である。第三次制度改正で現行より厳しい企業統治体制が求められる予定である。しかし、コーポレートガバナンス・コードの策定時とその後改訂時でも数々の難しいコードの実施も形式的には実現してきた。今回予定されている独立社外取締役を三分の一以上にするコードでも親密企業間での取締役「持ち合い」や取締役総数削減などで対応するのではないかとという報道もある。<sup>25)</sup> そもそも論理矛盾が疑われ学問的な議論が必

要なコードでさえ九割近くの企業が遵守を達成している。<sup>26)</sup>より厳しいコードを設定しても従来と同様に形式的には達成するだろう。しかし重要なのは実質と実効性である。遵守しない、遵守できないコードについては堂々とエクスペインしていただきたい。その方が投資家は信頼する。

経営者に認識してほしいのはPBRの意味である。PBRが1未満であるということは投資家からの拠出資金で行っている事業の価値が資金額を下まわっていることを意味する。つまり価値を毀損しているのである。経営者にこの認識があれば企業価値向上へ向けた真剣度合いが高まるのではないだろうか。

次にアセットオーナーである。近年、パッシブ運用シフトが著しいが、アクティブ運用こそが価値向上の源泉である。図表5からもアナリストの分析や建設的な対話が多く行われることが企業の

価値向上に重要であることは明らかだ。この状況を小型株式の分野に拡げる必要がある。このためにはブティック型の独立運用会社の育成が重要ではないか。親会社の金融機関カルチャーから脱したい実力派の中堅と、親会社ルールに準じて六〇歳で実質引退となっているシニア層に活躍の場を与えてほしい。

日本株式投資のベンチマークはTOPIXである。今回の改正で構成銘柄数は千五百程度に減る。今回の改正で見込みであるが、それでもまだ多すぎる。グローバル株式投資のベンチマーク指数に占める日本株式は三百社程度である。真に代表的な日本企業の数とほぼ同じだ。パッシブ運用のベンチマークをグローバル指数の日本部分に変更して、中小型株のアクティブ運用を付加するかたちで資産運用管理をしたらどうか。その方が運用会社の調査分析リソースをより効果的に活用できるようになると

## 懸念されるプライム市場の三極化と不透明化

思う。

本稿の見方は悲観的すぎるかもしれない。今後、制度の詳細を詰めていく際に少しでも実効性を高める工夫をしていただきたい。

### (注)

- (1) 東京証券取引所、「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）」および「TOPIX（東証株価指数）等の見直しについて」、二〇二〇年一月二日  
二五
- (2) 明田雅昭、「議決権行使結果個別開示が示唆する企業の三極化」、日本証券経済研究所ホームページ掲載、トピックス論文、平成三〇年一月二九日
- (3) 二〇一八年以降の進展状況については東証ホームページの「市場構造の在り方等の検討」に詳しい。
- (4) 金融審議会「市場構造専門グループ」会合、第三回資料「地方企業からのヒアリング」、令和元年一〇月二日
- (5) 東証一部企業は、申請しなければ自動的にスタンダードになる。プライムへの申請なら無審査、グロースへの申請

なら審査がある。

- (6) 毎決算期の三ヶ月以内に計画の進捗状況を開示すれば経過措置の適用が維持される。
- (7) 東京証券取引所ホームページの「市場変更銘柄一覧」の「市場二部への指定替え」参照
- (8) 金融庁、「金融審議会市場ワーキング・グループ市場構造専門グループ報告書」、令和元年二月二七日
- (9) 途中で流通株式時価総額が百億円以上となれば低減の停止、年間売買代金回転率が〇・二回転以上の条件も同時に満たせば、段階的低減銘柄から除外されるルールも定められている。
- (10) これは企業に政策保有株式の売却を促す効果をもたらすかもしれない。
- (11) その他東証が流通株式に含めることが適当でないと認める株式も流通株式から除外される。
- (12) 二〇二〇年一二月末の東証一部上場企業は二一八三社であるが、翌月上場廃止となったソフトブレイン社を除いている。
- (13) 平均売買代金は過去一年間の日次平均と定義されているが、本稿では売買代金は月間売買高に日次終値の月間平均値を乗じて計算した。流通株式比率は、TOPIX採用の流動株式比率とFACTSETデータベースで算出される

- 流動株式比率の小さい方を採用した。
- (14) 前述の金融審議会「地方企業からのヒアリング」の議事録を読むと、地方企業三社の関心は市場区分に集中していて、座長に促されるまで T O P I X への言及はなかった。座長から問いに答える形で、T O P I X から外れることについて特に問題ないと答えていた。
- (15) 二〇二〇年五、六月株主総会開催企業に対する運用会社各社の個別議案議決権行使結果を一覧したデータファイルで、一橋大学大学院経営管理研究科の円谷昭一研究室のホームページから入手できる。
- (16) 九八一社中の九五四社
- (17) 日本投資顧問業協会、「日本版スチュワードシップ・コードへの対応等に関するアンケート(第七回)の結果について(二〇二〇年一〇月実施分)」、二〇二〇年二月二十四日
- (18) 投資情報サービスで確認出来る業績予想の数は証券会社および投資情報サービス会社によるものに限定され、運用会社が内部で行っているものは含まれない。しかしながら運用会社に関心をもつ企業に対して証券会社および投資情報サービス会社は業績予想をするはずである。従って投資情報サービスで確認できる業績予想数が市場全体での企業分析の量に比例し、建設的な対話の量に比例すると考えてよいだろう。
- (19) 東京証券取引所、「英文開示実施状況調査結果(二〇二〇年度)の公表について」、二〇二一年一月二七日
- (20) 株主総会招集通知や決算短信、I R 説明資料など七種類について英文化されているかを調査している。筆者はこの開示状況を点数化し業績予想数でクラス分けした。
- (21) 株主提案に対する「賛成」は反対票とし、「反対」は賛成票として数えた。
- (22) 明田雅昭、「図表で見る日本企業の価値創造(二〇一九―二〇二〇)」、日本証券経済研究所ホームページ掲載、トピックス論文、二〇二一年三月八日
- (23) 図表5で業績予想数が四個以上の企業は四八三社
- (24) 議決権を行使する運用会社が激減することによって買収防衛策の導入がしやすくなるかもしれない。「東証上場会社コーポレート・ガバナンス白書二〇一九」の図表二五によれば、市場一部企業の買収防衛策導入状況は二〇一二年の二三・五%から二〇一八年の一四・三%まで顕著な低下が見られる。一方、運用会社の保有が少くないと思われる市場二部企業は水準こそ低いものの、この間、九%台で変化がない。これは運用会社からの反対を受けていないためだろう。
- (25) 日本経済新聞記事、「社外役員二割で「前任踏襲」、二〇二一年二月二三日

(26) 原則一の四に「政策保有株式について、保有に伴う便益やリスクが資本コストに見合っているか」という表現があるが、企業価値評価理論にみるとこの文章は矛盾している可能性がある。そのようなものであっても、この原則の実施率は二〇一九年の東証一部企業で八六・五%であった。

(あけだ よしあき・当研究所特任リサーチ・  
フェロー)