

市場一部プライム基準未適合企業の 選択と株価の反応

明田雅昭

一、はじめに

本年四月より東京証券取引所（以下、「東証」）は新市場区分に再編成された⁽¹⁾。従来の市場一部企業は、最上位市場と目されるプライム市場への市場維持基準を充たしていなくても基準適合へ向けた計画書を提出するなど一定の条件下で、当の間、プライム市場への上場が認められた。この経過措置の適用を受けた企業（以下、「未適合プライム企業」）は二九六社だった。一方で、市場一

部企業のうちスタンダード市場を選択した企業（以下、「スタンダード選択企業」）は三四四社だった⁽²⁾。新市場区分の選択申請は、取締役会決議を前提にしており、これら六四〇社の企業経営者は、重大な意思決定を求められたはずである。

投資家の間ではプライム基準未適合の市場一部企業がプライム市場とスタンダード市場のどちらを選択するのに関心が集まっていたが、筆者は各社がどのような内容で適時開示を行うのかに注目していた。今まで機関投資家との接触機会が少なかったこれらの企業が、重大な選択結果の公表

を通して、彼らの株式市場への向き合い方が明らかになる機会だと考えたからである。

本稿の前半では未適合プライム企業が開示した計画書の概要を要約し、後半ではスタンダード選択企業がどのような適時開示をしたのかを整理した。⁽³⁾ これら企業の市場選択および適時開示の内容について機関投資家の関心は低かったが、株式市場は薄商いの中でも合理的な反応をしていたようである。

二、市場一部企業の新市場区分 選択結果

プライム上場企業には企業統治コードで六つの追加的な原則⁽⁴⁾に実施あるいは説明が求められ、四つの定量的な上場維持基準（後述）を充たす必要があった。企業統治コードは実施しないことも許

されるが、定量基準の適合判定には曖昧性はない。このため企業および市場関係者の当面の注目は定量基準に集中した。東証は昨年七月に六月末基準の一次判定で、市場一部企業のうちプライム上場維持基準に未適合の企業は六六四社であることを明らかにした。⁽⁵⁾ 上場企業は、この一次判定を基に九月から一二月までの間に東証に新市場区分選択の申請を行い、東証は本年一月に各社の申請結果を公表した。その概要を図表1にまとめた。

東証が通知した一次判定結果に修正を求め二次判定の結果、未適合から適合に変わった企業や上場廃止ないし新規上場の企業により、一二月末時点では市場一部でプライム基準未適合の企業は六一七社になっていた。このうち、二九六社がプライム市場を選択し、三二一社がスタンダード市場を選択した。プライム基準に適合しながらスタンダード市場を選択した企業も二三社あったた

図表 1 未適合プライム企業とスタンダード選択企業の構成

二次判定適合・ 上場廃止等 47社	プライム基準未適合	該当 社数	適時開示	
			実施	未実施
2021.12.30: 市場一部で プライム基準未適合 617社	プライム選択企業	296	296	無し
	12月末迄に未適合解消企業	27	同左	
	未適合解消を目指す企業	269		
	流通株式時価総額	220		
	流通株式比率	37		
	平均売買代金	85		
	スタンダード基準未適合	12	12	
スタンダード基準適合	309	266-	43+	
2021.6.30: 市場一部で プライム基準未適合 664社	プライム基準適合	23	11+	12-
	スタンダード選択企業	344	289	55
	市場一部の該当企業数	640	585	55

(注) 「未適合解消を目指す企業」には12月末迄に未適合状態を解消したが解消状態を安定化させるための目標期限を設定した企業も含む

〔出所〕 東証が2022年1月11日発表した資料と各社の適時開示資料より筆者作成

め、市場一部企業のうちスタンダード市場を選択した企業は三四社になった。⁽⁶⁾

未適合プライム企業はすべてがプライム基準適合に向けた計画書を、スタンダード選択企業のうちスタンダード基準未適合の一二社はスタンダード基準適合に向けた計画書を適時開示している。

三、未適合プライム企業の 適合計画書の概要

プライム市場の上場維持基準は、流通株式数が二万単位以上、流通株式時価総額が百億円以上、流通株式比率が三五%以上、一日平均売買代金が〇・二億円以上の四つである。未適合プライム企業二九六社は昨年六月末時点では、これら四つの基準のうちの少なくとも一つに未適合であったのだが、二七社は一二月末までに未適合を解消した

ため目標期限を定めていない「計画書」を開示した。残りの二六九社は一二月末でも未適合項目があるか、未適合が解消されていても解消状態を安定化させるための施策と目標期限を定めた計画書を開示している。

この二六九社のうち流通株式数に未適合だったのは二社に過ぎなかった。このため他の三つの定量基準が注目されることになる。未適合企業は流通株式時価総額では二二〇社、流通株式比率では三七社、平均売買代金では八五社であった。⁷⁾ 各社は自ら設定した目標期限までに一つないし複数の未適合基準を充たすための施策を計画書で説明している。

各社が設定した目標期限の平均は三年六ヶ月で、最頻年は二〇二五年（八八社）、最短が二〇二二年三月（四社）、最長が二〇三二年三月（一社）であった。東証は計画書作成上の留意事項

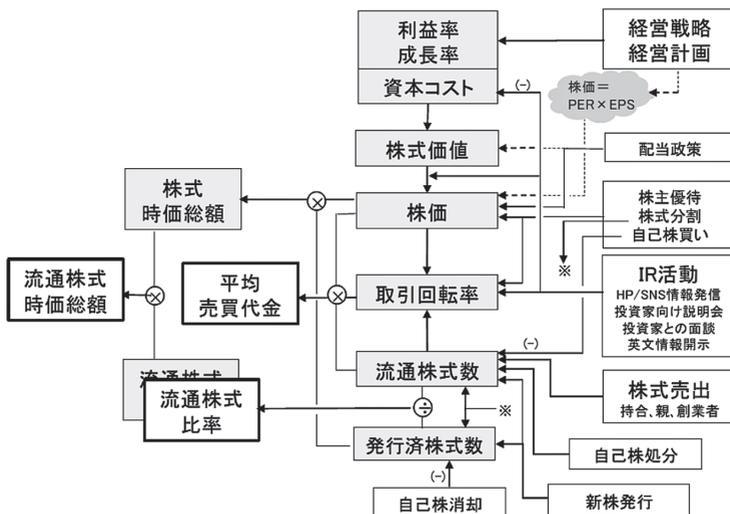
（以下、「留意事項⁸⁾」を上場企業に通知しており、各社は主としてこれに依拠して計画書を作成したものと思われる。各社が提示した諸施策は各社なりに様々であるが、全体集約して理論的な観点も含めて体系化したのが図表2である。

流通株式時価総額の向上策に関する留意事項では、経営戦略および中期経営計画との整合的な取組を求めている。これもあり各社はほとんどすべてが中期経営計画を添付している。その上で株式時価総額を高める施策の効果測定で多くの企業が採用していたのは株価収益率（PER）の定義を変形した、

$$\text{株式時価総額} \parallel \text{PER} \times \text{純利益}$$

という式である。中期経営計画に基づく目標期限における純利益に、自社の足元ないし最近数年の平均PERか業界平均PERを掛け算して、目標期限時点での株式時価総額の根拠としていた。P

図表2 上場維持基準指標の改善施策とその波及経路



〔出所〕 明田雅昭 [2022.1.31]

ERは利益率や成長率および資本構成の変化によつて水準が変化するのだが、そういった点を考慮している企業はほとんどなかった。

企業統治コード原則五―二では、自社の資本コストを的確に把握した上で事業ポートフォリオの再編をすることで企業価値の向上を求めている。資本コストは企業価値を評価・分析する上で不可欠の要素であるが、計画書の中に資本コストを組み込んだ企業は非常に少ない。しかも、適切ではないとして教科書で注意されている方法を使っている企業もあった。

流通株式比率の向上策の中心は株式売り出し（市場売却ないし立会外分売）である。未適合企業三七社のうち三一社がこれに言及している。売り出し主体は、普通銀行、生命保険会社、事業法人などの既存株主（持ち合い先）であるが、親会社などの法人大株主や創業者などの個人大株主の

具体名を挙げた企業もあった。他には自己株式の処分や消却、新株発行、新株予約権の発行と行使を挙げた企業もある。これらはいずれも留意事項で例示されていた施策である。

平均売買代金の向上策は、留意事項では流通株式数の増加に向けた取組に加えてIR活動が例示されている。未適合企業の中には流通株式時価総額が高まれば自ずと平均売買代金も増えるとして固有の施策を示さなかった企業もあった。平均売買代金は株式時価総額や流通株式数・比率と比べて直接的な要因や波及経路が不明で分かりにくい。このため向上策やその効果の説明も曖昧になりがちだが、図表2では、平均売買代金は株価、流通株式数、取引回転率の三つの積に比例するものと見なして各社が提示した施策を整理した。

株価向上策の基本は株式価値の向上であるが、具体的施策として配当政策の改善（増配、配当の

安定性向上、中間配当の実施など）、自己株買、株式分割が提示されていた。これらは狭義のファイナンス理論的には株式価値に影響しないはずだが、経営者の自信を表すメッセージとして少なくとも短期的には株価向上に役に立つと考える人が多い。株価向上策として株主優待制度の創設・拡充をアピールする企業も多かった。株主優待は確かに個人投資家を喜ばすだろうが、受け取っても処分に困る機関投資家は歓迎しない。ましてグローバルな機関投資家向けには逆効果であろう。

取引回転率を上げる中心的な施策はIR活動を強化し企業認知度を高めることである。具体的には、オンラインも含めて機関投資家および個人投資家向けの説明会の開催・定期化、説明内容を決算数値中心から戦略・ビジョン重視へ変更、IRフェアへの参加、ホームページやSNSを通じて

の情報発信、英文情報開示の開始・強化などが挙げられていた。IR活動の強化策として機関投資家・アナリストとの面談を挙げる企業も多かった。今でも面談を実施していて、その回数増加を図るかのような記述も見られたが、未適合プライム企業の四分の三以上はセルサイドアナリストが存在せず信憑性に疑問が残る。いくつかの企業のように「機関投資家・アナリストへのダイレクトアプローチによる新規リレーション獲得」とか「(独立系アナリストによる)アナリストレポートの提供」と記述した方が信頼できる。

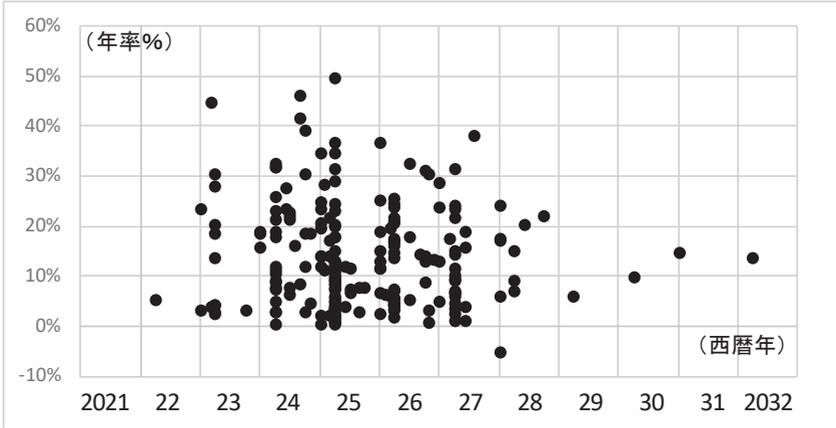
IR活動の波及経路と効果は取引回転率の向上だけではない。企業の活動と業績に関して投資家の理解を進めることは、その企業の将来の利益や成長に関する予想の不確実を減らすことにつながる。これは資本コスト(割引率)の低下をもたらし、引いては企業価値の向上に寄与する。経営者

は自らが考える株式価値と株価が乖離しているという不満を持つことが多いが、投資家への情報提供と投資家からのフィードバックをすり合わせ、その乖離を縮めることもIR活動の重要な役割である。

四、未適合プライム選択への 株価の反応

流通株式時価総額に未適合なのは二二〇社で他の定量基準と比べて圧倒的に多かった。つまり、適合に向けて行うべき施策の中心的課題は流通株式時価総額の向上なのである。昨年七月に各社に伝えられた一次判定時の流通株式時価総額を二倍以上にする必要がある企業は六五社あり、一・五倍以上とすると一一八社⁹⁾が該当する。各社の経営陣は期限付きでこの倍数達成をコミットしたこと

図表3 目標期限ごとの必要株式時価総額値上がり率



(注1) 60%を超えて本図の範囲外になっている企業が2社ある

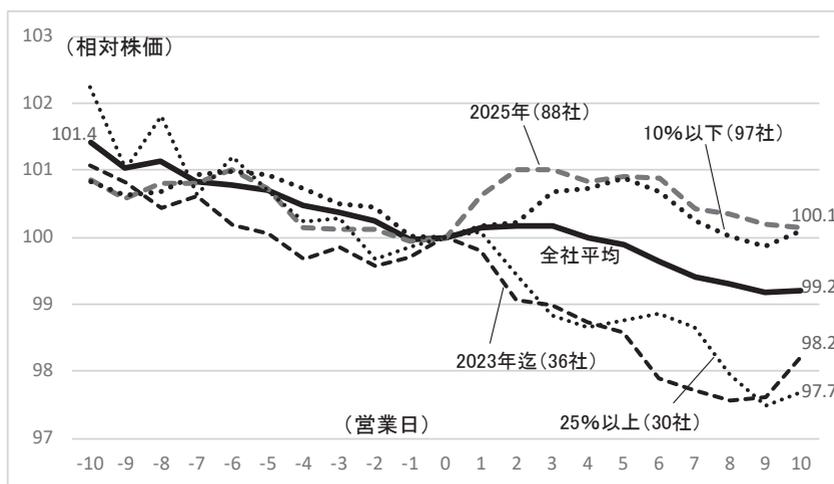
(注2) 2027年12月で必要値上がり率がマイナスの企業は、流動株式比率を1.75倍にしなければならず、その場合は株式時価総額の値上がり率は0.71倍でよい

〔出所〕 明田雅昭 [2022.2.15]

になる。必要となる株式時価総額の年率値上がり率を目標期限別に計算してみた結果が図表3である。なお、流通株式比率に適合目標がある場合は、その適合が実現されることを前提として値上がり率を計算している。年率値上がり率が一〇%以下でよい企業は九七社だが、二五%以上が必要な企業も三〇社ある。これらの企業群が計画書を適時開示した際の株式市場の反応を検証してみよう。

図表4の中央に位置するやや右下がりの太線は全二九六社を対象にしたTOPIX相対株価の平均である。適時開示のほとんどは午後三時以降に行われていた。このため適時開示日の終値は適時開示情報を織り込んでいないはずである。そこで、適時開示日を第〇日としてその前一〇日とその後一〇日の計二一日（すべて営業日ベース）のTOPIX相対株価を計算し、第〇日の水準が一

図表4 プライム適合計画書開示と株式市場の反応



〔出所〕 各社の適時開示資料および FACTSET データベースより筆者作成

○になるよう規格化した。全社平均は一〇一・四から九九・二に約二%低下していたが、この間は大型株相場で小型株のパフォーマンスが相対的に劣っていたことを反映しているものと考えられる。必要値上がり率一〇%以下の企業群の平均相対株価は三日目に一%ほど超過し、一〇日目までその超過を維持している。一方、必要値上がり率が二五%以上の企業群は二日目以降に急落し一〇日後には一・五%劣後した九七・七%の水準になった。年率一〇%以下の値上がり目標は現実的なものとして評価され、年率二五%以上の値上がり目標は非現実的なものとして失望を買った可能性がある。

図表4には目標期限を二〇二五年とした八八社と二〇二三年までとした三六社の平均相対株価の推移も重ね合わせた。前者は開示後の二日間で一%の超過を見せ一〇日後までその超過を維持し

た。後者は開示後二日間で一%の劣後を見せ一時的に二%まで劣後が拡大した後一〇日目の水準は一%の劣後となった。二〇二五年までの目標設定は妥当なものとして評価された一方で、二〇二三年までの目標は性急過ぎるとして計画の信憑性が疑われたのかもしれない。

五、スタンダード選択企業の 適時開示の概要

筆者は昨年九月以降、市場一部企業のうち未適合プライム企業とスタンダード選択企業の適時開示資料を収集・整理していた。年末にこれらの企業の合計が五八五社にしかならず六六四社を大幅に下回っていることに疑問を感じていた。一月の東証発表により五五社が適時開示しないままスタンダードを選択していたことが確認された。

適時開示制度は重要な会社情報を上場会社から投資家に提供するために設けられている。開示すべきものとして七〇を超える項目が指定されていて、適合計画書も入っているが、市場選択情報は入っていない。スタンダード基準に適合してスタンダード市場を選択する場合、適時開示は必須ではなかったのである。

市場一部でスタンダード市場を選択した旨を適時開示した企業は二八九社だったが、そのうちスタンダード基準に未適合で適合に向けた計画書を開示したのが一二社、プライム基準に適合していた旨の記述も含めてスタンダード選択の開示をしたのは一社であった。プライム基準に適合していてもそのことを記述せずにスタンダード選択のみを開示した企業もあり得る¹⁰⁾。このため、図表1では該当箇所を「一プラス」と表記した。プライム基準に未適合でスタンダード基準適合の適時

開示をした企業は最大で二六六社ということになり、該当箇所は「二六六マイナス」と表記した。なお、プライム基準の未適合状況も開示した企業はわずか三七社であったが、全社が流通株式時価総額について未適合であった。¹¹⁾

スタンダード選択企業のうち約一八〇社の開示内容はミニマム三点セットであった。「選択を決議した、適合は確認済み、手続きを進める」の三つだけを記述した開示である。三点セットに決まり文句で飾り付けただけの開示も約四〇社あった。決まり文句とは、例えば、「当社の持続的な成長と中長期的な企業価値向上の観点から、総合的に新市場区分の移行先を検討した結果」とか「今後もコーポレート・ガバナンスの更なる充実を図りつつ、持続的な成長と中長期的な企業価値の向上に取り組むことといたしました」とかの文章で、一文字も変えることなく他社の開示文に転

用しても違和感が全く生じないものである。未開示企業も含めて、このような実質ゼロ情報開示をした企業が実に八〇%を占めていた。¹²⁾

自社固有の選択理由を説明していた企業は五〇社程度と少ない。事業が「国内中心」とか「内需中心」であることを挙げた企業は六社だけだった。中期経営計画の達成・実現に、あるいは今は事業の基盤固めに集中したい、そのためにはスタンダード市場の方が適しているとした企業が二〇社以上あった。「プライム基準の達成・維持に労力やコストをかけるより、限られた経営資源を企業価値向上に振り向きたい」と記述していた企業が少なくとも九社あった。このような正直な考えの表明には敬意を表する。しかし、企業統治コードの諸原則は企業価値向上のために準拠を求めているものであり、諸原則準拠より企業価値向上施策を優先するというのは矛盾している。これはこ

れら企業の問題というより、このレベルの企業に對して現行の企業統治コードが過剰な要求になっていることを意味しているのではないだろうか。

プライム上場維持基準の達成あるいは維持が困難であることをスタンダード市場選択の理由に挙げた企業も一〇社程度あった。達成・維持ができない場合、上場廃止となる。このために株主が安心して保有・売買ができない状況を懸念した企業も四社あった。このような各社固有の説明こそ投資家が企業から聞きたかったものであろう。

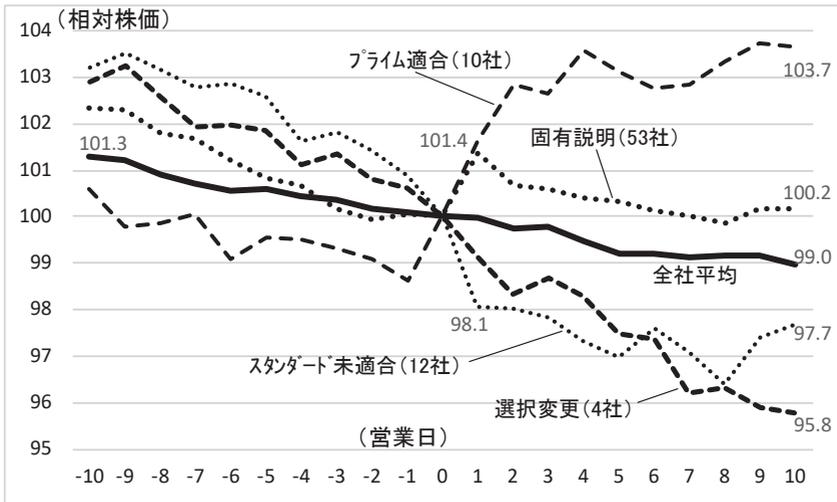
プライム市場を目指す意欲を記した企業は二五社程度にとどまり、開示文章の中に「株主」、「投資家」という言葉が一切なかった企業は七五%に及ぶ。今回の市場選択を契機にして株式市場への向き合い方を再考していただきたいものである。

六、スタンダード選択への 株価の反応

本節ではスタンダード選択企業がスタンダード市場の選択を適時開示した際の株式市場の反応を検証する。図表5の中央に位置するやや右下がりの太線は全二八七社¹³⁾を対象にしたT O P I X 相対株価の平均である。二一営業日で一〇一・三から九九・〇まで低下しているが、これは未適合プライム企業の全社平均とほぼ同じである。

固有の説明をした企業は翌日一・四%の超過水準を達成し、その後は全体平均とほぼ同じ動きであった。プライム基準適合であったにもかかわらずスタンダードを選択した企業は二日で三%近くの上昇を示し株式市場はその決断を高く評価したようである。スタンダード基準に未適合であった

図表5 スタANDARD市場選択開示と株式市場の反応



〔出所〕 明田雅昭 [2022.2.10]

一二社の平均株価は、開示前後の一〇日で大きく下落していた。今回のスタンダード市場選択企業の中には当初、プライム市場を選択して適合計画書を提出するとしていたものの途中でスタンダード選択に切り替えた企業が四社ある。これらの四社に対する株式市場の反応は厳しいものであった。図表5の平均相対株価は社数が少ないため、これをもって結論めいたことを述べるのは適切ではないが、株式市場は概ね合理的に反応したように見える。

七、おわりに

今回の市場再編の評判は芳しくない。プライム市場のコンセプトが、グローバルな投資家との建設的な対話を中心に企業価値向上を目指すというものであるにもかかわらず、基準未適合企業の上

場を認めて一八四一社が該当することになった。

グローバルな投資家が投資対象とみなす日本企業はせいぜい三百社程度である。⁰⁵⁾ 市場関係者からだけではなく、企業からも落胆の声が聞かれる。⁰⁶⁾ しかし、六〇年来の改革である。肯定的な面も眺めてみたい。

二〇一五年に始まった企業統治改革では、本丸の「中長期的な企業価値の向上」は枕詞として使われるだけで、独立取締役の人数や委員会の設置など本丸を取り囲む形式基準の名目的達成に汲々としてきたように思う。今回のプライム適合計画書は、史上初めて二〇〇社以上の経営陣が「企業価値（株価）の向上」について数値を伴ったコミットメントをしたという点に大きな意義がある。

様々な課題を内包しているとはいえ、二九六社の多くは危機感と熱意を持って計画書を作成した

はずである。今度は株式市場側がこれに応える番だ。中小型株ファンドマネジャーからみてもアクティビストから見ても小型すぎるこれら企業の計画書を誰がどのように分析・評価するのかが今後の注目点である。

(注)

(1) 今回の市場再編の目的や特徴については次の記事を参照のこと。山道裕巳、「変化する時代における上場会社への期待―市場区分の見直しとコーポレートガバナンス・コードの改訂を踏まえて」、季刊会計基準第七五号、二〇二一年一月号

(2) 東京証券取引所、「新市場区分の選択結果について」、二〇二一年一月一日

(3) 本稿は筆者の次の三つの論文を再構成・要約したものである。これら論文の文章を一部転記した部分もあり、新たに追記した内容もあることをお断りしておく。

・明田雅昭、「東証再編と未適合プライム企業の適合計画書の概要と計画改善のためのフレームワーク」、日本証券経済研究所、トピックス、二〇二二年一月三十一日

- ・明田雅昭、「東証再編」市場一部スタンダード選択企業の適時開示」、日本証券経済研究所、トピックス、二〇二二年二月一日
- ・明田雅昭、「二一七社が時価総額一・五倍増必要 プライム維持へ「約束」の重み」、週刊エコノミスト、二〇二二年二月十五日号
- (4) 議決権電子行使プラットフォームの利用(補充原則一②④)、英語での情報開示(補充原則三①②)、TCFDレベルの気候変動リスク開示(補充原則三①③)、独立社外取締役の人数(原則四①⑧)、支配株主からの独立性の担保(補充原則四①⑧③)、委員会の構成と独立性(補充原則四①①④)。
- (5) 日本経済新聞、「東証プライム 六六四社未達 企業に通知、一部上場の三割」、二〇二二年七月一日
- (6) この段落の内容は東証「二〇二二年一月二日」による。
- (7) 東証によれば、上場維持基準に適合していないのは流通株式時価総額で二一七社、流通株式比率で三六社、平均売買代金で八四社である。本稿の方が多いのは未適合解消済みでも安定的解消を目指して目標期限を設定し施策を提示している企業も含めているためだろう。
- (8) 東京証券取引所、「新市場区分の上場維持基準の適合に向けた計画書」作成上の留意事項、二〇二二年五月二日
- (9) ただし、このうちの二社は流通株式比率を大幅に高めることによって二月末までに流通株式時価総額基準への適合を達成した。
- (10) 該当する企業を特定できるのはその企業と東証だけである。
- (11) 流通株式比率で未適合だったのが二社、平均売買代金で未適合だったのが一三社あった。なお、スタンダード基準未適合の企業でプライム基準への未適合状況も開示していたのが一社あったが、この企業は三七社に含めていない。
- (12) 三四四社のうちの二七四社で七九・七%
- (13) 適時開示したスタンダード選択企業は二八九社であるが、このうち株価水準が一〇円前後と二〇円前後の二社は一円の変化だけで大きな変化率をもたらすため除外した。
- (14) プライム基準適合のスタンダード選択企業として特定されたのは一社であったが、この中には株価水準が一〇円前後の企業があり、これを除外したため一〇社となった。
- (15) グローバル運用の代表的なベンチマークであるMSCI世界株価指数の組み入れ日本企業は一月末時点で二五九社である。
- (16) 例えば、『週刊ダイヤモンド』、覆面座談会「東証再編はとことん骨抜きにされた」市場のプロが嘆くお粗末な実態」、二〇二二年二月二十六号、『選択』(シリーズ企業研

究)「東京証券取引所 笑止千万の「市場再編」、二〇二二年二月号」、『川崎健、「消えるジャパンファンド 強まる海外投資家の選別の目」、日本経済新聞電子版、二〇二二年二月一四日』、『QUICK月次調査(株式)、二〇二二年二月調査』

(17) QUICK短観、二〇二二年二月調査

(あけだ よしあき・当研究所特任リサーチ・フェロー)