

東証一部企業の新市場区分選択～10月末経過レポート

2021年11月2日

公益財団法人 日本証券経済研究所
特任リサーチ・フェロー 明田雅昭

東京証券取引所（以下、「東証」）は現行の5市場区分（市場一部、市場二部、マザーズ、JASDAQスタンダード、JASDAQグロース）を2022年4月に新市場区分（プライム、スタンダード、グロースの3区分）に再編する。

プライム市場の上場審査基準は図表1に示す通りであるが、上場後には維持基準に適合している必要がある。維持基準未適合となった企業は経過措置基準に適合している限り、「維持基準の適合に向けた計画書」（以下、「計画書」）を提出し定期的にレビューすることにより、プライム市場上場が維持される。経過措置基準は極めて緩く、東証一部企業でこれに適合しないケースはほとんど考えられない。プライム市場の企業には2021年版企業統治コードで追加された難度の高い原則への準拠も求められるが、2015年版および2018年版の歴史を振り返れば、難しい原則であってもcomply or explainは可能であろう。このため本稿は図表1の「形式基準の上場維持基準」だけに絞って議論する。

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	- -	0.2億円以上/日	40単位/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のいずれかを満たす			
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

(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い、従来の定義に比べて厳しいものになっている

(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

今回の再編では東証一部企業は希望すればプライム市場を選択できることになっている。7月9日に東証は上場各社に対して新市場区分での基準適合状況を通知した。東証一

部企業のうちプライム市場の上場維持基準に適合していない企業は 664 社であった（具体的な社名は公表していない）。この 664 社は計画書を提出してレビューを続けることで、今のところ無期限でプライム市場上場を維持することができる。

この措置の結果、東証一部企業は以下の 3 種類に分かれることになった。(1)上場維持基準に適合しプライム市場を選択する企業、(2)上場維持基準に適合していないがプライム市場を選択する企業（以下、「未適合プライム企業」）、(3)スタンダード市場を選択する企業¹（以下、「スタンダード選択企業」）。7月9日の翌週から一部の企業は上場維持基準の適合状況に関する適時開示を始めた。新市場区分の選択申請は9月1日から12月30日までの間に行うことになっており、9月1日からは新市場区分申請の適時開示が始まっている。

維持基準に未適合の企業は、プライムを選ぶかスタンダードを選ぶかの経営判断を求められる状況にある。本稿では(2)および(3)の企業に絞り10月29日段階での新市場区分選択動向を紹介する。新市場区分申請の期限まで残り2ヶ月あり、どちらの市場を選択するか表明していない企業が多い。未表明企業にとって中間段階での他社の選択表明動向を知ることが有益な参考情報となろう。なお、本稿で紹介する統計は、あくまで筆者が把握している適時開示情報に基づいており、把握漏れの可能性がある点をご留意いただきたい。

4分の3がプライム市場を選択

10月29日段階で未適合プライム企業は96社、スタンダード選択企業は31社で、約3対1の比率であった。9月1日以降に限定するとこの比率は2対1である。未適合プライム企業では、未適合の項目をみると流通株式時価総額が77社、流通株式比率が11社、平均売買代金が28社であった。株主数と流通株式数で未適合の企業はなかった。スタンダード選択企業は適時開示の内容からは基準への未適合状況は分からないが、これら企業の市場データからみて29社が流通株式時価総額において未適合だったと推測される²。

図表2 市場選択表明した東証一部企業(7月12日～10月29日)

未適合プライム企業				スタンダード選択企業	
社数	流通時価総額	流通株比率	売買代金	社数	流通時価総額
96	77	11	28	31	29

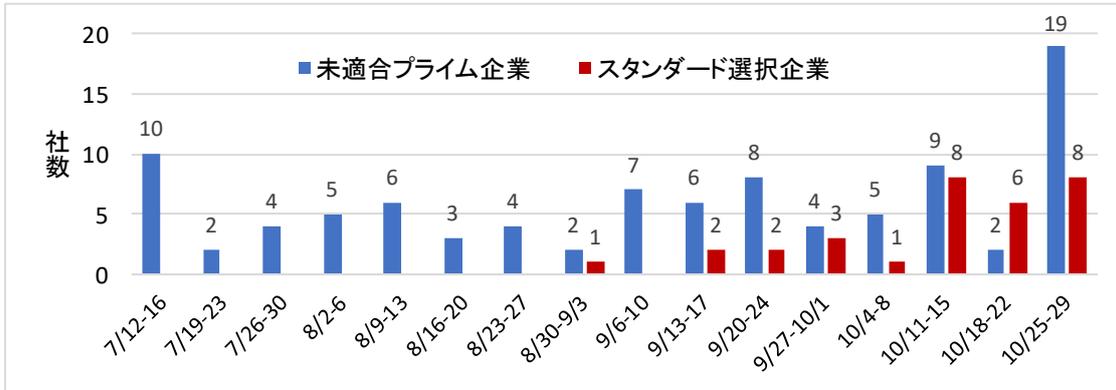
[出所] 東証適時開示資料より筆者がピックアップして集計(把握漏れの可能性あり)

7月12日以降、週次ベースで適時開示の推移をみたのが図表2である。8月末までは未適合プライム企業の適時開示だけであった。9月に入ってから、スタンダード選択企業の開示が現れ、10月中旬以降はスタンダード選択企業の数、未適合プライム企業の数に近づくようになっている。10月29日までの開示ではスタンダード選択企業は25%であったが、今後はその割合は高まっていく可能性もあろう。

¹ プライム上場維持基準に適合していてもプライムではなくスタンダードを選択する企業もあろう

² 本稿では個別企業の流通株式時価総額データとして7月30日時点のTOPIXで使用されている個別流通株式時価総額を用いている。これは市場再編判定に使用されたものと定義および時期(4月から6月)が異なるが、筆者が利用可能なデータベースの限界ということでご理解いただきたい

図表3 東証一部企業の市場選択表明（週経過）

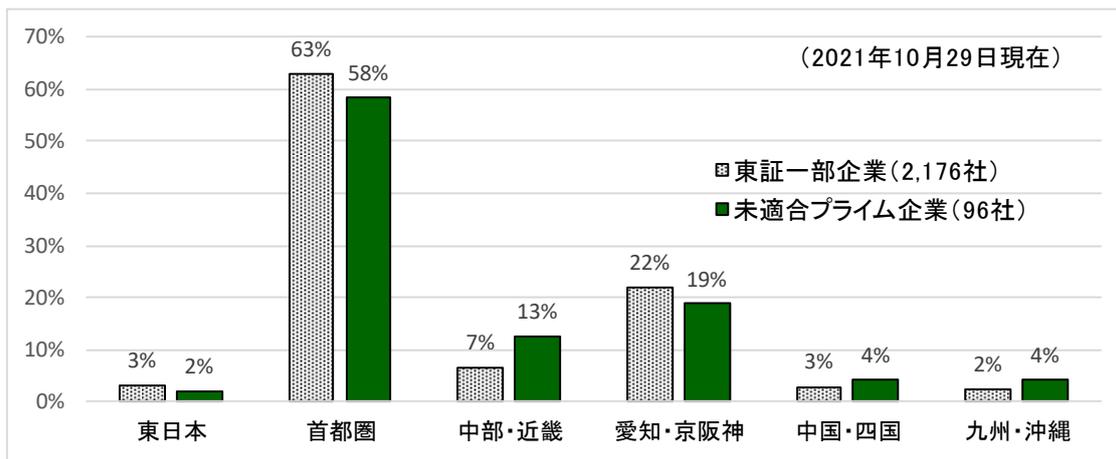


[出所] 東証適時開示資料より筆者がピックアップして集計(把握漏れの可能性あり)

地域による差は多少ある

新市場区分を議論した金融審議会では、地方の東証一部企業からプライム市場に移行できなかった場合のデメリットと危機感が強く訴えられていた³。これも「東証一部企業は希望すればプライム」という規則の設定に影響した可能性が高い。そこで、未適合プライム企業は、本社所在地みて地方企業の方が都市圏企業より多いかを確認したのが図表4である。未適合プライム企業の割合は首都圏と愛知・京阪神という都市圏企業と比べると、確かに地方企業の方が高く、特に中部・近畿でその傾向が見られる。ただし、東日本だけはその傾向が見られない。

図表4 未適合プライム企業の地域分布



(注) 東日本＝北海道・東北・北関東3県、首都圏＝1都3県、京阪神＝京都・大阪・兵庫、中部・近畿は愛知・京都・大阪・兵庫を除いたものである

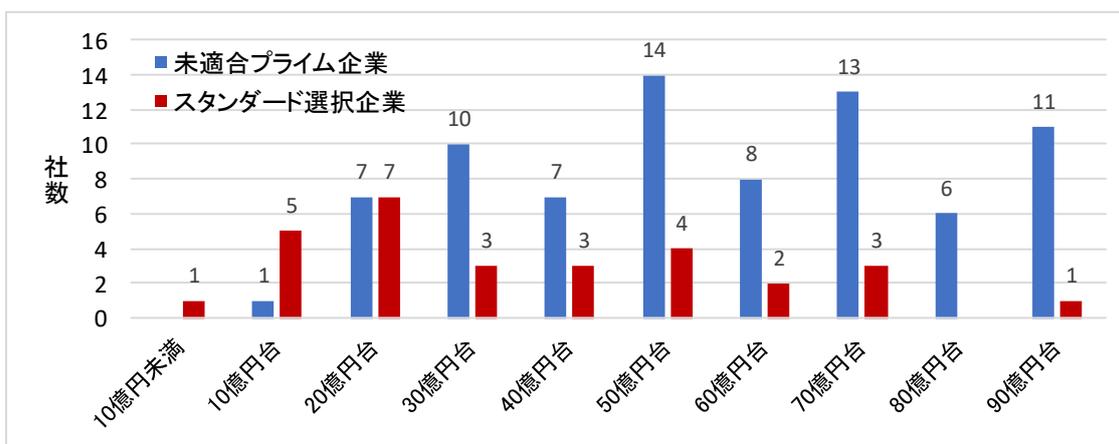
[出所] FACTSETおよび東証適時開示資料より筆者が作成

³ 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10月2日

ハードルが高い企業でもプライム申請

維持基準未適合となっている項目は流通株式時価総額が最も多い(図表2)。各社の適時開示では、項目別の適合/未適合だけを開示し、当該項目の具体的な数値を開示している例はほとんどない。そこで、現行のTOPIXで使用されている個別企業の流通株式時価総額のデータを利用して未適合プライム企業およびスタンダード選択企業の流通株式時価総額の分布を調べた結果が図表5である。

図表5 未適合企業の流通株式時価総額分布



(注) 本図は7月30日時点のTOPIXで使用されている流通株式時価総額を用いて作成した(市場再編判定に使用された流通株式時価総額とは定義が異なる)

[出所] 東証適時開示資料より筆者がピックアップして集計(2021年10月29日までの集計。ただし、把握漏れの可能性あり)

スタンダード選択企業をみると40億円台以下が66%を占めており、この項目でプライム市場選択を諦めた可能性が高い。一方、未適合プライム企業は50億円台以上が68%で、40億円台以下が32%という分布になっている。これらの32%の企業にとって流通株式時価総額で基準に適合するのは高いハードルであるといえよう。

あるべき流通株式時価総額向上策

項目別に未適合の企業が多く、かつ適合に向けた対策が最も難しいのは流通株式時価総額であろう。流通株式比率を可能な限り高めた後、株価(株式価値)を必要な水準まで高めなければならない。東証は計画書作成上の留意事項で、流通株式時価総額に関する記載のポイントを、次のように記述している⁴。

※ 上場会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、上場会社各社の経営方針・経営戦略と統合的な取組をご検討ください。

※ 公表された経営方針・経営戦略、中期経営計画等がある場合には、その内容との整合性確保に特にご注意ください。

⁴ 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」、2021年5月12日

「会社の持続的な成長と中長期的な企業価値向上」を目指している企業統治コードでは、原則5-2で「経営戦略や計画の策定・公表」として、次の内容を求めている。

『経営戦略や計画の策定・公表に当たっては、自社の資本コストを的確に把握した上で、収益計画や資本政策の基本的な方針を示すとともに、収益力・資本効率等に関する目標を提示し、その実現のために、事業ポートフォリオの見直しや、設備投資・研究開発投資・人的資本への投資等を含む経営資源の配分等に関し具体的に何を実行するのについて、株主に分かりやすい言葉・論理で明確に説明を行うべきである』

東証調べ⁵では、市場第一部2,143社のうち1,744社（81.4%）がこの原則5-2を実施していると回答している。計画書における流通株式時価総額向上策は、東証の作成上の留意事項と企業統治コード原則5-2に基づくものが期待されているといえよう。

実際の流通株式時価総額向上策

未適合プライム企業の多くは、プライム市場を選択するとした適時開示で計画書は12月末までに公表するとして計画書は公表していない。しかし、中には早々に計画書を公表した企業もある。筆者が把握している限り、東証一部企業のうち流通株式時価総額未適合で計画書を提出した企業は10社あった。ただし、そのうち4社は株式の売り出しなどで既に適合済みと報告している。具体的な向上策を提示したのは図表6の6社であった。

図表6 流通株式時価総額基準の適合に向けた計画

会社名	流通時価総額	達成目標時	中期経営計画と結びつけた時価総額向上策
A社	約90億円	2025.12	5年中期経営計画推進、IR強化、株主還元策、流通株比率向上
B社	約75億円	2025.08	第2期3カ年経営計画最終年のEPS予想×直近3期末PER平均
C社	約75億円	2025.03	過去の流通株式時価総額100億円以上の時と類似の業績を再現。その時のEPSと業界平均PERで株価を確認
D社	約50億円	2024.12	"ROIC-WACC"アプローチを(市場、セクター、過去実績の)PER、PBRで検証
E社	約35億円	2025.03	3年中期経営計画の最終年EPS×業界平均PER
F社	約30億円	2023.09	PERとPEGレシオの同業他社比較からPER(17→30)、EPSの目標値、PER×EPS

[出所] 各社の適時開示資料より筆者が作成

A社は流通株式時価総額が約90億円と基準の100億円に近いこともあるのか、中期経営計画を中心とした対策のみで、作成上の留意事項および統治コード原則5-2に則しているとは言いがたい。B社、E社、F社は中期経営計画をベースにして最終年度のEPSにPERを乗じて株式価値を算定して流通株式時価総額基準への適合を示している。PERとしては、直近3期末平均（B社）、業界平均（E社）、同業他社比較（F社）を使用している。PERは同じ事業を行っていても、資本構成や事業に関連しない損益によって水準が変化するため、過去平均や業界平均、同業他社比較をする際にはその調整を行う必要が

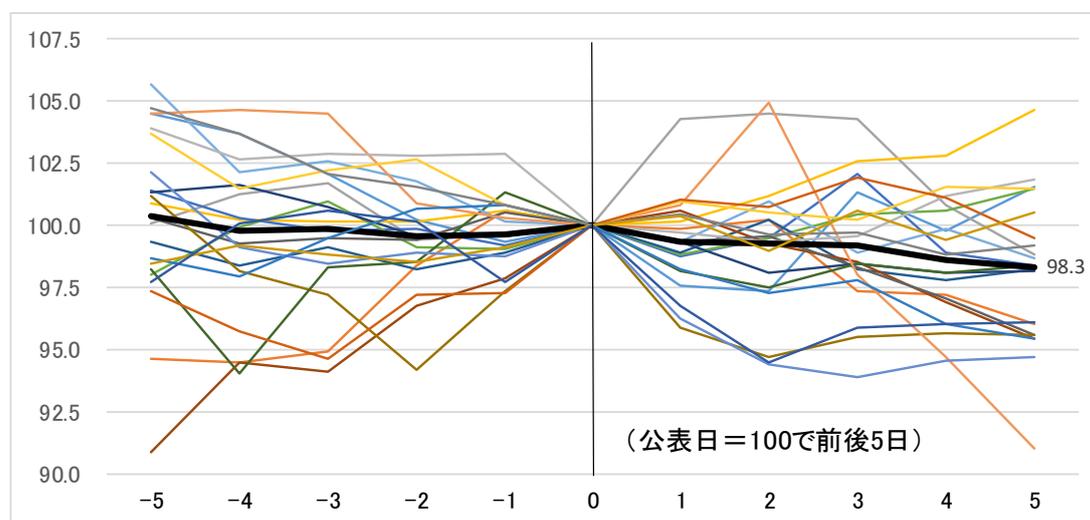
⁵ 東証上場会社コーポレートガバナンス白書2021

ある⁶。しかし3社ともそのような調整は行っていない。むしろ、企業価値・EBITDA⁷マルチプルを使って企業価値を算定した後に有利子負債を控除して株式価値を求める方が適切であるが、そのような方式は採用されていない。C社はかつて業績が好調で流通株式時価総額が100億円を上回っていた頃の業績を再現することで基準の適合を目指すという。これらの5社の計画書には資本コストという単語は現れていない。唯一D社だけが投下資産利益率 ROIC と資本コスト WACC を使った剰余利益の考え方を中期経営計画に結びつけて論じており、作成上の留意事項および統治コード原則5-2に則しているといえよう。なお、6社とも適合の達成時期は概ね4年以内としている。

スタンダード選択でも株価急落は起きていない

スタンダード市場を選択する東証一部企業の中にはその選択を公表した時点で株価が急落するかもしれないという心配があったようだ。図表7はスタンダード選択企業の開示日前後5日間の対TOPIX相対株価を、開示日=100に基準化したものである。9月3日以降10月22日までにスタンダード選択を開示した23社を対象にしたもので、黒い太線は23社の平均値の推移である。これを見ると、少なくとも短期的には株価の急落は起きていないといえよう⁸。

図表7 スタンダード選択企業23社の対TOPIX相対株価



【出所】 日次の個別企業株価およびTOPIX指数値より筆者が計算(別途、10月25日~29日に表明した企業が8社)

本稿に関するご意見、ご質問は commenttoakeda01@gmail.com 宛てにお願いします。

⁶ 例えば、マッキンゼー・アンド・カンパニー、「企業価値評価第6版」の第16章を参照のこと

⁷ EBITDA (有形・無形固定資産償却前営業利益)。マルチプルとしてはEBITA (無形固定資産償却前営業利益) やNOPLAT (みなし税引後営業利益)の方がさらに歪みが少ないとされる

⁸ 流通株式時価総額が100億円未満の企業は2022年10月以降TOPIX構成ウエイトが10分の1ずつ低減される。そのたびにインデックスファンドからの売り圧力が株価に大きな影響を及ぼす可能性がある