

東証再編－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

(概要)

本年4月以降の新市場区分において未適合ながらプライム市場を選択した企業は296社であった。これらの企業は流通株式時価総額、流通株式比率あるいは平均売買代金のいずれかで適合条件を充たしておらず、適合に向けた計画書を12月末までに適時開示した。

本稿はこれら企業の未適合状況と適合に向けた施策の概要をまとめたものである。流通株式時価総額が上場維持基準に採用されたことにより2015年に始まった企業統治改革で飾り言葉にすぎなかった「中長期的な企業価値の向上」について変則的な形とはいえ200社以上の経営者が初めて数値を伴ったコミットをしたことに大きな意義がある。

本稿では、今回の分析を通して上場維持基準に適合するための施策の体系化も試みた。今後、計画書の見直し・強化を行う際に役立てていただければと思う。

目次

1. 概況
2. 流通株式時価総額の未適合状況と計画書の概要
3. 流通株式比率の未適合状況と計画書の概要
4. 平均売買代金の未適合状況と計画書の概要
5. 計画改善のためのフレームワーク
6. おわりに

2022年1月31日

明田雅昭

(公益財団法人 日本証券経済研究所)

1. 概況

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）を本年4月に3つの新市場区分（プライム、スタンダード、グロース）に再編する。市場再編の目的と中心的な施策については、東証の山道裕巳社長の記事¹をご覧ください。

1月11日に東証は上場各社が4月以降に所属する新市場区分を発表した²。最上位市場と目されるプライム市場には1,841社が所属し、そのうち296社がプライム市場の上場維持基準に未適合ながらも適合に向けた計画書を提出することによってプライム市場への上場が認められることになった。プライム市場上場企業はコーポレートガバナンス・コードの6つの追加的な原則にComply or Explainが求められ、5つの定量基準を充たす必要があったが、本稿は定量基準に限定した分析レポートである。

図表1. 未適合プライム企業の未適合状況

		未適合社数	期限提示	期限未提示
計画書提出(維持基準に未適合)		296	268	28
維持基準項目	基準値	未適合社数	適合目指す	適合済み
計画書提出(維持基準に未適合)		296	269	27
株主数	800人	0	0	0
流通株式数	2万単位	2	2	0
流通株式時価総額	100億円	233	220	13
流通株式比率	35%	51	37	14
1日平均売買代金	0.2億円	91	85	6

(注) 未適合判定は2021年6月末時点で行われているが、12月末迄に未適合状態を解消し、適合計画書で目標期限を設けていない企業を「適合済み」とした

[出所] 各社の適時開示資料より筆者が作成

上場各社は2021年6月までの市場データを基にして定量基準による判定を受け、プライム条件に未適合となった企業664社のうち296社が9月から12月の間に計画書を提出した。このうち27社は7月以降に未適合条件が解消されたとして、計画達成の目標期限を設けない計画書を提出している。未適合条件が解消されていないにもかかわらず、計画内容の説明を先延ばしするとして計画書を提出した企業も1社ⁱあった。残りの268社は目標期限を設けた計画書を提出しているが、その中には未適合条件が解消されていても安定的に条件を上回るための目標期限を設けた企業も含まれている³。

5つの定量基準のうち株主数（800人以上）では未適合の企業はなく、流通株式数（2万単位以上）では未適合の企業は2社ⁱⁱだけであった。本稿では残りの3つの定量基準である

¹ 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75号、2021年12月号

² 東京証券取引所、「新市場区分の選択結果について」および「新市場区分の選択結果の一覧（EXCELシート）」、2022年1月11日

³ 東証資料によれば、上場維持基準に適合していない会社数は流通株式時価総額で217社、流通株式比率で36社、売買代金で84社となっている。本稿の方がそれぞれ220社、37社、85社と多いのは未適合解消でも目標期限を設定している企業も含めているためであろう

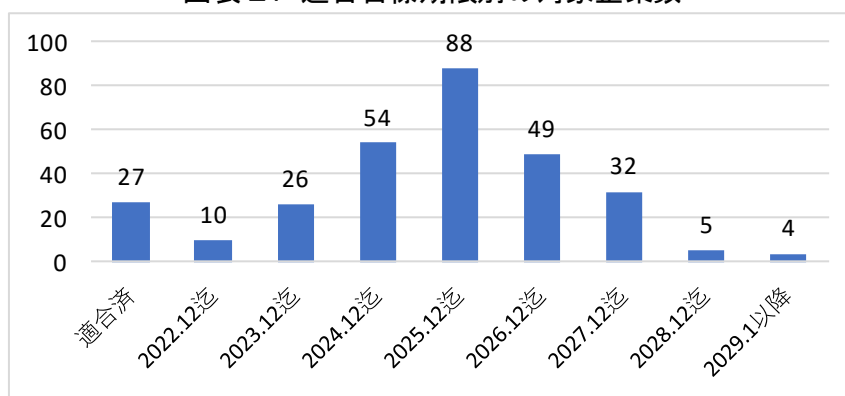
流通株式時価総額（100 億円以上）、流通株式比率（35%以上）、1 日平均売買代金（0.2 億円以上）に絞って、未適合状況及びその適合に向けた施策の概要を解説する。

本稿では 2021 年 12 月 30 日時点での東証一部企業 2,183 を対象⁴として、プライム基準に適合していてプライム市場を選択した企業を「適合プライム企業」、プライム基準未適合であっても計画書を提出してプライム市場を選択した企業を「未適合プライム企業」、スタンダード市場を選択した企業を「スタンダード選択企業」と呼ぶことにする。適合プライム企業は 1,543 社、未適合プライム企業は 296 社、スタンダード選択企業は 344 社⁵である。

最初に、基本的な統計として、適合目標期限分布、業種別分布、地域別分布を確認する。

図表 2 は適合目標期限の分布である。最も多いのは 3 年間の準備期間の後に 2025 年に目標を達成するとした企業で 88 社であった。目標時期は 2025 年を中心にした対称的な分布になっており、平均目標期限は 3 年 6 ヶ月（42.0 月）である。目標期限が 2029 年以降の企業は 4 社あるが、そのうち 3 社ⁱⁱⁱは 2030 年以降で最長は 2032 年 3 月であった。

図表 2. 適合目標期限別の対象企業数



【出所】 各社の適時開示資料より筆者が作成

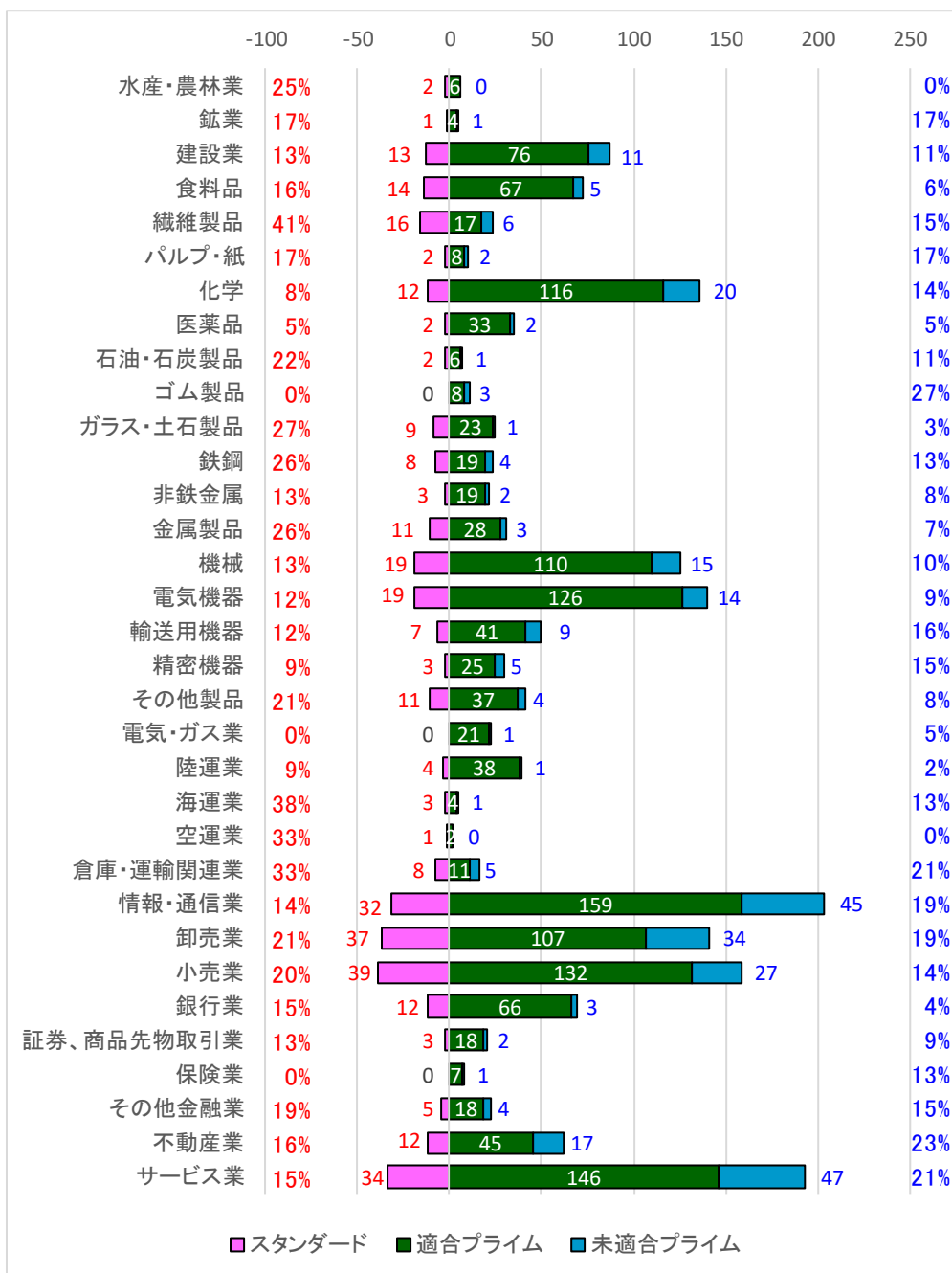
図表 3 は業種別のスタンダード選択企業、適合プライム企業、未適合プライム企業の分布である。例えば、化学では全 148 社（12+116+20）のうち、スタンダード選択企業が 12 社（8%）、未適合プライム企業が 20 社（14%）であった。

未適合プライム企業が多いのはサービス業の 47 社と情報・通信業の 45 社である。未適合プライム企業がスタンダード選択企業と比べて顕著に少ないのはガラス・土石製品、金属製品、その他製品、銀行業などである。未適合プライム企業はほとんどの業種で存在し、（企業数の少ない業種を除いて）各業種の中で最大でも 20%程度であることが分かる。業種ごとの偏りはあまりない大きくないと言えそうだ。

⁴ 2022 年 1 月 4 日に東証一部に上場した藤久ホールディングスは 2021 年 7 月 9 日に公表された東証判定の対象ではないが、4 月にはプライム市場を選択するものの流通株式時価総額が未適合であるとのことであった。本稿では藤久ホールディングスは対象外としている。また上場外国企業も対象外とした

⁵ 1 月 18 日にスタンダード選択企業の 1 社が上場廃止になり、本稿執筆時点では 343 社となっている

図表3. 業種別分布

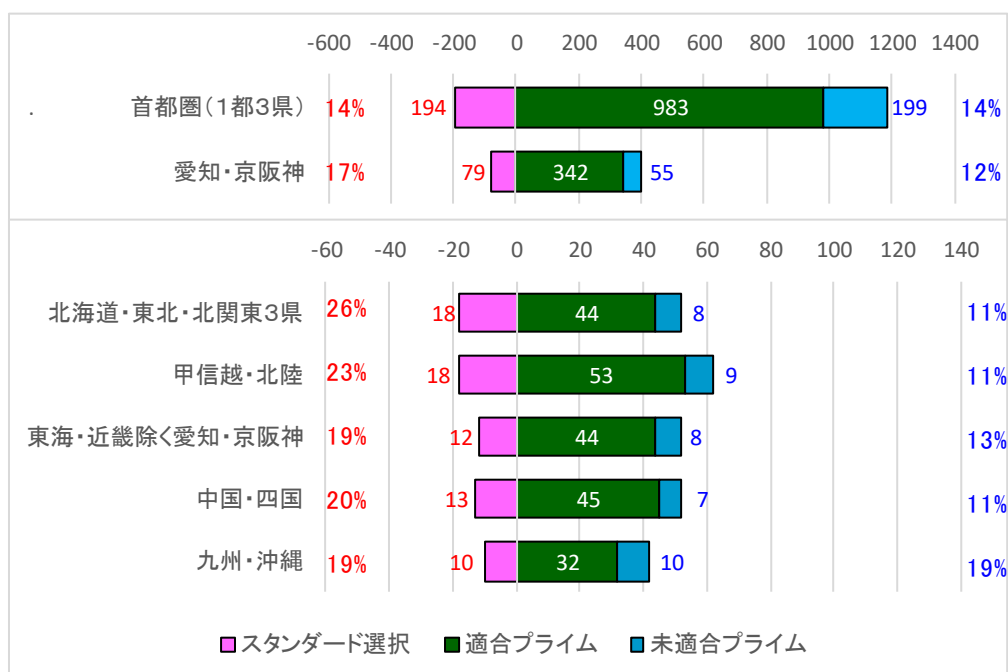


[出所] 適時開示資料および東証公表の属性データより筆者が作成

図表4は地域別のスタンダード選択企業、適合プライム企業、未適合プライム企業の分布である。例えば、首都圏では各々194社（14%）、983社、199社（14%）であった。未適合プライム企業比率は九州・沖縄を除き11%から14%と地域差はほとんどなかった。5つの地方圏では未適合プライム企業が7社から10社とほぼ同様な社数になっていることは、偶然であろうが興味深い。

今回の市場再編で経過措置が導入されたのは「プライム落ち」を嫌う地方企業の抵抗が大きかったのではないかとの声もあった。地方圏では未適合プライム企業比率がほぼ13%以下であるのに比べてスタンダード選択企業比率はいずれも19%以上であり、統計的にみると「プライム落ち」を嫌った傾向は見られなかった。

図表4. 地域別分布

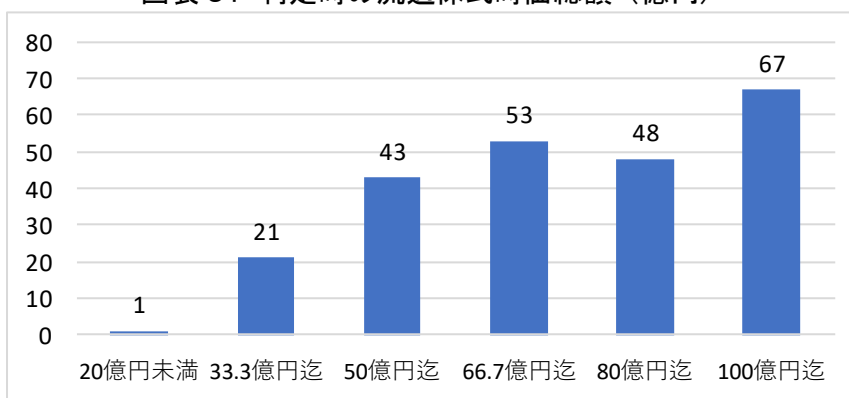


[出所] 適時開示資料およびFACTSETの属性データより筆者が作成

2. 流通株式時価総額の未適合状況と計画書の概要

東証の判定で流通株式時価総額が100億円未満だったのは233社であった。その流通株式時価総額の分布が図表5である。クラス分けの区切りは左から100億円に向けて必要になる倍数が5倍以上（20億円未満）、3～5倍（33.3億円迄）、2～3倍（50億円迄）、1.5～2倍（66.7億円迄）、1.25～1.5倍（80億円迄）、1.25倍以下（100億円迄）とした。流通株式時価総額を5倍以上にする必要がある企業は1社^{iv}だけであるが、1.5倍以上にする必要がある企業は118社（1+21+43+53）である。

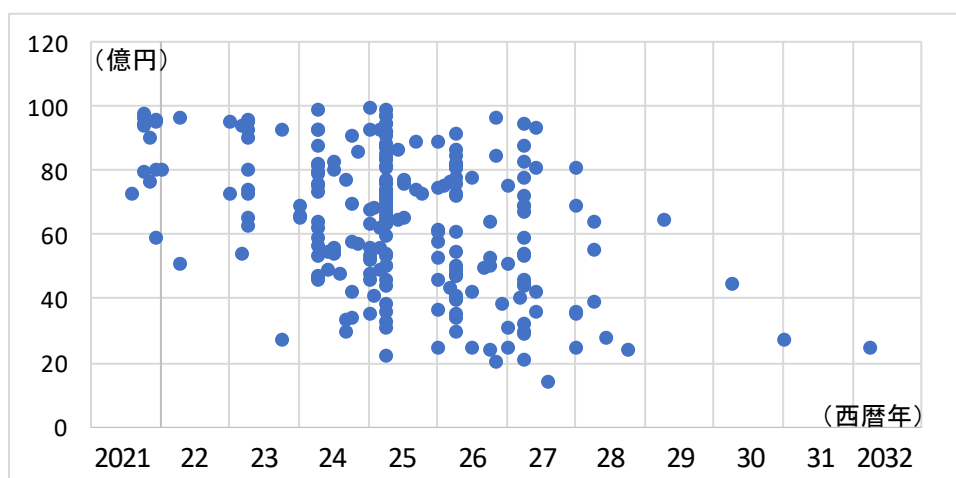
図表5. 判定時の流通株式時価総額（億円）



[出所] 各社の適時開示資料より筆者が作成

図表6は目標期限ごとに判定時の流通株式時価総額をプロットしたものである。例えば2025年を目標期限としている企業の判定時流通株式時価総額は20億円から100億円の間に幅広く分布している一方で、2031年ないし2032年を目標期限としている企業では30億円未満となっている。2021年以内に基準を達成した企業は13社あり、その中には6月に59億円と判定されていたのに11月には115億円となった企業^vもある。

図表6. 目標期限ごとの流通株式時価総額



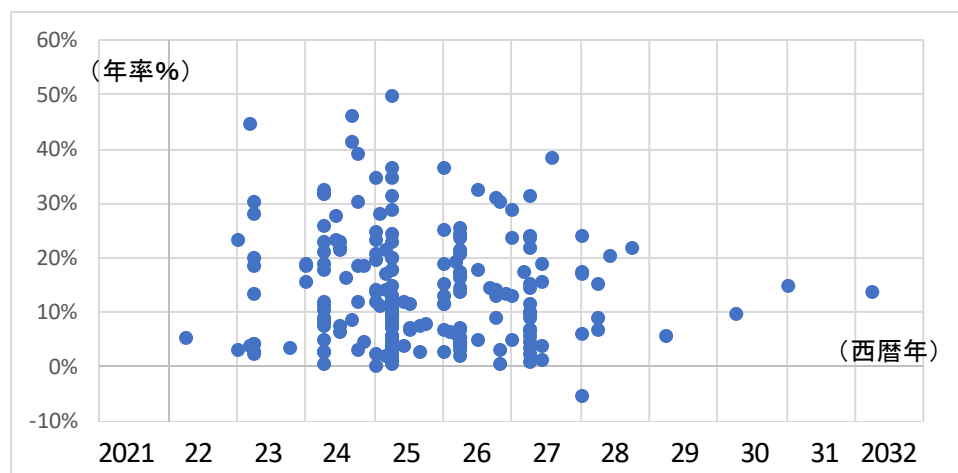
[出所] 各社の適時開示資料より筆者が作成

図表7は図表6の縦軸を流通株式時価総額が100億円を超えるために必要な株価の値上がり率（年率）に変えたものである（2021年中に適合済みの企業は除外してある）。流通株式比率が適合している場合は、流通株式比率はそのまま一定であるとし、流通株式比率が未適合の場合は基準値の35%まで改善すると仮定した上で必要な株価値上がり率を計算した。具体的には次の式で計算している。

$$\text{年率の必要株価値上がり率} r = \left(\frac{100}{FMV_0} \times \frac{FS_0}{FS_t} \right)^{12/T} - 1$$

ここで、 FMV_0 と FS_0 は判定時の流通株式時価総額と流通株式比率、
 ただし、流通株式比率に適合している企業の FS_0 は35%、
 FS_t は目標期限における流通株式比率で全ての企業で35%、
 T は2021年6月から目標月までの月数

図表7. 目標期限ごとの必要株価値上がり率



(注) 60%を超えて本図の範囲外になっている企業が2社ある

[出所] 各社の適時開示資料より筆者が作成

例えば、2023年についてみると目標期限までに流通株式時価総額100億円を達成するためには、株価の年率値上がり率が10%未満でいいのが4社、10~20%が2社、20%以上が必要になる企業が4社で、最高値は45%である。最高値の企業viの経営者は2021年6月から2023年2月までの間、年率45%の株価値上がり率をコミットメントしていることになるし、長期の例でいえば、2030年12月を目標期限としている企業の経営者は、東証判定時からの9年半の間に年率15%の株価値上がり率をコミットメントしていることになる（あくまで単純化した仮定の下であるが）。2027年12月が目標期限になっている企業が株価値上がり率▲5%でよいことになっているが、この企業viiは流通株式比率が適合条件を充たす水準になれば株価値上がり率がマイナスであっても流通株式時価総額が100億円を超える（ $FMV_0 = 81$ 億円、 $FS_0 = 20\%$ 、 $FS_t = 35\%$ ）。

図表7から、年率20%以上の株価値上がり率をコミットした経営者が少なくないことが確認されよう。なお、必要株価値上がり率が60%を超える企業が2社^{viii}あり、この図表の範囲外となっている。

2021年末までに流通株式時価総額条件（100億円）を適合済みに変えた企業は13社^{ix}あり、各社の取り組みを図表8にまとめた。

図表8. 2021年末までに流通株式時価総額を適合済みにした企業

企業	判定値	適合値	適合のための取り組み
FMV01	72.91	122.74	株式の売り出し（流通株式比率が22.8%→38.4%）
FMV02	93.99	120.39	持ち合い解消などを目的とした株式売り出し（流通株式比率が53.4%→68.4%）
FMV03	90	110	中期経営計画の推進及び、IR活動による
FMV04	79.39	105.87	コロナ禍で半減した株価が業績回復と共に回復。一部株主が保有する株式が純目的投資であったことを確認
FMV05	76.46	151.89	事業環境の変化、業績の回復、成長投資により株価が上昇
FMV06	79.995	105.18	新株発行及び株式の売り出し
FMV07	96	100超	5月の期初予想公表以降、業績は順調に推移するとともに株価も回復基調
FMV08	98	130	株価の上昇
FMV09	94.757	143.93	増配による株価上昇及び流通株式数の増加
FMV10	96.19	112	株主企業の政策保有株式の一部売却により流通株式数が増加（+16.7%）
FMV11	59	115	株価の上昇（79.6%）と流通株式比率の増加（+3.0%）
FMV12	95.46	110.24	説明なし（流通株式数は不変で株価が上昇している）
FMV13	80.2	132.9	株式の売り出しと自己株式の消却で流通株式比率が+7.1%。好調な業績とIR強化

（注）企業の並びは計画書提出順

〔出所〕各社の適時開示資料より筆者が作成

流通株式時価総額は株式時価総額に流通株式比率を乗じたものなので、基準に適合するためには、株価を上げるか流通株式比率を高める必要がある。図表8を見ると、判定値が100億円に近く株式の売り出しや新株発行で流通株式数を増やした企業が多い。

FMV01は6535 アイモバイル[09/08]（銘柄コード6535のアイモバイル社の9月8日付け適時開示に基づくという意味。以下、同様の表記を行う）であるが株式の売り出しで流通株式比率を22.8%から38.4%に高めた。これだけで流通株式時価総額を1.68倍にする効果がある。また、好調な業績やIR活動によって株価が上昇したとする企業も少なくない。FMV11は1712 ダイセキ環境ソリューション[12/06]であるが、4月から6月の日次最終価格平均は970円であったが、9月から11月では1,742円と1.8倍になっていた。

判定値が低い企業にとっては、長期的に時価総額を高めることが主たる施策になる。つまり企業価値を高めて株式価値を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⁶。

- ※ 流通株式時価総額の構成要素は、「時価総額」及び「流通株式比率」となりますので、取組内容の記載に際しては、それぞれの要素について課題及び取組をご検討ください
- ※ 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・経営戦略と整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。

企業価値を高めるためにも、また、この留意事項に準じるためにも、ほとんどすべての企業が計画書に中期経営計画を添付している。その上で中期経営計画と連動させて時価総額向上の計画を提示している。留意事項にある「会社の持続的な成長と中長期的な企業価値向上」という文言は企業統治コードの「キャッチフレーズ」でもあり、多くの企業が計画書の中でこの文言を引用している。この文言を実効あらしめるためには企業統治コードの次の原則 5-2 「経営戦略や計画の策定・公表」に準じた対応が求められるよう。

『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かについて、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』（企業統治コード原則 5-2）

東証調べ⁷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、東証作成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る。

計画書で提示された株式時価総額向上策の内容を吟味し評価するのは大変時間を要することであり、本格的な分析は別途のレポートとしたい。ここでは、計画書で提示された施策をざっと眺めた気付きだけ記しておくことにする。

多くの企業が採用しているのは PER（株価収益率）の活用である。

$$PER = \frac{\text{株価}}{EPS}$$

であるから、株価 = PER × EPS となる。

従って、目標期限における PER と EPS から、その時点の株価を算出し株式時価総額の推計値を得ることができる。将来の EPS については中期経営計画の成長・利益率向上策の結果としての純利益額から推計する。将来の PER については、自社の足下の PER ある

⁶ 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

⁷ 東証上場会社コーポレートガバナンス白書 2021

いは最近数年の PER の平均値、同業他社の現在の PER の平均値、業種 PER などを使っている。

本来、PER は利益率、株主資本コスト、成長率をドライバーとした指標であり、株主資本コストは資本構成（有利子負債／株式価値比率）によって変化するものである。これらの PER ドライバーが現在と目標期限で不変と見なせる根拠がなければ、現在の自社あるいは同業他社平均の値を使うことは適切ではない⁸。計画書を見る限り、こういった基礎的なファイナンス知識をもって PER 活用をしている企業はほとんどない。PER よりも資本構成の影響を受けにくい企業価値・EBITDA⁹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、そのような方式を採用している企業は見られなかった。

原則 5－2 は実施する事業の利益率を資本コストと比較して、上回っている事業は拡大し、下回っている事業は利益率向上に注力するか縮小ないし売却をする事業ポートフォリオ運営を求めるものである。このようにして企業付加価値の増大を議論・計画するのが王道であろう。具体的にはエンタプライズ DCF 法か経済的付加価値（EVA：Economic Value Added あるいは EP：Economic Profit）の手法を用いて企業価値向上を論じるのである。EVA のフレームワークの下で計画を論じている企業は数社^xあったが、極めて少数例のようだった。資本コストに言及する企業は稀であったが、加重平均資本コストを使った議論で、この概念を取り違えているのではないかと懸念する企業も数社^{xi}見受けられた。とはいえ、これらの企業は事業を展開するにあたり、その税引き後事業利益率が資本コスト（市場が期待するリターン）を上回らなければならないという価値創造の原理を認識しているものと思われる。原則 5－2 に忠実に資本コストを取り込むことに挑戦した企業に敬意を表する。

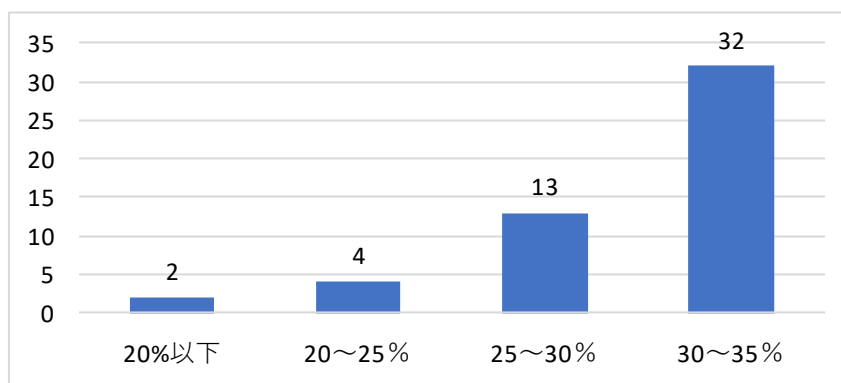
⁸ 例えば、マッキンゼー・アンド・カンパニー、「企業価値評価第 7 版」の第 18 章を参照のこと

⁹ 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

3. 流通株式比率の未適合状況と計画書の概要

東証判定で流通株式比率が35%未満だったのは51社であった。その流通株式比率の分布が図表9である。大半が30%から35%の間であった。

図表9. 判定時の流通株式比率 (%)



[出所] 各社の適時開示資料より筆者が作成

東証の留意事項では、「一般論として、技術的に流通株式比率の改善に寄与することが見込まれる施策」として、「既存株主による株式の売り出し、立会外分売」、「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」、「新株式の募集、自己株式の処分などのエクイティファイナンス」を記している。各社は、これも拠り所の一つとして計画を練ったものと推測される。

2021年末までに流通株式比率条件（35%）を適合済みに変えた企業は14社^{xiii}あり、各社の取り組みを図表10にまとめた。

図表10. 2021年末までに流通株式比率を適合済みにした企業

企業	判定値	適合値	適合のための取り組み
FMV01	22.8%	38.4%	株式の売り出し(売出元属性など未開示)
FS01	34.2%	48.3%	自己株式の消却
FS02	34.8%	36.0%	持ち合い先に対して当社株式売却を推奨し縮減
FS03	34.9%	37.4%	自己株式の消却(発行済株式数の6.6%)
FS04	20.7%	35.7%	自己株式の消却と引受人の買取引受による株式売り出し
FS05	24.7%	36.3%	最後の1.75%は取締役の退任による(残りの9.85%は未開示)
FS06	34.2%	35.6%	一部株主への所有株式売却の働きかけ
FS07	34.4%	36.4%	①ストックオプション行使と譲渡制限付株式報酬付与による自己株式処分。②事業法人株主の所有分の一部を立会外分売
FS08	34.7%	35.3%	立会外分売(35万株。売出元属性など未開示)
FS09	34.1%	35.1%	発行済株式総数に対する3%の自己株式消却
FS10	25.0%	35.3%	第三者割当による自己株式処分と自己株式消却
FS11	30.3%	38.0%	既存の法人株主による株式の売り出し、自己株式の一部売却
FS12	26.7%	35.4%	ある企業が保有し非流通とされた株式を流通株式に認識変更
FS13	33.0%	41.7%	取締役3名の所有株式の一部売却

(注) 企業の並びは計画書提出順

[出所] 各社の適時開示資料より筆者が作成

特徴的な例をいくつか紹介する。自己株式の消却が 5 社あった。特に FS01 の 7181 かんぽ生命保険[10/27]は流通株式比率を 34.2%から 48.3%に引き上げる大規模な自己株式消却であった。FS07 の 3922PR TIMES[12/10]は自己株式処分と親会社のベクトル社が保有する株式の立会外分売の組み合わせで適合済みとした。FS10 の 6676 メルコホールディングス[12/16]では資本業務提携契約を締結した先を持分法適用関連会社とするために自己株式を第三者割当し、続いて自己株式の消却も行った。FS03 は自己株式の消却だけであるが、流動株式比率 34.9%の状況で 6.6%もの自己株式消却を行うと、消却後の流動株式比率は $34.9\% \div (1 - 6.6\%) = 37.4\%$ となって大きく向上する。FS09 の自己株式消却では $34.1\% \div (1 - 3\%) = 35.2\%$ と計算できる。この 2 社のように適合条件の 35%に近ければ自己株式消却で条件を達成することもできよう。

株式の売り出しによって流通株式数を増やして流通株式比率を高めた企業も 5 社以上あった。FS05 と FS13 は取締役が保有する株式の流動化である。FS12 の 4446Link-U[12/22]はメディアシーク社が保有する株式を、①直近の大量保有報告書において保有目的を「純投資」と記載、②5年以内に売買実績がある、という理由により流通株式と認識することで適合条件を上回ったとしている。

2021 年末時点で未適合であり、これから適合を目指すとしている 37 社が計画している施策を分類したのが図表 1 1 である。

図表 1 1. 流通株式比率向上施策

施策	件数
売り出し(市場売却・立会外分売など)	31
親会社など法人大株主	3
創業者など個人大株主	4
金融機関・事業法人など	21
役員など個人株主	3
自己株式	7
処分	3
売り出し	1
消却	4
新株発行	4
新株予約権の発行・行使	3
その他	2

[出所] 各社の適時開示資料より筆者が作成

既存株主が所有する株式を売り出すことで流通株式数を増やすとした企業が 31 社あった。既存株主としては、国内の普通銀行、生命保険会社、事業法人等を考えている企業が 22 社と最も多く、これは政策保有株式であると明記している企業もあった。法人大株主と協議して売り出しをしていくとしているのが 3 社あった。そのうち、7182 ゆうちょ銀行[11/12]は判定時に 8.8%しかなかったが、既に実施した自己株式消却により約 10.6%に上昇し、親

会社であり約 89%を保有する日本郵政が 2025 年度までの中期経営計画で早期に保有比率を 50%以下にする方針を打ち出しているとのことであった。一方、親会社の保有株式は現状を維持し売却の計画はないとしている企業も 3 社あった^{xiii}。個人大株主の所有株式を売り出す計画を示したのは 4 社あったが、そのうち 3 社^{xiv}は具体的な氏名も記述していた。役員が所有する株式の縮小を計画している企業は 3 社^{xv}あったが、一方で、「役員等が保有する株式の売却はしない」と明記している企業も 1 社^{xvi}あった。

自己株式を用いた流動性向上策を計画している企業は 7 社であった。自己株式の活用で具体性の高い計画を記した企業を紹介する。4689 Z ホールディングス[12/03]は、親会社が保有する自社の株式を公開買い付けによって自己株取得にし、その自己株式を新株予約権行使に伴い処分するとしている。6653 正興電機製作所[12/24]は、自己株式を M&A や執行役員向けの譲渡制限付株式報酬として活用し、流通株式数の増加を図るとしている。3454 ファーストブラザーズ[12/24]はストックオプション行使に使う自己株式を除いて現時点で活用目途のない自己株式を消却するとしている。8150 三信電気[11/05]は ROE 向上などのために積極的に自社株買いを進めてきた結果、発行済株式数の 49.28%の自己株式を所有しており、これを消却していくとしている。

新株発行で流通株式数を増やすとした企業 4 社のうち具体的な記述をしていたのは、3635 コーエーテクモホールディングス[12/27]だけである。まとまった株式の売り出しに伴う市場への影響（株価の下落）を回避するために、転換社債型新株予約権付社債の発行で得た資金を使い自己株式の取得・公開買付を行い、この社債の新株予約権の行使が徐々に行われることで市場への影響を軽微にしつつ流通株式数を増加させるとしている（新株予約権が行使された場合、取得した自己株式を処分する）。新株予約権については他に 2 社が言及していたが、4382HEROZ[12/10]では、発行済みの従業員向け新株予約権の未行使分が行使されれば流動株式比率が 1%高まって 34.6%になり、今後も新株予約権発行の可能性があると述べていた。

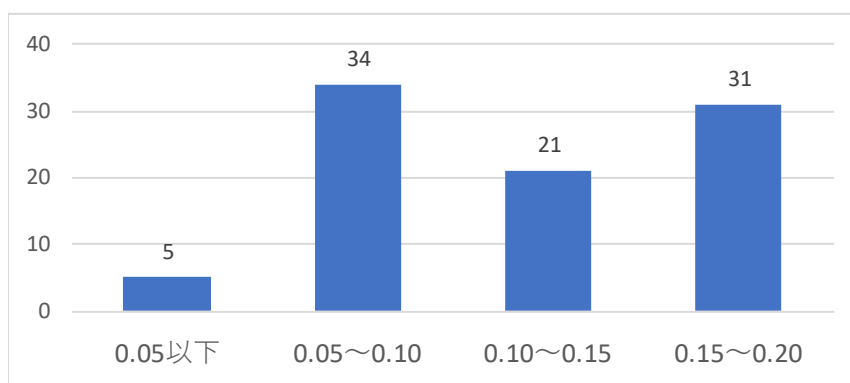
「その他」に 2 件を挙げた。一つは定型的な表現を並べた後に「取組内容の詳細については、検討の状況等を踏まえて、順次開示していく予定」としていた^{xvii}。もう一つは「IR・PR 活動を継続的に推進することで、流通株式比率向上を推進します」としていた^{xviii}。両方とも具体的な施策がまったくわからない記述であった。

なお、流通株式比率に適合しており文章中でもその旨記述しているにも関わらず、適合状況表では未適合マークが付されている企業が 2 社あった^{xix}。適時開示という重要文書にはささいなミスであっても無いように注意していただきたいものである。

4. 平均売買代金の未適合状況と計画書の概要

東証判定で1日平均売買代金が未適合だったのは91社であった。1日平均売買代金の基準値は0.2億円であるが、0.05、0.10、0.15億円で区切って分布を見たのが図表12である。0.05億円以下は5社と少なく、0.05億円から0.20億円までの間に比較的均等に分布している。

図表12. 判定時の1日平均売買代金（億円）



[出所] 各社の適時開示資料より筆者が作成

東証の留意事項では、売買代金増加策のポイントとして「流通株式数の増加に向けた取組のほか、IR活動の推進・強化、投資者向けの情報発信の充実に向けた施策を実施すること等が考えられます」と記している。「流通株式数の増加に向けた取組」とは、「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り出し、立会外分売」、「新株式の募集、自己株式の処分などのエクイティファイナンス」のことである。各社は、これらを拠り所の一つとして計画を練ったものと推測される。

91社のうち、2021年末までに売買代金が増えて維持基準を達成し、計画書は提出するものの計画期間を設けなかった企業（適合済み企業）が6社^{xx}あった。各社の取り組みを図表13にまとめた。

図表13. 2021年末までに平均売買代金を適合済みにした企業

企業	判定値	適合値	適合のための取り組み
FMV03	0.0821	0.3306	説明なし
SV01	0.07	0.26	株式売り出しによる流通株式の増加、年間配当水準の引き上げ、個人投資家向けオンライン会社説明会
SV02	0.15	0.23	事業法人による当社株式の立会外分売実施
FMV12	0.17	0.24	説明なし
FMV13	0.12	1.2	決算説明資料の英訳化、自己株式の消却、株式の売り出し、好調な業績と収益基盤の強化
SV03	0.15	0.22	説明なし

(注) 企業の並びは計画書提出順

[出所] 各社の適時開示資料より筆者が作成

FMV 記号の 3 社は、流通株式時価総額でも未適合であり 12 月末までに両方の上場維持基準を達成している。FMV03 と FMV12 はどちらの基準についても達成に至った取り組みの説明をしておらず、今後、安定的に維持基準を上回っていくための施策の説明だけを行っている。FMV13 は図表に記載の取り組みにより、二つの基準が達成されたとしている。これら 3 社は上場維持基準を達成したので計画期間は設定していない。SV01 は流通株式時価総額も未適合であるが、3 つの取り組みを行った結果、平均売買代金だけは基準を達成し、未適合状態の流通株式時価総額に絞って適合の計画期間を設定している。SV02 と SV03 は平均売買代金だけが未適合項目であった。SV03 は行った取り組みについての記述はなく、中期経営方針など今後の取り組みの説明だけを行っていた。

一般に、売買代金は以下のような 3 つの要因によって変動するものと考えてよいだろう。

$$\text{売買代金} \propto \text{株価} \times \text{流通株式数} \times \text{取引回転率} \quad (\propto \text{は「比例する」という意味})$$

売買代金を増やすためには、株式価値を向上させて株価水準を高くする、固定株式を放出させるなどして流通株式数を増やす、投資家の企業認知度を高めて流通株式の取引回転率を高める、といった施策を行う必要がある。以下では、適合を目指している各社がどのような施策を提示しているかを調べた結果を報告する。なお、2021 年末時点で平均売買代金が未適合である企業は 85 社である。この中から平均売買代金だけが未適合である 28 社に限定して計画している施策の分類と統計をとった結果が図表 14 である。

図表 14. 平均売買代金向上施策

施 策	件数
株価の向上	27
業績改善による企業価値向上	20
魅力ある配当政策	16
株主優待制度見直しまたは開始	10
自己株式買い	4
流通株式数の増加	13
株式の売り出し・立会外分売	10
自己株式処分	3
増資	1
株式分割	2
企業認知度の向上	27
投資家との接触機会の拡大	19
ホームページやSNSでの情報発信	15
英文情報開示	11
情報メディアへの露出	4
IRフェアなどIRイベントへの参加	4
IR全般の強化	4
個性的なIR取り組み	4
議決権電子行使プラットフォームの利用	4

[出所] 各社の適時開示資料より筆者が作成

株価の向上を対策として挙げているのは 28 社中 27 社であった。業績改善による企業価値向上により株式価値を高めるべく中期経営計画を詳しく説明する資料を提示していたのが 20 社である。次いで多かったのは魅力ある配当政策の 16 社である。具体的には、増配、配当の安定性の向上、業績連動性を高めるために配当性向に関する目標設定、中間配当の実施、普通配当の下限額の設定などが提示されている。

株主優待制度の見直し・改善あるいは開始を対策に挙げたのは 10 社あった。株主優待制度は、個人投資家にとって魅力的な施策であるが、機関投資家にとっては処分に困る厄介なもので歓迎されないはずだ¹⁰。プライム市場がグローバルな投資家向けであるというコンセプトと矛盾する取り組みといわざるを得ない。自己株式買いは、これにより流通株式数が減ってしまうが、経営者から投資家への経営に対する自信を表すメッセージと見なされて株価は上昇すると考えられている¹¹。この施策を 4 社^{xxi}がメニューに加えていた。

流通株式数の増加を施策として挙げているのは 28 社中 13 社であった。株式の売り出しが 10 社と最も多い。これらのほとんどが相手先企業の政策保有株式の縮減の実施あるいは検討である。自己株式処分は、自己株式を市場に投入して流通株式数を増やすことである。譲渡制限付株式報酬による自己株式処分を実施中の企業^{xxii}もあった。新株発行と自己株式処分を同時に実行したという企業も 1 社^{xxiii}あった。株式分割は、流通株式比率は不変であるが小規模取引が可能になることで投資家が売買しやすくなる施策である¹²。2 社^{xxiv}が 12 月末までに実施済みであるとしていた。

企業認知度の向上を施策として挙げているのは 28 社中 27 社であった。これは、いわゆる IR 活動であり、主たる取り組みは投資家との接触機会の増加と情報発信の強化である。投資家との接触機会としては以下のような取り組みが計画書に記されている。

- ・オンラインでの個人投資家向け説明会の開始ないし拡充
- ・機関投資家向け企業説明会及び戦略説明会の開始ないし拡充、
- ・機関投資家やアナリストとの面談の実施
- ・説明内容を従来の決算数値中心から戦略・ビジョン重視へ変更
- ・決算説明会や投資家向け説明会の定期化
- ・投資家向け施設見学会
- ・中期経営計画の公開
- ・証券会社主催の投資家セミナーへの参加
- ・IR カレンダーを作成して計画に則って投資家との対話を実施

情報発信では、ホームページの改良や刷新、SNS での動画形態も含めた発信が掲げられている。各種 IR 資料の内容の拡充が強調され、サステナビリティ関連情報（ESG 情報や非

¹⁰ 公平な還元ではないとして、株主優待制度を廃止する企業が増えている。例えば、日本経済新聞記事、「株主優待 75 社廃止」、2022 年 1 月 19 日

¹¹ 自己株式買いは短期的に株価を高めても、その上昇分は中長期的には持続しないという意見が多い

¹² 株式分割も短期的に時価総額を高めても、その増加分は中長期的には持続しないという意見が多い

財務情報)の追加を挙げる企業もあった。同時に、見やすさ・読みやすさなど視認性の改善を重視している企業も多い。英文情報開示の開始および追加・拡充を記した企業は11社に及んだ。英文開示の対象は決算短信や株主総会招集通知が多いが、決算説明会資料など他のIR資料への対象拡大に言及する企業もあった。英文情報開示は各社にとって大きな負担であろうが、企業統治コードでプライム企業に求められる追加的な原則の一つである¹³。メディアへの情報提供について4社が言及しているが、TDnetへのニュースリリース掲載とBloombergへのレポート提供(英文対応)と具体的な施策を挙げているのは1社^{xxv}だけだ。IRイベントへの参加・出展としていたのは4社だが、うち2社はIRフェアであった。

IR活動強化は具体策を書きやすい分野であると思うが「IR全般の強化」を謳うだけで具体策の記述なしの企業も4社あった。「個性的なIR取り組み」としたのは他の企業には見られない取り組みという意味だが、9788ナック[12/01]は、国内投資家向けの情報発信及び対話の充実として、外部の企業調査レポートの利用、個人投資家向け潜在株主アンケートなどを提示している。他にも証券会社へのIR協力依頼、広報・IR室の新設を挙げている企業^{xxvi}があった。IR室新設に言及したのは1社だけだが、他の企業はすでにIR室があるということなのか、担当者ベースでの対応を続けるということなのだろうか。議決権電子行使プラットフォームの活用を始めたとした企業が4社^{xxvii}あった¹⁴。

なお、「今までは、アナリスト協会での年2回の決算説明会と総会後の株主懇談会だけだった」^{xxviii}とか「当社は、今回の市場区分見直しに至るまで、IRへの取組や株主や投資家との対話が不足しておりました」^{xxix}と正直に過去を反省する企業もあった。

平均売買代金以外にも未適合項目があった企業は57社であるが、流通株式時価総額が未適合なのが52社、流通株式時価総額と流通株式比率の二つが未適合なのが5社であった。これらの企業の計画書はほとんどが流通株式時価総額への取り組みが焦点になっており、平均売買代金が基準額0.2億円の3分の1以下と小さいにもかかわらず、流通株式時価総額対策しか論じていない企業もあった^{xxx}。流通株式時価総額対策では流通株式数増加策も論じられているが、ほとんどの場合これは平均売買代金対策を意識したものにはなっていない。平均売買代金対策として論じられている取り組みは主にIR関連であり、具体的な取り組みとしては図表14の「企業認知度の向上」の項目で概ねカバーされている印象である。これらのことから57社の施策の内容整理と分類を深掘りする意味は大きくないと思われる。以下では筆者が興味深いと感じた内容をいくつか紹介することにとどめる。

¹³ 英語での情報開示は企業統治コードの補充原則3-1②で求められている。東証公表の「英文開示実施状況調査結果(2021年度)の公表について」(2022年1月17日)によれば、プライム市場選択会社の英文開示実施率は88.9%(1,636社)である。逆の見方をすれば205社(=1,841-1,636)はまだ英文開示していないということである

¹⁴ 議決権電子行使プラットフォームの利用はプライム企業に追加的に要請されている企業統治コード原則・補充原則のうちの一つである(補充原則1-2④)

・「時価総額が上昇することに応じて平均売買代金も上昇する」との想定をして、流通株式時価総額対策だけを論じる企業が何社もあった^{xxx}。2676 高千穂交易[12/10]と 5985 サンコール[12/21]では平均売買代金と時価総額の回帰分析結果を提示している。

・2311 エプコ[11/11]ではシェアドリサーチ社の投資家向けアナリストレポートを日本語版に加えて英語版の公表も予定している。9788 ナック[12/01]や 3501 住江織物[12/21]でも外部の企業調査レポートの利用が掲げられている。3924 ランドコンピュータ[12/28]はフィスコ社のアナリストレポートを年 2 回ホームページに掲載しており、その英文開示も既に始めている。今回の未適合プライム企業ではほとんどの企業がセルサイドドリサーチの対象外でアナリストレポートは事実上ないものと思われる。そこで、これら 4 社は商業的な依頼をしてアナリストレポートを作成中ないし予定しているのであろう¹⁵。

・未適合プライム企業の多くは機関投資家との接触機会を増やしてアナリストの面談も行うとしている。しかし、機関投資家側からのアプローチを待っているだけでは接触機会は生じないのが現実であろう。7455 三城ホールディングス[12/15]が「IR 部門を窓口として機関投資家へのアプローチを行い」とし、3839ODK ソリューションズ[12/29]が「国内外の機関投資家・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」としているように、未適合プライム企業側から機関投資家にアプローチしなければならないだろう。

・8007 高島[11/10]と 9644 タナベ経営[12/15]は IR 活動の具体的な取り組みテーマと達成に向けたスケジュールの詳細を提示している。

5. 計画改善のためのフレームワーク

前章まで未適合プライム企業が提示している適合に向けた施策を詳しく見てきたが、各社が提示している様々な施策を総合的・論理的に整理することで、適合に向けた施策の体系化を試みた。それが図表 15 のフレームワークである。今後、計画内容の見直しや強化が必要と考える企業や上位市場を目指して新たに計画を作ろうとする企業は、このフレームワークを眺めて、自社に不足している施策を見いだすためにご活用いただければ幸いである。

図中の赤色セルは達成目標の 3 つの定量指標である。これらの定量指標を構成する要素を黄色セルで表示した。数式で表すと以下のとおりである（左辺が赤色セル項目で、右辺が黄色セル項目）。

$$\text{流通株式時価総額} = \text{株式時価総額} \times \text{流通株式比率}$$

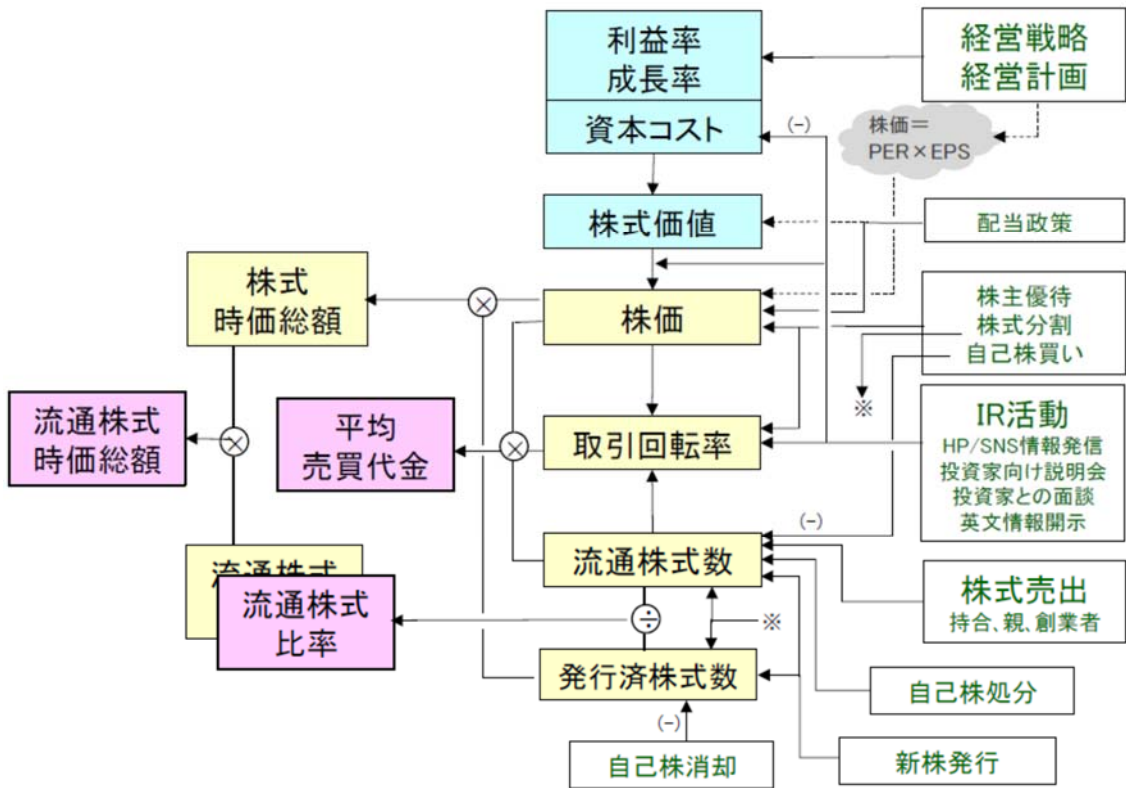
$$\text{流通株式比率} = \text{流通株式数} \div \text{発行済株式数}$$

$$\text{平均売買代金} \propto \text{株価} \times \text{流通株式数} \times \text{取引回転率}$$

各社が検討すべき施策は図 15 の中に緑文字で示したが、黄色セル項目に影響を及ぼす効果を持たなければならない。

¹⁵ これは日本取引所グループが、そのホームページで公開しているアナリストレポート・プラットフォーム（企業からの依頼により有料でアナリストレポートを作成し公開）のようなものであろう

図表 15. 適合に向けた計画改善のためのフレームワーク



〔出所〕 筆者作成

最も重要なのは株式価値の向上である。これは経営戦略・経営計画によりもたらされる利益率と成長率の将来見通しおよび資本市場が求める資本コストの3つが本質的要素である（水色セルにしてある部分）。その上で、（理論的には）この株式価値を目途として株価が形成される。増配や安定的な配当など投資家に歓迎される配当政策のためにはキャッシュフローを安定化させる必要があり株式価値向上を促すことになる。株価は良い配当政策を好感するはずだ。株主優待や株式分割、自己株買いは長期的な株式価値向上には中立的であるというのが専門家の見立てであるが、短期的には株価によい影響を及ぼす可能性が高く、取引回転率を高める効果も期待できる。

多くの企業が将来株価の見積りに $\text{株価} = \text{PER} \times \text{EPS}$ という関係式を用いている。将来のEPSにPERを掛けるのだが、目標期限時に適用するPERについては注意が必要である。多くの未適合企業では、現状は業績が停滞していて利益率も成長率も十分な水準ではないだろう。適合に向けた計画書に記載した業績を将来達成できるのであれば、利益率も成長率も高まっていてPERも現状より高くなるはずだ。その場合、自社の現状のPERを適用するより、将来期待される利益率および成長率を現状で達成している優良な同業他社のPERを適用する方が適切であろう。

図表15の中で最も分かりにくいのはIR活動の効果かもしれない。IR活動は投資家に企業活動への認識と理解を高めてもらうことで、流通株式の取引回転率を高め、平均売買代金を高める。同時に企業業績への不確実性を低下させて資本コストを低下させる。株式価値は将来キャッシュフローを資本コストで割り引くことで得られるので、資本コストの低下は株式価値向上につながる。さらに積極的なIR活動の展開により、株式価値と株価のギャップを埋め、市場で適正な評価を得られるようにするのである。

流通株式数を増やすのに最も効果的なのは、持ち合い株式、親会社保有株式、創業者・創業家保有株式などの売り出しである。この他に自己株式を役員への株式報酬や役職員へのストックオプションの行使に充てることでも流通株式を増やすことができる（自己株処分）。新株発行は発行済株式数と流通株式数の両方を増やすが、流通株式数が発行済株式数よりも少ない状態では流通株式比率の向上に効果がある。自己株買いは株価に短期的なプラス要因であるが、流通株式数にはマイナス要因になる。状況によってどちらの要因の効果が大きくなるか見極める必要がある。株式分割は流通株式数と発行済株式数を同じ割合で増やすため流通株式比率の向上には寄与しない。しかし、流通株式数の増加と取引価格の低下により取引がしやすくなる分だけ取引回転率の向上には効果があるだろう。自己株式の消却は発行済株式数を減らすことになり、流通株式比率を高めるが、一方で株式時価総額を減らすことになる。ただし、

$$\begin{aligned}\text{流通株式時価総額} &= \text{株式時価総額} \times \text{流通株式比率} \\ &= \text{株価} \times \text{発行済株式数} \times \text{流通株式比率} + \text{発行済株式数} \\ &= \text{株価} \times \text{流通株式数}\end{aligned}$$

であるから、発行済株式数の変動は流通株式時価総額には影響しない。

株価の上昇と流通株式数の増加は平均売買代金を高めるが、取引回転率の向上にも寄与すると考えられ、平均売買代金の向上に直接的および間接的な二重のプラス要因となる。

図表15を眺めると、今回の3つの定量基準達成のためには中長期的な企業価値の向上、IR活動の活性化、政策保有株など固定株式の削減が中心的な施策になっている。東証がどこまで意図していたのか不明だが、これら3つの定量基準は誠に絶妙かつ見事な組合せだったようである。

6. おわりに

2015年に始まった企業統治改革は「持続的な成長と中長期的な企業価値の向上」を目的としていたはずである。しかし、このフレーズは枕詞として頻繁に引用されるだけで、実質的な意味はさほど持ってこなかったように思われる。ピータードラッカーの言葉とされる「測定できないものは管理できない(If you can't measure it, you can't manage it)」は慧眼である。独立取締役の数のように測定できる企業統治コードはほとんどの企業が数年で

達成している。ただし、数的に達成しても実質を伴っていないという批判は根強い。委員会設置や取締役会評価などのコードも組織の組成や手続きの実行で済むものは進んできた。そうではない他の定性的なコードも概ね Comply されてきた。東証の白書¹⁶によれば、市場一部企業で全コードを実施している企業は 26.0%、90%以上を実施している企業は 88.6%に達している。このように目的達成の前提となる各種のコードは汲々としながらも名目的に達成してきた。しかし、本来の目的であるべき「企業価値の向上」は置き去りにされたままとなっている感が否めなかった。

今回の市場再編で流通株式時価総額が未適合の企業は図表 6 のように期限を切って 100 億円の達成を約束した。これは図表 7 のように株価の必要値上がり率に変換することもできる。このような定量目標には名目も実質もない。これは、史上初めて 200 社以上の経営陣が「企業価値の向上」について数値を伴ったコミットメントをしたという点で、企業統治改革が始まって以来、最も画期的な「事件」と言えるのかもしれない。各社の経営陣には、コミットした目標に向かって着実に歩を進めていただきたい。

次は株式市場側が答える番である。新聞報道¹⁷によると「東証は経過措置の期間を定めず、出そろった計画書の内容を精査しながら有識者らを交えて検討する」とのことだ。東証は東証の立場で計画書の精査を行うだろうが、投資家視点の評価とは別種のものであろう。中小型ファンドマネジャーにとってもアクティビストにとっても、これらの未適合プライム企業は規模的に小さすぎる。これらの計画書および今後毎年提出される進捗状況の報告を誰が分析・評価するのが注目される。

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。

文末注は本文中での説明で名前を敢えて明記しなかった企業を列挙したものです。この情報を基にして独自の分析を行いたいアナリストやシンクタンク研究員、取材の基礎資料にしたい経済情報メディア、既に提出した計画書の改善を試みたい企業および新たに計画書を作成しようと考えている企業の方々には、別途、文末注を提供します。ご希望の方は上記のメールアドレスまで連絡してください。

¹⁶ 注釈 6 の資料

¹⁷ 日本経済新聞、「東証・プライムなど 3 市場 振り分け、今日公表」、2022 年 1 月 11 日