

東証再編－市場一部スタンダード選択企業の適時開示

(概 要)

本年4月以降の新市場区分において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344社であった。これらの企業は業種的、地域的にみると満遍なく分布し、偏りは見られない。プライム基準に未適合でスタンダード基準に適合していたのは309社であったが、他にもプライム基準適合企業やスタンダード基準未適合企業もあった。また、市場選択の適時開示をしなかった企業があるなどいくつかのタイプがあった。

適時開示した企業の多くは定型的な表現で、「東証の判定結果で適合を確認し、スタンダード市場の選択を決議した、これから手続きを進める」という内容だけを開示し、市場選択の理由を説明した企業は限定的であった。適時開示内容への株式市場の反応は概ね合理的で積極的ないし前向きの開示内容には好意的な反応を示したようだ。未開示ないし形式的開示の企業には、今後、適時開示制度の趣旨に則った積極的な情報開示を望みたい。

目 次

1. 概況
2. なぜ適時開示しない企業があるのか
3. スタンダード選択企業の統計的特性
4. 上場維持基準の適合状況
5. 決まり文句だけの適時開示
6. 感じられないプライムへの意欲
7. 選択理由の説明がある適時開示
8. スタンダード市場選択と株式市場の反応
9. おわりに

2022年2月10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現行の市場一部企業の中から1,841社が所属することになった。一方、市場一部企業のうちスタンダードを選択した企業（スタンダード選択企業）は344社であった。昨年7月に東証から各社に伝えられた第一次判定でプライム市場上場維持基準に未適合の市場一部企業は664社あった。未適合であっても適合に向けた計画書を提出すればプライム企業として上場が認められることになっており、この規則の適用を受けた企業（未適合プライム企業）は296社であった³。これらの企業にとってプライム市場とスタンダード市場のどちらを選択するかは極めて重要な意思決定であったはずである。同時に投資家にとってもこれらの企業がどのような理由で選択を行ったかは投資判断上も重要な情報となる可能性があった。本稿はスタンダード選択企業がどのようにその決定を適時開示したかをまとめたものである。

市場一部企業の新市場選択の結果を要約したのが図表1である。上場企業は昨年末までにどの新市場に上場するか申請することになっていて、多くの企業が選択結果を適時開示していた。筆者はその適時開示資料を収集し整理していたが、昨年末に未適合プライム企業とスタンダード選択企業を合わせて585社にしかならず、664社と比べて乖離が大きい。

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			
2021.12.30:市場一部で プライム基準未適合 617社	プライム基準未適合で プライム選択 296社	開示296社	未開示 0社
	プライム基準未適合 321社	開示289社	未開示55社
	プライム基準適合 23社		
	スタンダード選択 344社		
2021.6.30:市場一部で プライム基準未適合664社	東証1部の該当企業数 640社	開示585社	未開示55社

（出所）東証が1月11日発表した資料と各社適時開示資料より筆者作成

¹ 山道裕巳、「変化する時代における上場会社への期待ー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 未適合ながらプライム市場を選択した296社に関する分析は次の論文を参照のこと。明田雅昭、「東証再編ー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、2022年1月31日

いことに疑問を感じていた。1月11日の発表によると、流通株式数の一次判定結果への異議が認められて二次判定でプライム適合となった企業が44社、上場廃止が4社、市場一部への変更が1社あったために、プライム基準未適合企業は47社減って617社になっていた。これにプライム基準適合にもかかわらずスタンダードを選択した企業23社を加えると640社になる。このうち適時開示しなかったスタンダード選択企業が55社あった。現状の適時開示制度の下では、スタンダード選択企業には適時開示は必須ではなかったのである（理由は後述）。

図表2はスタンダード選択企業を適時開示の内容によって分類した結果である。適時開示をした企業289社のうち、スタンダード市場の上場維持基準に適合していたのが277社、適合しておらず適合に向けた計画書を提示したのが12社である。なお、289社のうち、当初はプライム市場選択を開示したものの、後になってスタンダード市場選択への変更を開示した企業も4社あった。

図表2. スタンダード選択企業の適時開示内容

分類	企業数
東証一部スタンダード選択企業	344
適時開示をした企業	289
スタンダード維持基準に適合	277
・ミニマム3点开示	176
・ミニマム3点开示＋決まり文句	43
固有の理由で選択を説明	58
・プライム基準適合状況の開示	48
内、プライム維持基準適合	11
スタンダード維持基準に未適合(計画書提出)	12
・「株主・投資家」の言及	73
・「プライム目標」の言及	25
・プライム選択から変更	4
適時開示をしなかった企業	55
内、プライム維持基準適合(最大数)	12

[出所] 各社適時開示資料より筆者がカウント

基準に適合し適時開示を行ったスタンダード選択企業277社のうち176社は、最小限の内容での開示（ミニマム3点开示）であった。ミニマム3点开示とは「選択を決議した、適合を確認している、手続きを進める」という内容だけの適時開示である。これに決まり文句の装飾を施しただけの企業も43社あった。適時開示しなかった企業55社も合わせると344社のうち274社（80%）が、選択理由がまったく分からない適時開示であった。自社固有の表現で選択理由を説明している企業は58社（17%）しかなかった。

次章以降、今回の適時開示の内容について分類・整理した結果を詳しく説明する。

2. なぜ適時開示しない企業があるのか

東証の適時開示制度⁴は、金融証券取引法の規則により、重要な会社情報を上場会社から投資者に提供するために設けられたものである。「適時開示が求められる会社情報」として70を超える項目⁵が東証のホームページ上に記載されており、その中には「上場維持基準への適合に向けた計画の開示」がある。このため未適合プライム企業は適合に向けた計画書を適時開示しなければならない。一方、スタンダード市場を選択したとか上場維持基準に適合したからプライム市場を選択したという市場選択情報は開示すべき項目として指定されていない。指定項目にない情報については、企業がその会社情報の重要性を自主的に判断して開示するか否かを決めることになる。

スタンダード市場を選択したことを開示しなかった企業は、この選択結果は「投資者にとって重要な会社情報」には当たらないと判断したのだろうか。あるいは適時開示すべき項目に記載がない以上、開示すべきか否かを検討することもなく開示しないことにしたのかもしれない。開示したスタンダード選択企業の中には、万が一、機関投資家から選択結果を問われた際に、他の投資者との公平性を保たなければならないというフェアディスクロージャーへの対処が煩雑になるために、先手を打って開示したという企業もあったそうである。

3. スタンダード選択企業の統計的特性

最初にスタンダードを選択した市場一部企業の業種分布および地域分布、時価総額規模など統計的特性を確認する。なお、以下の図表で「適合プライム」とはプライム基準適合でプライム市場を選択した企業、「開示スタンダード」とはスタンダード市場を選択しその旨を適時開示した企業、「未開示スタンダード」とはスタンダード市場を選択したことを適時開示しなかった企業のことである。

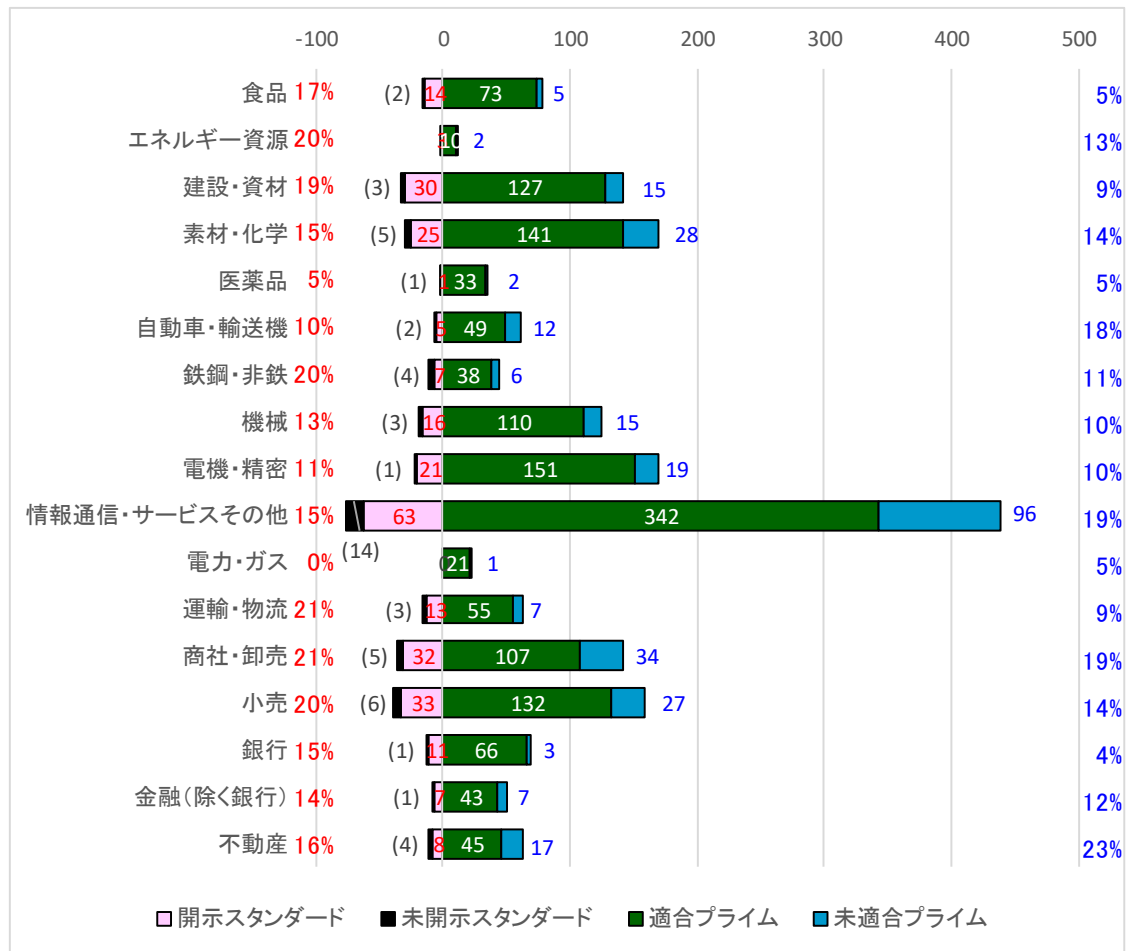
1) 業種分布

図表3は東証17業種分類に基づく業種ごとの市場選択結果を示したものである。例えば、建設・資材には175社(=15+127+30+3)が属し、そのうち未適合プライム企業が15社(9%)、適合プライム企業が141社、開示スタンダード企業が30社、未開示スタンダード企業が3社であった。スタンダード選択企業は33社(=30+3)で19%を占めている。

⁴ <https://www.jpx.co.jp/equities/listing/disclosure/index.html>

⁵ 2022年2月4日現在で、上場会社の決定事項が39項目、上場会社の発生事実が27項目、上場会社の決算情報が2項目、上場会社の業績予想、配当予想の修正等が2項目、その他の情報が8項目

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計算

スタンダード選択企業は、企業数が少ない医薬品と電力・ガスなどを除くと、どの業種でも概ね15~20%程度あり満遍なく分布している。55社の未開示スタンダード企業も多くの業種に分布している様子が見られる。

横並び意識が強い銀行がどのように市場選択するかも注目されたが、結果は図表4の通りであった。東証上場の地銀はすべて一部上場であったが、9月15日に全国地方銀行協会の柴田会長は「必ずしも（実質最上位の）プライム市場に行くことが重要ではない。株主やステークホルダー（利害関係者）とどう向き合うかを考え、各行が最適な選択をしていくことになる」と発言した⁶。多くの地銀がプライム基準に適合してプライム市場を選択した中で、未適合ながらプライム市場を選択したのが2行、スタンダード市場を選択したのが11行であった。富山第一銀行は1日平均売買代金が、千葉興業銀行は流通株式時価総額がプライム基準に未適合であり、各々適合に向けた計画書を開示している。スタ

⁶ 日本経済新聞電子版、「地銀協会長、東証プライム上場「必ずしも重要でない」、2021年9月16日

ンダード市場を選択した鳥取銀行を除く 10 行は適時開示において市場選択結果を記述するのみで、その選択理由については説明していない。

図表4. 市場一部銀行の新市場選択

スタンダード選択銀行			未適合プライム銀行		
適時開示日	コード	銀行名	適時開示日	コード	銀行名
			2021/10/29	7184	富山第一銀行
2021/11/2	8416	高知銀行			
2021/11/9	8365	富山銀行			
			2021/11/10	8337	千葉興業銀行
2021/11/12	7150	島根銀行	2021/11/12	7182	ゆうちょ銀行
2021/11/25	8521	長野銀行			
2021/11/26	8542	トマト銀行			
2021/12/1	8562	福島銀行			
2021/12/2	8537	大光銀行			
2021/12/17	7161	じもとホールディングス			
2021/12/17	8563	大東銀行			
2021/12/28	8303	新生銀行			
2021/12/28	8349	東北銀行			
無し	8383	鳥取銀行			

〔出所〕 各社適時開示資料より筆者が作成

柴田会長は1月19日の会見で、多くの地銀がプライムを選択したことについて「（取引先である）地域の企業は海外展開しており、グローバルな目線が求められることがある」と指摘している⁷。「取引先がグローバルだから当行もグローバル性が求められるのでプライム」というのでは説得力に欠けると言わざるを得ない。

新生銀行は特殊例である。SBIホールディングスによるTOB（株式公開買い付け）により流通株式数が減って基準値の35%以上を充たせなくなったためである。スタンダードの基準の25%以上も充たせなくなる可能性もあり、その場合は発行済み株式数の約2割にあたる保有自社株の消却で対応するかもしれない⁸。

2) 地域分布

図表5は地域ごとの市場選択結果を示した結果である。上段が都市圏、下段が地方圏である。例えば甲信越・北陸には80社（=9+53+17+1）が属し、そのうち未適合プライム企業が9社（11%）、適合プライム企業が53社、開示スタンダード企業が17社、未開示スタンダード企業が1社である。スタンダード選択企業は18社（=17+1）で23%を占める。

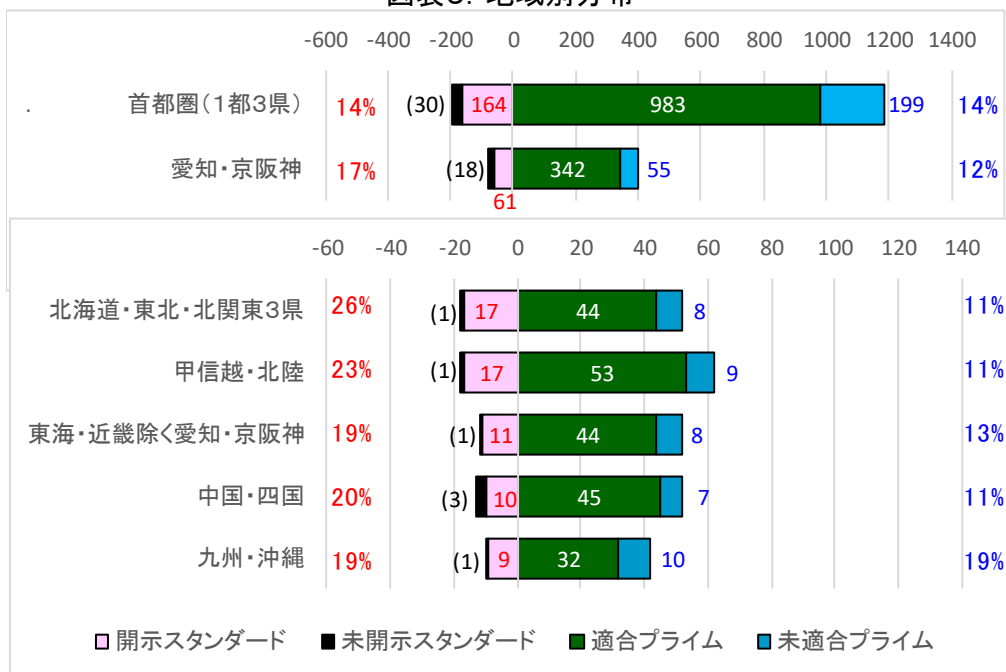
経過措置が導入されたのは「プライム落ち」を嫌う地方企業の抵抗が大きかったのではないかとのも声もあった。首都圏では未適合プライム企業とスタンダード選択企業が拮抗していた。地方圏では未適合プライム選択比率が概ね13%以下であるのに比べてスタンダ

⁷ 日本経済新聞電子版、「地銀協会長、東証プライム上場「グローバルな目線」、2022年1月19日

⁸ 日本経済新聞電子版、「新生銀行、スタンダード市場へ 公的資金返済へ続く難路」、2021年12月27日

ード選択比率はいずれも 19%以上であった。愛知・京阪神は首都圏と地方圏の中間の傾向である。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と言えよう。

図表5. 地域別分布

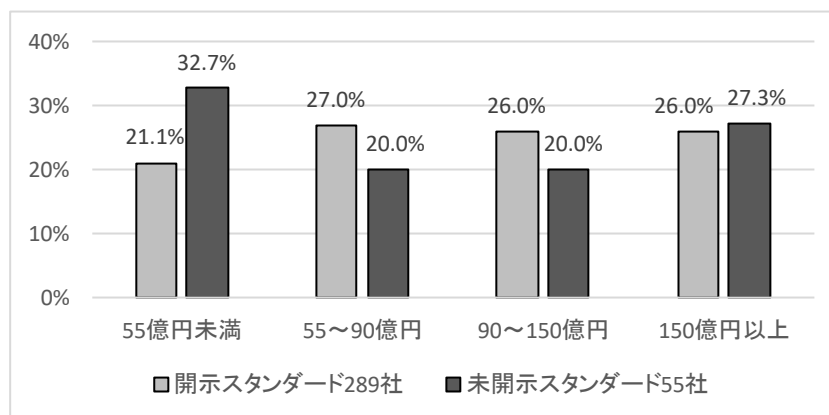


[出所] 適時開示資料およびFACTSETの属性データより筆者が計算

3) 時価総額分布

図表6はスタンダード選択企業のうち開示スタンダード企業と未開示スタンダード企業に規模(時価総額)の違いがあるかを確認したものである。時価総額が150億円以上の規模の企業は、開示企業は26.0%で、未開示企業は27.3%とあまり差はない。55億円から150億円の間では開示企業が多く、55億円未満では未開示企業が多いという結果であった。開示か未開示かで大きな差はなかったものの、未開示企業は比較的規模が小さい傾向があったということである。

図表6. 適時開示の有無と時価総額規模



[出所] 各社適時開示資料及びFACTSETより筆者が作成

図表6は市場一部からのスタンダード選択企業の時価総額ランキングである。1位は1兆円超えの日本オラクルで、5千億円規模のアコム、新生銀行が続いた。未開示企業の中では大正製薬ホールディングス、ダイビル、トッパンフォームズの時価総額が大きかった。

図表7. スタンダード選択企業の時価総額ランキング

番号	銘柄コード	会社名	適時開示日	時価総額(億円)
1	4716	日本オラクル	2021/9/21	11,209
2	8572	アコム	2021/9/24	5,185
3	8303	新生銀行	2021/12/28	4,852
4	4581	大正製薬HD	無し	4,504
5	8806	ダイビル	無し	2,547
6	5273	三谷セキサン	2021/11/9	1,914
7	7862	トッパン・フォームズ	無し	1,779
8	7512	イオン北海道	2021/12/27	1,766
9	3254	プレサンスコーポレーション	2021/11/12	1,445
10	3222	ユナイテッド・スーパーマーケットHD	2021/12/13	1,392
11	7451	三菱食品	2021/12/23	1,204
12	7105	三菱ロジスネクスト	2021/12/21	1,130
13	8244	近鉄百貨店	2021/12/24	1,056

(注1) 社名のHDはホールディングスの意味

(注2) 時価総額は2021年12月30日時点で1,000億円超の企業を掲載

[出所] 各社適時開示資料及びFACTSETより筆者が作成

4. 上場維持基準の適合状況

スタンダード選択企業はプライム基準に適合している企業もあればスタンダード基準に適合していない企業もある。プライムおよびスタンダードの上場維持基準への適合状況および開示状況に基づいて、市場一部のスタンダード選択企業を分類してみた結果が図表8である。

図表8. スタンダード選択企業の上場維持基準に基づく分類

適合の状況	基準種類と開示		スタンダード基準	未開示	小計
	記述開示	未記述開示	未適合開示		
プライム適合	11	n	--	12-n	23
プライム未適合でスタンダード適合	37	229-n	--	43+n	309
スタンダード未適合	--	--	12	--	12
小計	277		12	55	344

(注) nはプライム適合であることを記述せずにスタンダード選択の開示をした企業の数

(出所) 東証が1月11日発表した資料と各社適時開示資料より筆者作成

東証によればプライム基準に適合しているスタンダード選択企業は23社である。適時開示資料を調べたところ、プライム基準に適合している旨を記述したスタンダード選択企業は図表9の11社しかなかった。プライム基準に適合していてもその旨を記述せずにス

タリダール選折を適時開示した企業もあると思われるが、それは東証以外では知り得ない。これに該当する企業をn社とすると、プライム基準に適合してて適時開示をしなかつた企業は12-n社となる（最大で12社）。

図表9. プライム適合スタンダード選折企業

開示日	コード	社名
2021/10/11	8920	東祥
2021/11/8	4994	大成ラミック
2021/11/9	6855	日本電子材料
2021/12/9	4312	サイバネットシステム
2021/12/13	2819	エバラ食品工業
2021/12/21	4992	北興化学工業
2021/12/23	9308	乾汽船
2021/12/24	8131	ミツウロコグループホールディングス
2021/12/24	2193	クックパッド
2021/12/29	2698	キャンドウ
2021/12/29	8918	ランド

[出所] 各社適時開示資料より筆者作成

プライム基準に未適合でスタンダード基準に適合していたのは309社である。このうちプライム基準への未適合状況を適時開示の中で記述していたのは37社にすぎない。各社は未適合の項目名だけを記述し未適合項目の数値は記述していなかった。未適合のプライム基準項目は「流通株式時価総額」については全37社、「流通株式比率」については3社、「平均売買代金」については14社であった。他の272(=309-37)社は自社のプライム基準への未適合状況について触れずにスタンダード選折の旨を適時開示したか、あるいは適時開示をそもそもしなかつた企業である(前者は最大で229社、後者は最小で43社)。

スタンダード基準に未適合で適合に向けた計画書を提出したのは図表10の12社である。すべて流通株式比率が基準の25%未満になってスタンダード市場の上場維持基準に

図表10. 未適合スタンダード選折企業と計画書の概要

計画開示日	コード	社名	流通株	目標年月	達成へ向けた取り組み
2021/11/19	2612	かどや製油	21.6%	2024.03	一部既存株主の株式保有比率の縮小
2021/12/10	1420	サンヨーホームズ	22.3%	済(26.2%)	自己株式の売却、一部法人株主の売却等
2021/12/13	7937	ツツミ	24.9%	2026.03	創業者や金融機関保有株式の売却、自己株式消却
2021/12/15	3178	チムニー	23.0%	2023.03	一部株主の間で所有株式の一部売却について対話
2021/12/16	1352	ハウスイ	16.3%	2025.03	法人大株主2社に当社株式の一部売出し申し入れ
2021/12/21	7105	三菱ロジスネクスト	22.7%	2023.03	事業法人・金融機関等の保有株式比率の縮小
2021/12/21	8038	東都水産	21.3%	2023.12	既存株主へ所有株式放出の働きかけ等
2021/12/21	8841	テーオーシー	24.1%	済(26.2%)	自己株式の消却
2021/12/23	7451	三菱食品	20.5%	済(29.1%)	自己株式の消却
2021/12/24	8244	近鉄百貨店	15.4%	2027.02	政策保有株主に株式売却を依頼
2021/12/27	7512	イオン北海道	12.9%	2026.02	既存株主と株式保有比率の引き下げを協議
2021/12/23	9856	ケーユーホールディングス	24.3%	2025.03	一部株主の株式保有比率の引き下げ

[出所] 各社適時開示資料より筆者作成

未適合となっていた。流通株式時価総額や平均売買代金の項目で未適合になっていた企業はない。12社のうち3社は2021年12月末までに適合状態に変わった。3社とも自己株式の消却を行っていた。他の9社は既存株主の株式保有比率の引き下げで適合を目指すとしている。流通株式時価総額や平均売買代金の向上は容易ではない側面があるが、流通株式比率の向上は、親会社や創業者あるいは政策保有先の決断一つで解決できる。そういう意味では容易でもあるし困難でもある。基準適合の目標年月が最長だったのは、近鉄百貨店の2026年度末（2027年2月）であった。

5. 決まり文句だけの適時開示

スタンダード市場を選択した旨の適時開示を行った企業289社のうちスタンダード維持基準に適合していたのは277社であった（12社は図表10未適合スタンダード選択企業）。これらの企業の適時開示文章の典型例は次のようなものであった。

新市場区分における「スタンダード市場」選択申請に関するお知らせ

当社は、本日開催の取締役会において株式会社東京証券取引所の新市場区分として「スタンダード市場」を選択し申請することを決議いたしましたので、お知らせします。

なお、当社は2021年7月9日付で株式会社東京証券取引所より、新市場区分における上場維持基準への適合状況に関する一次判定結果を受領し、「スタンダード市場」の上場維持基準に適合していることを確認しております。

今後は、東証の定めるスケジュールに従い、新市場区分の選択申請に係る所定の手続きを進めてまいります。

この内容は「選択を決議した、適合を確認している、手続きを進める」の3つだけであり、選択に至った理由は記述していない。これを以下では「ミニмум3点セット」と呼ぶことにする。このミニмум3点セット型の開示をした企業は176社に及ぶ。約3分の2の企業がこの形式だったのである。

しかも、ミニмум3点セットの一部すら欠けている適時開示をした企業もあった。

東証向けの新市場区分の選択申請にかかる提出書類等の中には「市場選択の意向に関する取締役会の決議内容を証する書面」が必要⁹なので、各企業は必ず「取締役会決議」を行っているはずである。しかし、あまりに当然すぎることなのか決議を行った旨の記述がない企業ⁱⁱがあった。また、決議内容に「スタンダード市場を選択」がない企業ⁱⁱⁱすらあった。この企業の開示文章は「スタンダード維持基準に適合しており、所定の手続きを進める」という内容だった。スタンダード維持基準に適合してもスタンダード市場を選択しないこともあり得る。ただし、この開示文全体を読めばスタンダード市場を選択したことは明らかであった。「手続きを進める」がなく2点セットになっている企業^{iv}もあった。

⁹ 東京証券取引所、「新市場区分の選択に係る各種手続きのご案内」、2021年7月9日更新

「スタンダード基準への適合」を明記していない企業も少なくとも7社^vあった。典型例の「東京証券取引所より・・・判定結果を受領し、・・・基準に適合していることを確認」という文章の代わりに「この決議は・・・東京証券取引所からの判定結果に基づいており」という表現になっている。この文章だけでは判定結果が適合なのか未適合なのか分からない。これらの企業は「スタンダード維持基準適合のため計画書を提出する」という記述がなく「所定の手続きを進める」ということなので、スタンダード基準に適合していることが分かる。簡単な推測で分かることとはいえ不親切な表現といわざるを得ない。

ミニмум3点セットを「決まり文句」で装飾しただけの企業が43社あった。ここで、「決まり文句」とは、そのまま他社の適時開示で用いても違和感がなく読める文章をいう。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「株主、投資家の皆さまにおかれましては、引き続きご支援ご鞭撻を賜りますよう、よろしくごお願い申し上げます」とかの文章である。少し長めの決まり文句の実例を挙げると次のとおりである。

「当社は、新市場区分のコンセプト等を踏まえ、当社の事業内容や経営課題、戦略等を総合的に勘案した結果、「スタンダード市場」の選択申請が最も適切と判断し、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」^{vi}

新聞報道¹⁰で日本電子材料が3度の取締役会を経て熟慮の末に決断を行った「意思あるスタンダード」選択企業として紹介されている。しかし、その適時開示は、プライム基準にも適合している旨の付加情報以外は「ミニмум3点セット+決まり文句」で、その熱量はまったく感じられなかった。残念なことである。

ミニмум3点セットの176社、「ミニмум3点セット+決まり文句」の43社および適時開示しなかった55社を合わせると、実に80%（274社/344社）の企業がスタンダード市場選択の理由をまったく明らかにしなかったことになる。

6. 感じられないプライムへの意欲

市場一部でスタンダード市場選択の適時開示を行った289社のうち、将来に向けてプライム市場を目指すという文言を入れた企業はわずか25社（9%）程度しかなかった。しかも「将来的に「プライム市場」への上場を目指してまいります」とか「「プライム市場」にふさわしい企業になることを目指してまいります」という決まり文句でさらっと表現している企業が半数近くあり、真剣に目指しているのか、単に装飾文章として使っているのかは判明できなかった。開示資料の中でプライム市場上場への意欲が感じられた企業の例としては次の3社が挙げられる^{vii}。

¹⁰ 日本経済新聞電子版、「企業は考え抜けるのか 統治指針にただ従う危うさ」、2022年1月21日

2812 焼津水産化学工業[12/17] (左から銘柄コード、社名、適時開示日。以下同じ)

7451 三菱食品[12/23]

8918 ランド[12/29]

7. 選択理由の説明がある適時開示

スタンダード市場の選択を各社固有の理由で説明していたのは 58 社程度¹¹に止まった。そのうち半数近くの企業は自社の事業の内容や規模はプライムよりもスタンダードの方が適切であると説明していた。固有の説明があったとはいえ、極めて短かったり内容が薄い文章で説明した企業も少なくない。これらは前述の「ミニマム三点セット+決まり文句」と紙一重である。そうした中で、次の文章は比較的内容を伴った説明の例である。

『当社は現在、中期経営計画の達成を最優先事項とし、事業ポートフォリオの転換と構造改革の推進に伴う収益基盤の強化を進めており、現時点においては経営資源をこれらの活動に集中投下し、中期経営計画を確実に達成することが企業価値を最大化させるものと考えております。

このような考えの下、当社は、経過措置の適用によりプライム市場を選択することも可能ではあるものの、現時点においては、中期経営計画の達成に向けた取り組みを優先することが最重要であると考え、今回の市場区分の選択については、当該取り組みに専念することのできる市場として「スタンダード市場」を選択することといたしました』^{viii}

中期経営計画を引き合いにした企業は 30 社弱あった。スタンダード市場を選択した理由として、中期経営計画の達成・実現に集中したいからと記述した企業は 10 社強あり、同様に、今は事業の基盤固めに集中したいからとした企業も 10 社強あった。事業が「国内中心」とか「内需中心」であることもスタンダード市場選択の理由の一つとしていたのは 6 社^{ix}に過ぎなかった。

プライム市場を選択した場合に生じる追加的なコストの回避も理由に挙げた企業もあった。典型的な説明文章は次のとおりである。

『「プライム市場」を選択した場合に求められる基準の中には、更なるコストや労力を要する点があり、当社自身の規模を踏まえた上で、限られた経営資源を新たな価値を創造する商品やサービスの開発とそれを実現する組織・人材の活性化に振り向けることが企業価値向上に資すると考える』^x

このように追加的なコストに要するリソースは企業価値向上の方に使いたいとした企業は少なくとも 9 社あり、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。このことはこれらの企業の考え方に問題があるというより、企業統治コードの諸原則は真にグローバルな企業に求めるべき内容になっており、市場一部相当の約 2,200 社すべてに求めるのには相応しくない部分が

¹¹ スタンダード上場維持基準に適合してスタンダード選択を適時開示した 277 社のうちの 21%

あることを意味しているのではないだろうか。企業それぞれの事業内容・規模に相応しい諸原則の再構成が必要なかもしれない。なお、プライム企業に求められる英語での情報開示や議決権電子行使プラットフォーム¹²に関する負担に言及した企業はなかった。

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 10 社程度あった。次はその一例である。

『「プライム市場」の上場維持基準を充足したものの、流通株式時価総額に関する基準については、当社の取り組みだけでは実現できない要素も多く、仮に「プライム市場」を選択した場合、将来的に当該基準を充足せず、上場維持基準に抵触するリスクがあることを考慮すると、「スタンダード市場」を選択し、株主の皆様が不安を持つことなくより安心して当社株式を保有・売買できる環境を確保することが重要と判断しました』^{x1}

流通株式時価総額や平均売買代金の基準は未適合企業にとっては適合するのが難しく、適合済み企業にとってはそれを維持し続けることが難しいとしている。二つの基準とも自社努力だけでは済まず、市場次第という側面がある。

上記の企業は株主が安心して自社の株式を保有・売買できなくなる可能性を懸念しており、他にも 3 社^{xii}がこの懸念を記していた。このような株主への配慮の記述は極めて稀な例である。適時開示した 289 社のうち、開示文章の中に「株主」あるいは「投資家」という単語が入っていたのは 73 社程度（約 25%）しかなく、ほとんどは「引き続きご支援ご鞭撻を賜りたい」という決まり文句の中で引用されていただけだった。

今回の制度改革で経過措置の適用が「当面の間」となっており、これが有期限に変わったときの上場廃止リスクを懸念していた企業が 5 社あった。このリスクを明確に説明していた企業^{xiii}は、今回の制度下で経過措置に期限が設定された際には、

『当社では、上記の環境で「プライム市場」を選択した場合において、万一経過措置終了時点で上場維持基準に抵触し、改善期間内に改善が完了しなければ、上場廃止になるものと想定しております』

ということになり、経過措置適用を前提にしてプライム市場を選択するのはあまりにリスクが大きいとしていた。他の 4 社^{xiv}は、これほど明確には記述していないが「当面の間」の有期限化にリスクを感じて、プライム市場を選ばなかった理由の一つに挙げている。

最後に、筆者の主観に基づくものであるが、十分な内容を伴った適時開示を行った企業の例を列挙しておく（適時開示日順に掲載、HD はホールディングスの略）。

6292 カワタ[10/29]

2689 オルバヘルスケア HD[11/15]

4615 神東塗料[11/29]

7427 エコートレーディング[12/10]

2819 エバラ食品工業[12/13]

8041 OUG ホールディングス[12/14]

¹² 企業統治コードで英語での情報開示（補充原則 3-1②）と議決権電子行使プラットフォームの利用（補充原則 1-2④）はプライム企業に追加的に要請されている補充原則である

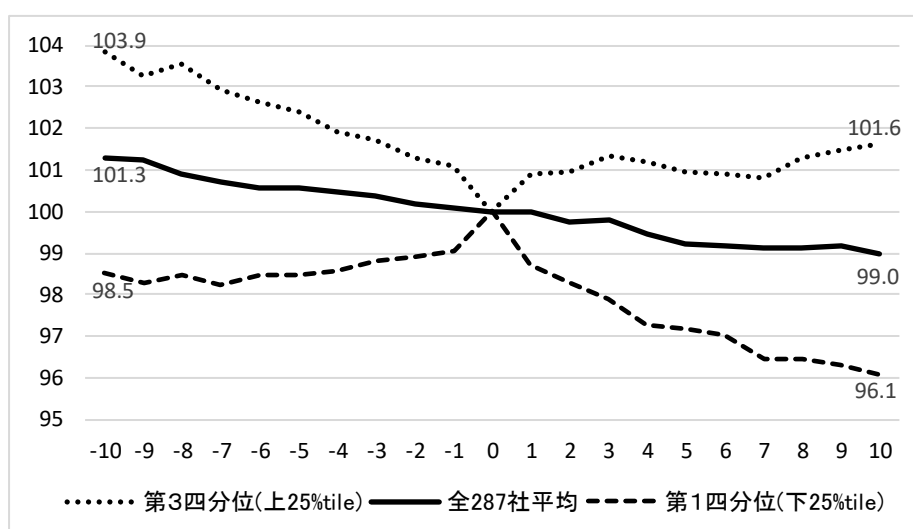
8107 キムラタン[12/15]	2812 焼津水産化学工業[12/17]*
3639 ボルテージ[12/23]*	6555 MS&Consulting[12/23]
9856 ケーユーHD[12/23]*	2193 クックパッド[12/24]
8131 ミツウロコグループ HD[12/24]*	
2698 キャンドウ[12/29]	8918 ランド[12/29]

ここで、*を付した4社は、最初にプライム市場を選択し後にスタンダード市場に変更した企業である。ミツウロコグループHDはプライム基準も適合であるが、ケーユーHDはスタンダード基準も未適合である。他の2社はプライム基準未適合でスタンダード基準適合である旨を開示している。これらに加えて、図表10にあるスタンダード基準に未適合で適合へ向けた計画書を提出した企業も十分な内容を伴った適時開示と見なせよう。

8. スタンダード市場選択と株式市場の反応

市場一部企業によるスタンダード市場選択の適時開示を株式市場がどう評価したのかを確認する。図表11は株価が著しく低い2社¹³を除いた287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3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0日としてその前10日とその後10日の計21営業日のTOPIX相対株価を計算し、第0日の水準が100になるよう規格化した。このような日次時系列を287社について計算し、その平均、第1四分位、第3四分位の推移をしたのが図表11である。

図表11. 適時開示と株式市場の反応（スタンダード選択企業全体）



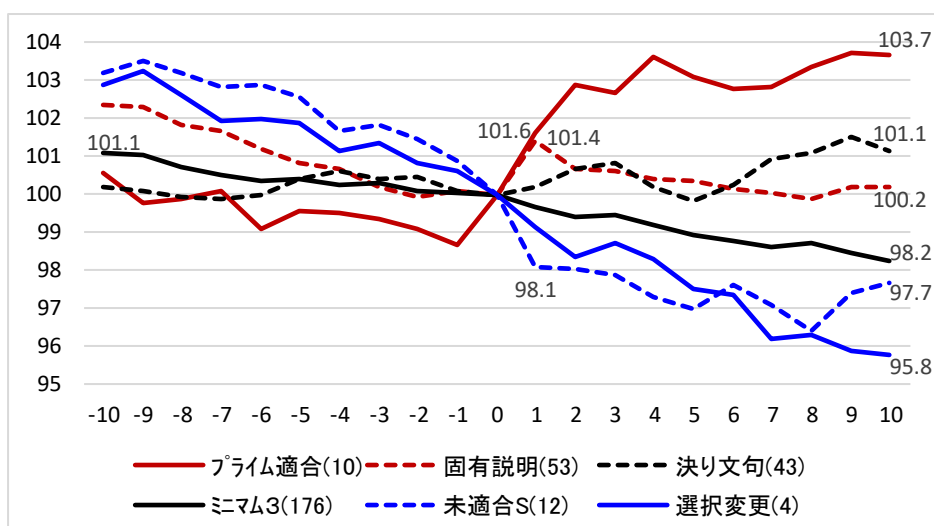
[出所] 各社適時開示資料およびFACTSETデータベースより筆者作成

¹³ キムラタンとランドの2社。適時開示日の前後21営業日でキムラタンは19円ないし20円という株価（1日だけ18円があった）で、ランドは10円ないし11円という株価（1日だけ12円があった）で推移していた。この2社は株価が1円上下しただけで大きな変化率になってしまうため除外した

平均値は21日間で約2%下落しており、第1四分位と第3四分位の差は、前後の10日目で各々約5%である。当初、市場一部企業がスタンダード市場選択を表明すると株価が暴落するのではないかという見方があった。これを見ると、平均的には暴落は起きていないが漸減は起きていたようである。しかも適時開示後だけでなく適時開示前も同じ程度の漸減になっている。これは適時開示日に漸減したというより、期間を通じてこれらの企業の”プライム落ち”を予期して株価が下押しされていたということであろうか。

図表12は開示内容別に株価の反応をみたものである。ミニマム3点セットの176社は、10日前には全287社の101.3とほぼ同じ101.1だったが、10日後には0.8低い98.2になっていた。最低限の開示は平均よりやや下回る評価を受けたといえるのかもしれない。ただし、ミニマム3点セットを決まり文句で装飾しただけで実質的内容は同じはずの43社は10日後に101.1と高めの評価となっていた。

図表12. 適時開示と株式市場の反応（開示内容別）



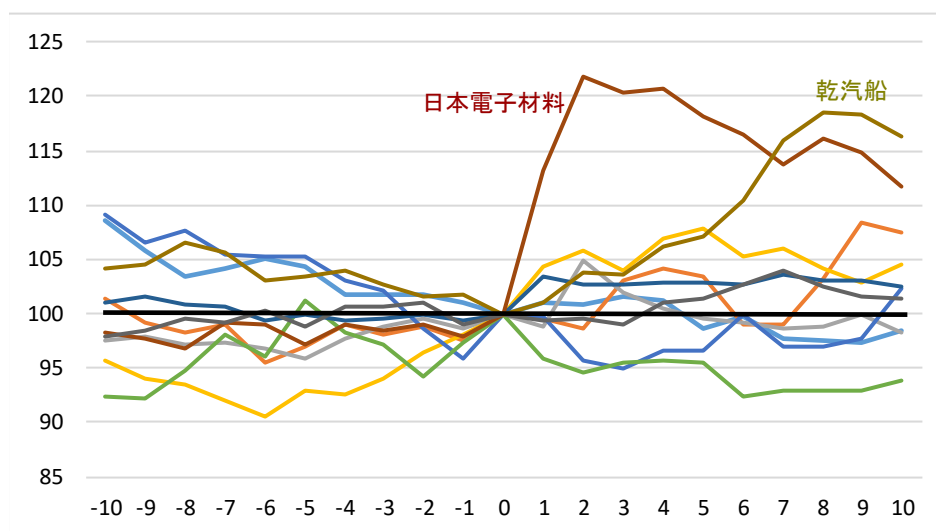
【出所】各社適時開示資料およびFACTSETデータベースより筆者作成

該当する企業が少ない点に注意が必要であるが、ほかの特徴的な適時開示をした企業に対する株価の反応は非常に興味深いものであった。スタンダード基準に未適合で適合に向けた計画書を提出した12社（図中では「未適合S」と表記）は適時開示前から適時開示後も比較的大きな漸減傾向を示し、特に適時開示翌日の相対株価は約2%の下落となった。また、わずか4社であるが、当初プライム市場選択を適時開示し途中でスタンダード市場に変更した企業は、選択変更を開示した10日後には約4%の下落となり最大の下げ幅になった。各4社の10日後の相対株価水準は93.3から98.4の間にあり、いずれも100を大きく下回っていた。プライム基準に適合しているのにスタンダードを選択した10社の相対株価は、適時開示翌日に101.6まで高まり10日後も最も高い103.7の水準であった。ただし、この良好な成績は図表13で示すように主に日本電子材料に因っている。

日本電子材料を除く9社では、開示後1日の平均は100.4で、その後、大きな変動なく漸増していき、10日後の平均は102.8の水準になっている。

サンプル数が少ないため断定的な言い方はできないが、開示内容による株価の反応は概ね直感的に理解しやすく納得的なものであったといえよう。これらの企業の市場取引は薄く株価形成がこなれていないのではないかと思われるのだが、予想を超えて合理的な株価形成になっているということだろうか。

図表13. プライム適合スタンダード選択10社の相対株価



[出所] 各社適時開示資料およびFACTSETデータベースより筆者作成

9. おわりに

本稿では市場一部企業のうち新市場区分においてスタンダード市場を選択した企業の適時開示の内容を分析した。そもそも適時開示をしなかった企業に加えて、適時開示した多くの企業が最小限の定型的な情報開示しかしないなど、株主や投資家など株式市場に向き合う姿勢に疑問を持たざるを得なかった。開示文の中に「株主」、「投資家」という単語を入れていたのは25%程度の企業で、しかも多くは「ご指導ご鞭撻を賜りますよう」という決まり文句での引用にすぎなかった。将来のプライム市場上場に言及した企業は9%程度しかない。そうした中でも、プライム市場とスタンダード市場のどちらを選択するかという重大な（はずの）意思決定にあたり重ねた議論の内容を開示している企業もあった。今回の適時開示の内容全般に対して株式市場は概ね合理的な反応を示していたようである。最小限の情報開示しかしなかった企業の中にも熟議を重ねた企業は多々あったものと推測されるが、積極的な情報開示が望まれるところであった。

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の具体名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、今後の適時開示内容を改善したい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。