

東証再編ープライム基準未適合企業の通信簿 2207 ～今のところ再編の効果は限定的～

(概要)

東京証券取引所は本年4月に新市場区分に移行した。プライム上場維持基準に未適合であった約640社は経過措置を利用して適合計画書提出の上でプライム市場を選択した企業とスタンダード市場を選択した企業に分かれた。4月以降、経過措置企業による適合計画の進捗報告が始まっている。

本稿では7月末までに開示された進捗報告書の情報と株価および出来高の情報を合わせて、プライム基準未適合企業のパフォーマンスを確認した。新市場区分開始以来4ヶ月しか経過していない段階でのパフォーマンス確認は時期尚早かもしれないが、どのような「兆し」が見られるかを確認することに多少なりとも意義はあろう。

分析結果の要約は以下の通りである。流通株式時価総額の向上が求められているプライム企業にはまだその効果が現れているとは言いがたい。流通株式比率の向上が求められているプライム企業は昨年末以来、少なくとも開示情報で見るとほとんど進展はない。平均売買代金の増加が求められている企業の中には改善が見られる企業もある。スタンダード市場選択企業には株価向上の様子は見られない。

すでに適合に向けた計画期間を先送りする企業も出てきている。計画期間の先送りが許されることの認識が広がることで、プライム基準未適合企業の価値向上意欲が削がれることにならないか心配される。

目次

1. 経過措置の概要
2. 認識されるようになった経過措置の詳細
3. 流通株式時価総額未適合プライム企業の通信簿
4. 流通株式比率未適合プライム企業の通信簿
5. 平均売買代金未適合プライム企業の通信簿
6. 旧東証一部スタンダード選択企業の通信簿
7. おわりに

2022年8月15日

明田雅昭

(公益財団法人 日本証券経済研究所)

本年4月4日より東京証券取引所（以下、「東証」と略称）は新市場区分に移行した。旧東証一部企業のうち約640社は新設のプライム市場への上場維持基準に適合できず、半分は適合に向けた計画書を提出してプライム市場を選択し、残りの半分はスタンダード市場を選択した。本稿はこれらの600社を超える企業に焦点を当てて、本年7月末までのパフォーマンスを確認したものである。時期尚早かもしれないが、今回の市場再編が目指した企業のパフォーマンス改善傾向が少しでも観察されるかを把握することに多少なりとも意義はあるだろう。

1. 経過措置の概要

プライム市場の上場基準（形式基準）を図表1にまとめた。本来、プライム企業は上場維持基準の一つでも未適合になれば、1年以内の改善が求められ、改善ができない場合は上場廃止になる。しかし、移行基準日である2021年6月末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」を提出し、その後も事業年度毎に進捗状況を開示すれば、「当分の間」上場維持の経過措置が適用される。この経過措置基準は旧東証一部企業ならばほとんど未適合になりえない低い水準である。つまり、計画期間を設定して適合のための計画書を提出し、毎年、進捗報告書を開示していけば、「当分の間」プライム上場企業のステータスが継続される。

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			
流通株式比率	35%以上	35%以上	5%以上[なし]
(3)経営成績・財政状態	(省略)	純資産が正[継続開示]	純資産が正[継続開示]

(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で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。「なし」は「即、上場廃止なので計画の開示は不要」という意味
[出所] 東証資料[2020.12.25]より筆者作成

上場維持基準に適合しているか否かの最初の判定結果は2021年6月末のデータに基づき、翌7月9日に東証から各企業に通知された。プライム基準に未適合の企業は664社であった。これらの企業は2021年の9月から12月の間に、経過措置を受けてプライム企業になるかスタンダード企業になるかの選択を迫られた。664社の社名は公表されていなかったため、どの企業が該当し、その企業はプライムとスタンダードのどちらを選択するの

かに注目が集まった。4か月にわたって各企業の断続的な開示が続いたが、1月10日に東証が集計結果を公表し、経過措置プライム企業は296社であることが判明した。

経過措置企業は新市場区分開始の4月4日以降に到来する事業年度末日（平均売買代金については12月末）から3か月以内に進捗報告書を提出しなければならない。4月末決算企業には本年7月末が最初の進捗報告書を提出する期限である。ただし、外部環境の変化や開示した計画書の内容に重要な変更が生じた場合には速やかに変更後の計画書を開示することが求められている¹。

2. 認識されるようになった経過措置の詳細

経過措置および進捗報告に関して、これまで報道等であまり認識されてこなかったこととして、少なくとも次の3つの疑問があった。

- (1) 新市場区分への所属確定後に未適合になった企業の扱い
 - (a)2021年6月末に未適合と判定された企業と同じように経過措置企業となれるのか、あるいは(b)改善期間1年の上場維持基準に抵触した企業と見なされるのか
- (2) 適合計画書の変更における計画期間の扱い
 - (a)計画期間は変更（先延ばし）してもよいのか、あるいは(b)いけないのか
- (3) 「当分の間」であっても上場廃止に追い込まれる企業がある想定なのか

東証が事前に発出していた資料²で通知されていたのだが、4月4日以降に公開されてきた企業の適時開示資料によりこれらの問に対する答えが明確に認識できるようになった。

(1)の(a)に該当する企業³と(2)の(a)に該当する企業が出現しているからである。したがって、適合計画の達成が危うくなれば計画期間を先延ばしすることで、改善期間1年の上場維持基準適用を免れることができる。つまり、(3)の答えは「当分の間」は上場廃止に追い込まれる企業は実質的にはないということである。(1)(a)と(2)(a)の具体例は後述する。

¹ 東証、「「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)のp1の「○提出・開示時期等」に次の記述がある。「開示された計画書に記載の内容については、上場会社が新市場区分の上場維持基準のすべてに適合するまでの間、新市場区分への移行(2022年4月4日)後に到来する上場会社の事業年度の末日から起算して3か月以内に、進捗状況を開示していただきます。計画書の開示後において、計画書に記載の内容については、外部環境の変化や取組の進捗状況等を踏まえ、必要に応じて継続的に見直しを行ってください。見直しの結果、開示された計画書の内容に重要な変更が生じた場合には、事業年度の途中でであっても速やかに変更後の計画書を開示してください」

² 東証、「「上場維持基準の適合に向けた計画」及び「計画に基づく進捗状況」作成上の留意事項」(2022年3月18日)のp1では、4月4日以降に初めて上場維持基準のいずれかの項目に適合しないこととなったときは適合に向けた計画書の作成と開示を求めるとしている。また、同資料のp9の「○記載事項」には「当初の「計画」又は直近の「計画に基づく進捗状況」の開示で記載していた適合までの予定期間に変更が生じる場合、各項目における変更した計画期間を記載し、変更理由について、以下の2項目と併せて記載してください」という記述があり、計画期間変更が想定されている。

³ ただし、市場再編後に上場した企業には経過措置は適用されない(経過措置は市場再編前から上場している企業向けの激変緩和措置である)。

3. 流通株式時価総額未適合プライム企業の通信簿

流通株式時価総額（以下、「FMV」と略称）で未適合のプライム企業は、筆者の認識では2021年6月末時点で233社であった。このうち13社は昨年12月末までの間にFMVが100億円を超えて未適合状態が解消したとして、計画期間がない適合計画書を提出している。本稿ではこれらの13社を除いて220社を当初の対象企業とした。220社の中には昨年12月までにFMVが100億円を超えたものの安定的に100億円を超えるまでの計画期間を付した計画書を提出した企業も含んでいる。なお、220社のうちの1社は今年の5月にグループ企業の再編に伴って上場廃止になっている。このため7月末時点では当初からの対象企業は219社である⁴。

これらの219社には、以後の説明・議論のために匿名企業コードを付与した。企業を計画期間の近い順に、計画期間が同じ場合は2021年6月の判定時のFMVが大きい順に並べて1001から1219まで付番している。4月4日以降に、新たにFMVで未適合になった企業については、発生順に2001から始まる匿名企業コードを付与した。

なお、これらの4桁数字の前にFMVへの適合状態を表す英1文字を付す場合がある。

N : New の略で、4月4日以降に新たにFMV未適合になった企業

f : fit の略で、自社の試算ベースでFMVが適合状態になった企業

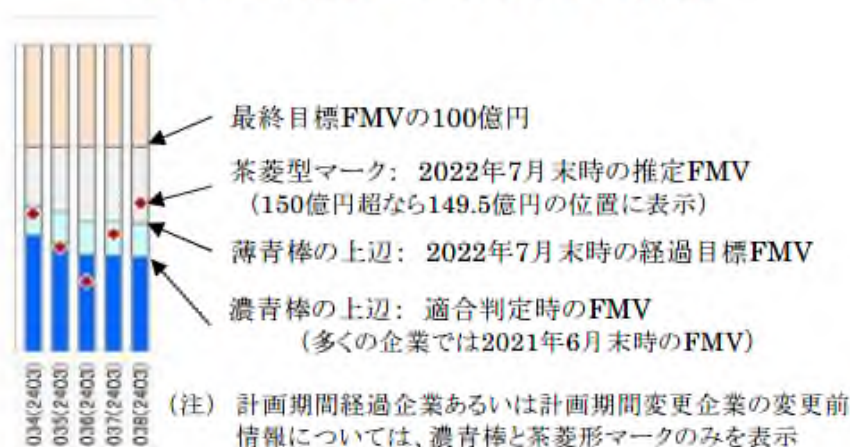
F : Fit の略で、東証によってFMVが適合済みになったと判定された企業

u : unchanged の略で、FMV未適合が継続している旨の進捗報告をした企業

X と R : 計画期間延長企業について X は延長前を、R(Reset の略)は延長後を表す

図表3は、本稿で分析対象としている企業のFMVに関する未適合ないし適合の状況を表す一覧図である。図表3の見方を説明したのが次の図表2である。

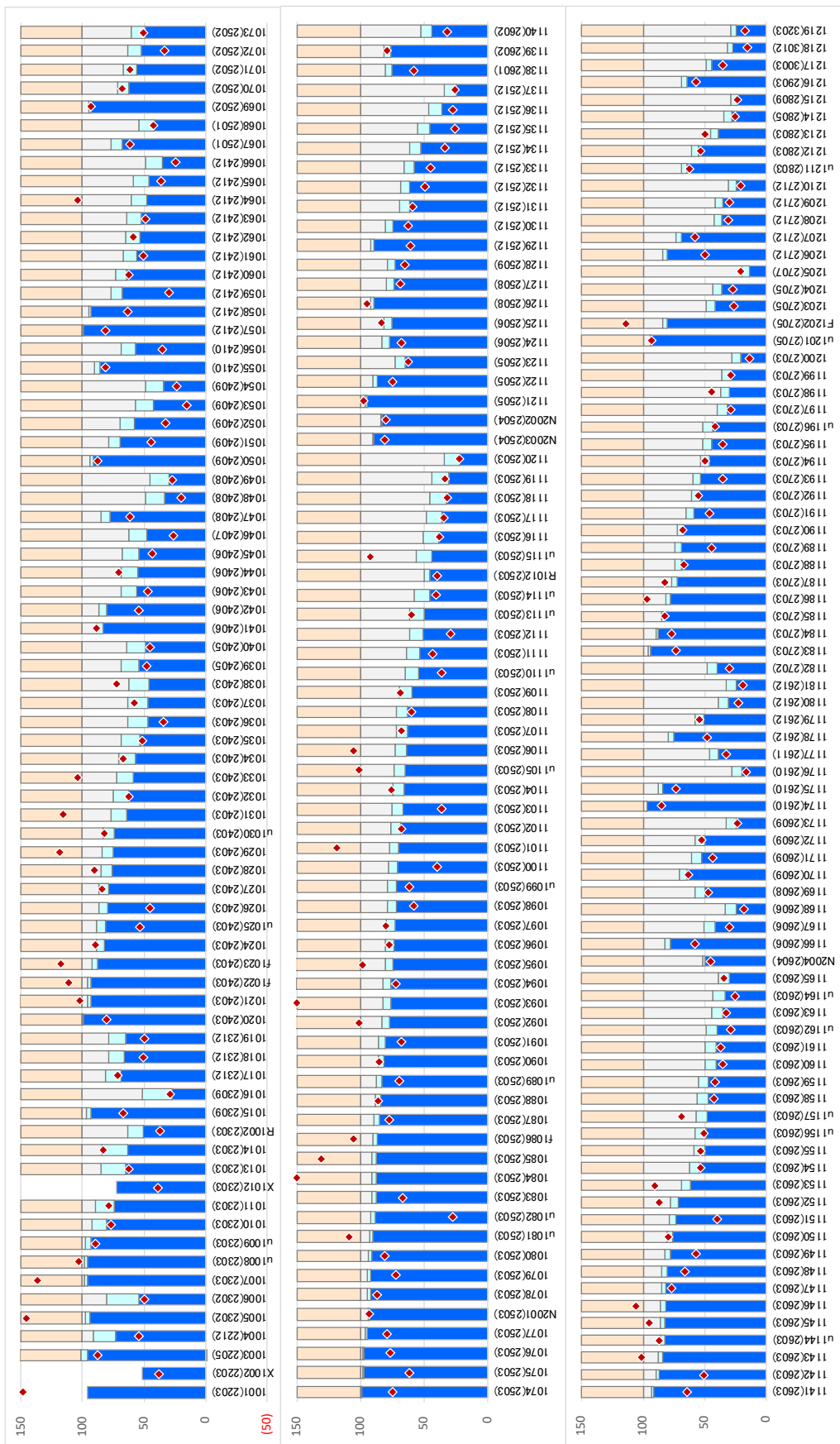
図表2. 流通株式時価総額適合状況図表の見方



[出所] 筆者作成

⁴ 7月27日にTOBに応募し上場廃止にすることが決まったとして7月29日に適合計画書を撤回する旨を開示した企業（後述の匿名企業コード1096）は含んでいる。

図表3. 流通株式会社価総額未適合プライム企業の適合状況(2022年7月末)



【出所】各社の適時開示資料およびFACTSETデータベースから筆者作成

図表 2 の右端にある企業の例で説明する。横軸ラベルの 1038(2403)の内の 1038 は匿名企業コードで、(2403)はこの企業の計画期間が 2024 年 3 月までであることを示している。この企業は 2021 年 6 月末時の判定で FMV は 46 億円であった（濃青棒の上辺の位置）。計画期間の 2024 年 3 月まで FMV が一定率で成長するとしたら 2022 年 7 月末時の経過目標となる FMV は 62.5 億円である（薄青棒の上辺の位置）。2022 年 7 月末時の 1038 の推定 FMV⁵は 72.5 億円になっていて（茶菱形マークの位置）目標を上回っている。茶菱形マークが縦軸で 100 から 150 の橙色領域にある場合は FMV の未適合が解消状態にあることを意味する。なお、図表 2 では、推定 FMV が 150 億円を超えた場合は、茶菱形のマークは 149.5 億円の位置に付けている。

図表 3 では計画期間が到来した企業や計画期間を先延ばした企業は判定時の FMV と直近の推定 FMV だけを表示している。また、計画期間を先延ばした後の状況では、判定時の FMV は先延ばしの適時開示資料での基準日の FMV を使っている。

以下では、2022 年 4 月 4 日以降 7 月 29 日までの間にあった FMV への適合状況に関する変化を、進捗報告書などの適時開示資料および株価データを基にして説明する。

計画期間終了企業

4 月 4 日から 7 月 29 日までの間に計画期間が終了した企業は 2 社あった。ともに 3 月決算で計画期間を 2022 年 3 月としていた 1001 と 1002 である。

1001 は昨年 6 月の判定時に FMV は 96.2 億円で、昨年 7 月から 9 月の平均では 116 億円に達していたが計画期間を本年 3 月までにしていた企業である。本年 7 月末の推定 FMV は 148.3 億円となっていて適合状態にあると推測される。3 月決算なので最初の進捗報告の期限は 2023 年 6 月末であり、今のところ適時開示は行っていない。

1002 の方は昨年 6 月の判定時に FMV が 51.2 億円しかなく、本年 3 月の計画期間終了時でも 50.5 億円と未適合状態であった。このため 1002 は計画期間を 1 年先の 2023 年 3 月までに変更する旨の適時開示を 6 月 30 日に行った。

期間中の FMV に関する適時開示企業

4 月 4 日から 7 月 29 日までの間に FMV に関する適時開示を行ったプライム企業は 31 社であった。未適合状態が解消していると開示した企業が 4 社、未適合状態が継続していると開示した企業が 21 社、新たに未適合状態になったと開示した企業が 4 社、計画期間を先延ばしにする旨を開示した企業が 2 社である⁶。計画期間を先延ばしにしたのは開示日順に 1012 と前述の 1002 であった⁷。

⁵ 判定時 FMV に、2021 年 4～6 月の日次平均株価終値に対する 2022 年 5～7 月の日次平均株価終値の倍率を乗じ、両期間で流通株式比率に変化があれば、その分の調整を行って FMV を推定した。

⁶ これら 31 社の適合・未適合の状況は図表 3 の該当箇所を見れば概ね把握できる。

⁷ スタンダード選択企業の中にも決算期変更に伴って FMV 適合の計画期間を 2024 年 4 月までから 2024 年 10 月までに変更した企業がある。

計画期間先延ばしを行った1012は昨年6月の判定時にFMVは72.6億円で、本年3月末時点で45.9億円と悪化していた。このため1012は計画期間を2023年3月までから2025年3月までに変更する旨の適時開示を6月15日に行っている。

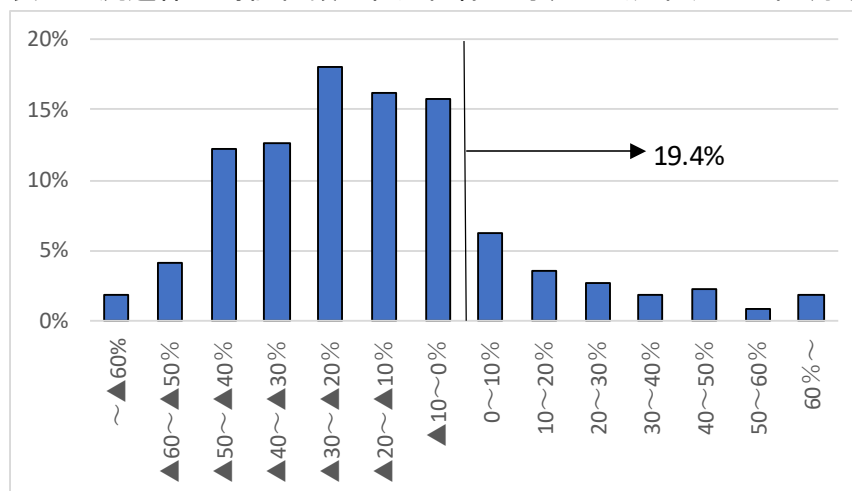
進捗報告はないが適合状態に至ったと推測される企業

相場変動により2割の株価下落があったとしてもFMVが100億円を上回っているためには125億円以上のFMVが必要である。7月末の推定FMVが125億円以上になっていたのは6社⁸であった。このうち5社は3月決算あるいは2月決算であり、今のところ進捗報告の適時開示は行っていない。

流通株式時価総額未適合プライム企業のパフォーマンス

FMVの適合計画書を開示した企業の経過状況を図表3で俯瞰すると、多くの企業が途中経過目標を下回っていることが分かる。2021年6月末の判定時のFMVを割り込んでいる企業も多い。そこで、途中経過目標の達成率の分布を確認したのが次の図表4である。達成率の平均は▲16.0%、中央値は▲18.6%であった。途中経過目標を上回っている企業の割合は19.4%に過ぎなかった。

図表4. 流通株式時価総額の経過目標に対する達成率(2022年7月末)



[出所] 各社の適時開示資料およびFACTSETデータベースから筆者作成

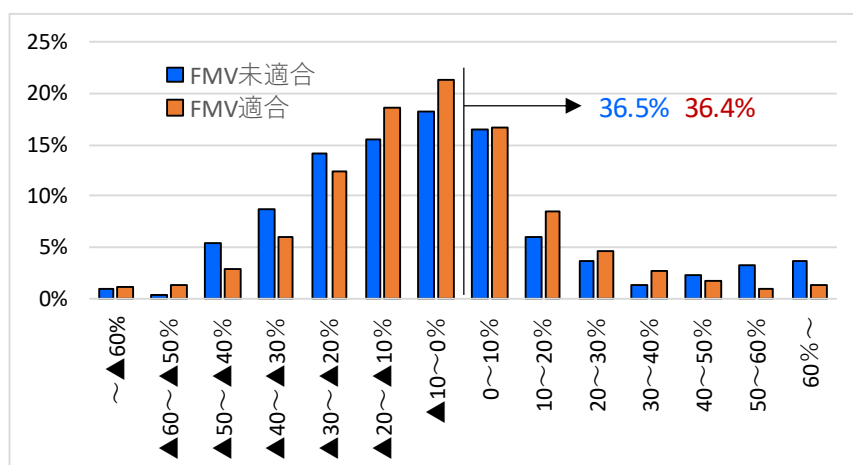
達成率50%以上の企業は6社⁹だけであった。このうち4社は、適合計画書開示後の最初の決算で、実績の当期純利益やROEが計画期間終了年の計画値を超えた企業であった。残りの2社は、最近数年、業績が低迷し赤字決算が続いていたのが、適合計画書開示後の最初の決算で黒字転換した企業である。業績が大幅に改善した企業に対して株式市場は高い評価をしているのである。

⁸ 1001、1005、1007、1084、1085、1093

⁹ 1031(51%)、1064(73%)、1084(65%)、1093(82%)、1101(52%)、1115(66%)

FMV 未適合企業の株価値上がり率は同期間の株式相場の影響を受けている。この期間のプライム企業全社の株価値上がり率の単純平均は▲4.7%であった。FMV 未適合企業の評価は、同期間における FMV 適合企業との比較で行うべきである。それを確認したのが図表5である¹⁰。単純平均で見ると FMV 未適合企業は▲3.8%で FMV 適合企業の▲4.8%より優位であるが、中央値で見ると▲6.9%対▲6.3%となって劣位になる。値上がり率がプラスであった企業は FMV 未適合企業が 36.5%、FMV 適合企業が 36.4%とほぼ同じであった。▲50%から+40%の範囲で分布を見ると FMV 未適合企業は劣勢である。平均値で優位なのは+40%超の領域で FMV 未適合企業が優位となっていて、中央領域での不利を帳消しにしているからである。全体評価としては、株価値上がり率で見ると FMV 未適合企業の方が FMV 適合企業よりも劣勢であるというべきだろう。

図表5. 流通株式時価総額適合企業との値上がり率比較(2022年7月末迄の13ヵ月)



	FMV未適合	FMV適合
社数	219	1602
平均値	-3.8%	-4.8%
中央値	-6.9%	-6.3%
最大値	117.2%	198.4%
最小値	-69.6%	-82.8%
25%tile	6.8%	6.6%
75%tile	-22.7%	-19.4%
50%レンジ	29.6%	26.0%

[出所] FACTSETデータベースより筆者が計算

別途、巻末の補足資料で説明しているが、FMV100億円を達成するための適合計画書の内容を市場が信認すれば株価は直ちに上昇するはずである。本章の分析ではその傾向が見られない。これは市場が適合計画書を無視したのか、その内容を評価して実現性なしと判断したのかのいずれかである。

¹⁰ 期間中に新たに FMV 未適合となった 4 社は、2021 年 6 月時点では適合であったため FMV 適合の 1602 社に含めている。

4. 流通株式比率未適合プライム企業の通信簿

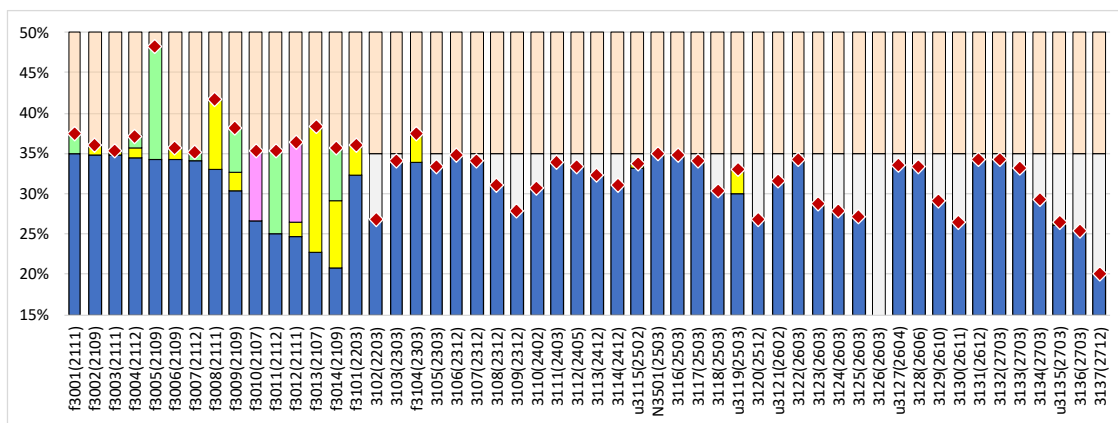
流通株式比率（以下、「FS」と略称）が35%に満たない企業は、筆者の認識では2021年6月末時点で51社であった。このうち年末までの適合計画書開示の時点で、自社試算ベースで未適合状態を解消していたのが14社で、解消できておらず計画期間を伴う適合計画書を提出していたのが37社である。

FS未適合の企業にも匿名企業コードを付与した。2021年末までに未適合を解消した企業は3000番台、解消していない企業は3100番台にした。3000番台は2021年6月の判定値が高い順に付番している。3100番台は、計画期間が近い順、計画期間が同じ場合は2021年6月の判定値が高い順に並べた上で付番している。4月4日以降に新たにFSが35%未満になった企業には3500番台の匿名企業コードを付与した。匿名企業コードの前に付した適合状況を表す記号N、f、F、uは流通株式時価総額の章で説明したものに準じて、新規、自社試算解消、東証認定済み解消、未解消の旨開示の意味である。

4月4日以降の状況を紹介する。新たにFSが未適合になった企業が1社ある。この企業（3501）は第三者割当増資によりFSが34.9%に低下した。3101以降の企業で進捗報告を開示したのは7社である¹¹が、そのうち2社は適合状況に転じ、5社は未適合状況が続いているとしていた。5社のうち2社は流通株式比率が若干向上していたが、3社は2021年6月時と同じ比率のままであった。

図表6は新規銘柄も含めた52社の適合状況の一覧図である¹²。黄色棒は政策保有株式

図表6. 流通株式比率未適合プライム企業の適合状況(2022年7月末)



【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

【本図表の見方】(FS=流通株式比率)

濃青棒の上辺位置:2021年6月時における東証判定値

黄色棒:株式売り出しによるFS改善幅

緑色棒:自己株式を活用したFS改善幅

薄赤棒:その他の手段によるFS改善幅

茶菱形マーク位置:各社開示情報に基づくFS直近値

¹¹ 3000番台の企業では3004、3009、3011の3社が進捗報告をしている。内容は昨年年末までに公表した適時開示資料の内容の確認（計画を実施し適合状態になった等）である。

¹² 3126の企業は判定値が8.8%であったため、図表6では濃青棒が表示されていない。

など株式の売り出しによる改善幅を表し、緑色棒は自己株式処分による改善幅を表している。どちらの手段で改善を実現したかが企業によって異なっている様子が分かっていよう。赤色棒はその他の手段による改善である。3010 は一次判定で固定株と見なされた株式が流通株式（純投資）と認められるはずだとしている。3012 は二次判定で FS が 34.5% に上昇し、更に取締役退任により 1.75% 分が流通株式に転じたとしている。

図表 6 で匿名企業コードの 3101 以降の状態をみると、今のところ FS の改善はほとんど進んでいないと言えよう。

5. 平均売買代金未適合プライム企業の通信簿

1 日平均売買代金（以下、「SV」と略称）が 0.2 億円未満の企業は、筆者の認識では 2021 年 6 月末時点で 91 社であった。これら企業の 6 割程度が同時に流通株式時価総額でも未適合で、適合に向けた計画書では概ね流通株式時価総額対策に重点を置いていた。SV の適合に向けた施策に焦点を当てる場合は、SV にだけ未適合の企業に注目した方がよさそうである。SV にだけ未適合の企業は筆者の認識では 30 社である。このうち年末までの適合計画書開示の時点で、自社試算ベースで未適合状態を解消していたのが 8 社¹³で、そのうち 2 社が基準達成の計画期間を設定しなかった。6 社は解消していても、安定的な解消状態を得るための計画期間を設定していた。

SV のみが未適合の企業にも匿名企業コードを付与した。2021 年末までに未適合を解消し適合の計画期間を設けなかった企業は 4000 番台（2 社）、その他の企業は 4100 番台にしている。4100 番台は、計画期間が近い順、計画期間が同じ場合は 2021 年 6 月の判定値が高い順に並べた上で付番した。

これらの企業のうち 4 月 4 日以降 7 月 29 日までに適時開示を行ったのは 4 社である。いずれも自社試算ベースで基準の 0.2 億円を超えていた。この期間で新たに SV だけが未適合状態になったと適時開示した企業はなかった。また、従来、SV だけが未適合であった 4115 は流通株式時価総額も未適合になった旨の適時開示を行っている。この結果、自社試算ベースであるが、30 社のうち 12 社が基準値を超えた旨の適時開示を行っている。本稿では 2022 年 7 月末までの 1 年間の SV を推定計算した¹⁴。この推定結果も含めて 30 社の適合・未適合状態を一覧表示したのが図表 7 である。

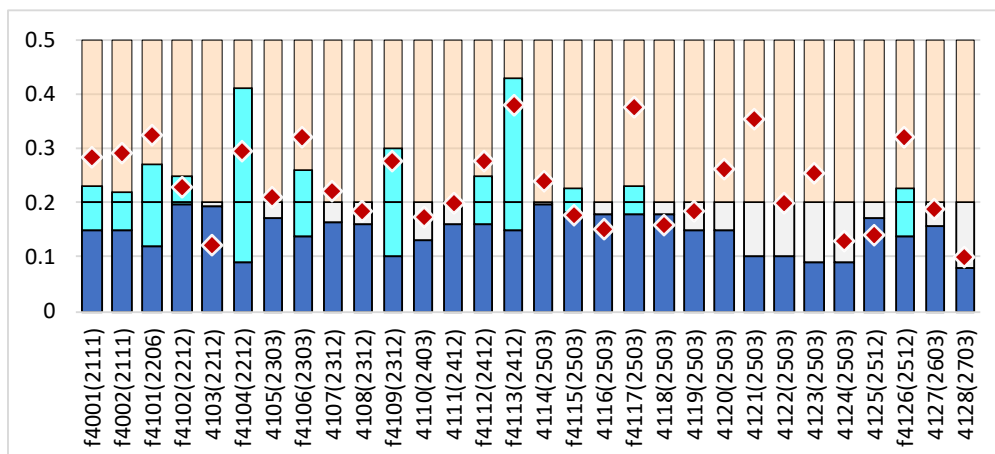
図表 7 の見方を説明する。軸ラベルに付されている複合的なコードは図表 3 の流通株式時価総額と同じである。濃青棒の上辺の位置は 2021 年 6 月末での東証による SV の判定値で、その上の薄青棒の上辺の位置は各社が開示した自社試算ベースの SV の適合値であ

¹³ 各社が固有の期間で測定した自社試算ベース。東証が正式に認定するのは毎年 1 月から 12 月までの 1 年間の計測値である。

¹⁴ 各月の日次平均株価終値に各月の出来高合計を乗じたものを 12 か月合計し期間中の立ち合い日数で割り算した (A)。これは東証が判定に用いた日次平均売買代金 (B) とは定義が異なり簡易計算になっている。30 銘柄について、2021 年 6 月までの 1 年間の A の値を B の値で単純回帰してみると、傾きは 0.957、y-切片は 0.011、相関係数は 0.991 であった。

る。4月4日以降に適時開示していない4100番台の企業には薄青棒はない。茶菱形マークは筆者が計算した2022年7月末までの1年間のSV推定値である。

図表7. 平均売買代金未適合プライム企業の適合状況(2022年7月末)



[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

自社試算ベースで0.2億円を上回ったと開示した企業12社のうち、7月末でも適合状態を維持しているのは11社で、4115は開示値の0.228億円から0.179億円に低下している。4月4日以降に適合状態の開示がない18社のうち、8社は7月末時点で適合状態であると推測される。全体集計では30社のうち19社が未適合状態を解消していると見られる。2021年6月時と比べてSVが低下しているのは30社中わずか5社であった。平均売買代金に関しては改善傾向が見られると言ってもよさそうである。

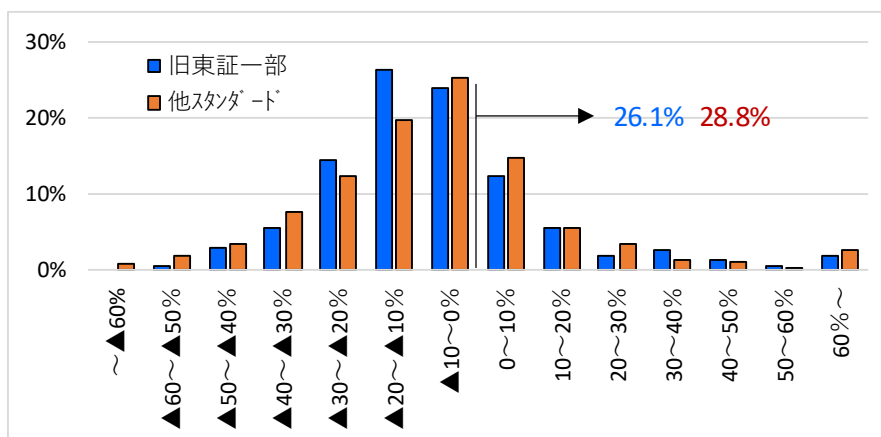
6. 旧東証一部スタンダード選択企業の通信簿

今回の市場再編では東証一部企業のうちスタンダード市場を選択した企業が344社あった。多くはプライム基準に未適合で経過措置を利用することなくスタンダード市場を選択した企業である。プライム基準に適合しながら敢えてスタンダードを選択した企業が23社、スタンダード基準にも未適合だった企業も12社あった。これらの旧東証一部スタンダード選択企業には将来的にプライム市場上場を目指して企業価値向上に努めてほしいというのも市場再編の一つの狙いである。

これらの旧東証一部スタンダード選択企業は、その他のスタンダード企業と比べて、企業価値向上の傾向が見られるだろうか。344社のうち、2022年7月末までに上場廃止になった企業や2021年7月以降に上場した企業を除くと322社になる。これら322社については、2022年7月までの3ヵ月日次平均株価終値を2021年6月までの3ヵ月日次平均株価終値と比較した13ヵ月値上がり率を計算してみた。また、その他のスタンダード企業1101社についても同じ定義で13ヵ月値上り率を計算し、値上がり率分布の比較をしたのが図表8である。企業数が多い中心部分を見ると、▲30%から▲10%の間では旧東証一部企業が多く、▲10%から+10%の間ではその他のスタンダード企業が多い。全体の平均値

と中央値を計算してみても旧東証一部企業の方がやや低い値になっている。値上がり率分布と統計を見る限り、大きな違いとは言えないかもしれないが、旧東証一部企業は他のスタンダード企業と比べて劣勢のようである。

図表8. 種類別スタンダード企業の値上り率比較



	旧東証一部	他スタンダード*
社数	322	1101
平均値	-6.5%	-6.3%
中央値	-10.0%	-8.2%
最大値	174.3%	410.9%
最小値	-54.1%	-75.6%
75%tile	1.1%	1.6%
25%tile	-19.6%	-20.7%
50%レンジ	20.8%	22.3%

(注1) 2022年7月までの3か月の日次平均株価終値を2021年6月までの3か月の日次平均株価終値と比べた値上がり率

(注2) スタンダード基準も未適合だった旧東証一部の11社は除外している

[出所] FACTSETデータベースより筆者作成

筆者は、旧東証一部企業のうちスタンダード市場を選択した企業の適時開示資料を分析した論文を執筆している¹⁵。この論文では適時開示資料の内容に従って企業を大きく3つに分類した。第一は「各社固有」開示である。これは、プライムとスタンダードという二つの選択肢からスタンダードを選んだ理由について、会社固有の考えを説明したとみなせる企業である¹⁶。第二は「ミニマム」開示である。この分類の企業が最も多く、「東証の判定結果でスタンダード維持基準への適合を確認した、スタンダード市場の選択を取締役会決議した、これから手続きを進める」という趣旨の内容だけの開示である¹⁷。第三は

¹⁵ 明田雅昭、「東証再編ー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、2022年2月10日

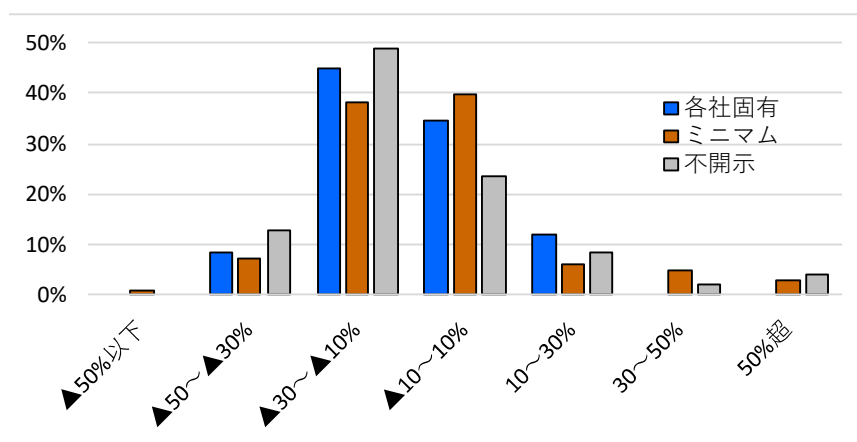
¹⁶ 各社固有の説明文になっているとはいえ、極めて単純で情報量が少ない記述になっているものが半分である。

¹⁷ 筆者は、この開示を「ミニマム3点セット」と呼んでいる。これに決まり文句で修飾しただけの開示文の企業もあり、本稿では決り文句追加型も含めて「ミニマム」に分類した。「ミニマム」開示の文章は、そのまま一字一句変えることなく他の企業の開示文に転用することができるものである。

「不開示」である。適合に向けた計画書は適時開示の対象であるが、計画書が不要でスタンダードを選択した場合は、その適時開示は必須ではない。このため、スタンダード選択を取締役会決議し東証に届け出ても、投資家向けの適時開示をしなかった企業があった。投資家への向き合い方が異なる3つの企業群の過去13ヵ月の株価値上がり率に差があるかを確認したのが図表9である。値上がり率分布でみると3つの企業群の成績に大きな差があるとはいえないが、「各社固有」が劣勢のように見える。平均値でみると「不開示」が最も成績がよく、中央値で見ると「ミニマム」が最も成績がよかった。投資家への意識が多少なりとも感じられる「各社固有」が、必ずしも成績がよいとは言えないことは残念である。

なお、「固有開示」58社のうち内容が豊富な25社では平均値▲8.3%、中央値▲8.0%、開示文の中で「株主」や「投資家」という文言があった73社では平均値▲10.4%、中央値▲9.8%、プライム市場を目指すと言明していた25社では平均値▲7.9%、中央値▲7.3%であった。前向きな度合いが高い適時開示を行った企業も株価値上がり率面で見ると良好な成績にはなっていないようである。

図表9. 種類別プライム未適合スタンダード企業の値上り率比較



	各社固有	ミニマム	不開示
社数	58	217	47
平均値	-10.6%	-5.8%	-4.6%
中央値	-11.5%	-8.7%	-13.2%
最大値	24.5%	121.3%	174.3%
最小値	-41.3%	-54.1%	-47.3%
75%tile	0.4%	1.0%	1.6%
25%tile	-22.9%	-18.6%	-22.1%
50%レンジ	23.3%	19.6%	23.7%

(注1) 2022年7月までの3ヵ月の日次平均株価終値を2021年6月までの3ヵ月の日次平均株価終値と比べた値上がり率

(注2) スタンダード基準も未適合だった旧東証一部の11社は除外している

[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

7. おわりに

今回の市場再編では経過措置を導入したことにより、資産運用会社や証券会社などから「骨抜き」との批判が多く寄せられている。これに対して東証の幹部は、上場廃止基準（上場維持基準）を、従来の抵触企業がほとんど生じない低い水準から上場基準と同じ水準へと厳格化したことを強調している。「決算期ごとに基準を満たさない要素が一つでもあった場合、1年以内に回復しなければ上場廃止となります。・・・ボーダーラインに近い企業には常にプレッシャーがかかる」¹⁸というのである。

このような強調を行う姿勢を見て、筆者は適合計画書の「計画期間」とは事実上の「コミットメント」であると理解していた。計画期間が終了しても適合出来ていなければその時点で上場廃止基準が適用されて、残りの猶予期間は1年しかないと思ったのである。しかし、計画期間の先延ばし変更を認めている以上、「当分の間」上場廃止基準が適用される企業が出現することはない¹⁹。プライム市場における経過措置適用企業やボーダーライン企業がプレッシャーを感じて、真剣に企業価値向上策に奔走しているとの報道はほとんど聞いたことがないし、本年7月までという短い期間ではあるが、経過措置適用プライム企業が適合プライム企業と比べて株式価値を高めている傾向も見られない。

東証の幹部が強調する上場廃止基準の厳格化が有効に働くためには早急に「当分の間」の有期限化を図るべきである。そうしなければ、7月29日現在で3社にとどまっている計画期間先延ばし企業が次々と現れて、各市場区分が目指している特徴がいつまで経っても実現しないのではないか。東証は本年4月に市場区分の実効性向上に向けて「市場区分見直しに関するフォローアップ会議」を設置した。その第1回会議が7月29日に開催された。会議の資料²⁰を見ると「経過措置」は一つの独立したテーマとして扱われていた。議事録によれば、何人かの委員から速やかに経過措置終了日を決めて公表すべきであるとの意見が出ている。適合に向けた計画の更新を認めるべきではないとの指摘もあったようだ。企業の強い抵抗が予想されるが東証の英断を期待したい。

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。

本稿では、個別企業に匿名企業コードを付与して論じてきた。本稿の情報を基にして独自の分析を行いたいアナリストや研究者、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、匿名企業コードと東証コードの対応表を提供します。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。

¹⁸ 日経 MOOK、「東証再編 経営、投資の大変革」、2022年4月11日、特別インタビュー「明確な市場区分で投資資金を呼び込む」（日本取引所グループ取締役兼代表執行役グループ CEO 清田瞭氏）での発言から引用

¹⁹ 正確には、市場再編後に上場した企業だけは抵触時に上場維持基準が適用されることになる。

²⁰ 東証、「市場区分の見直しに関するフォローアップ会議」第1回の資料および議事録、2022年7月29日

【補足資料】市場が適合計画書を信認したら株価が直ちに上昇する理由

2021年現在、業績が低迷しており成長率(g)が0%と見なされている企業がある。株主に帰属するキャッシュフロー(CF)は5億円と一定で推移してきており、株主資本コスト(r)は8%であると仮定する。この企業の2021年時点の株式時価総額 P_{21} は

$$P_{21} = \frac{CF_{22}}{r - g} = \frac{5}{0.08 - 0.0} = 62.5$$

となって62.5億円である。このときの株価/CF倍率は $62.5 \div 5 = 12.5$ 倍だ。4年後の2025年に株式時価総額を100億円に引き上げたい。4年後も株価/CF倍率は12.5倍と変わらないとすれば、4年後に必要なCFは $100 \div 12.5 = 8$ 億円である。そこで、2025年のCFが8億円になるような中期経営計画を作成し、これを基にして適合計画書を作成して適時開示した。

市場がこの適合計画書を信認した場合、株式時価総額はすぐには変化せずに4年かけて徐々に100億円に収斂していくことになるのだろうか？

株主資本コストが変わらず、2025年時点でCFが8億円、株価/CF倍率が12.5倍であり、株式時価総額は100億円であると考えているなら、 $g=0\%$ で、 $CF_{26}=CF_{25}=8$ と見なすのが妥当であろう。そして、2025年時点で次の関係が成立していると考えるのである²¹。

$$P_{25} = \frac{CF_{26}}{r - g} = \frac{8}{0.08 - 0.0} = 100.0$$

この会社の中期経営計画では2022年から2024年までの中間年のCF計画はどうなっているだろうか。シナリオ1として、2024年までCFは5億円のままで、この3年間の準備の成果として2025年にCFが一挙に8億円に高まるとする。

シナリオ1	2021	2022	2023	2024	2025	2026
CashFlow	5.0	5.0	5.0	5.0	8.0	8.0
株主資本コスト	8%	8%	8%	8%	8%	
将来成長率	0%				0%	
株式時価総額	62.5				100.0	
計画後株式時価総額	92.3	4.63	4.29	3.97	79.38	
株式時価総額推移	92.3	94.7	97.2	100.0	100.0	
株価/CF倍率	12.5				12.5	

市場がこの適合計画書を信認したとすると、2021年時点の株式時価総額は、2022年から2024年までの各5億円と、2025年の8億円と、2026年以降のCFの2025年時点の価値である100億円を、株主資本コスト8%で2021年価値に割り引いて合計した金額となる。計算結果

²¹ 2025年の株式時価総額をP/Eや株価/CF倍率で論じる場合、2026年の利益やCFの予測が必要だが、ほとんどすべての適時開示書では2025年までの利益やCFしか提示していない。そこで2025年から1年間の成長率は2026年以降の成長率と同じと仮定した。シナリオ1とシナリオ2では0%とした。

は上の表のとおり92.3億円である。2022年時点の株式時価総額は2023年の5億円から始まる将来CFの2022年現在価値合計で、計算結果は94.7億円である。同様に計算して2023年には97.2億円となり、目標年の前年の2024年には100億円に達することになる。

シナリオ2として、中間年のCFが2021年から2025年に向けて定額増加して8億円に到達するものとしてみよう。計算結果は次の表のとおりである。

シナリオ2	2021	2022	2023	2024	2025	2026
CashFlow	5.0	5.75	6.50	7.25	8.0	8.0
株主資本コスト	8%	8%	8%	8%	8%	
将来成長率	0%				0%	
株式時価総額	62.5				100.0	
株式時価総額推移	96.0	98.0	99.3	100.0	100.0	
株価/CF倍率	12.5				12.5	

シナリオ1と比べて中間年のCFが大きいため、2021年時点の株式時価総額は96.0億円とより高水準になる。シナリオ1にしる、シナリオ2にしる、開示した計画が市場の信認を得ることができれば、直近の株式時価総額は直ちに90億円を超えるはずだ。適合計画書を開示したあと株価が上昇しないとすると、市場はこの企業は相変わらず成長率0%でCFが5億円の状態が続くと見なしていることになる。適合計画書が無視されているか、適合計画書の内容が信認されていないということである。

ところで、現在は成長率0%で低迷しているが、今回の経営計画により「会社の持続的な成長と中長期的な企業価値の向上」を実現しようとしているのだとしたら、2026年以降の成長率が0%というのはおかしい。そこでシナリオ3として、2025年に株式時価総額100億円を達成し、2025年以降は成長率1%を実現する場合を考えてみよう。その場合、

$$P_{25} = \frac{CF_{26}}{r-g} \text{で、} P_{25} = 100.0, r = 8\%, g = 1\% \text{であるから、} CF_{26} = 7.0 \text{となる。}$$

そして、 $CF_{25} = 7.0/1.01=6.93$ となる。このとき2025年における株価/CF倍率は14.3倍になって、計画書作成前の2021年時点の12.5倍より高くなる（成長率が高くなるのだから株価/CF倍率も高くなる）。2021年から2025年までCFが定額増加すると仮定すれば、次の表が示すように、2021年時点の株式時価総額は93.9億円になる。

シナリオ3	2021	2022	2023	2024	2025	2026
CashFlow	5.0	5.48	5.97	6.45	6.93	7.0
株主資本コスト	8%	8%	8%	8%	8%	
将来成長率	0%				1%	
株式時価総額	62.5				100.0	
株式時価総額推移	93.9	95.9	97.6	99.0	100.0	
株価/CF倍率	12.5				14.3	

以上