

東証再編—明暗が分かれるプライム経過措置企業の現在位置 ～挑戦継続かスタンダード移行か、求められる新たな選択

(概 要)

昨年4月から始まった東証の新市場区分で導入された上場維持基準未適合企業への経過措置（救済措置）は、本年4月1日施行の新規則によって2025年3月に終了することになった。終了時期を超えた計画期限の延長が禁止される一方で、プライム企業にはスタンダード市場への移行も認められることになった。このためプライム基準未適合企業は、上場廃止リスクを覚悟の上で適合への挑戦を継続するか、スタンダード市場へ移行するかを選択を求められることになった。経過措置規則の導入と新規則への変更により、プライム経過措置企業はいくつかの類型に分類される複雑な状況となっている。

本稿では流通株式時価総額に関するプライム経過措置企業に絞って、どのような類型が生じ、各類型がどのような特徴を持っているかを整理した。特に基準適合を達成した旨を開示した企業の「適合に向けた実施状況及び評価」の内容に注目した。本稿がプライム経過措置企業にとって何らかの示唆になれば幸いである。

目 次

1. はじめに
2. 経過措置終了時期の確定と計画期限変更企業
3. スタンダード選択企業
4. 適合企業と未適合企業の流通株式時価総額分布
5. 適合達成企業の達成状況および特徴
6. おわりに

2023年5月19日

明田雅昭

公益財団法人 日本証券経済研究所

1. はじめに

本年1月30日に発出された「今後の東証の対応」¹により市場再編の経過措置は新たな段階に入った。2025年3月に経過措置は終了するが、プライム企業は本年4月から9月の間に選択申請をすれば10月にスタンダード市場に移行できる。選択申請をしない場合、上場維持基準に適合して真正プライム企業になるか、適合できずに上場廃止となるかである。プライム経過措置企業は9月末までに重大な意思決定を求められることになった。本稿はその意思決定に資する情報を提供することを意図したものである。

本稿では複数ある上場維持基準の中で最も未適合企業が多い流通株式時価総額（基準額100億円）に絞って、プライム経過措置企業の現在位置を確認する。プライム経過措置企業には、当初の移行基準日（2021年6月30日）に経過措置適用が決まった企業と、その後新たに経過措置適用になった企業の2種類がある。前者の中には既に基準適合を達成した企業もある。一方、自ら設定した計画期限までに適合できなかつたり、適合のめどが立たないために期限を延長した企業もある。1月30日以降、新規則が施行される4月1日までの間に駆け込みで期限を延長した企業もあった。4月末までにスタンダード選択を申請した企業は9社であった。このように経過措置企業といってもいくつかの類型に分かれる。本稿では4月末までに公表された適時開示情報に基づき類型ごとに該当企業の状況を整理する。この整理情報はスタンダード選択申請をするか否かを検討する際に多少なりとも役に立つものと期待している。

2. 経過措置終了時期の確定と計画期限変更企業

東京証券取引所（以下、「東証」）の上場企業は2022年4月4日に新市場区分（プライム、スタンダード、グロース）に移行したが、各市場の上場維持基準に適合していなくても適合計画書を提出すれば「当面の間」退出を求められない規則となっていた。しかも適合の計画期限も適宜先延ばしすることが許されていた。このような経過措置に対する批判は当初からあり、東証はフォローアップ会議²を設けて検討を重ねた結果、本年1月30日に、①経過措置を2025年3月に終了すること、②プライム企業は4月から9月の間に申請すれば10月に無審査でスタンダード市場に移行できることを決定した³。

図表1は「経過措置の終了」を3月末決算企業に当てはめた日程の例である⁴。2025年3月末を計画期限としていて基準適合に至っていない場合、本来の規則が適用されて1

¹ 東京証券取引所、「論点整理を踏まえた今後の東証の対応」、2023年1月30日

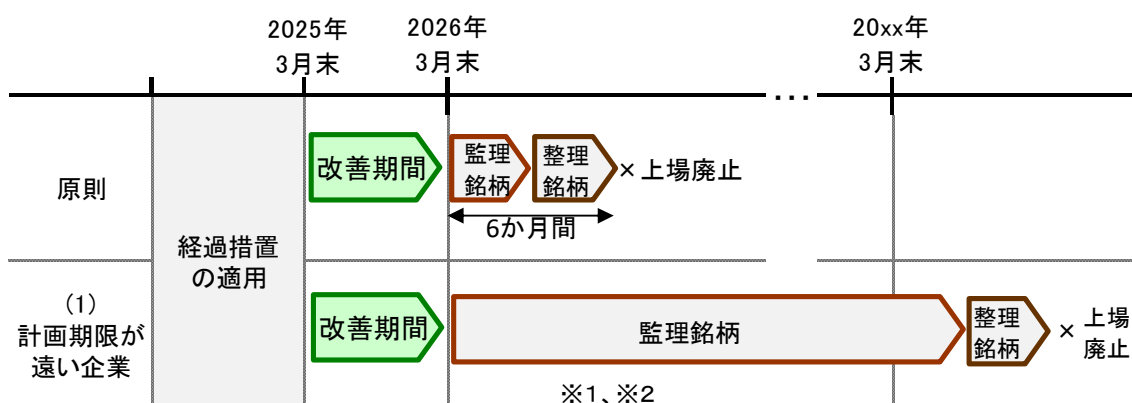
² 「市場区分の見直しに関するフォローアップ会議」は第1回が2022年7月29日に開催された。2023年1月25日開催の第7回までの議論を受けて東証は経過措置に関する制度の見直しを決定した。

³ 正確には1月30日に「上場維持基準に関する経過措置の取り扱い等について」の案を決定し、1月30日から3月1日までのパブリックコメント期間を経て4月1日から施行した。

⁴ 3月以外を決算とする企業も含めると、「2025年3月1日以後に到来する上場維持基準の判定に関する基準日から、本来の上場維持基準が適用される」という表現になる。

年間の改善期間に入る。1年後でも未適合の場合は上場廃止が決まり、既存株主の換金機会を確保するために原則6ヵ月⁵の監理銘柄⁶・整理銘柄指定期間を経て上場廃止になる。

図表1. 3月末決算会社の日程例



(1)2026年3月1日以後最初に到来する基準日を超える時期(20xx年3月末)を終了期限とする計画を開示している場合

※1 指定期間中に基準に適合した場合、指定解除。 ※2 緩和した上場維持基準にも適合しない状態となった場合、改善のための期間を設けずに速やかに上場廃止を決定

[出所]「今後の東証の対応(2023年1月30日)」にある図を筆者が一部修正

計画期限を遠く設定している企業⁷、例えば2028年3月を計画期限とする企業は同じく2025年4月から改善期間に入り、1年後でも未適合の場合には監理銘柄に指定されて、2028年3月における適合状況を確認するまでの間、監理銘柄指定が継続される。つまり、今回の改正規則が施行される前までに設定されていた計画期限までは上場維持が保証されている⁸。なお、従来は計画期限の延長は特に定めなく可能であったが、新規則施行後は、3月決算企業の例では2026年4月以降に延長することは禁じられる⁹。

このように新規則を定めた場合、施行前に駆け込みで期限延長を申請する企業が出てくることが懸念された。第6回のフォローアップ会議(1月10日開催)の議事録によると、東証から「施行前に変更してくるものについては受けざるをえないと考えるが、変更の趣旨をきちんとお伺いしたうえで、会社として必要な変更であるかを確認することになる」という趣旨の説明が行われている。許容とも実質不許可ともとれる説明であった。

⁵ 整理銘柄期間は現行1ヵ月であったが、今回の改正により監理・整理銘柄期間は6ヵ月に延長される。

⁶ 監理銘柄とは、上場廃止基準に該当する恐れがある場合に、投資家にその事実を周知するため指定された銘柄のことである。

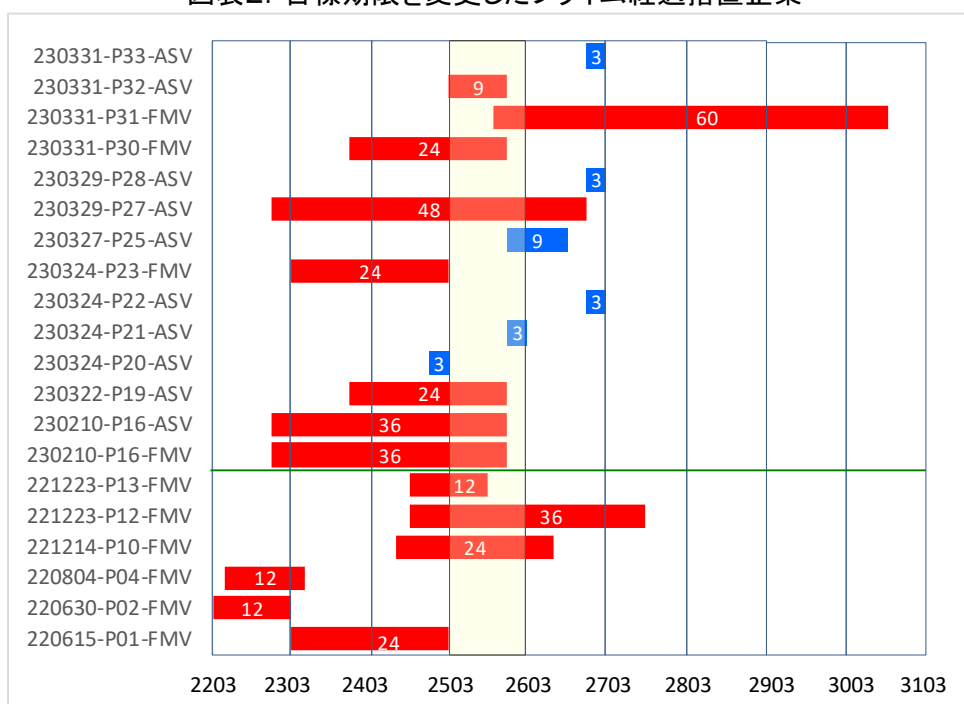
⁷ 正確には、計画期限を2025年3月1日以後最初に到来する決算期より先に設定している旨を2023年3月31日までに開示している企業

⁸ ただし、この例では、今回改定前では2028年4月から1年間の改善期間があったが、改訂後では既に改善期間が終わっているの上場廃止までの期間は1年短くなる。

⁹ 東京証券取引所『「上場維持基準へ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2023年4月1日版』によれば「2023年4月以降開示を行う「適合計画」等においては、2026年3月1日以後最初に到来する基準日を超える時期を計画の終了時期として設定することはできません」

図表2は2022年4月の新制度開始後、本年4月末までに計画期限を変更した企業¹⁰の変更の様子をグラフ化したものである。図表の最深行の「220615-P01-FMV」と図中の赤色横棒は2022年6月15日にP01社が流通株式時価総額（FMV）に関する計画期限を2023年3月から2025年3月まで24ヵ月先延ばしする旨を適時開示したことを意味している。P01の01は（筆者が知る限り）1番目の事例であることを、Pはプライム企業であることを意味する。事例の番号はスタンダード市場(S)とグロース市場（G）も含めての計画期限変更企業の通し番号である¹¹。

図表2. 目標期限を変更したプライム経過措置企業



(注) FMVは流通株式時価総額、ASVは平均売買代金の意味
 [出所] 各社適時開示資料より筆者が作成

図中の青色横棒は期限を前倒しにしたことを意味する。例えば、P20社は平均売買代金（ASV）の計画期限を2025年3月から2024年12月に3か月前倒した。ASVの適合判定は毎年12月までの1年間のデータに基づいて行われる。P20社が適合計画書を最初に開示したとき、ASVの適合期限を決算期末の3月に設定したのが不適切だったのであり、その修正を行ったのである。この事情はP21、P22、P28、P33社とも同じである。9月決算のP25社はASVの計画期限を2026年9月から2025年12月に前倒した。ASVの計画期限を先延ばしした企業もP16、P19、P27、P32の4社あった。

¹⁰ 筆者は最善努力ベースで上場維持基準に関する適時開示情報を収集してきたが、取りこぼし企業がありえる点、ご理解とご容赦をお願いしたい。

¹¹ スタンダード企業とグロース企業についての図表2に相当するものは参考情報として巻末に掲載している。

東証が4月1日から施行される新規則を公表したのは1月30日であるが、その後、3月31日までに計画期限の先延ばしを適時開示したプライム経過措置企業はP16社から始まり7社8例に及ぶ。このうち6社は3月の最後の10日に適時開示している。P31社のように2025年10月から2030年10月へと60ヵ月先延ばしした企業もあった。

図表2で3月決算のP02社は2022年6月30日に2022年3月の計画期限を2023年3月に先延ばしする旨の適時開示をしているが、その後上場維持基準に関する適時開示はしていない。P02社が2023年3月時点において基準未適合なら、6月末までに開示する進捗報告書で再び計画期限を延長して真性プライムを目指すかスタンダード選択申請を行うかの選択をすることになる。前者の選択の場合、計画期限の延長は最長でも2025年3月までであり、未適合状態が続いた場合は2025年4月から改善期間入りすることになる。5月決算のP04社についても状況は同様である。

3. スタンダード選択企業

東証は、スタンダード選択申請を行った企業の一覧を月次で取りまとめるうえ、翌月第5営業日にウェブサイトにおいて公表するとしている¹²。最初の公表は5月10日に行われ、4月中に図表3の9社が選択申請をしていた¹³。番号01と02の企業は新規則の施行前に決議し、施行後に申請した旨を適時開示している。03、06、08の企業の適時開示は、選択を「決議し、これから申請する」という内容で「申請した」とはなっていないが、東証の5月10日発表では4月中に「申請した」ことが確認された。

図表3. スタンダード選択を決議または申請したプライム経過措置企業

番号	適時開示日	企業		手続段階	抵触基準	当初判定			最新判定		
		コード	社名			判定日	判定値	目標期限	判定日	判定値	変化
01	2023/3/14	3928	マイネット	決議	FMV	2021/6/30	53	202512	2022/12/31	28	悪化
	申請										
02	2023/3/29	3839	ODKソリューションズ	決議	FMV	2021/6/30	25	203203	2022/12/31	19.3	悪化
	ASV			基準に抵触せず							
	2023/4/28			申請							
03	2023/4/5	1712	ダイセキ環境ソリューション	決議	FMV	2021/6/30	59	202111	2023/2/28	62	改善
04	2023/4/7	6704	岩崎通信機	申請	FMV	2021/6/30	46.9	202603	2022/9/30	44.9	悪化
				ASV							
05	2023/4/11	2722	IKホールディングス	申請	FMV	2021/6/30	42.2	202705	2022/11/30	21.7	悪化
				ASV							
06	2023/4/14	4434	サーバーワークス	決議	FMV	基準に抵触せず		2023/2/28	71	新規	
07	2023/4/19	6093	エスロー・エージェントJ	申請	FMV	2021/6/30	52.1	202502	2023/2/28	29.8	悪化
08	2023/4/21	3627	JNSホールディングス	決議	FMV	2021/6/30	43.6	202602	2023/2/28	25.9	悪化
				ASV							
09	2023/4/28	3996	サインポスト	申請	FMV	2021/6/30	54	202302	2023/2/28	42	悪化

(注) FMVは流通株式時価総額、ASVは平均売買代金の意味

[出所] 各社適時開示資料より筆者が作成

¹² 東京証券取引所、「上場維持基準に関する経過措置の取り扱い等について」、2023年1月30日

¹³ <https://www.jpx.co.jp/listing/stocks/transfers/index.html>

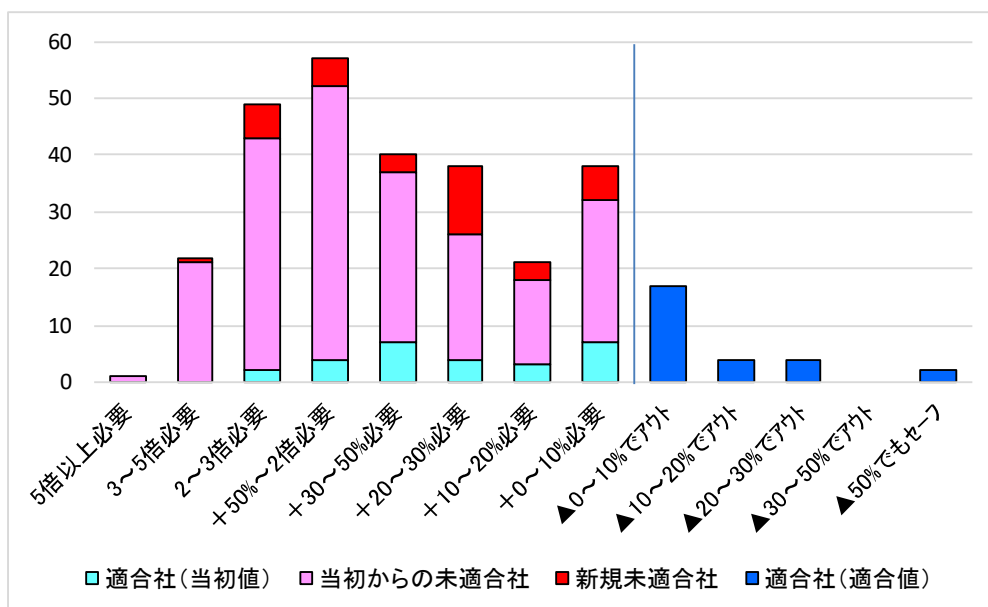
なお、5月1日から18日までの間に、新たに16社がスタンダード選択を適時開示している。

03社は流通株式時価総額（FMV）が59億円から62億円に改善しているもののスタンダード市場選択をした。他の会社はFMVが悪化している。02社は計画期限を最も遠い2032年3月としていた企業であったが、FMVが25億円から19.3億円に悪化し、平均売買代金（ASV）も新たに未適合となっていた。06社は本年2月になって初めてFMVが未適合となり、未適合の開示と同時にスタンダード市場選択を決議した旨を開示した。

4. 適合企業と未適合企業の流通株式時価総額分布

2022年4月の新制度開始以来、本年4月末までに流通株式時価総額（FMV）について適合を達成した旨を開示した企業は27社（東証認定ベースに加えて自社試算ベースも含む）¹⁴あり、図表4では青色棒で示している。薄青色は、当初に未適合の旨を開示した際の基準抵触のFMVの分布を示している。基準額100億円を達成するために10%未満の改善額で十分だった企業（当初FMVが90.91億円超の企業）は7社あり、30%から50%の改善額が必要だった企業（当初FMVが66.67億円から76.92億円の間の企業）も7社あった。2から3倍の改善額が必要な企業も2社あり、それぞれのFMVは46.0億円と47.9億円だった。これらの27社は、後にFMVが100億円を上回ったと適時開示したのであるが、その際のFMVの分布を濃青色で表示した。27社中17社は今後10%のFMV下落で基準額の100億円割れとなる企業（達成FMVが111.1億円以下の企業）である。今後、50%の下落があったとしても基準額割れしない企業は2社しかなかった。

図表4. 流通株式時価総額判定値の分布



(注) 基準額100億円を超えるのに必要な倍率および基準額割れが起きる値下がり率
[出所] 各社適時開示資料から筆者作成

¹⁴ 筆者が把握している範囲での社数。取りこぼし企業がありえる点、ご理解とご容赦をお願いしたい。

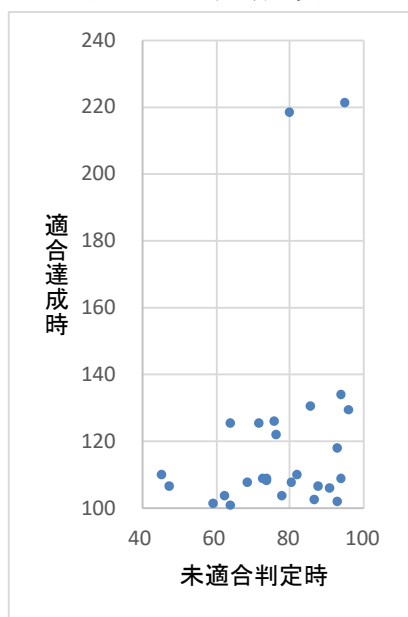
赤色は FMV 未適合を開示した後、未適合状態が解消した旨の開示をしていない企業の FMV の分布である。薄赤色が制度開始時に既に未適合であった企業、濃赤色が制度開始以降に新たに未適合となった企業の分布である。新規未適合企業は当初からの未適合企業と比べて、未適合となった時の FMV が基準の 100 億円に近いということではなさそうである。2 倍以上の改善が必要だった企業でも基準適合を達成してきているので、現在、未適合となっている企業のほとんどは基準適合への可能性はあると言えるかもしれない。前述のとおり、適合達成企業の半数以上は 10% の株価下落で再び基準未適合になる可能性がある。このため適合達成企業の中からスタンダード市場への移行を申請する企業が出てきてもおかしくない。さらに、基準未適合になったことがないプライム企業の中からスタンダード市場への移行を申請する企業も出てくる可能性もある。

5. 適合達成企業の達成状況および特徴

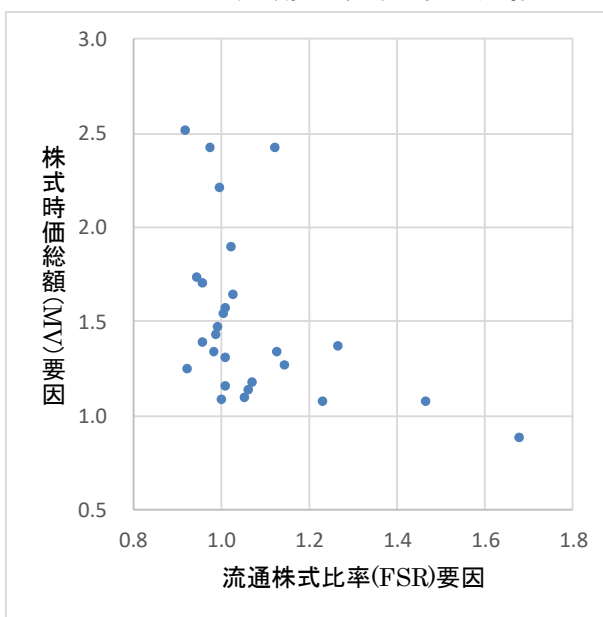
本年 4 月末までに適合達成を開示した企業の達成状況を確認する。図表 5 (A) は未適合判定されたときの流通株式時価総額 (FMV) と、その後の適合達成時の FMV をプロットしたものだ。図表 4 でも説明したとおり、未適合判定時の FMV は 50 億円未満も 2 社あるものの、概ね 60 億円から 100 億円までの間にむらがなく分布している。一方、適合達成時の FMV は 110 億円未満が多く、2 社を除き 140 億円未満である。例外的な 4 社 (前述の 2 社+2 社) はいずれも FMV を 2 倍以上にした企業である。2 倍未満の 23 社に限定してみると、図中に右上がりの回帰線を引くことは無理なようで、未適合判定時 FMV が 100 億円に近いほど適合達成時の FMV が大きいという関係はなさそうである。

図表 5. 流通株式時価総額 (FMV) 適合達成企業の改善および要因分解

(A) FMV 判定額の変化



(B) FMV 判定額変化倍率の要因分解



[出所] 各社適時開示資料から筆者作成

FMVは、株式時価総額（MV）に流通株式比率（FSR）を乗じたものである。このため、FMVの倍率はMVの倍率（MV要因）とFSRの倍率（FSR要因）の積ということになる。図表5（B）はFMVの倍率をこれら二つの要因に分解した結果である。FSRを1.2倍以上にした企業は4社しかなかった。特にある1社は、MV要因は0.88倍しかなく、FSR要因の1.68倍によって基準適合を達成していた。全体的に見るとFMVの適合は主としてMVの向上によってもたらされたことが確認できよう。

MVを高めるにはどうすればよいのか。企業価値評価理論に則れば、中長期的な業績予想を改善する（中長期的なキャッシュフロー予測を高める）こととIR活動を積極的に行って資本コストを低減させることが王道である。この理論的な背景も考慮して、FMV向上策は、①中長期的な業績予想改善を主とした株価向上策、②FSRの向上策、③効果的なIR実施による資本コスト低減という三本立てになろう。FMV適合を目指した企業は適合に向けた計画書（適合計画書）の中で複数の対策（PLAN）を掲げていたが、注意深く読み込めば、それらの対策はこの3要素に分類できるものであった¹⁵。FMV適合達成企業が、これらの対策をどのように実行（DO）して、どのような成果を上げたかと評価しているか（SEE）は、これからFMV適合を目指す企業にとって大いに役に立つものと思われる。そこで、FMV適合達成企業が達成を告げる適時開示書の中でDO-SEEの部分をどのように記述しているかを確認した。

結果は大いに残念なものであった。FMV適合を達成した27社のうち約半分はDOとSEEに関する説明が事実上ほとんどなかった。東証は上場企業向けに発行した「進捗状況」作成上の留意事項¹⁶の中で参考事例のフォーマットを示しているが、その中で「上場維持基準の適合に向けた実施状況及び評価」という節を設けている。それにも関わらず、この名称の節を設けていない企業が27社中7社もあった¹⁷。

FMV向上に関するDO-SEEの説明があった企業の記述を確認すると、事業要因、統治要因、資本政策要因、IR要因の4種類に分類できるようだった。事業要因としては適合計画書に記述した中期経営計画を着実に実施し、前期実績および今期業績予想が向上した旨の説明が多い。業績としては売上、営業利益、経常利益、利益率、ROE、ROAなどの金額・数値を掲げている。事業推進に当たり、セグメント別の状況や研究開発、投資の内容を説明している企業も数社あった。好調な直近業績の下で株価が上昇するのは、その業績の内容が将来キャッシュフロー（CF）の増加予想に結びついている場合である。一時的に好業績でも、それが将来のCF増加を予想させない場合、株価は上昇せずFMVも

¹⁵ 拙著、「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」、日本証券経済研究所、トピックス、2022年1月31日

¹⁶ 東京証券取引所、「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日版

¹⁷ 2023年4月1日に発行された作成上の留意事項の更新版では、「実施した取組みと、その取組みが基準適合・改善にどの程度寄与したのかという評価が記載されていない事例が散見されますので、記載するようにしてください」という文章が追加されている。

改善しないはずだ。FMV 適合達成の理由として当面の業績好調を挙げている企業の中で、そのような意識を持っていると感じられる企業はほとんどなかった。

統治要因を挙げた企業は少ないが、役員報酬を業績連動にしたのが 2 社、従業員持ち株会の奨励金比率を高めたのが 1 社、サステナビリティ委員会を設置したのが 2 社であった。資本政策要因を挙げた企業も多くないが、増配など株主還元を充実させたのが 5 社、固定株式の縮減により FSR を高めた企業が 4 社あった。自己株式取得と新株予約権発行の合わせ技で FSR の向上を図った企業も 1 社あった。また、バランスシート管理強化を前面に掲げた企業も 1 社あった。

IR 要因では、IR 部署を新設した企業も 2 社あり積極性が目立った。内容面では個人投資家向けおよび機関投資家向け説明会の実施が最も多かった。One-on-one ミーティングやスモールミーティングの実施を挙げたのは 2 社のみであった。他にはホームページ強化や動画配信、英語対応などもあり、専門業者に依頼してアナリストレポートを発行した企業も 2 社あった。IR の強化がなぜ株価向上に結び付くのかについて見解を述べている企業はなかった。IR 活動は投資家に企業活動の実態をよりよくかつ正しく認識してもらうためのものである。市場取引高の増加をもたらすとともに企業が持つ価値を認識してもらい、その結果株価が上昇することを期待しているのであろう。IR 強化は企業の活動および価値に関する不透明感を下げることにより資本コストを低下させ、その結果、株価上昇をもたらされると言われている。こういう視点を持って IR 活動強化を推進していると感じられる企業はなかった。

FMV を 2 倍以上にした 4 社は、そのうち 2 社が「実施状況及び評価」の節を設けておらず、設けている 2 社も含めて DO-SEE に関する開示の消極性が目立った。適合達成の進捗状況開示で具体的な DO-SEE の説明を行っており、これから FMV 適合を目指すプライム経過措置企業に役立つと思われるのは次の 6 社の適時開示である。社名の前の数字は東証コードを、括弧の中の日付は適合達成を告げる適時開示を行った日を、倍率は適合時の FMV 額の未適合判定時の FMV 額に対する倍率である。

4299 ハイマックス (2022/05/27、1.09 倍)

7420 佐鳥電機 (2022/07/14、1.32 倍)

2676 高千穂交易 (2023/02/07、1.94 倍)

5985 サンコール (2023/03/17、1.46 倍)

1429 日本アクア (2023/03/28、1.55 倍)

2674 ハードオフコーポレーション (2023/04/24、1.69 倍)

6. おわりに

2022年4月に始まった新市場区分と経過措置および1年後に導入された新規則によりプライム経過措置企業は、いくつかの類型に分かれ、各類型がどのような状況にあるのか非常に分かりにくい状況となっている。本稿は流通株式時価総額（FMV）の経過措置企業に絞って各類型の状況を整理したものであるが、該当各社の情報開示が乏しく、内容的には深みに欠けたものと言わざるをえない。近年、企業活動のサステナビリティやESG対応が求められるようになり、情報開示の重要性が増し企業への開示圧力が高まっている。十分な情報開示が必要なのは経過措置関連でも同じであることを強調しておきたい。

FMV 適合へのアプローチで重要なのは中長期的な企業価値の向上である。求められていることは東証が本年3月31日にプライム・スタンダード企業全社に要請した「資本コストや株価を意識した経営の実現に向けた対応」¹⁸と同じである。中核的な概念は、将来CFの増大や資本コストの低減こそが中長期的な企業価値向上に結び付くということである。今回、FMV 適合を達成した企業の進捗報告書を見る限り、そのような認識があるようには見えなかった。本稿では進捗報告書の好事例を紹介したが、これから基準適合を目指す各社は、これらの事例の範囲に留まることなく、資本コストを意識した経営の視点を持って自らの企業活動を推進し評価していただきたい。

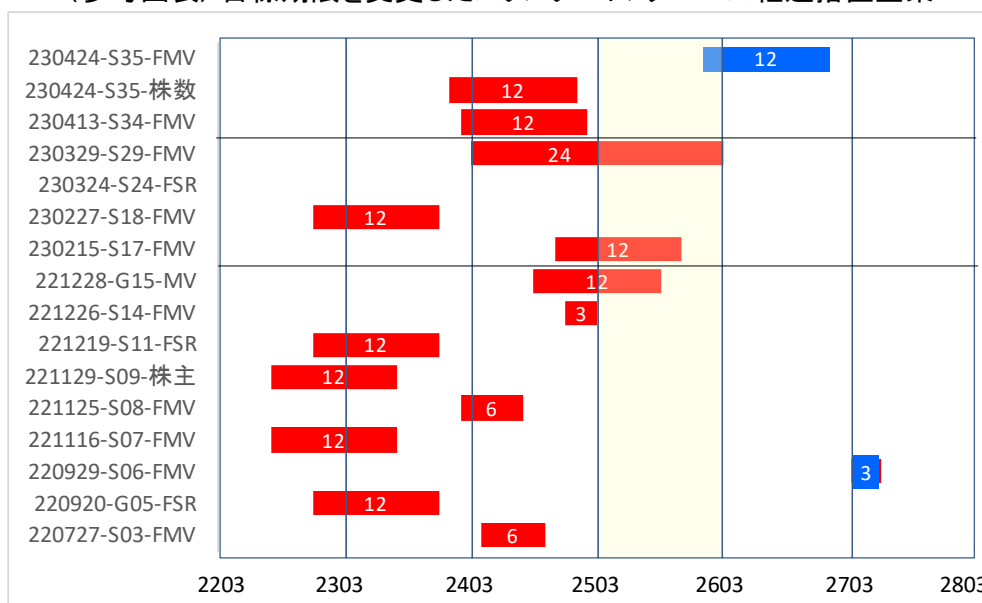
本稿に関するご意見、ご質問は commenttoakeda01@gmail.com 宛てにお願いします。

¹⁸ 東京証券取引所、「資本コストや株価を意識した経営の実現に向けた対応等に関するお願いについて」、2023年3月31日

(参考) スタンダード/グロース市場で計画期限変更を行った企業

次の図表は 2022 年 4 月の制度開始以降、計画期限を変更したスタンダード市場およびグロース市場の企業の変更の様子を一覧したものである。この図表の見方は、本文の図表 2 と同じである。二本の横線は、新規則を公表した 1 月 30 日と新規則を施行した 4 月 1 日を区切りとして示したものである。

(参考図表) 目標期限を変更したスタンダード/グロース経過措置企業



(注1) FMVは流通株式時価総額、ASVは平均売買代金、FSRは流通株式比率、株主は株主数、株数は流通株式数を短縮形に表記したものである。

(注2) S24は目標期限を「設定困難」から2603に変更した(変化の横棒は描けなかった)

[出所] 各社適時開示資料より筆者が作成

新規則が施行された 2023 年 4 月以降に計画期限変更を行った企業は 2 社 3 例である。流通株式時価総額 (FMV) について 12 ヶ月先延ばしした S34 社と、FMV を 12 ヶ月前倒しし株主数を 12 ヶ月先延ばしした S35 社である¹⁹。両社とも計画期限を 2026 年 3 月以前の範囲で変更しており新規則に反していない²⁰。

¹⁹ S35 社は 1 月決算企業で、2021 年 12 月 27 日に FMV の改善は「5 年の期間を目安」としていた。2022 年 1 月を基準にして 5 年なら計画期限は 2027 年 1 月になる。2023 年 4 月 24 日の適時開示では、「計画期限を 2026 年 1 月まで延長する」としている。このため「延長」としているものの「12 ヶ月の前倒し」と解釈した。

²⁰ 東京証券取引所『「上場維持基準へ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 2023 年 4 月 1 日版』