

東証再編—適合達成企業とスタンダード選択申請企業の差 ～流通株式時価総額はどのように変わったか

2023年6月14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、上場維持基準に未適合であっても上場を認める経過措置を2025年3月から順次終了することを決定した¹。同時に現在プライム市場に上場している企業には本年4月から9月の間に申請すれば無審査でスタンダード市場へ移行することも認めることとした。このため、上場維持基準への適合を目指してきた経過措置企業は、このまま挑戦を継続するかスタンダード市場へ移行申請するかを迫られることになった。挑戦を継続したものの終了期限までに適合できなければ上場廃止となるため、基準適合達成に確信をもてない経過措置企業にとっては重大な意思決定になる。

移行申請期間の約3分の1が過ぎた6月9日現在で、スタンダード市場選択申請を行った企業（以下、「選択申請企業」）は33社である²。これらのほとんどは流通株式時価総額（以下、「FMV」）が基準額100億円に満たない企業だ。一方、FMV未適合により経過措置企業になったが、その後FMV適合を達成したプライム企業（以下、「適合達成企業」）は筆者の認識では53社ある³。本稿は、選択申請企業と適合達成企業とで、FMVおよびその変化がどのように異なっていたかを統計的に分析したものである。選択申請を行うか否かを検討中の企業にとって少しでもお役に立つ情報となれば幸いである。

1. 流通株式時価総額の変化状況

選択申請企業は33社であったが、そのうち新市場区分移行基準日の2021年6月30日に流通株式時価総額（FMV）に未適合で直近でも未適合のままだったのが27社である。これらのうちFMVが悪化したのが21社、改善したものの100億円に達していなかったのが6社である。また、最近になってFMV未適合となり、未適合になった旨の開示と同時に選択申請を行った企業が5社、FMVをはじめすべてのプライム上場維持基準に適合していながら選択申請を行った企業が1社であった。

図表1は、未適合判定を受けたときのFMVと直近のFMVの両方の値を開示している企業についてその変化状況をプロットしたものである。横軸が当初判定値、縦軸が直近判

¹ 東証は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日までの意見募集期間を経て4月1日に施行した。本年4月から9月までに間に移行申請を行った企業は10月20日にスタンダード市場上場企業になる。

² 東証の公式発表によれば5月末時点で選択申請した企業は30社である。この他に5月中に選択申請の決議をしたと適時開示した（が申請したとは明記していない）企業が1社、6月1日から9日の間に選択申請の決議ないし申請した企業が2社ある。

³ 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。

定値であり、両軸とも 10 億円から始まる常用対数軸としている。ここで 83.3 億円のところにある区切り線は 100 億円まで 1.2 倍になる必要があることを、66.7 億円の区切り線は 1.5 倍が必要であることを意味する。赤点が 27 社の選択申請企業である。傾き 45° の直線より上に位置する赤点は FMV が改善した企業 6 社を表す。赤点のうち最も上にある企業は、当初判定値が 83.99 億円であったが、直近判定値は 92.86 億円で 100 億円に達していなかった。最も下にある企業は当初判定値が 20.7 億円で直近判定値は 12.5 億円であった。27 社中 15 社が FMV を 20% 以上減少させていた。

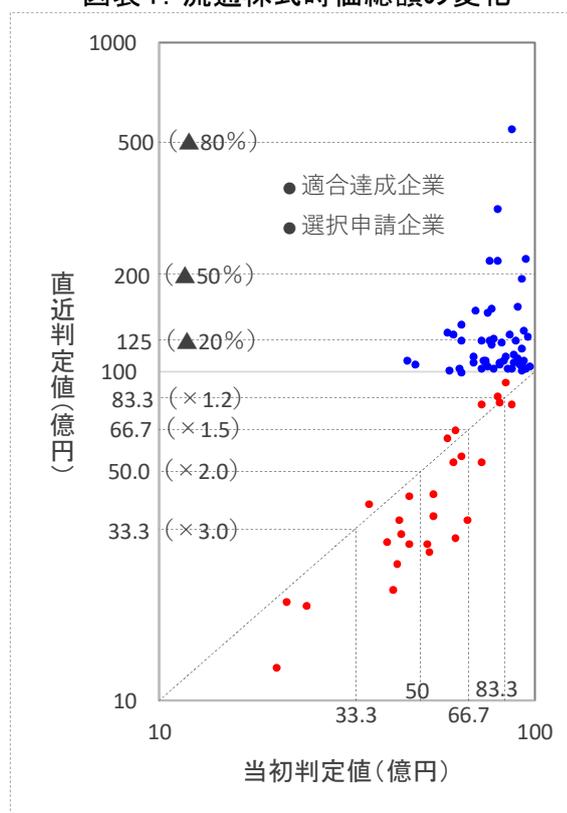
図表 1 の中の青点は FMV 適合を達成した 53 社である。当然ながら全 53 社の直近判定値は 100 億円以上となっている。FMV の当初判定値は 2 社を除き 50 億円以上であった。最も上にある青点の企業は、当初判定値が 87.5 億円で直近判定値は 549.1 億円であった。

図表 1 の縦軸の 100 より上の 125 のところに区切り線を入れているが、これは株価が 20% 下落すると基準額の 100 億円になってしまうことを意味する。同様に 200 と 500 の位置にある区切り線は株価の 50% および 80% の下落で基準額の 100 億円になってしまうという意味だ。青点の企業群を一見して分かることは、余裕をもって基準額 100 億円を超えている企業は少ないということである。

FMV の直近判定値でみて、基準額 100 億円が選択申請企業にとってどれだけ高いハードルであったか、適合達成企業にとってどれだけ余裕があるものであるかを確認したのが図表 2 である。

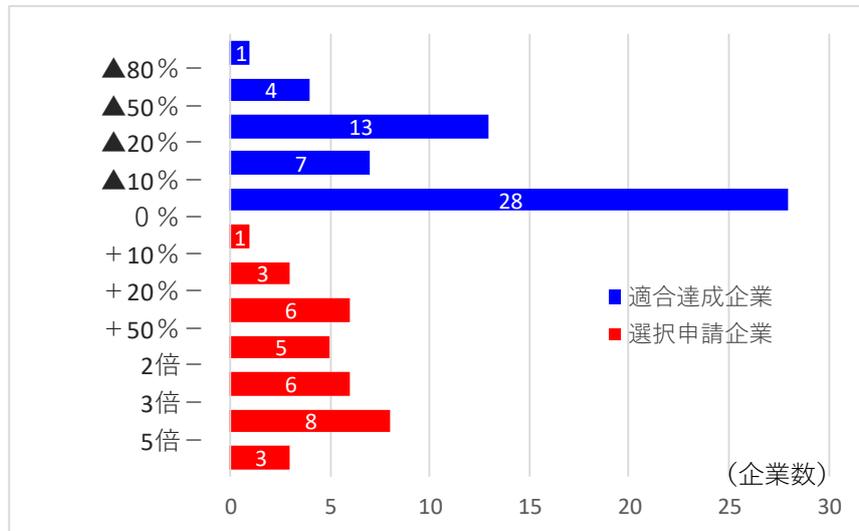
赤い横棒は基準額未滿の選択申請企業 32 社を表す。安定的な基準額達成が見通せないままプライム市場に残ると上場廃止になるリスクが大きい。適合のために FMV の上昇が 10% 未滿でよい企業は 1 社のみだった（直近判定値が 92.86 億円の企業は +7.6% でよい）。適合に必要な上昇率が 10% から 20% の間にある企業も 3 社のみである。32 社中 22 社は上昇率 50% 以上が必要であり、5 倍以上の上昇が必要な企業も 3 社あった。選択申請企業の多くにとって、基準額は相当高いハードルだったことが確認できる。

図表 1. 流通株式時価総額の変化



[出所] 各社適時開示資料から筆者作成

図表2. 各社のFMV直近判定値と基準額100億円



[出所] 各社適時開示資料から筆者作成

青い横棒は FMV 適合達成企業 53 社を表す。FMV の 10% 下落で未適合に戻ってしまう企業が 53 社中 28 社と半分以上である。10% の下落では適合を維持できるが 20% の下落で未適合に戻るのが 7 社である。FMV が 80% 下落しても適合を維持できるのは 1 社しかなかった。このように適合は達成したものの、今後の大きな下落には耐えられない薄氷状態にある企業が多い。

2. 流通株式時価総額変化の要因分解

流通株式時価総額 (FMV) は株式時価総額 (以下、「MV」) に流通株式比率 (以下、「FS」) を乗じたものである。従って、FMV が何倍になったかは MV が何倍になったかと FS が何倍になったかに分解できる。前者は株価をどれだけ上昇させたかとほぼ同じことで、後者は固定株式の流動化をどれだけ進めたかを表している。この要因分解により選択申請企業と適合達成企業の違いを確認してみよう。

個別企業の分解式は次のとおりである。なお、添え字の i は個別企業を、 0 は当初判定時を、 1 は直近判定時を表している。

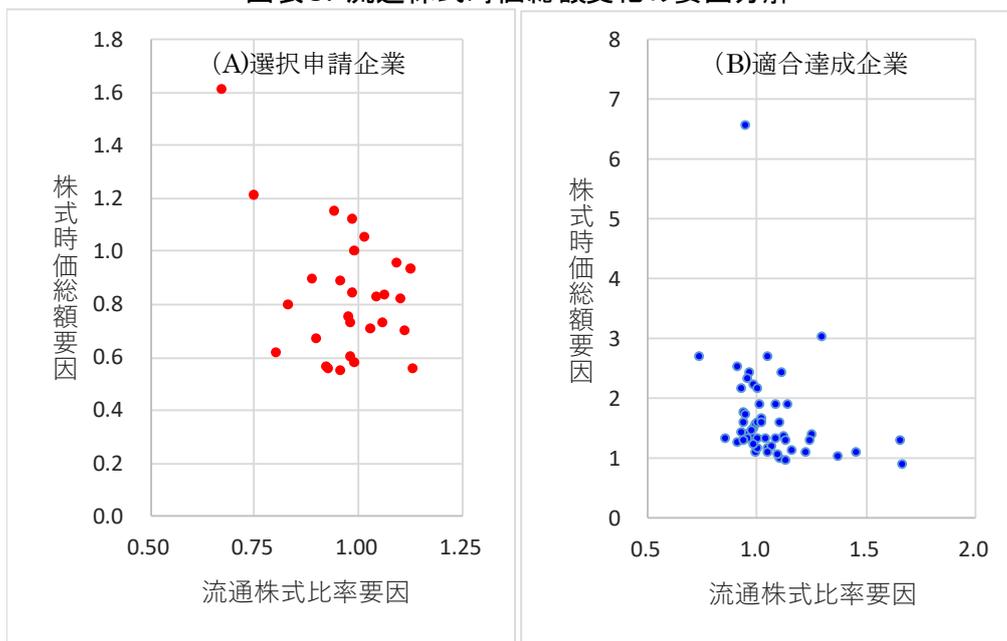
$$\frac{FMV_{i,1}}{FMV_{i,0}} = \frac{MV_{i,1} \times FS_{i,1}}{MV_{i,0} \times FS_{i,0}} = \frac{MV_{i,1}}{MV_{i,0}} \times \frac{FS_{i,1}}{FS_{i,0}}$$

$$\text{FMV 倍率} = \text{MV 倍率} \times \text{FS 倍率}$$

図表 3 は縦軸に MV 倍率 (株式時価総額要因)、横軸に FS 倍率 (流通株式比率要因) をとって、左側に選択申請企業を、右側に適合達成企業をプロットしてみたものである。選択申請企業 (赤点表示) では MV 倍率は 1 未満が多く、FS 倍率は 1 超えと 1 未満がほぼ均等にあることが分かる。適合達成企業 (青点表示) では MV 倍率はほとんどすべての企

業で1 超えである（1 未満は3 社）。一方、FS 倍率は数社を除けば1 の周辺が多くやや1 より大きい領域に分布している。

図表3. 流通株式時価総額変化の要因分解



[出所] 各社適時開示資料から筆者作成

全体的な傾向をみるためには平均値を計算すればよい。掛け算で要因分解できる指標の平均計算を（算術方式ではなく）幾何方式で行えば、全体指標の平均は要因分解項の平均の掛け算になる。具体的には次の計算式に従って幾何平均を求める。なお、 Π 記号は掛け算を行うことを意味する（ Σ が足し算を意味するように）。 n は企業数である。

$$\left(\prod_{i=1}^n \frac{FMV_{i,1}}{FMV_{i,0}} \right)^{\frac{1}{n}} = \left(\prod_{i=1}^n \frac{MV_{i,1}}{MV_{i,0}} \right)^{\frac{1}{n}} \times \left(\prod_{i=1}^n \frac{FS_{i,1}}{FS_{i,0}} \right)^{\frac{1}{n}}$$

$$\text{FMV 倍率平均} = \text{MV 倍率平均} \times \text{FS 倍率平均}$$

計算結果は次のようになった。

選択申請企業では、

$$\text{FMV 倍率平均} = \text{MV 倍率平均} \times \text{FS 倍率平均}$$

$$0.7734 = 0.7997 \times 0.9671$$

適合達成企業では、

$$\text{FMV 倍率平均} = \text{MV 倍率平均} \times \text{FS 倍率平均}$$

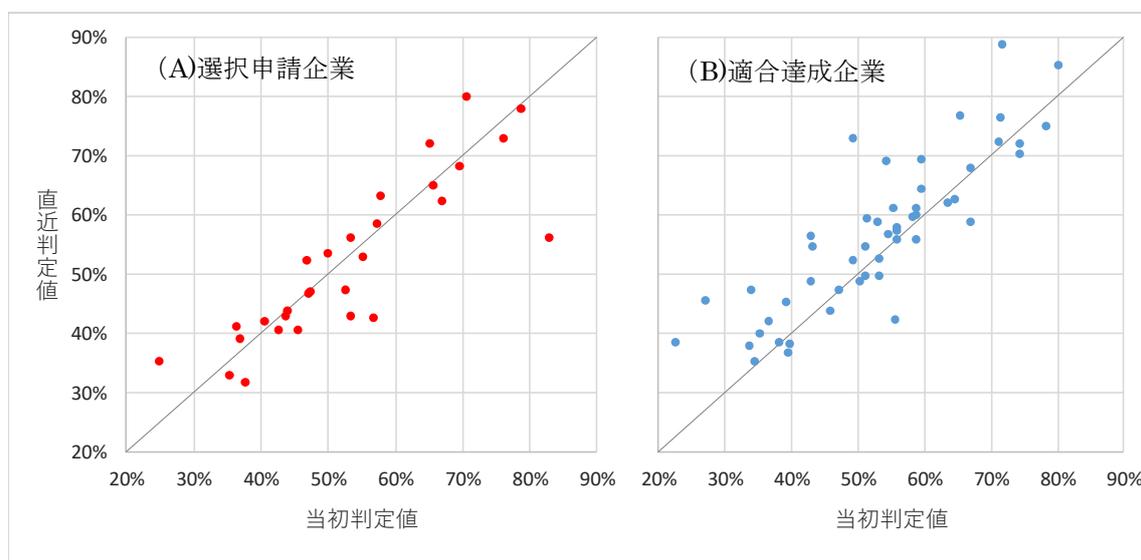
$$1.6179 = 1.5171 \times 1.0665$$

選択申請企業では株式時価総額が0.8倍に達せず（0.7997倍）、流通株式比率もわずかながら減っていた（0.9671倍）ため流通株式時価総額は77%に減少した（0.7734倍）ということである。株価を高める確実な方法はないが、流通株式比率を高めるのは経営陣の強い意志があれば可能ではないのか。全体的傾向として選択申請企業は強い意志を持って

固定株式の流動化を試みたのかが問われる。適合達成企業では株式時価総額を 1.52 倍にし、流通株式比率も 1.07 倍に高めた結果、流通株式時価総額は 1.62 倍となった。ここでも流通株式比率の向上は軽微にとどまっており、適合達成の原動力は株価の向上であった。固定株式の流動化は政策保有株主や創業家株主、親会社などとの関係で難しいということなのだろうか⁴。

流通株式比率が当初判定値から直近判定値までどのように変化したかを確認したのが図表 4 である。選択申請企業 29 社のうち 18 社が傾き 45° の直線の下にあり、直近判定値が当初判定値を下回っている。最も右側にある赤点の企業は当初判定値が 82.9%であったが直近判定値は 56.0%に激減した。株式時価総額は 1.611 倍にしたものの流通株式時価総額は 1.089 倍の 79.0 億円にとどまった。もし流通株式比率が当初判定値のままであれば流通株式時価総額は 117 億円程度と基準の 100 億円を上回っていたらう⁵。

図表 4. 流通株式比率の変化



[出所] 各社適時開示資料から筆者作成

適合達成企業では流通株式比率が開示されていた 51 社のうち直近判定値が当初判定値を下回っていたのは 16 社であった。比率でみて選択申請企業より少ないとはいえ、3 分の 1 近くが流通株式比率の向上が出来ていない。流通株式比率の向上が政策的あるいは何らかの理由によって困難な企業にとっては、適合達成の成否はひとえに株式時価総額の向上によることになる。

⁴ 例えば、あるプライム企業は流通株式比率が 31.4%と基準の 35%を充たしていないのだが、その進捗状況報告書で、63.73%を保有するプライム上場の親会社から持株比率維持の意向を示され、4.87%未満を保有する事業法人等と苦しい交渉をしている旨を記述している。

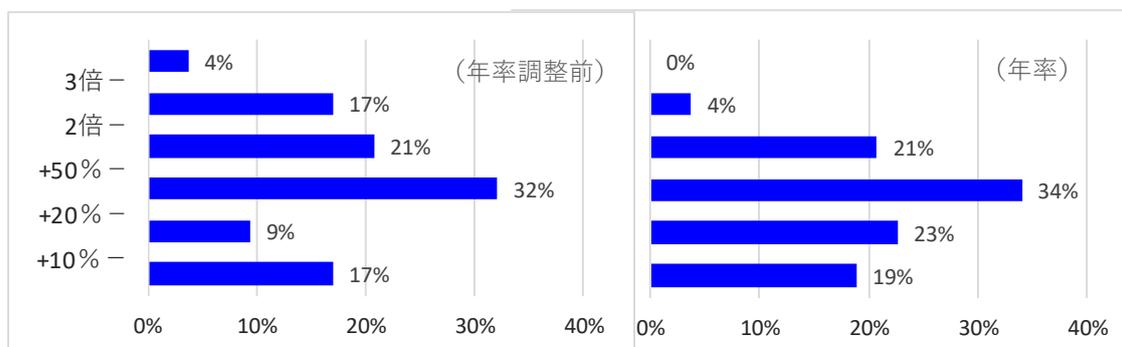
⁵ 進捗状況適時開示によれば、この企業の流通株式時価総額は 2023 年 3 月末の東証公式値で 79.0 億円であったが、その後株価は上昇し 4 月末の自社試算では 109 億円になった。それにも関わらずスタンダード選択を申請した理由として、自社事業がすべて国内向けであるためグローバル企業を前提としたプライム市場のコンセプトに合っていないことと、今後の株価下落リスクがあることを挙げている。流通株式比率の激減については進捗状況適時開示では数値の表示のみで説明は一切ない。

3. 適合達成の可能性と再度未適合の可能性

スタンダード市場への選択申請を検討中の多くの企業にとって最も重要なのは今後の自社の株式時価総額（MV）の見通しとなろう。選択申請済みの企業と同じような流通株式時価総額（FMV）水準にある経過措置企業はMVをどれだけ底上げできるか、FMV適合を達成した企業はMVの低下をどれだけ抑えることができるかが問われることになる。MVの増加・減少は主に各社の将来キャッシュフロー見込みに対する株式市場の評価によって変わってくるものであり、また株式市場全体の動向の影響も受けるので一括して扱うことには無理がある。しかし、成功事例と一般事例を見ることによってMVの増加・減少率としてどの程度まで視野に入れておくべきかの目途にはなるだろう。

まず成功事例として適合達成企業がこの1~2年の間にMVを何倍にしたのかを確認したのが図表5の左側の図である。これを年率（12カ月換算）に変換したのが右側の図だ。移行基準日の2021年6月末からの期間でMVを3倍（+200%）以上にした企業は2社だけで6.55倍と3.00倍だった（両社とも21カ月で達成）。年率では各々2.93倍と1.87倍となって3倍以上の企業はなくなっている。適合達成企業の約3分の1（34%）が年率で+20%~+50%の間でMVを増加させていた。2倍（+100%）以下のMV倍率の企業が96%を占めており、成功企業であっても2倍以上は極めて難しいと考えるべきだろう。

図表5. 適合達成企業の株式時価総額の倍率分布



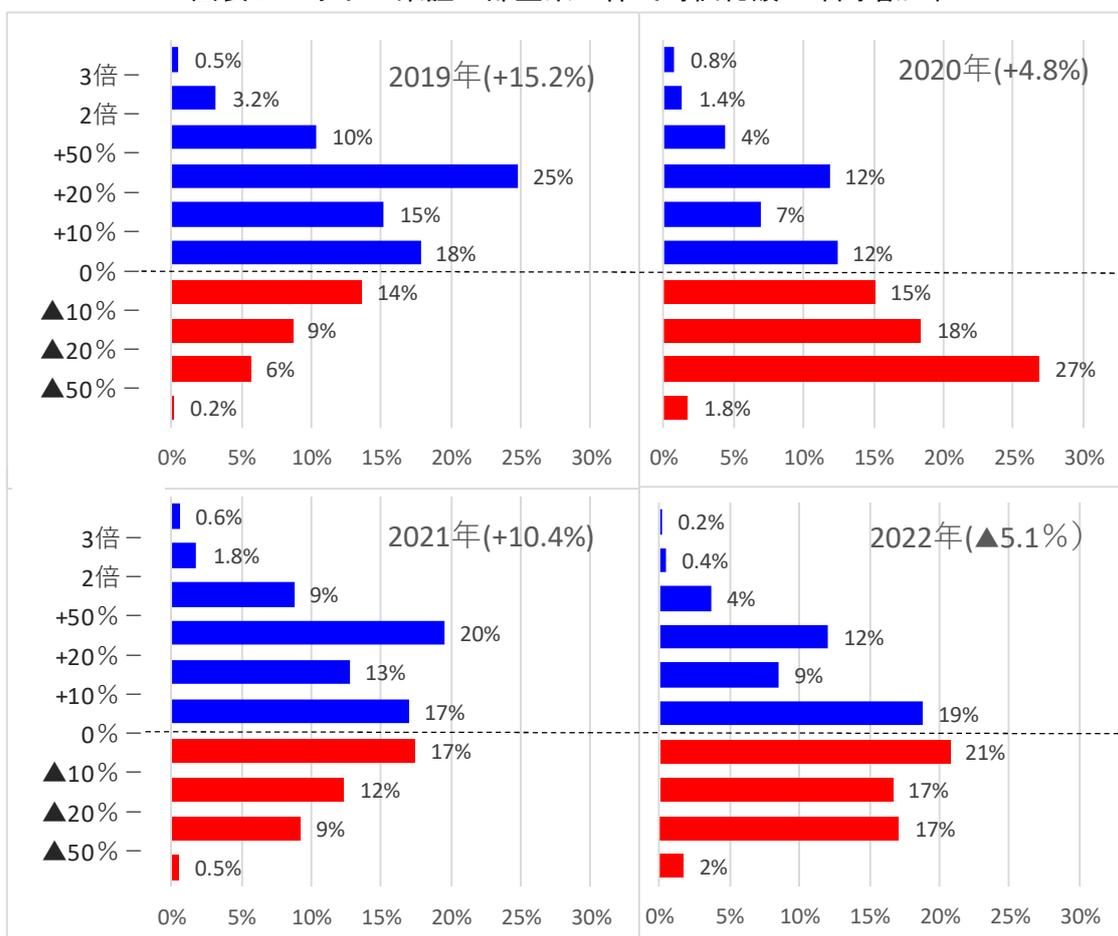
[出所] 各社適時開示資料から筆者作成

次に一般事例をみたのが図表6である。これは東証プライム企業（および旧東証一部企業）の年間のMV変化率を2019年から2022年まで各年で測定した結果である。年表示に続くパーセント数字は、その年のTOPIX指数の値上がり率である。例えば2022年のTOPIXは▲5.1%と値下がりしていた。2020年はコロナショックの年で、TOPIXは年間で+4.8%であったが個別で見ると62%の企業のMVが低下した。MVを2倍（+100%）以上にした企業は、株式相場が好調であった2019年でも3.7%で、他の3年は3%未満である。一方、0%~▲20%の企業は相場が好調だった2019年でも23%あり、他の年では

⁶ FMVに関して、当初判定は2021年6月末までの3ヶ月の日次株価終値に基づき行われ、本稿執筆時点における直近判定は概ね2023年3月末までの3ヶ月日次株価終値に基づきに行われたものである。

33%、29%、38%であった。これらの状況に鑑みると、一般的には年間20%程度の下落はありうることを想定しておくべきであろう。

図表6. プライム/東証一部企業の株式時価総額の年間増加率



[出所] FACTSETデータベースから筆者作成

4. おわりに

今のところ上場維持基準すべてに適合していながらスタンダード選択申請を行ったのは1社だけである。この企業は連結子会社のスピノフを予定しており、スピノフ実施後に株式時価総額の相応な減少が見込まれることを理由に挙げている。基準の適合が当面維持される見込みの企業で選択申請した企業はまだないが、流通株式時価総額の基準超過額が十分とはいえない企業の中から選択申請する例も出てくるものと思われる。本稿では定量的な議論に終始したが、上場維持基準への安定的な適合は最低条件である。本来的には、自社が、プライム市場が想定する「グローバルな投資家との建設的な対話を中心に据えた企業」であるための諸条件を充たしているかの確認こそが選択申請するか否かの最も重要な判断材料のはずである。

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。