

東証再編ープライム残留かスタンダード移行か、 市場再選択のための統計情報

2023年7月13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」）が4月1日に施行した新市場区分に関する追加的措置¹により、上場維持基準への適合を目指してきた経過措置プライム企業は、このまま挑戦を継続するか9月末までにスタンダード市場への移行申請をするかの決定を迫られている。挑戦を継続したものの適合できなければ監理銘柄を経て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っている。

本稿は該当する企業の意思決定を支援することを目的としている。既にスタンダード移行申請をしたのはどのような企業なのか、基準適合を達成した企業がどの程度の余裕をもって達成しているのかの統計情報を提供する。筆者は同じ問題意識・目的をもって1か月前にレポート²を発行しており、本稿は、その更新レポートである³。

移行申請期間の半分が過ぎた7月7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47社である⁴。これらのほとんどは流通株式時価総額（以下、「FMV」）が基準額100億円に充たない企業である。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57社ある⁵。本稿は、選択申請企業と適合達成企業とで、FMVおよびその変化にどのような特徴があったかを統計的に分析したものである。

1. 流通株式時価総額の変化状況

選択申請企業は47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40社である。これらのうちFMVが悪化したのが29社、改善したものの100億円に達していなかったのが11社である。また、移行基準日では適合であったが、最近になってFMV未適合に

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無審査で10月20日にスタンダード市場上場企業になる。

² 明田雅昭、「東証再編ー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」、日本証券経済研究所、トピックス、2023年6月14日

³ 図表と文中の数値は更新されているものの、文章は前回レポートをほとんどそのまま踏襲している。

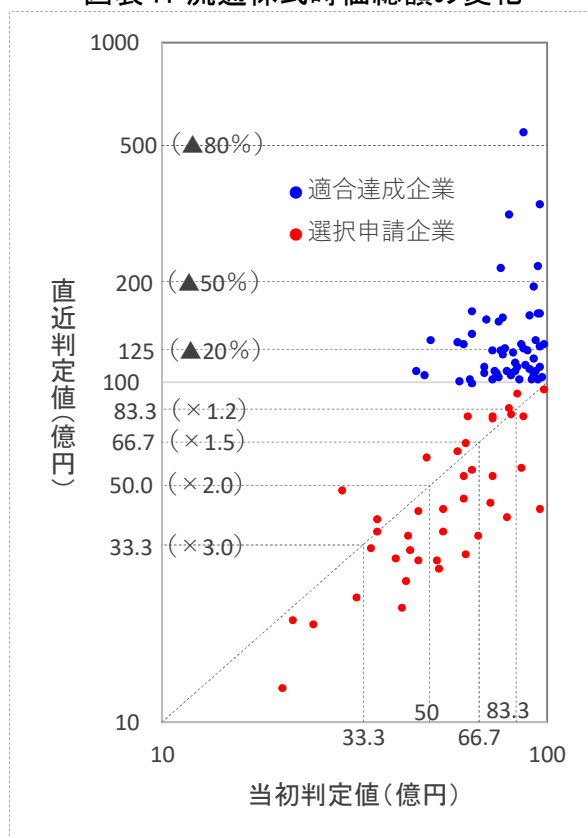
⁴ 東証の公式発表によれば選択申請した企業は5月末時点で30社、6月末時点で47社である。7月1日から7日までの間に選択申請した企業はなかった。

⁵ 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。なお、前回レポートでは53社としていたが、自社試算による適時開示と東証公式認定に基づく適時開示を重複カウントしていたのが5例あり、重複を除くと48社が正しかった。この1ヵ月での増加は9社しかなかった。

なった旨の開示と同時に選択申請を行った企業が6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社あった⁶。

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40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11社を表す。赤点のうち最も上にある企業は、当初判定値が98.9億円であったが、直近判定値は95.0億円で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。40社中21社がFMVを20%以上減少させていた。

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

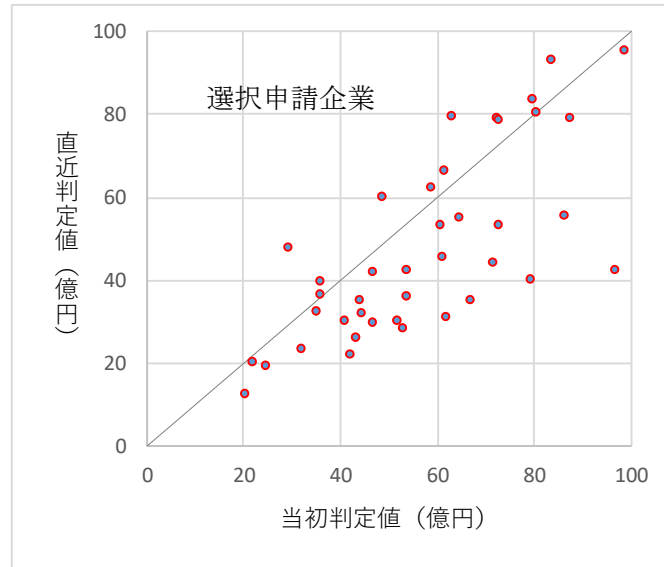
図表1aは選択申請企業に限定して、FMVの当初判定値と直近判定値を（対数軸ではなく）通常のスケールの軸で確認したものである。

図表1の中の青点はFMV適合を達成した57社である。当然ながら全社の直近判定値は100億円以上である。FMVの当初判定値が50億円以下だったのは3社である。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549.1億円だった。

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100億円以下になってしまうことを意味する。同様に200億円と500億円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100億円以下になってしまうという意味である。青点の企業群を一見して分かるように、余裕をもって基準額100億円を超えている企業は少ない。

⁶ 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スタンダード選択申請の理由に挙げている。

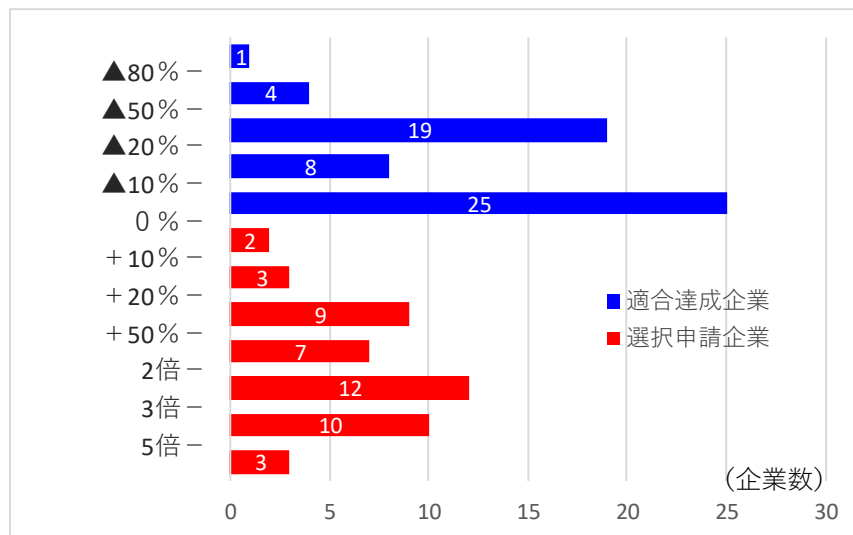
図表1a. 流通株式時価総額の変化



[出所] 各社適時開示資料から筆者作成

図表2は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だったか、適合達成企業にとってどれだけ余裕があるものだったかを確認したものである。

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

赤い横棒は基準額未達の選択申請企業46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%未満でよい企業は2社だけだった（直近判定値が95億円の企業は+5.3%でよく、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。46社中32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。

青い横棒は FMV 適合達成企業 57 社を表す。FMV の 10% 下落で未適合に戻ってしまう企業が 57 社中 25 社である。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 8 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義で、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する。

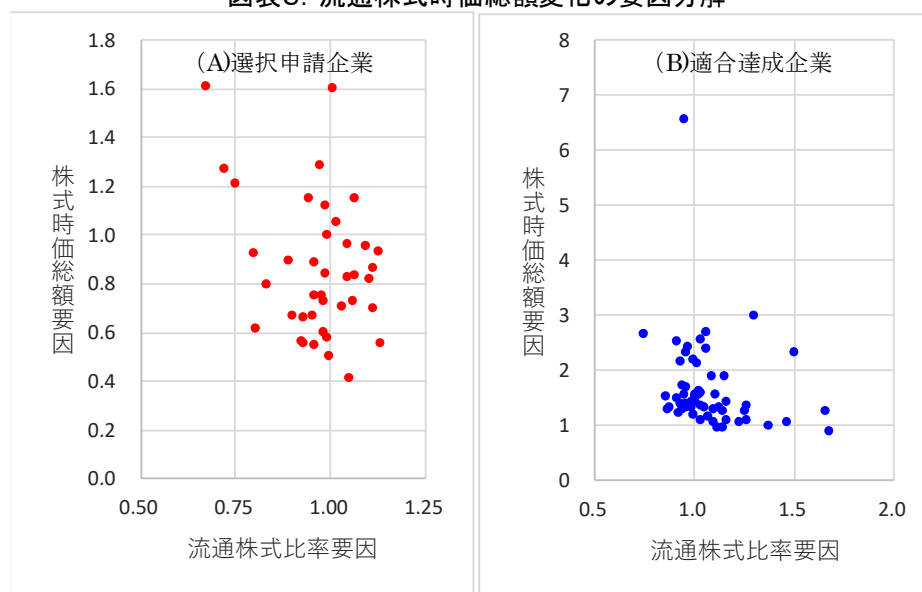
個別企業の分解式は次のとおりである。なお、添え字の i は個別企業を、 0 は当初判定時を、 1 は直近判定時を表している。

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

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

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。

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

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を超えと1未満がほぼ同じ程度あることが分かる。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を超えである（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。

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、

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

$$0.7947 = 0.8157 \times 0.9743$$

適合達成企業では、

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

$$1.6549 = 1.5483 \times 1.0689$$

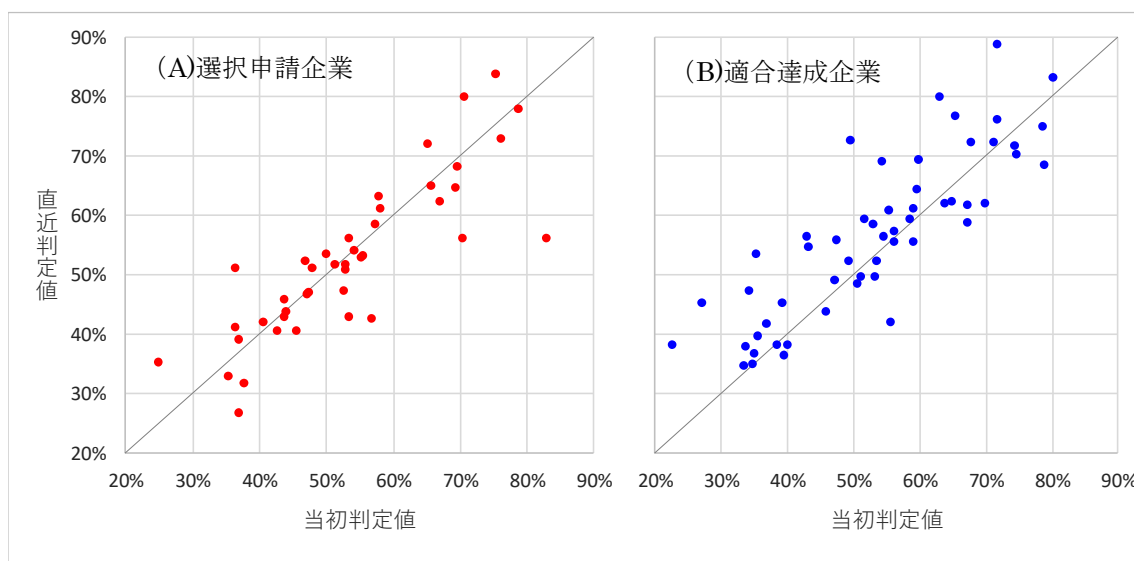
選択申請企業ではMVが0.8倍を少し超えた（0.8157倍）だけで、FSはわずかながら減っていた（0.9743倍）ため、FMVは79%に減少した（0.7947倍）ということである。株価を高める確実な方法はないが、FSを高めるのは経営陣の強い意志があれば可能ではないのか。全体的傾向として選択申請企業は強い意志を持って固定株式の流動化を試みたのかが問われる。適合達成企業ではMVを1.55倍にし、FSも1.07倍に高めた結果、FMVは1.65倍となった。ここでもFSの向上は軽微にとどまっており、適合達成の原動力は株価の向上であった。固定株式の流動化は政策保有株主や創業家株主、親会社などとの関係で難しいということなのだろうか⁷。

図表4はFS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ものである。選択申請企業41社のうち25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。この企業はMVを1.611倍にしたもののFMVは1.089倍の79.0億円にとどまった。もしFSが当初判定値のままであればFMVは117億円程度と基準の100億円を上回っていたらう⁸。

⁷ 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。

⁸ 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

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

適合達成企業では両時点のFSが開示されていた55社のうち直近判定値が当初判定値を下回っていたのは18社である。比率みて選択申請企業より少ないとはいえ、3分の1近くの企業でFSの向上が出来ていない。FS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MVの向上（株価の向上）によることになる。

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適合を達成している企業はMVの低下をどれだけ抑えることができるかが問われる。MVの増加・減少は株式市場全体の動向の影響も受けるが、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、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安にはなるだろう。

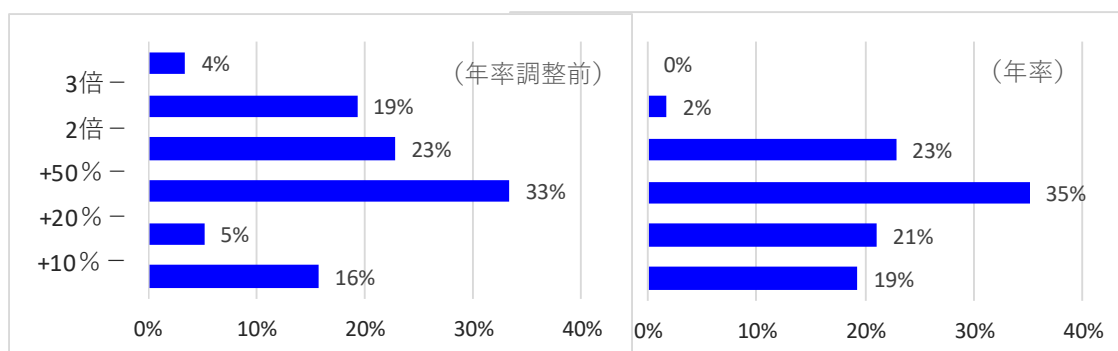
まず成功事例として、適合達成企業がこの1~2年の間にMVを何倍にしたのかを確認したのが図表5の左側の図である。これを年率（12カ月換算）に変換したのが右側の

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。

⁹ 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

図である。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）。年率換算すると各々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（35%）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98%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

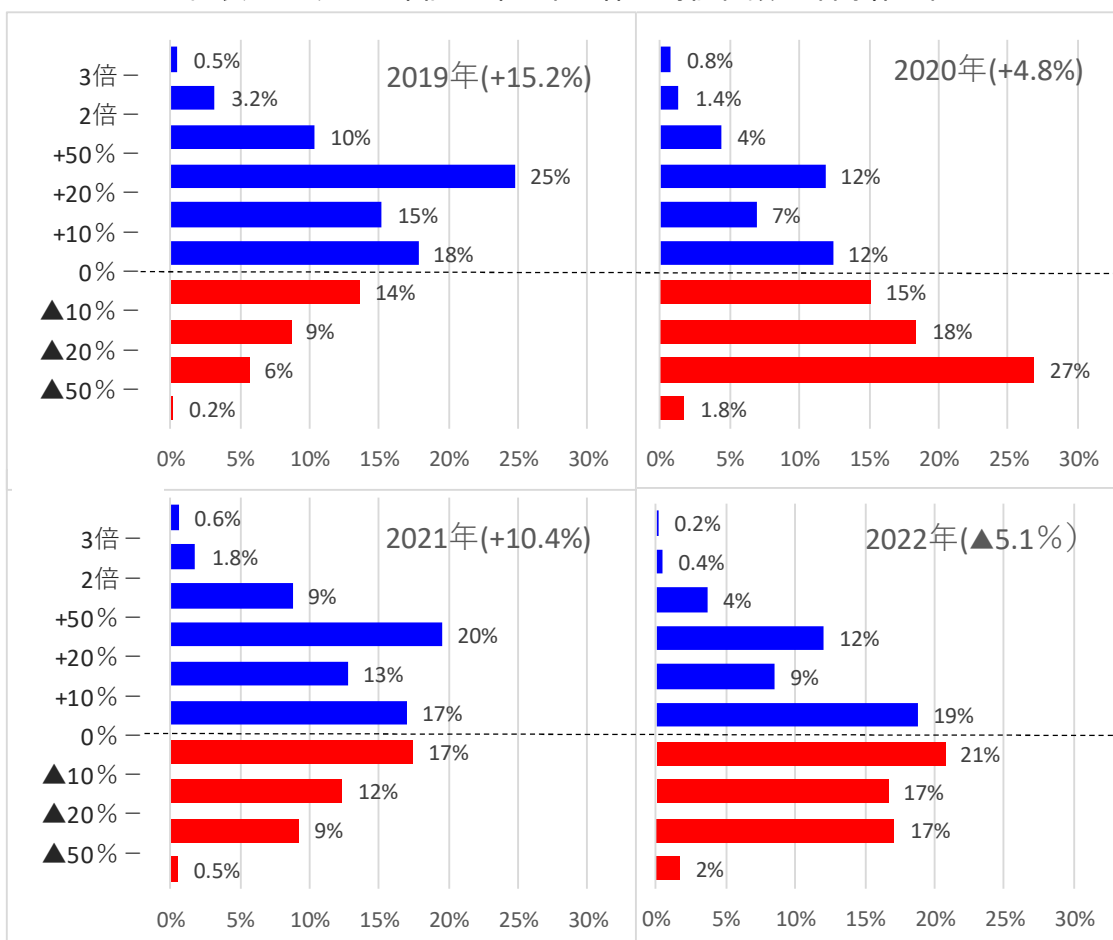


[出所] 各社適時開示資料から筆者作成

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。図中の小見出しの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。

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。

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、この企業は今後スピノフを予定している特殊例である。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・統計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プライム企業にとっての最低条件である。本来的には、自らが、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に適合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。