

東証再編－スタンダード市場選択申請企業の研究 ～どのような企業が選択申請したのか～

(概 要)

東京証券取引所は10月2日にプライム市場上場の経過措置企業のうちスタンダード市場への選択申請を行った177社を発表した。本稿はこれらの企業が未適合の基準達成に向けてどの程度の成果をあげてきたのかと基準適合までどの程度不足しているのかを検証したものである。

基準となる指標のうち最も注目されてきたのは流通株式時価総額である。該当177社はこの指標が平均15%悪化しており、内訳の指標である株式時価総額は12%の悪化、流通株式比率は3%の悪化であった。流通株式比率は経営者が強い意志を持って対応すれば改善が可能なのではないかとと思われるが改善されなかった。しかも流通株式比率の変化について適時開示で説明していない企業が多かった。スタンダード市場選択をした理由の説明やプライム市場への再上場への意志を確認すると、これら企業の消極性が目立つ。

選択申請企業は、スタンダード市場への移行に伴い基準適合へ向けた計画書や進捗状況報告の適時開示からは解放されたが、今後は「資本コストや株価を意識した経営の実現に向けた対応」が求められる。過去2年間の経過措置対応への経験を活かして、今度こそ成果に結びつく対応案の策定と取組みの実施を期待したい。

目 次

1. 選択申請企業の類型および開示タイミング
2. 流通株式時価総額の変化状況と直近の水準
3. 流通株式時価総額変化の要因分解
4. 株式時価総額の変化状況
5. 流通株式比率の変化状況
6. スタンダード市場の選択理由
7. 今後に向けて

2023年10月26日

特任リサーチ・フェロー
明田雅昭

公益財団法人 日本証券経済研究所

東京証券取引所（以下、「東証」）は10月2日にプライム市場上場の経過措置企業のうちスタンダード市場への選択申請を行った177社を発表した¹。この選択申請は、4月1日に施行された新市場区分に関する追加的措置²として9月末までの間に申請すれば無審査でスタンダード市場への移行上場が認められるという特例に基づくものである。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上場企業を念頭にしたものだ。

本稿は選択申請を行った企業がどのような特性を有していたのかを検証したレポートである。2022年4月から始まった東証の新市場区分の効果を把握し、市場区分制度の改善や学術的な研究のための基礎となる情報を提供することを目的としている³。

1. 選択申請企業の類型および開示タイミング

新市場区分の制度設計では、上場維持基準に適合していなくても目標期限を設定し適合に向けた計画書を提示すれば、当面の間、上場が保証されていた。主たる上場維持基準は流通株式時価総額、流通株式比率、平均売買代金の3つである。上場維持基準に未適合の経過措置企業は、当初から未適合であったり、途中から未適合になったり、最近になって適合に変わったりしている。また、上場維持基準にすべて適合しているプライム企業であっても選択申請ができた。このためスタンダード市場上場への選択申請をした企業（以下、「選択申請企業」）には、図表1のように様々なパターンがある。

図表1. スタンダード選択申請企業の分類

分類	該当社数
選択申請企業全体	177
流通株式時価総額に未適合の企業	157
直近を含む複数基準日において未適合が続く企業*1	136
未適合期間中に悪化	91
未適合期間中に不変	1
未適合期間中に改善	44
直近基準日で初めて未適合になった企業(新規未適合)	21
流通株式時価総額に適合している企業	20
未適合から適合達成*2	4
移行基準日以来一貫して適合	16
流通株式比率が未適合	2
平均売買代金が未適合	4
他の2基準も含めてすべて適合	10

*1) 悪化・不変・改善は当初基準日から直近基準日までの変化

*2) 4社とも流通株式比率および平均売買代金の基準にも適合

[出所] 各社適時開示資料から筆者作成

¹ <https://www.jpx.co.jp/listing/stocks/transfers/index.html> (10月2日は速報で10月13日が確報)

² 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。

³ 本稿は銘柄選択や株式ポートフォリオ構築のための投資分析レポートではありません。

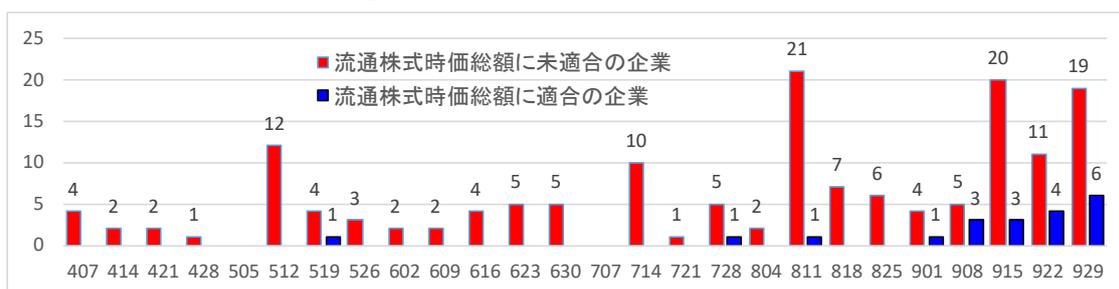
スタンダード市場への選択申請を行うか否かの判断で最も注目された基準は流通株式時価総額であったのは間違いなからう。図表1では流通株式時価総額を切り口として申請企業を分類した。

流通株式時価総額が未適合の状態での選択申請企業は157社あった。そのうち未適合期間中に流通株式時価総額が悪化したのが91社、変わらなかったのが1社⁴、改善したものの基準額100億円に達さなかったのが44社である。なお、未適合期間とは、多くの企業にとって、開始時（当初基準日）は新市場区分の移行基準日である2021年6月30日で、終了時（直近基準日）は直近決算期末日（3月決算企業なら2023年3月31日）である。もちろん、移行基準日では適合であり、次の決算期末日に未適合判定され、直近決算期末日でも未適合であった企業もある⁵。直近決算期末日において初めて未適合になった企業は21社あった。これらの企業の多くは移行基準日における適合値を公表していないので、どの程度の悪化の結果として未適合になったのかは分からない。

流通株式時価総額が適合している状態で選択申請した企業は20社ある。当初は未適合で直近基準日では適合を達成したものの選択申請を行ったのが4社である。この4社はすべての上場維持基準に適合していた。移行基準日から一貫して流通株式時価総額に適合していたのに選択申請を行ったのは16社である。このうち10社はすべての上場維持基準に適合していた（結果、すべての基準に適合して選択申請したのは14社）。

図表2は選択申請企業を流通株式時価総額に未適合の企業と適合の企業に分けて、週別に選択申請決議の適時開示をした企業数の推移をみたものである。横軸は週末の金曜日とした。例えば、929とは9月25日（月）から9月29日（金）まで期間を意味し、この5営業日の間に25社（19社+6社）が選択申請決議をした旨の適時開示を行っている。

図表2. 週別のスタンダード選択申請決議開示企業数



【出所】 各社適時開示資料から筆者作成

⁴ #168の企業。当初基準日（2021年6月30日）に56億円で直近基準日（2022年12月31日）でも56億円であった。この企業は億円より下の数値を公表していない。もし公表していれば「不変」ではなく「悪化」か「改善」に分類されただろう。なお、168は筆者が付与した番号で、適時開示日順に付与した企業の番号である。同一日の場合は東証コードの小さい順に番号を付与している。東証が10月2日に公表した一覧表の番号とは異なる。

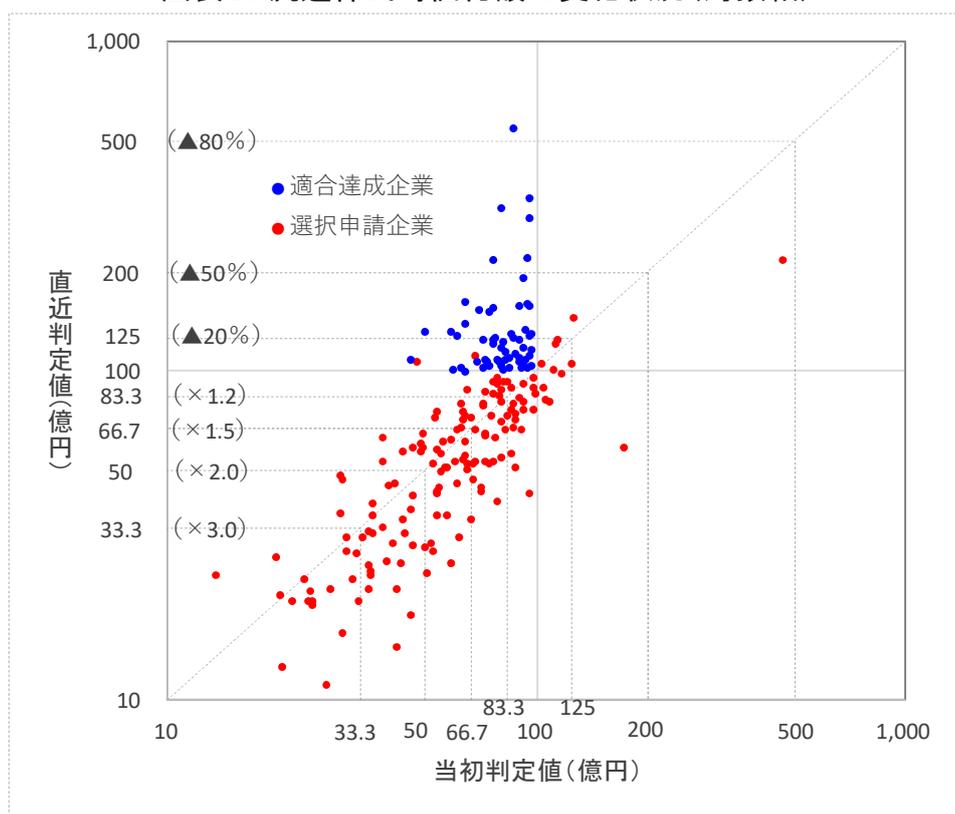
⁵ 例えば、2021年6月30日時点では適合で、2022年3月31日時点で未適合判定を受け、2023年3月31日でも未適合のままであった企業。

4月7日に終わる週では4社となっているが、3月中に取締役会決議を行った旨を開示した2社⁶を含んでいる。図表2を見ると、9月に入ってからの変更申請決議が多く、他社動向を意識しながら決断を先延ばしにしていた可能性がありそうだ。流通株式時価総額に適合していた変更申請企業の決議は9月に集中していた。

2. 流通株式時価総額の変化状況と直近の水準

図表3は変更申請企業のうち流通株式時価総額（以下、「FMV」と表記することがある）の当初判定値と直近判定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（赤点）。比較情報としてFMV適合を達成し変更申請しなかった企業（以下、「適合達成企業」）の変化状況もプロットした（青点）。横軸が当初判定値、縦軸が直近判定値で、両軸とも10億円から1000億円までの常用対数軸としている。

図表3. 流通株式時価総額の変化状況(対数軸)



(注) 図中の変更申請企業は153社、FMV適合を達成し変更申請しなかった企業は59社

[出所] 各社適時開示資料から筆者作成

⁶ #001と#002の企業。これら2社が東証に申請したのは4月14日と4月28日である。なお、多くの企業は取締役会で変更申請を決議した日に東証に申請している。しかし、決議した旨の適時開示だけで申請日を開示していない企業も少なからずある。決議日と申請日を別々に開示し、その間隔が1ヵ月以上あった企業もある。このため、図表2の元となる決議開示ベースの日別データを月間集計したものは、東証が公式に発表している申請受付ベースの月間集計とはわずかながら差異がある（もちろん、期間を通しての合計は177社と一致している）。

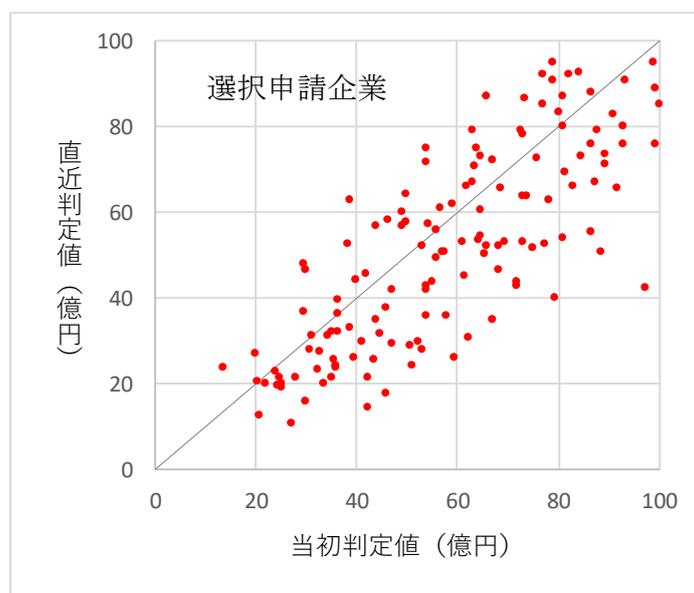
図表3の赤点のうち最も左にある企業は、FMVの当初判定値が13.7億円であり、改善したものの直近判定値は23.9億円にとどまった。最も右にある企業は当初判定値が468億円で直近判定値は215億円と半額以下となったが、2021年6月以来、一度も100億円を下回っていなかった。傾き45°の直線より上に位置する点はFMVが改善した企業である。選択申請企業では改善した企業は改善しなかった企業と比べると大幅に少ない。83.3億円のところにある区切り線は基準額100億円まで1.2倍になる必要があることを、66.7億円の区切り線は1.5倍が必要であることを意味する。基準額の100億円に達するために直近判定値のFMVが1.5倍以上になる必要がある企業は109社である。

図表3の中の青点はFMV適合を達成したものの選択申請をしなかった59社である⁷。当然ながら全社の当初判定値は100億円未満で直近判定値は100億円以上である。FMVの当初判定値が66.7億円以下だったのは9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3の縦軸の100より上の125のところにも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。

図表4は、当初判定と直近判定の両方ともFMVが未適合であった選択決議企業に限定して、FMVの変化を（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4. 流通株式時価総額の変化(通常軸)

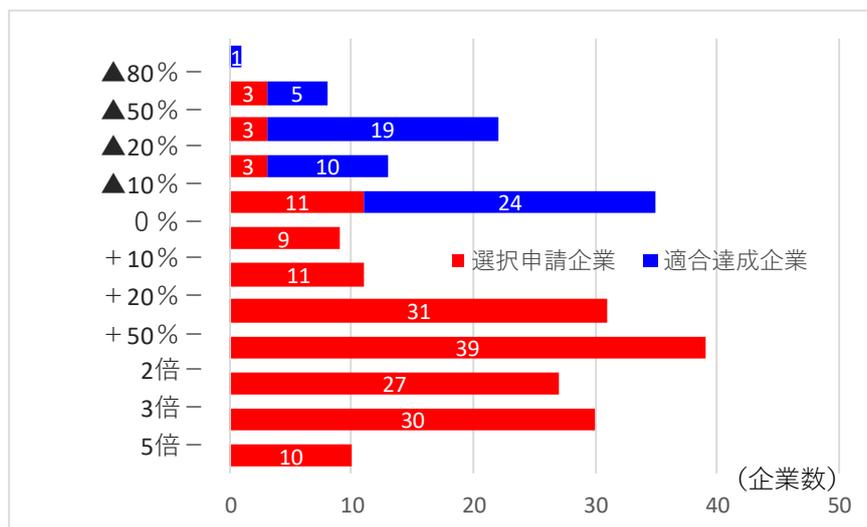


[出所] 各社適時開示資料から筆者作成

⁷ 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。

図表 5 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か、適合達成企業にとってどれだけ余裕があるのかを確認したものである。

図表 5. 基準額100億円と比較したFMV直近判定値の分布



[出所] 各社適時開示資料から筆者作成

赤い横棒は選択申請企業 177 社を表す。基準額 100 億円以上になっていたのは 20 社だけである。基準額 100 億円未満で適合のために FMV の上昇が 10%未満でよい企業は 9 社（例えば、直近判定値が 91 億円の企業は+9.9%の株価上昇で基準額に達するが、90 億円の企業は+10%の株価上昇では基準額に達さない）だけで、適合に必要な上昇率が 10%から 20%の間にある企業も 11 社だけである。177 社中 106 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 10 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であることが確認できる。

青い横棒は適合達成企業 59 社を表す。FMV の 10%下落で未適合に戻ってしまう企業が 24 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 10 社であった。58% (34÷59) の企業が 20%の下落に耐えられない。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起こりうる下落には耐えられない薄氷状態にある企業が多い。

3. 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」と表記することがある）に流通株式比率（以下、「FS」と表記することがある）を乗じたものである。従ってFMVの倍率はMVの倍率とFSの倍率に分解できる。前者は株価をどれだけ上昇させたかとはほぼ同義で、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。

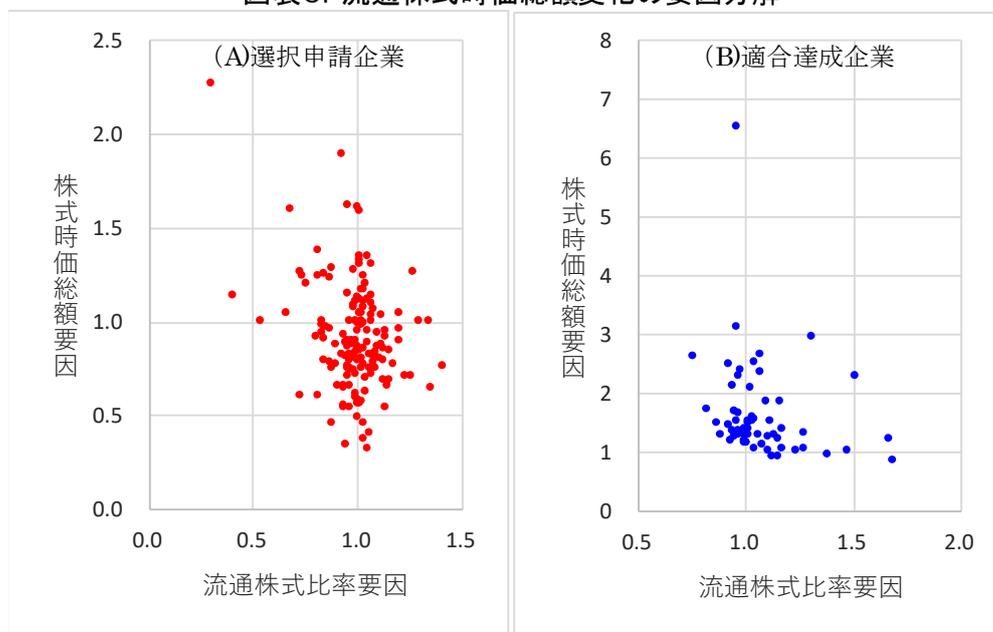
個別企業の分解式は次のとおりである。なお、添え字の*i*は個別企業を、0は当初基準日を、1は直近基準日を表している。

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

FMV 倍率 = MV 倍率 × FS 倍率

図表6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たものである。選択申請企業のうち最も左上に位置しているのは、MV倍率が2.28倍であったがFS倍率が0.29倍しかなくFMV倍率は0.67倍と低下した企業⁸である。流通株式比率は当初判定では78.0%であったが、直近判定では22.8%に落ちて流通株式比率の基準値35%をも下回った。適合達成企業で最も高い位置にある企業⁹は、FS倍率は0.96倍であったがMV倍率が6.55倍あったのでFMV倍率は6.28倍になった。

図表6. 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

⁸ #163

⁹ #024

選択申請企業では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0.75から1.5程度の企業が多い。1より大きい企業は35社であった。

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（ Σ が足し算を意味するように）掛け算を行うことを意味する。 n は企業数である。

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

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

計算結果は次のようになった。

選択申請企業では、

$$FMV \text{ 倍率平均} = MV \text{ 倍率平均} \times FS \text{ 倍率平均} \\ 0.8574 = 0.8832 \times 0.9708$$

適合達成企業では、

$$FMV \text{ 倍率平均} = MV \text{ 倍率平均} \times FS \text{ 倍率平均} \\ 1.6434 = 1.5507 \times 1.0597$$

選択申請企業ではMVが0.9倍に達せず（0.8832倍）、FSはわずかながら減っていた（0.9708倍）ため、FMVは86%に低下した（0.8574倍）。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だろうか。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1.06倍に高めた結果、FMVは1.64倍となった。ここでもFSの向上は軽微にとどまっており、FMV適合達成の原動力はMVの向上（株価の上昇）であった。

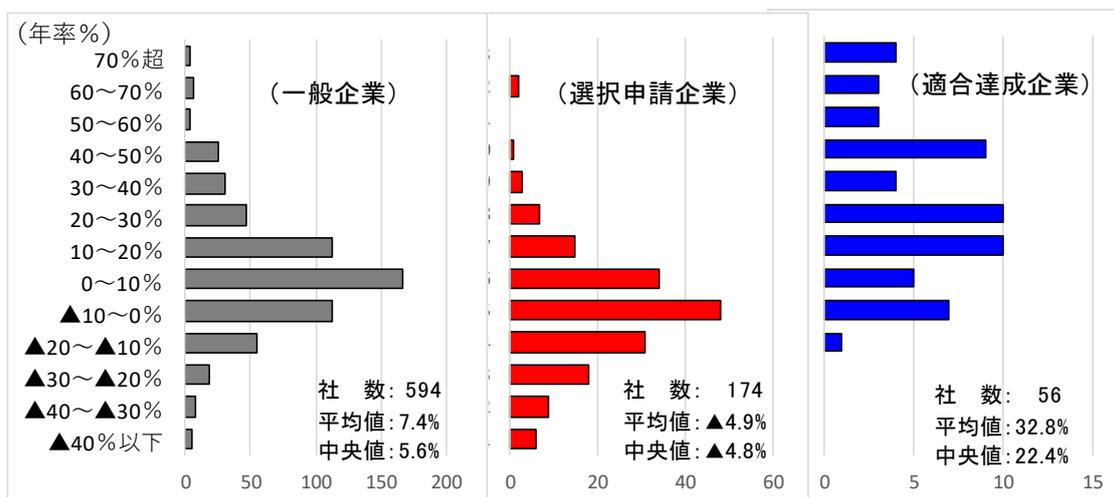
4. 株式時価総額の変化状況

選択申請企業では株式時価総額（MV）は12%の下落（幾何平均で0.88倍）となったが、これは他の一般的な企業と比べてどの程度のパフォーマンスだったのだろうか。

比較対象企業としてはプライム企業のうち時価総額上位の大企業は相応しくないだろう。東証が公表している毎月末の上場銘柄一覧にはプライム企業のすべてとスタンダード企業の一部に規模コードが付与されており、1のCore30から7のSmall2まで7段階になっている。1から6のSmall1までで約1,000社である。そこで、2022年6月末のプライム企業のうちSmall2だけに限定してみると849社である。この中には選択申請企業175社と適合達成企業58社が含まれる。このSmall2のうち選択申請企業でも適合達成企業でもない616社を一般企業として比較対象にした。これら3グループについて、2021年

6月末から2023年6月末までの2年間の株式時価総額の上昇率（年率計算）は図表7のとおりとなった。なお、3グループとも開始時点か終了時点でデータがない企業があるため社数は若干減少している。

図表7. 株式時価総額上昇率分布の比較（2021年6月～2023年6月）



[出所] 各社適時資料、東証資料、FACTSETデータベースより筆者作成

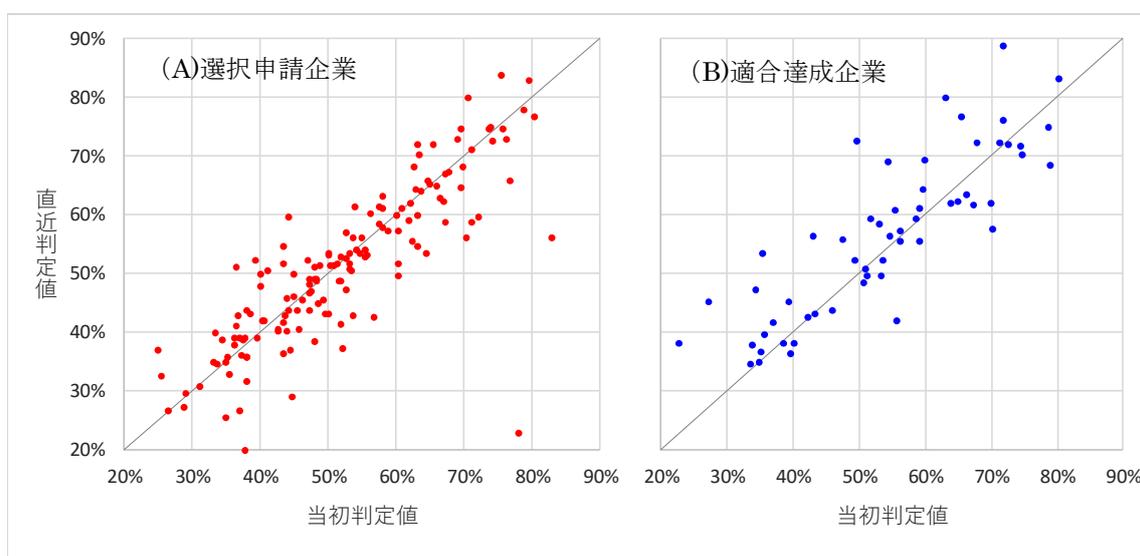
選択申請企業の上昇率分布は一般企業と比べて1区切り分（10%分）だけ下方移動しており、プラス領域と比べてマイナス領域が厚めである。一般企業と比べて低パフォーマンスだったことは一目瞭然である。平均値は一般企業の7.4%に対して選択申請企業は▲4.9%と12.3%も劣後している。中央値でも10.4%（5.6%－▲4.8%）の劣後である。一方、同じ経過措置企業の中でもFMV適合を達成した企業は平均値で32.8%、中央値で22.4%と顕著な高パフォーマンスであった。全体としてみたとき、選択申請企業がどこまで本気で株式価値向上策を進めたのか疑問を感じざるを得ない。

選択申請企業および適合達成企業がどのような株式価値向上策（主に中期経営改革）を作り、その実施状況がどのくらいであり、結果的にどの程度の成果に結びついたのかは極めて重要な分析テーマである。しかしながら、このテーマは本稿のような小論の範囲を超える。別途の本格的な研究の登場を期待したい。

5. 流通株式比率の変化状況

図表8は個々の企業の流通株式比率（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。選択申請企業で両時点でのFS値を開示している150社のうち78社（52%）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。最も右側にある位置する企業¹⁰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だろう。

図表8. 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を開示していた58社¹¹のうち直近判定値が当初判定値を下回っていたのは23社である。比率でみて選択申請企業より少ないとはいえ、40%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、FMV適合達成の成否はひとえにMVの向上（株価の向上）によっていたことになる。

選択申請企業のうち流通株式時価総額（FMV）未適合の企業で株式時価総額（MV）が不変であっても、流通株式比率（FS）の上昇だけでFMVが100億円以上になれる企業は87社あった¹²。これらの企業について、必要なFSの値と直近判定時における実際の

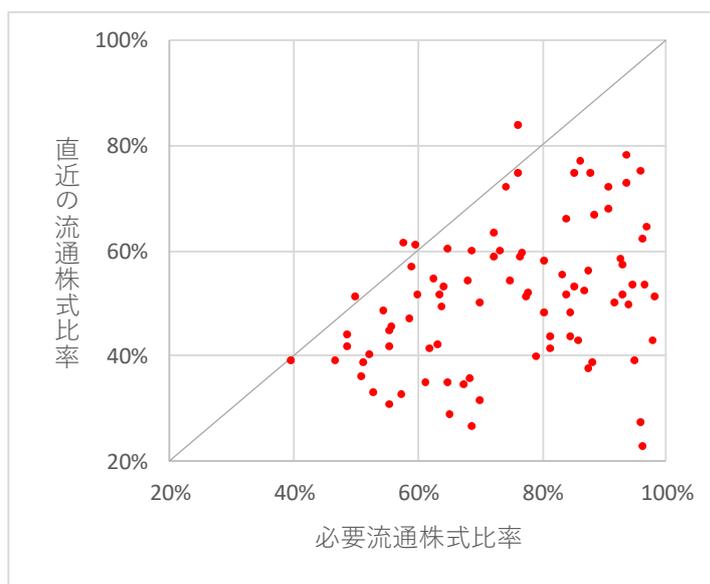
¹⁰ 進捗状況適時開示によれば、この企業（#013）のFMVは2023年3月末の東証公式値で79.0億円であったが、その後株価は上昇し4月末の自社試算では109億円になったとしている。FSの低下については当初の適合計画書に説明があったが、その後の進捗状況報告では一切触れていない。

¹¹ 適合達成企業のうちFMVの適合値は公表したがFSの値を公表していない企業が1社あった。

¹² FMVが小さい企業はFSを100%にしても100億円に達することはできない。例えばFMV=40億円、FS=50%の企業はFS=100%にしてもFMVは80億円にしかならない。

FS の値をプロットしたのが図表 9 である。必要 FS 値が 60%以下の企業は 19 社、80%以下の企業は 49 社であった。実際の直近 FS が図中の傾き 45° の直線より上であれば、必要 FS 値超えとなるが、これを実現した企業は 4 社しかなかった。4 社のうち一番右上の企業¹³の FS は、当初値が 75.3%、必要値が 76.1%で、直近判定の実際値は 83.8%であった（ただし、FS 値は 1.113 倍になったが、MV が 0.863 倍と低下したため、FMV は当初の 98.9 億円から 0.961 倍の 95.0 億円となり基準額に達さなかった）。

図表 9. 流通株式比率の必要値と実際値



[出所] 各社適時開示資料から筆者作成

2021 年 6 月 30 日の移行基準日の判定で FS のプライム市場上場維持基準に未適合となり経過措置を採用した企業が、その適合計画書の中で FS 向上策として掲げていたのは、株式の売り出し（親会社など法人大株主、創業者など個人大株主、金融機関・事業法人など、役員など個人株主）、自己株式（処分、売り出し、消却）、新株発行、新株予約権の発行・行使などであった¹⁴。経過措置企業は少なくとも年 1 回の進捗状況の適時開示が求められており、その開示書の中で「上場維持基準の適合に向けた取組の実施状況及び評価」を記述することが強く推奨されている。今回の選択申請の適時開示においても「実施状況及び評価」の記述が期待されているし、多くの企業が実際に記述している¹⁵。しかし、適合計画を着実に実施したというだけで具体的な内容が全く分からない記述や、株式価値向上策に重点を置いて中期経営計画の実施状況を記述しただけの企業が多く、流通株式比率向上策の実施状況を説明した企業は驚くほど少なかった。

¹³ #034

¹⁴ 明田雅昭、「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

¹⁵ この「実施状況及び評価」の節を設けずに適時開示を行った企業も少なからずあった。

FS の変化幅が±5%程度以内の企業では圧倒的多数が変化理由について全く説明して
いなかった。FS が 7.5%以上悪化した企業は 21 社あったが、そのうち実質的な説明をし
ていたのは約半数に過ぎない。また 7.5%以上改善した 12 社のうち実質的な説明があっ
たのは 4 社¹⁶に過ぎなかった。図表 10 は悪化幅の上位 10 社の悪化した理由をまとめた
ものだ。悪化幅がこれだけ大きいとさすがに説明している企業が多い。

図表 10. 流通株式比率が大きく悪化した理由

企業 番号	流通株式比率(FS)			選択申請開示におけるFS悪化の説明
	当初値	直近値	変化幅	
#163	78.0%	22.8%	-55.2%	債権者会議で決議された事業再生計画に基づき実施された2021年5月の第三者割当増資の効果が当初値78.0%に未反映
#013	82.9%	56.0%	-26.9%	説明無し(2021年12月の適合計画書によれば2021年7月に実施された第三者割当増資によってFSが急減)
#150	40.0%	16.0%	-24.0%	ファンドが保有する自社株が2021年3月時では流通株式として認められていたが、2023年3月時には認められなくなった
#050	37.8%	20.0%	-17.8%	「大株主や既存株主の所有する株式の売却を促しましたがいずれも実現には至っていない」としており、悪化理由の説明はない。2022年11月の進捗状況開示によれば、ある投資家が大量の株式取得を行い「その他の関係会社」に該当した結果FSが低下した
#084	44.7%	29.0%	-15.7%	①主要株主の当社株保有比率が10%超に増加、②2023年3月時における流通株式数の計算方法の変更
#161	52.0%	37.4%	-14.6%	「自己株式取得による流通株式数の減少」との記述(筆者注:これだけが理由なら23.3%分の流通株式を取得したことになる)
#014	56.8%	42.6%	-14.2%	説明無し(2023年3月の進捗状況開示でも説明無し)
#044	70.4%	56.2%	-14.2%	説明無し(2023年3月の進捗状況開示によれば、2021年12月にある会社による株式取得が完了してFSが大きく低下)
#066	72.0%	59.6%	-12.4%	説明無し(2023年3月の進捗状況報告では2021年6月時および2022年9月時に72.0%だった)
#126	71.0%	58.8%	-12.2%	東証公式値は71.0%だったが自社試算は53.4%で、これを60%に引き上げるのが目標だった。「取引先における政策保有株式の縮減方針により、市場への影響がない範囲で保有先の株式の売却等が進んだ」結果、58.8%になった

[出所] 各社適時開示資料から筆者作成

最上位の2社は経営上の問題で第三者割当をせざるをえなくなった結果である。他には流通株式として認められていたものが固定株式と見なされることになってしまったり、主要株主の保有が増加したりしている例がある。選択申請の適時開示書には説明がなく、過去に開示された進捗状況報告に遡れば説明が見つかる例もある。過去の進捗状況報告を含めても説明が全くなかった企業も2社あった。

このようなFSに関する説明の消極性は、向上させてもその効果が限定的であったためだろうか。あるいは経営陣にとって主要株主と売却に関する話し合いをすることは極めて高いハードルで実際のところ議論を始めることすら難しく、適時開示書の中で言及できない状態だったのだろうか。

¹⁶ #045、#068、#176、#085

自社の株式を政策保有している会社など大株主の株式売却が進展しない理由の一つには**株価の低迷**もあるようだ。FS が未適合のある選択申請企業は、進捗状況報告で「流通株式比率に関しても、既存の主要株主および事業法人株主に利益を上げて売却できる価格まで株価を高めて、売却依頼を行ってまいります」と記述していた¹⁷。別の企業¹⁸は、当初、社長保有分の一部を売却したが、直近では「株価水準状況から売却時期ではない」と判断したとしていた。ある選択申請企業でないプライム企業は流通株式比率が 31.4%と未適合なのだが、その進捗状況報告で、親会社（63.73%を保有）から持株比率維持の意向を示され、事業法人等（4.87%未満を保有）と（株価低迷が原因となっている様子の）苦しい交渉の準備をしている旨を記述している。選択申請企業の過去 2 年間の株価変動は年率▲5%程度と低迷している。株価低迷が原因で保有先が売り出しに応じてくれないというケースは意外と多いかもしれない。

理解しがたい説明もあった。ある選択申請企業¹⁹は適時開示で「政策保有株式の見直しに取り組んでまいりました」とだけ記述していたが FS は 60.2%から 57.3%に減少していた。半年前の進捗状況報告では「政策保有株主のうちの 1 社とお互いの株式を順次市場で売却していくことで合意いたしました」としているが、この説明では FS は高まるはずである。驚きの例としては、持合い解消の働きかけが効を奏して一部の株式の流動化を達成したが、株式市場において売買された結果、流通株式比率が低下した、というのがあった²⁰。この低下の理由は記されていないが、市場で株式を買い入れた投資家が固定株式にしてしまったということだろうか。

企業にとって上場廃止の可能性という「生死を分ける重大局面」に当たっても政策保有株式の縮減は高いハードルであるとする、上場企業の**企業統治コード遵守に関する疑問**も生じてくる。企業統治コードには政策保有株式に関する原則 1-4 があり、政策保有をする場合は保有目的が適切か具体的に精査し、その検証内容の開示を求めている。プライム企業のコンプライ率は 95.0%である²¹。原則 1-4 はやや抽象的であるが、その補充原則①は「自社の株式を政策保有している株主からその株式の売却等の意向が示された場合、その売却等を妨げるべきではない」と極めて具体的だ。このコンプライ率は 99.7%である。企業統治コードは、他社が保有する自社株式の売却を妨げることを強く戒めているが、他社からその会社の株式の売却を求められた場合のことは想定しておらず、その他社株式の保有が自社にとって経済合理性があるなら応じなくてもよいともとれる。このような逆方向の状況への対応も補充原則に加える必要があるかもしれない。

¹⁷ #121

¹⁸ #108

¹⁹ #115

²⁰ #038

²¹ 東京証券取引所、「東証上場会社 コーポレート・ガバナンス白書 2023」、2023 年 3 月

6. スタンダード市場の選択理由

選択申請企業がスタンダード市場の選択理由として挙げている内容のうち最も頻出度が高かったのは「**上場廃止リスクと株主安心**」であった。例えば次のような説明である。

「プライム市場での上場を維持した場合、プライム市場の上場維持基準を充たせずに上場廃止となるリスクがあることから、株主の皆様が不安を持つことなく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最適であると判断し、スタンダード市場を選択することといたしました」²²

大多数の企業が上記と同等な内容の文章を掲げていた。上場廃止となれば企業にとって大きな痛手であるが株主にも大きな迷惑をかけることになり、その事態を避けるためにスタンダード市場への「降格」を選択したとの主張である。

二番目に頻出度が高かったのは「**企業価値向上への経営資源集中**」である。一例を挙げれば次のような記述である。

「プライム市場の上場維持を選択した場合、基準適合のための追加費用やプライム市場として求められているIR水準への対応により、今後多額の費用が発生すると考えられます。そのコストを負担するよりも、将来の事業拡大に向けた成長投資やグループ会社の統廃合等、組織構造の改変に資金を振り向けることが、企業価値向上に資すると判断いたしました」²³

上場維持基準に適合するためには多額のコストをかける必要があるが、そのコストは企業価値向上策に振り向ける方が多くのステークホルダーにとって最適であるとの主張である。経営資源集中論の文章では企業の苛立ちを感じるものもあった。例えば次の二例だ。

「当社はその事業の性格や長い歴史ある社風から、カンフル剤を打つような短期的視野で業績向上策を行っていくのは経営判断として正しくないと考えた」²⁴

「プライム市場上場維持基準に到達することに偏重することなく堅実で地に足をつけた経営を行うことが最適且つ最良の選択であると判断」²⁵

この経営資源集中論の中で、多くの企業が使っている言い回しに「短期的な目線と中長期的な目線」がある。例えば、次のような具体例である。

「プライム市場の上場維持基準の充足のための短期的な目線だけではなく、中長期的な目線で計画遂行のために経営資源を振り向けることが、当社の成長や企業価値向上に資すると判断し、スタンダード市場を選択することといたしました」²⁶

選択申請の適時開示文で「目線」という単語を使うのは間違いではないが、使われる頻度の高さをみると、初期の選択申請企業の文章を参考にした横並びの性格の現われかもしれない。

²² #074

²³ #100

²⁴ #073

²⁵ #134

²⁶ これは#056の文章。#071など多くの企業で同様な表現が使われている。

三番目に目立った選択申請理由として「外部環境の影響」がある。典型的な表現は「流通株式時価総額については、当社の取組や業績状況だけでは実現できない要素が含まれており」というもので、企業がいくら努力して適合計画を達成しても、それとは関係なく市場環境によって株価下落が生じる可能性があるという主張だろう。企業は正当な主張であると考えられるかもしれないが、投資家がこの主張に同意するかは疑問である。そのような下落を見越した上で基準を上回る水準の株価を求めていると考えるべきではないか。

頻度は低かったが「経過措置終了対応が困難」と「市場コンセプトへの不適合」および「柔軟経営の実現」というのもあった。具体例は次のとおり。

「2023年4月の追加措置により、実質的な期限が1年前倒しになり、前倒しでの適合計画の実現は容易ではない」²⁷

「当社のこのような経営方針は、現在の東証プライム市場のコンセプト及び方向性には若干沿わない面があるものと認識にも至っております」²⁸

「スタンダード市場へ移行することにより、株主還元手段を多様化するとともに、より機動的で柔軟な資本政策を推進し、事業構造の転換を加速させていきたいと考えております」²⁹

筆者には理解できない次のような大変興味深いものもあった。

「経過措置の終了時において同基準に抵触するリスクが存在すること自体が、適正な株価評価の妨げになることが考えられます」³⁰

経営資源集中論では多くの企業は上場維持基準に適合するために（一時的に）経営資源を費やしたくないとしているが、次のように適合した後に生じる継続的な適合維持コストに経営資源を費やしたくないとしている企業もあった。

（2021年6月以来一貫して全基準適合の企業³¹）「プライム上場維持にかかる経営資源を、より事業成長や企業価値の向上に集中するために、スタンダード市場を選択することにいたしました」

（2022年12月に全基準適合になった企業³²）「上場維持基準に継続して適合していくために必要となる経営資源を、基準を維持するためではなく、より新たな価値を創造する事業への投資や研究開発、組織・人材の活性化に振り向けることが今後の中長期的な企業価値向上、株主利益の向上をはかるうえで最も重要であると考え…」

これは「深刻な問題提起」ではないか。定量的な上場維持基準や企業統治コードへのより高度な準拠は、プライム企業の持続的な成長と中長期的な企業価値向上のために設けられた前提である。一部の企業とはいえ、プライム市場の基準適合企業がこの前提を充たし

²⁷ これは#057の文章。#060や#104にも同様な表現があった。

²⁸ これは#090の文章。#099にも同様な表現があった。

²⁹ #077

³⁰ #071

³¹ #175

³² これは#169の文章。#052、#082、#085、#092等にも同様な内容がある。

続けるために経営資源を使うことは企業価値向上を鈍らせる（阻害する）と主張している。前提を否定しているのだ。「だからスタンダード市場選択でよい」で済ませるのではなく、現在設定されているプライム市場の前提を 1,600 以上の企業³³に適用することの適否を真剣に考え直すべきではないか。つまり、このような企業もプライム市場にとどめるために前提を緩めるべきか、あるいは現行のプライム市場上場企業が前提に相応しいかを冷徹に判断してプライム市場上場企業数を大胆に絞るべきではないかという選択の検討である。企業は前者を望むかもしれないが、投資家の考えは聞くまでもなく後者であろう。

7. 今後に向けて

本稿の分析により、選択申請企業は時価総額上昇率が一般の上場企業と比べて年率 10%程度（単純平均）劣り、流通株式比率はむしろ低下気味で、流通株式時価総額は約 15%（幾何平均）悪化していることが分かった。選択申請の適時開示で、流通株式比率の変化理由を説明していない企業が圧倒的に多く、選択申請の理由の説明では横並び傾向が感じられる記述が多い。

このような消極的な姿勢は、スタンダード市場へ移行した後にプライム市場再上場を目指すか否かにも表れている。プライム市場再上場を「明確に目指すとした企業」と「全く言及がない企業」と「曖昧な記述の企業」の割合は、概ね 1 : 6 : 3 であった。

「明確に目指すとした企業」の典型的な記述は「将来のプライム市場への上場を目指してまいります」とか「将来的に改めてプライム市場上場を果たすべく…」といったものである。ほとんどの企業がこのような記述なので、「早期のプライム市場再上場を目指してまいります」と「早期」という言葉が付いただけで、その企業³⁴に積極性を感じてしまった。なお、「5年以内にプライム市場への上場を目指してまいります」と明言した企業³⁵もあったことは付言しておく。

「曖昧な記述の企業」とは、例えば次のような記述の企業である。美辞麗句であるが再上場を目指すとは言っていない。

「スタンダード市場へ移行後も、プライム市場の上場維持基準への適合のための計画としておりました企業価値向上のための各種取組みを推進し、当社株式の流通性向上についても継続して取り組んでまいります」³⁶

「将来につきましては、当社グループの事業規模や事業環境等を踏まえ、企業価値・株主利益の更なる向上を目指し、適時適切に市場区分の選択を行ってまいります」³⁷

³³ 東京証券取引所が 2023 年 10 月 11 日に公表した「プライム市場上場会社のスタンダード市場再選択結果について」によれば、再選択に伴う市場区分変更後のプライム市場上場会社数は 1,659 社となる。

³⁴ #124

³⁵ #112

³⁶ #041

³⁷ これは#169 の企業の文章だが、他の多くの企業でも同様な表現が使われている。

今回スタンダード移行を選択した企業はほとんど間違いなくスタンダード市場の上場維持基準に適合している。このため、

「今後、上場維持基準の各項目の判定基準日において同市場の上場維持基準のいずれかに適合しない状況とならない限り、「スタンダード市場の上場維持基準への適合に向けた計画」の開示の必要はありません」³⁸

ということで、適合計画書やその進捗状況報告の開示は免除されることになった。しかし、本年3月31日に東証が要請した「資本コストや株価を意識した経営の実現に向けた対応」³⁹の策定と取組み及び開示はスタンダード市場上場企業にも適用される。この要請の核心は資本コストを踏まえて（つまり、株式価値評価理論に基づいて）株式価値向上を求めるもので、毎年（年1回以上）、進捗状況に関する分析を行い、開示をアップデートする必要がある。選択申請企業は、この2年間の経過措置対応の経験を活かして、今度はより合理的かつ効果的な株式価値向上策を練って取組みを進め、積極的な開示と共に大きな成果にあげていただきたい。

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。

本稿では、適時開示書の文章の引用元の企業に匿名の番号を付与しています。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、匿名企業番号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。ただし、その際にはGmailやyahooメールなどの個人メールアドレスではなく所属組織で使用しているメールアドレスからの連絡をお願いします。

³⁸ この文章は#177から引用したが、多くの企業がほぼ同様な記述を行っている。

³⁹ 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（<https://www.jpx.co.jp/news/1020/20230331-01.html>）。この要請は東証のプライム市場およびスタンダード市場に上場する全企業に向けて発出されたものである。