

東証再編—その後の上場維持基準経過措置企業
～2023年10月時の372社から274社に減少～

(概要)

上場維持基準の経過措置企業は2023年10月には372社あったが、その後、基準適合達成の139社と上場廃止の12社を差し引き、新たに未適合となった53社を加えて、2024年7月には274社となった。本稿では流通株式時価総額（FMV）基準と流通株式比率（FS）基準に絞って、これら企業の適合に関する特徴を調査し報告する。

FMVは株式時価総額（MV）とFSを乗じたものである。FMV基準への適合達成企業ではFSの改善は限定的で、主にMVの改善（株価の向上）によっていた。MVの改善は相場上昇による恩恵もあったが自社固有要因の寄与も同程度の大きさだった。

FS基準への適合達成は、主に親会社や事業会社保有分の売り出しによるものだったが、新株の発行や自己株式の消却によった企業もあった。

上場維持基準の適合達成や新たな未適合に関する適時開示への株価の反応は鈍かったが、FMVの新たな未適合にはネガティブに反応しているようだった。

目次

1. 未適合企業数の推移
2. 流通株式時価総額基準
 - 1) 適合達成企業の適合状況～金額増加分析
 - 2) 適合達成企業の適合状況～向上倍率分析
 - 3) 時価総額増加における相場寄与と自力寄与
 - 4) 適合に関する適時開示と株価の反応
 - 5) 未適合企業の計画期限分布
3. 流通株式比率基準
 - 1) 適合達成企業の適合状況
 - 2) 適合に関する適時開示と株価の反応
 - 3) 未適合企業の計画期限分布

2024年8月21日

特任リサーチ・フェロー

明田雅昭

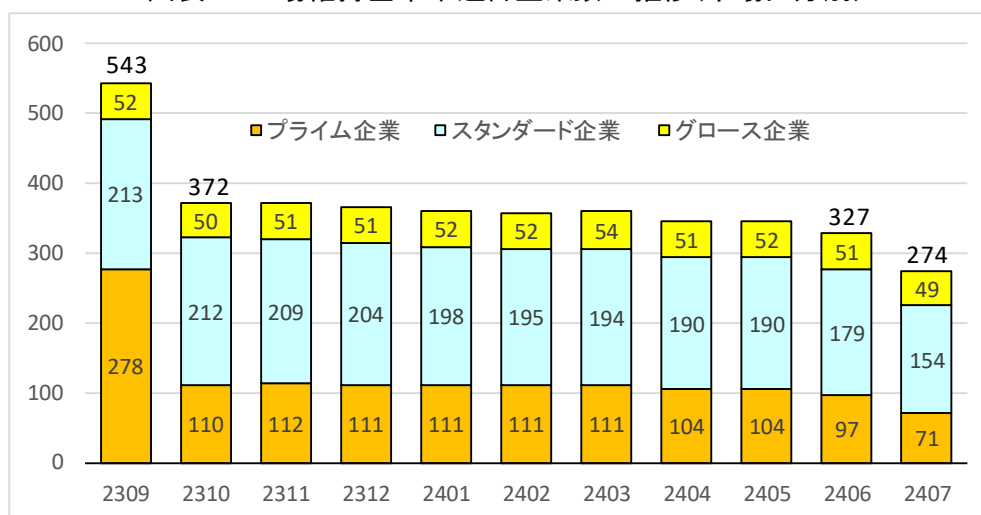
公益財団法人 日本証券経済研究所

東京証券取引所（以下、「東証」）は2023年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。東証は2022年4月に新市場区分に移行したが、この移行プロセスは2021年から始まっており、いくつかのメルクマールとなるイベントを伴うものだった²。新しい上場維持基準に未適合の経過措置企業は上場廃止に追い込まれる可能性があり、企業及び資産運用業界など市場関係者に注目されてきたが、昨年10月のスタンダード選択申請をもって一連の注目イベントは終わったと言えよう。経済メディアの報道もめっきり減り市場関係者の関心はほとんどなくなったように思える。しかし経過措置企業はまだ残っており、基準達成か上場廃止かという究極の選択へ向けて時計の針が進んでいる。本稿では昨年10月以来、本年7月までの経過措置企業（以下、「未適合企業」）の動向を調査し報告する。本稿は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. 未適合企業数の推移

東証は未適合企業および基準達成への計画期限の最新情報を毎月15日頃に公表している⁴。この情報を基にして未適合企業の増減を市場区分ごとに確認したのが図表1である。2023年9月の543社から10月の372社への激減のほとんどはプライム企業の減少による。スタンダード市場に移行した未適合プライム企業は、3社⁵を除きスタンダード市場の上場維持基準を充たしているため、未適合企業ではなくなったからである。

図表1. 上場維持基準未適合企業数の推移(市場区分別)



【出所】東京証券取引所の「改善期間等一覧」から筆者作成

¹ 東証、「市場区分の変更銘柄一覧」 <https://www.jpx.co.jp/listing/stocks/transfers/index.html>

² 東証、「市場構造の見直し」 <https://www.jpx.co.jp/equities/improvements/market-structure/01.html>

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。

⁴ 東証、「改善期間等一覧」 <https://www.jpx.co.jp/listing/market-alerts/improvement-period/>

⁵ この3社は「改善期間等一覧」では10月までプライム未適合扱いで11月からスタンダード未適合扱いになっているが、本稿では10月からスタンダード未適合扱いにしている。

本年6月から7月にかけて未適合企業の減少が53社と大きいのは3月決算企業が多いためである。未適合企業は各社の決算基準日から3ヵ月以内に「上場維持基準の適合に向けた計画に基づく進捗状況」を適時開示することが求められており、基準に適合した場合は「上場維持基準への適合に関するお知らせ」を適時開示している。多くの3月決算企業がこの適時開示を6月に行っているため6月と7月の間で未適合企業数の変化が大きくなった。

図表2は上場維持基準別に未適合企業数の推移をみたものである。全上場維持基準での未適合企業数の推移をみると期初（2023年10月）の未適合企業372社のうち期中に適合達成となったのが139社、上場廃止となったのが12社、新規に未適合となったのが53社あり、期末（2024年7月）の未適合企業は274社となった。適合達成企業の比率が最も高かったのはプライム市場である。期初110社のうち52%にあたる57社が適合達成となっていた。一方でプライム市場では新規に20社が未適合になっている。

図表2. 上場維持基準未適合企業数の推移(上場維持基準別)

基準名/市場区分	維持基準値	23年10月	達成	廃止	新規	24年7月
全上場維持基準						
プライム		110	57	2	20	71
スタンダード		212	71	7	20	154
グロース		50	11	3	13	49
総計		372	139	12	53	274
株主数						
スタンダード	400人以上	6	4	0	1	3
流通株式数						
スタンダード	2千単位以上	4	4	0	1	1
流通株式時価総額						
プライム	100億円以上	76	35	2	15	54
スタンダード	10億円以上	142	52	5	15	100
グロース	5億円以上	7	3	0	6	10
総計		225	90	7	36	164
流通株式比率						
プライム	35%以上	25	14	0	5	16
スタンダード	25%以上	84	26	2	5	61
グロース	25%以上	21	7	1	6	19
総計		130	47	3	16	96
1日平均売買代金						
プライム	0.2億円以上	16	15	0	2	3
時価総額						
グロース	40億円以上 ^{注1)}	25	4	2	4	23

注1) 正確には「上場10年経過後40億円以上」

[出所] 東京証券取引所の「改善期間等一覧」から筆者作成

上場維持基準のうち未適合企業が多かったのは流通株式時価総額と流通株式比率の二つである。流通株式時価総額は期初の225社から164社に、流通株式比率は期初の130社から96社に減少している。それぞれ適合達成企業と新規未適合企業が10社以上ある。

スタンダード企業での株主数は 6 社から 3 社に、流通株式数では 4 社から 1 社に減少し、プライム企業での 1 日平均売買代金も 16 社から 3 社へと大幅に減少した。グロース企業での時価総額は期初の 25 社から 4 社が適合達成したものの新規に 4 社が加わり社数の減少は限定的だった。

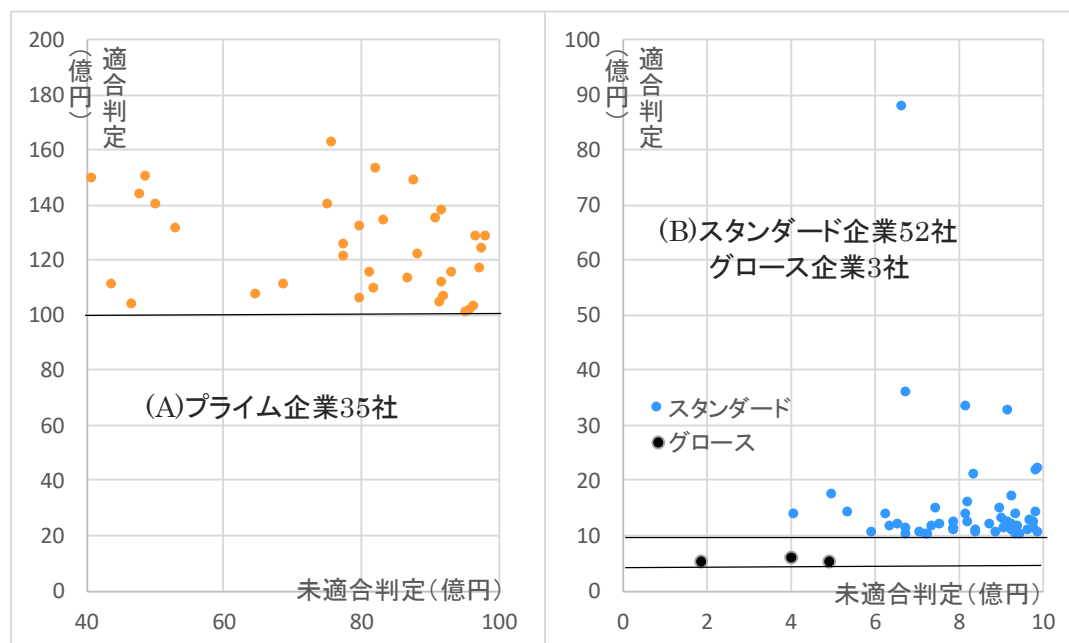
次章以降では未適合企業数が多い流通株式時価総額（以下、「FMV」と略すことがある）と流通株式比率（以下、「FS」と略すことがある）に絞って、その動向を調査し報告する。

2. 流通株式時価総額基準

1) 適合達成企業の適合状況～金額増加分析

図表 3 は適合判定時の流通株式時価総額（FMV）が未適合判定時の額からどれだけ改善したかを示したものである。プライム企業で上場維持基準の 100 億円を達成したのは 35 社である。適合達成後の FMV が最も大きかったのは 6924 オカダアイヨンの 162.4 億円だった。未適合判定額からの改善幅が最も大きかったのは 2163 アルトナーの 108 億円であった（41 億円から 149 億円になった）。スタンダード企業で基準の 10 億円を達成したのは 52 社である。適合達成後の FMV が最も大きかったのは 7692 アースインフィニティの 87.56 億円だった。未適合判定額からの改善額が最も大きかったのも同社で 80.86 億円であった（6.70 億円から 87.56 億円に）。グロース企業で基準の 5 億円を達成したのは 3 社だったが、基準達成額は 5～6 億円に過ぎない。未適合判定額からの改善額が最も大きかったのは 6173 アクアラインの 3.3 億円だった（1.9 億円から 5.2 億円に）。

図表 3. 流通株式時価総額の改善(適合達成)



[出所] 各社適時開示資料から筆者作成

流通株式時価総額の増加が、株式時価総額の増加によるものなのか流通株式比率の向上によるものなのか、それぞれどの程度の寄与があったのかを確認する。適合判定時の流通株式時価総額を FMV_1 、株式時価総額を MV_1 、流通株式比率を FS_1 とし、未適合だった当初判定時の各指標を FMV_0 、 MV_0 、 FS_0 とすると $FMV_1 = MV_1 \times FS_1$ 、 $FMV_0 = MV_0 \times FS_0$ である。そして、流通株式時価総額の増加 $\Delta FMV = FMV_1 - FMV_0$ は次のように分解できる。

$$\begin{aligned} \Delta FMV &= FMV_1 - FMV_0 = MV_1 \times FS_1 - MV_0 \times FS_0 \\ &= ((MV_1 - MV_0) + MV_0) \times ((FS_1 - FS_0) + FS_0) - MV_0 \times FS_0 \\ &= (MV_1 - MV_0) \times (FS_1 - FS_0) + MV_0 \times (FS_1 - FS_0) + (MV_1 - MV_0) \times FS_0 \\ &\quad + MV_0 \times FS_0 - MV_0 \times FS_0 \\ &= (MV_1 - MV_0) \times FS_0 + MV_0 \times (FS_1 - FS_0) + (MV_1 - MV_0) \times (FS_1 - FS_0) \\ &\quad \text{時価総額効果} \quad + \quad \text{流通比率効果} \quad + \quad \text{複合効果} \end{aligned}$$

第一項の時価総額効果は当初判定の流通株式比率 FS_0 がそのままだったとして株式時価総額の増加分 $(MV_1 - MV_0)$ により生じる効果である。第二項の流通比率効果は当初判定の株式時価総額 MV_0 がそのままだったとして流通株式比率の向上分 $(FS_1 - FS_0)$ により生じる効果である。第三項は株式時価総額の増加分 $(MV_1 - MV_0)$ と流通株式比率の向上分 $(FS_1 - FS_0)$ を乗じたもので複合効果と呼ばれるものである。

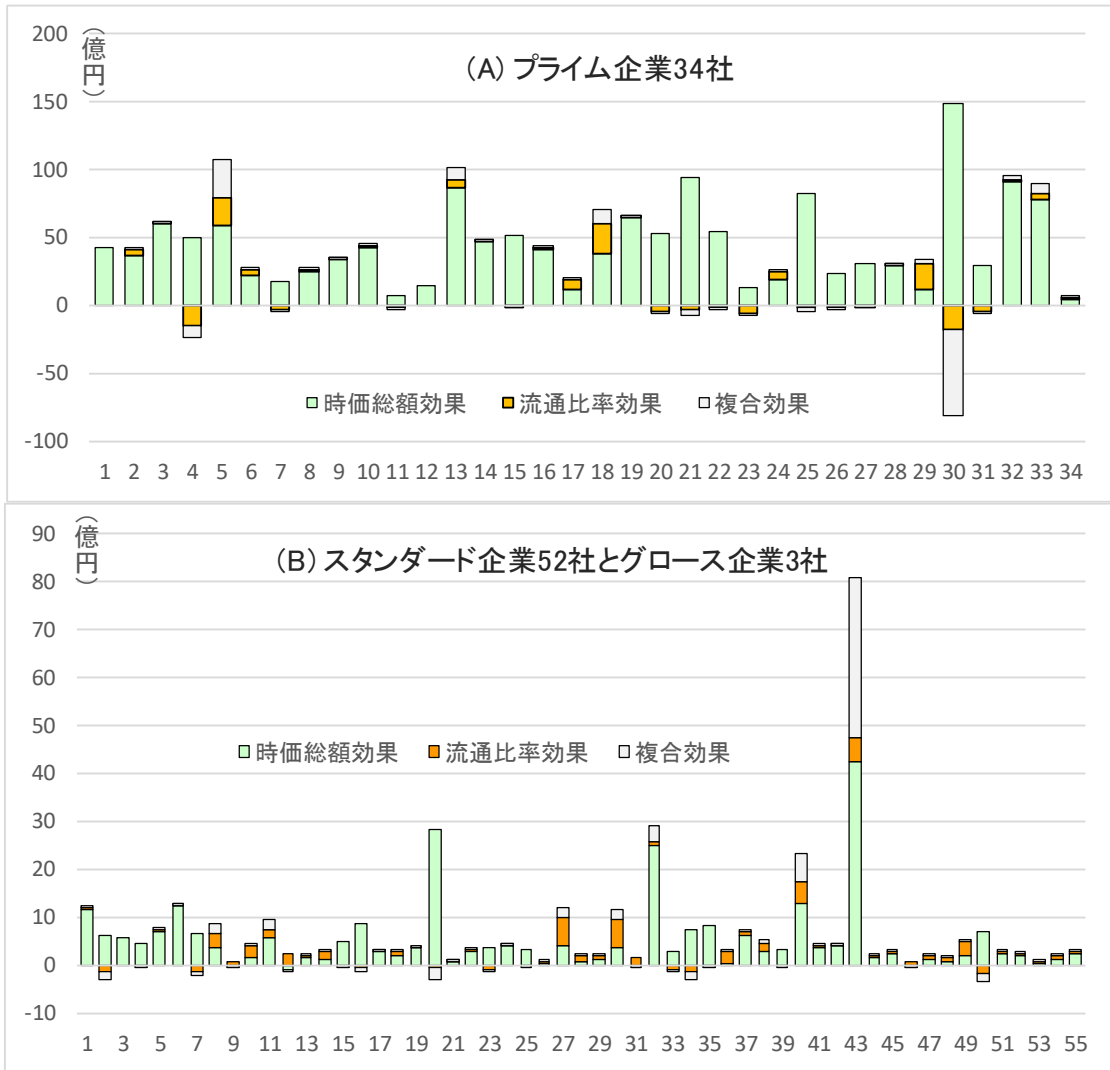
図表4は適合達成企業の流通株式時価総額増加幅の要因分解3項を積上げ棒グラフで表示したものである。(A)はプライム企業であるが、適合達成の35社のうち流通株式比率の情報を開示していなかった1社を除いた34社を対象にした。

特徴的なのは#30の7769リズムで、流通株式比率が65.2%から37.6%に減少したため、流通比率効果が▲18.6億円で複合効果が▲62.9億円になった。時価総額効果は148.5億円あったが、流通株式時価総額の増加は67.0億円にとどまった。#5の2163アルトナーは流通株式比率が46.8%から69.7%に向上し株式時価総額も87.6億円から213.8億円に増加したので、時価総額効果が59.0億円、流通比率効果が20.1億円、複合効果が28.9億円といずれも正の寄与で、3つを合算して流通株式時価総額は108.0億円の増加となった(流通株式時価総額は41.0億円から149.0億円に増加した)。

これら2社のように流通比率効果と複合効果が大きい企業は稀でほとんどの企業では時価総額効果が支配的である。このような状況はスタンダード企業とグロース企業も似ている。各市場区分で流通株式時価総額増加額と、その内訳の3要因を集計してみたのが図表5である。プライム34社の増加額合計は1,527.4億円であるが、その内訳は時価総額効果が1,507.3億円であり、これは98.7%を占めていた。スタンダード52社ではこの比率は75.9%に下がり流通比率効果と複合効果がほぼ同じ11~13%程度になっていることが分かる。

流通株式時価総額の増加の多くは株式時価総額の増加によっていたことが確認できた。

図表4. 流通株式時価総額増加額の要因分解(個別企業)



(注) プライム企業の適合達成は35社だが流通株式比率データ未開示の1社を除く34社を対象にした
[出所] 各社適時開示資料から筆者作成

図表5. 流通株式時価総額増加額の要因寄与(集計)

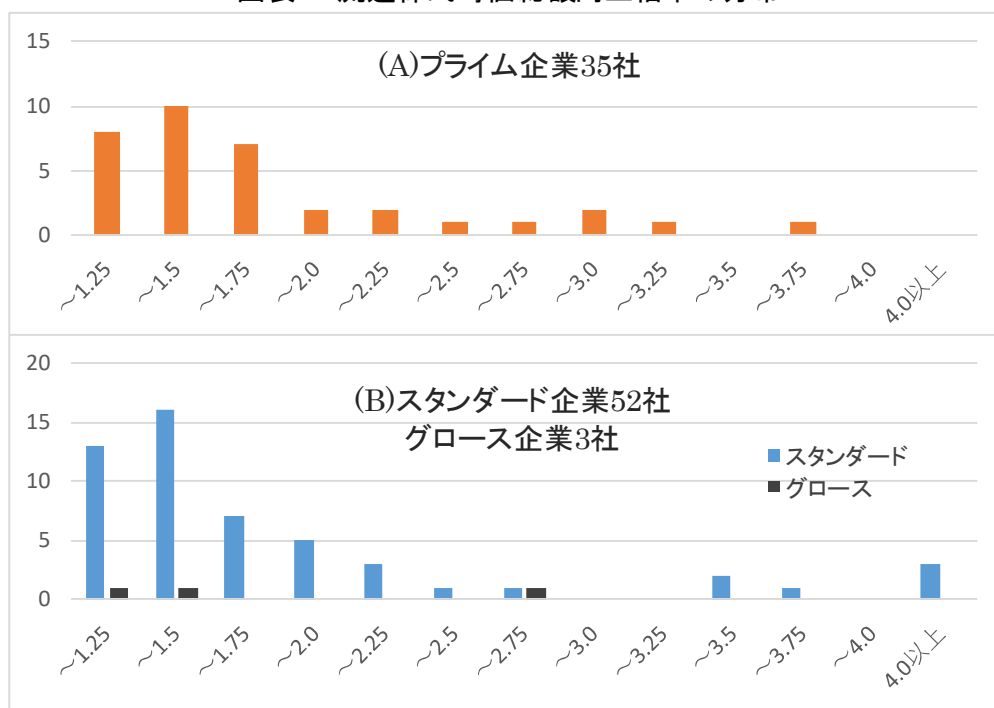
市場区分	流通株式時価総額			
	増加額 (億円)	時価総額 効果	流通比率 効果	複合 効果
プライム企業34社	1,527.4	1,507.3	36.2	-16.1
スタンダード企業52社	366.8	278.4	41.8	46.6
グロース企業3社	5.8	3.7	1.4	0.8
構成比				
プライム企業34社	100.0%	98.7%	2.4%	-1.1%
スタンダード企業52社	100.0%	75.9%	11.4%	12.7%
グロース企業3社	100.0%	63.4%	23.4%	13.1%

[出所] 各社適時開示資料から筆者作成

2) 適合達成企業の適合状況～向上倍率分析

図表6は適合達成時のFMVの当初未適合判定時の額に対する向上倍率の分布である。1.5倍までが多く、プライム企業では51%、スタンダード企業では56%、グロース企業では3社のうち2社が1.5倍以内だった。プライム企業のうち3.5倍以上は1社のみで、2163アルトナーの3.63倍だった(41億円から149億円に)。スタンダード企業で3.5倍以上は4社あり、7692アースインフィニティの13.1倍(6.70億円から87.56億円に)、7018内海造船の5.25倍(6.8億円から35.7億円に)、4492ゼネテックの4.07倍(8.2億円から33.4億円に)、7578ニチリョクの3.54倍(9.2億円から32.6億円に)であった。

図表6. 流通株式時価総額向上倍率の分布



[出所] 各社適時開示資料から筆者作成

流通株式時価総額(FMV)は株式時価総額(以下、「MV」と略すことがある)に流通株式比率(FS)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ほぼ同義であり、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FMVの適合達成がどのように実現されたかが分かる。

個別企業の分解式は次のとおりである⁶。なお、添え字の*i*は個別企業を、0は当初の未適合判定の基準日を、1は直近の適合判定の基準日を表している。

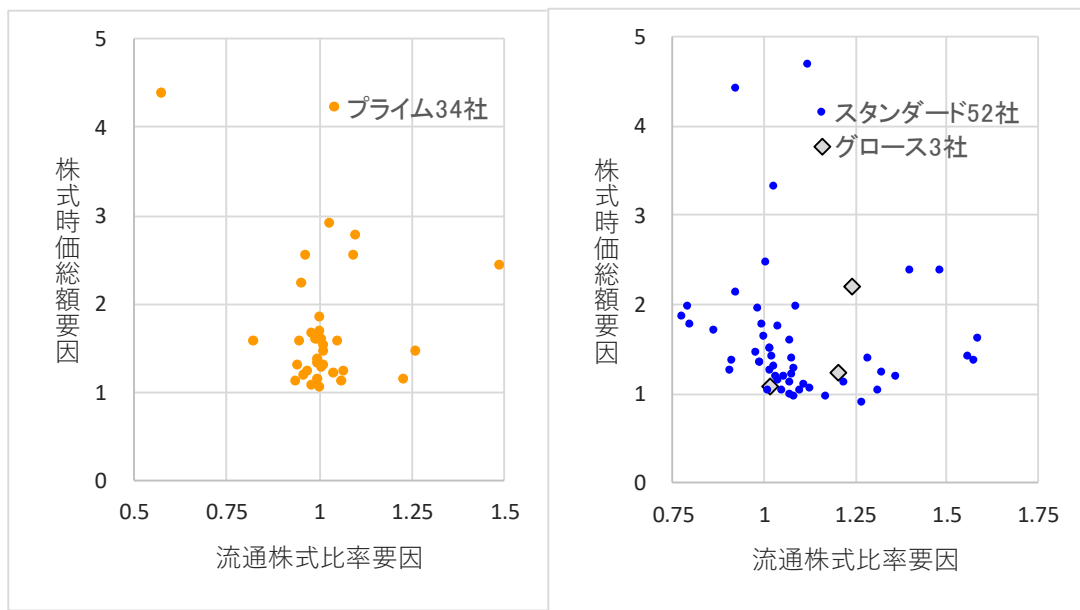
⁶ 掛け算方式の分解およびその平均に関する記述の多くは、拙著「東証再編ースタンダード市場選択申

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

FMV 倍率 = MV 倍率 × FS 倍率

図表7は適合達成企業について縦軸に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、左側にプライム企業を、右側にスタンダードおよびグロース企業をプロットしたものである。プライム企業のうち最も左上に位置しているのは7769リズムで、FS倍率が0.58倍と低下したが、MV倍率が4.37倍ありFMV倍率が2.52倍となった。FS倍率が最も高かったのは2163アルトナーの1.49倍で、MV倍率が2.44倍あったため、FMV倍率は3.63倍となった。図表6の右側の図ではスタンダード企業のうち1社が枠外にある。7692アースインフィニティが、FS倍率が1.79倍、MV倍率が7.32倍で、FMV倍率は13.1倍になっていた。

図表7. 流通株式時価総額向上倍率の要因分解



(注1)プライム企業の適合達成は35社だが流通株式比率データ未開示の1社を除く34社を対象にした

(注2)スタンダードのアースインフィニティ(横軸1.79,縦軸7.32)は枠外になっている

[出所] 各社適時開示資料から筆者作成

適合達成企業のMV倍率はプライム企業でもスタンダード・グロース企業でもほとんどが1倍以上である（ただし、2倍以上は少ない）。一方、FS倍率は、プライム企業では1倍超と1倍未満が拮抗しており、スタンダード・グロース企業では1倍未満より1倍超が多いことが見て取れる。

請企業の研究～どのような企業が選択申請したのか～」（2023年10月26日、トピックス、日本証券経済研究所）の3章「流通株式時価総額変化の要因分解」から転用している。

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（ 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。

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

プライム企業では、	1.595	=	1.581	×	1.009
スタンダード企業では、	1.679	=	1.544	×	1.087
グロース企業では、	1.654	=	1.438	×	1.015

平均的には FS 倍率は 1 倍をわずかに超えただけが、MV 倍率が 1.4~1.6 倍あったため FMV 倍率が 1.6~1.7 倍になったと言えよう。

3) 時価総額増加における相場寄与と自力寄与

金額増加分析と向上比率分析から、流通株式時価総額の適合達成企業は主に株式時価総額の増加（株価の増加とほぼ同義）によっており、流通株式比率の向上は（平均的には）ほとんど寄与していないことが分かった。2021年6月末から2024年3月末まで TOPIX は 1943.57 から 2768.62 にと 1.42 倍になっており、前述の MV 倍率 1.4~1.6 倍は、企業各社の貢献だけではなく相場の上昇にも助けられた可能性が高い。そこで、株式時価総額の増加分を相場寄与と自力寄与に分割してみることにする。

個別企業 i について当初未適合判定時の流通株式時価総額を $FMV_{i,0}$ 、流通株式比率を $FS_{i,0}$ とすると、株式時価総額 $MV_{i,0}$ は次のように計算される。

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

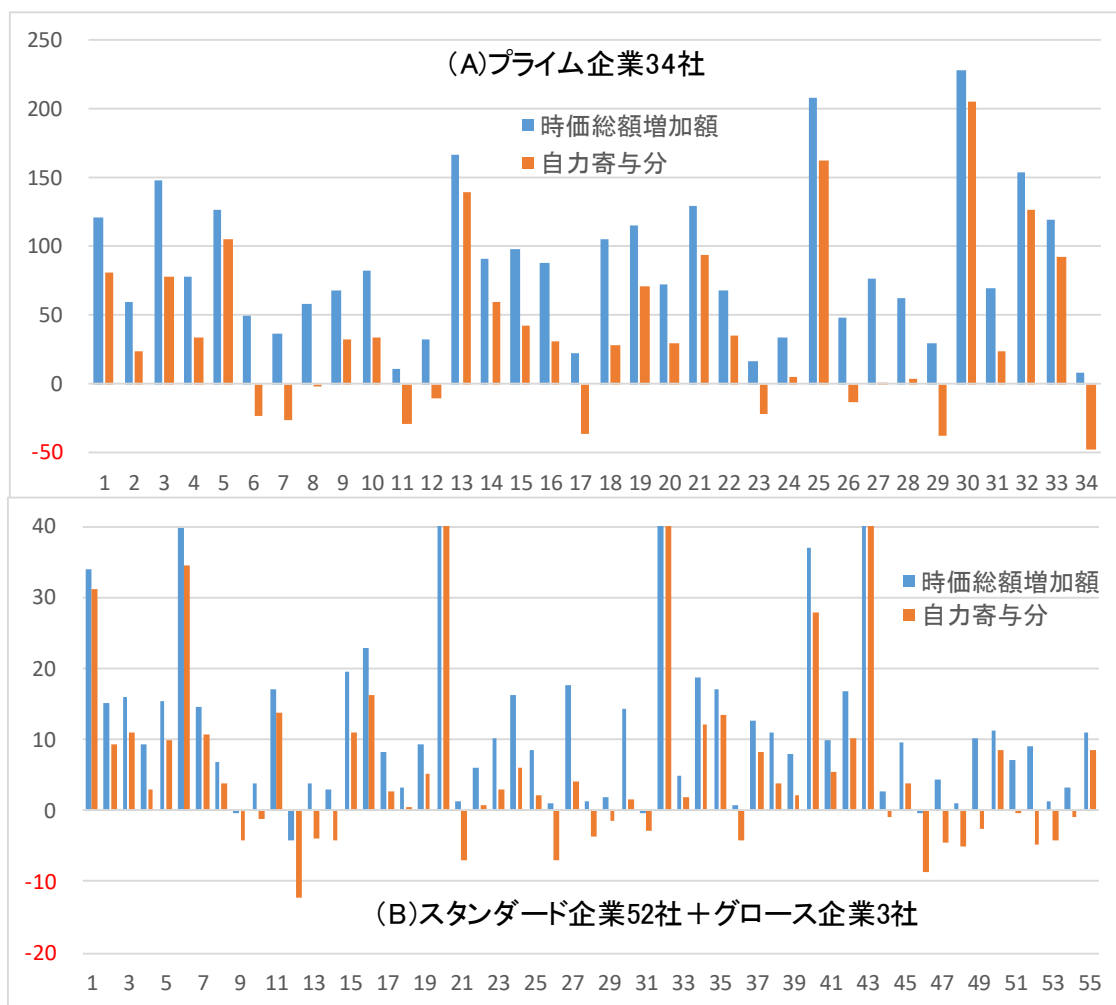
同様に適合判定時の指標を各々 $FMV_{i,1}$ 、 $FS_{i,1}$ 、 $MV_{i,1}$ とする。

株式時価総額の増分 ΔMV_i は $MV_{i,1} - MV_{i,0}$ である。個別株式の時価総額計算に使われる株価は判定日を含む過去 3 ヶ月の日次平均であることから、判定日における TOPIX 指数の過去 61 日平均を $TPX_{i,0}$ および $TPX_{i,1}$ とする。このとき、 ΔMV_i のうち相場寄与 ΔMKT_i を、

$$\Delta MKT_i = MV_{i,0} \times \left(\frac{TPX_{i,1}}{TPX_{i,0}} - 1 \right)$$

として、 $\Delta MV_i - \Delta MKT_i$ を自力寄与分とした⁷。図表8は株式時価総額増加額（青棒）と自力寄与分（赤棒）を企業ごとに見たものである。赤棒が上に伸びているのは自力寄与分がプラスだった企業で、下に伸びているのは自力寄与分がマイナスだった企業である。パネル（A）と（B）では株式時価総額増加額はプラスであったものの相場動向が原動力であり自力寄与分はマイナスであった企業が少なからずあったことが分かる。

図表8. 株式時価総額増加額と自力寄与分（個別企業）



(注1)プライム企業の適合達成は35社だが流通株式比率データ未開示の1社を除く34社を対象にした
(注2)パネルBでは#20、#32、#43の3社は時価総額増加額と自力寄与分は40億円以上になっている
[出所] 各社適時開示資料およびTOPIX指数値から筆者作成

図表9は市場区分別に株式時価総額増加額とその内訳を金額ベースと社数ベースで集計した結果である。「相場寄与」列の下段の「(プラス社数)」を見ると、対象となる全ての企業の相場寄与がプラスであったことが分かる。自力寄与がプラスになっているのは、プ

⁷ この計算方式ではどの企業のベータも1と見なしていることになる。精緻な分析のためには当初未適合判定日から適合判定日までの期間でベータ推計をして相場寄与分を計算した方がよいかもしれない。

ライム企業では 34 社中の 24 社 (71%)、スタンダード企業では 52 社中の 34 社 (65%)、グロース企業では 3 社中の 1 社であった。三市場区分計では 89 社中の 59 社 (66%) だった。上段の「増加額」を見るとプライム企業の株式時価総額増加額は 2,876 億円で、そのうち相場寄与が 1,591 億円、自力寄与が 1,286 億円であった。スタンダード企業の増加額 855 億円のうち自力寄与が 525 億円 (61%) となっているが、自力寄与額が突出している 3 社⁸だけで 327 億円を占めている。三市場区分計では増加額は 3,746 億円だが、相場寄与が 1,932 億円、自力寄与が 1,814 億円とほぼ半々になっていた。

図表9. 株式時価総額増加額と自力寄与分(集計)

市場区分	株式時価総額(億円)		
	増加額	相場寄与	自力寄与
プライム企業34社	2,876.1	1,590.7	1,285.5
スタンダード企業52社	854.5	329.3	525.3
グロース企業3社	15.7	12.2	3.4
三市場区分計89社	3,746.4	1,932.2	1,814.2
	増加社数	(プラス社数)	(プラス社数)
プライム企業34社	34	34	24
スタンダード企業52社	48	52	34
グロース企業3社	3	3	1
三市場区分計89社	85	89	59

[出所] 各社適時開示資料およびTOPIX指数値から筆者作成

4) 適合に関する適時開示と株価の反応

適合に関する適時開示を株式市場はどのように評価したのだろうか。

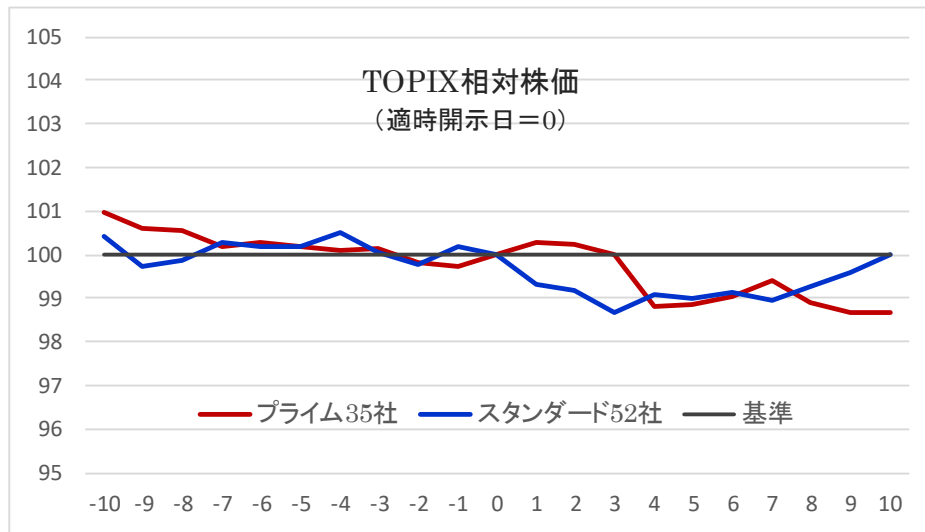
図表 10 は流通株式時価総額基準の適合達成を適時開示した日を day0⁹として、その前後 10 日間の対 TOPIX 相対株価 (day0=100) を市場区分ごとに平均してみたものである。プライム企業 35 社の平均もスタンダード企業 52 社の平均も day1 から day10 まで 99 から 100 の間で推移している。適合達成の適時開示に対して株価は反応しなかったようだ。流通株式時価総額に未適合であることが判明している企業の場合、流通株式比率は公表されており、株式時価総額は日々分かるので、企業が適合達成状態になったかどうかは容易に認識可能である。このため基準に達成した旨を適時開示しても「新たな投資情報」にはならない可能性が高い。だから株価が反応しないのではないだろうか。

なお、グロース企業は 3 社と少なすぎるため図表 10 への掲載は見合わせた。

⁸ 図表 8 の#20 (4492 ゼネテック)、#32 (のむら産業)、#43 (7692 アースインフィニティ)

⁹ 正確には適時開示が 15 時 00 分以後に行われた場合は、その日を day0 とし、15 時 00 分より前に行われた場合は前取引日を day0 としている。

図表 10. 流通株式時価総額適合達成企業の適時開示と株価の反応



[出所] 各社適時開示資料およびFACTSETデータベースから筆者作成

図表 1 1 は新たに流通株式時価総額基準が未適合になった企業について、その旨を適時開示した日を day0¹⁰として、その前後 10 日間の対 TOPIX 相対株価 (day0=100) を市場区分ごとに平均してみたものである。パネル (A) ではプライム企業 15 社の平均もスタンダード企業 14 社¹¹の平均も day1 から day10 の期間で低下傾向を示している。day10 ではプライム企業は 96 の水準に、スタンダード企業は 97 の水準になった。パネル (B) ではプライム企業 15 社の平均に加えて上位 20%tile の値と下位 20%tile の値の推移も掲載した。プライム企業の 80%弱の企業の相対株価がマイナス領域にあることが確認できる。未適合の適時開示は株価にネガティブな反応を生じさせたようだ。

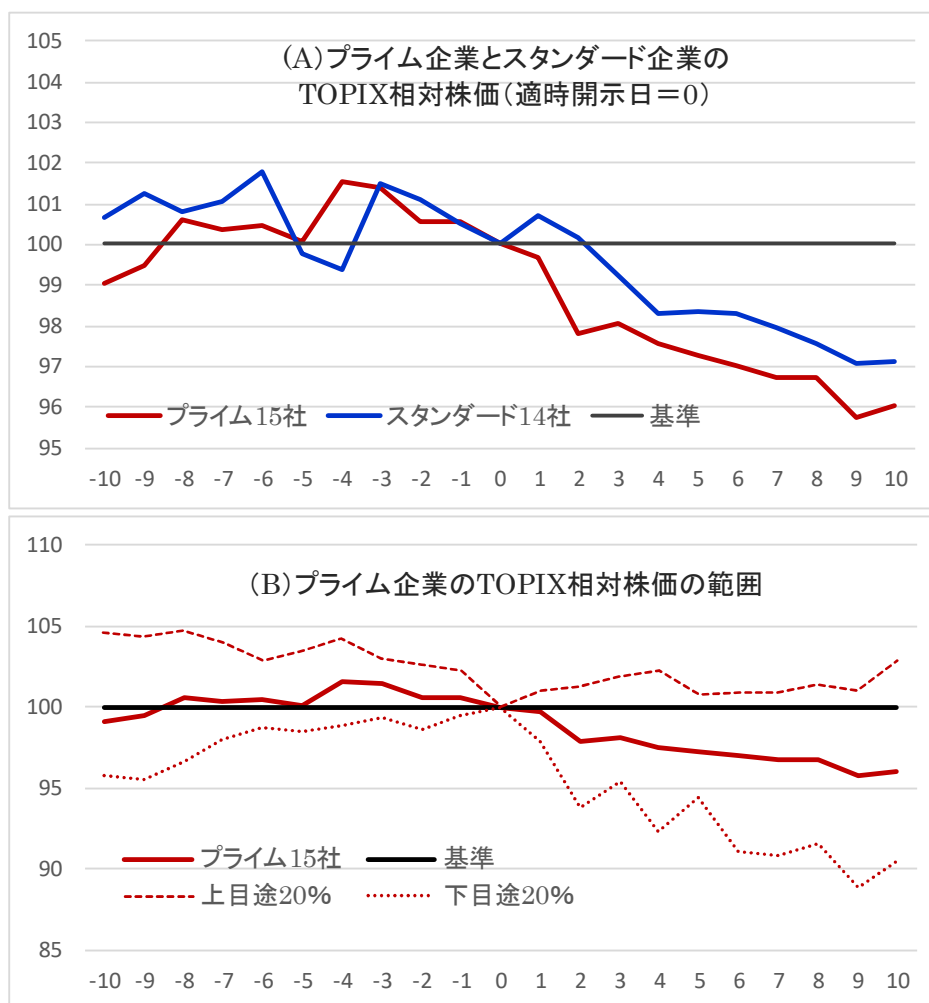
東証は個別企業の流通株式比率は公表しておらず、投資家がそれを知るのは企業が適時開示した時だけである。つまり、流通株式時価総額に関して適合達成は予想可能だが新たな未適合状態は予想できない。このため未適合の適時開示は、投資家にとって「新たな投資情報」であり、それもネガティブな情報である。このため株価はネガティブに反応したのかもしれない。

なお、グロス企業は 6 社と少ないため図表 1 1 の掲載は見合わせたが、day3 から day10 までは 100 を上回る反応だった。

¹⁰ day0 の定義は、適時開示時刻により適合達成企業の場合と同じにした。

¹¹ 該当するスタンダード企業 15 社のうち特異な状況にあった 4288 アズジェントを除外したため 14 社になった。アズジェントは未適合の適時開示の中で「今期予想を増収増益及び黒字転換の見込み」としたことが好感された模様で、対 TOPIX 相対株価は day2 で 111.0、day4 で 130.5、day6 で 174.2、day10 で 164.9 と突出した高騰となった。

図表11. 流通株式時価総額の新規未適合企業の適時開示と株価の反応



[出所] 各社適時開示資料およびFACTSETデータベースから筆者作成

5) 未適合企業の計画期限分布

未適合企業への経過措置適用は、当初、期限が設けられていなかったが、2023年4月から「2025年3月1日以後最初に到来する基準日まで」と定められた¹²。例えば3月31日が基準日の企業が2025年3月時点で上場維持基準に未適合と判定された場合、本来の上場維持基準が適用される。翌2026年3月31日までが「改善期間」となって、改善期間終了時に未適合が解消されていなければ監理銘柄・整理銘柄を経て6ヶ月後の2026年10月1日に上場廃止になる。この決定により2023年3月以前に自己申告で設定した遠くの計画期限が無効になったわけではない。例えば、計画期限を2028年3月にしていた超過計画開示会社¹³は、改善期間は2025年4月から2026年3月までであるが、監理銘

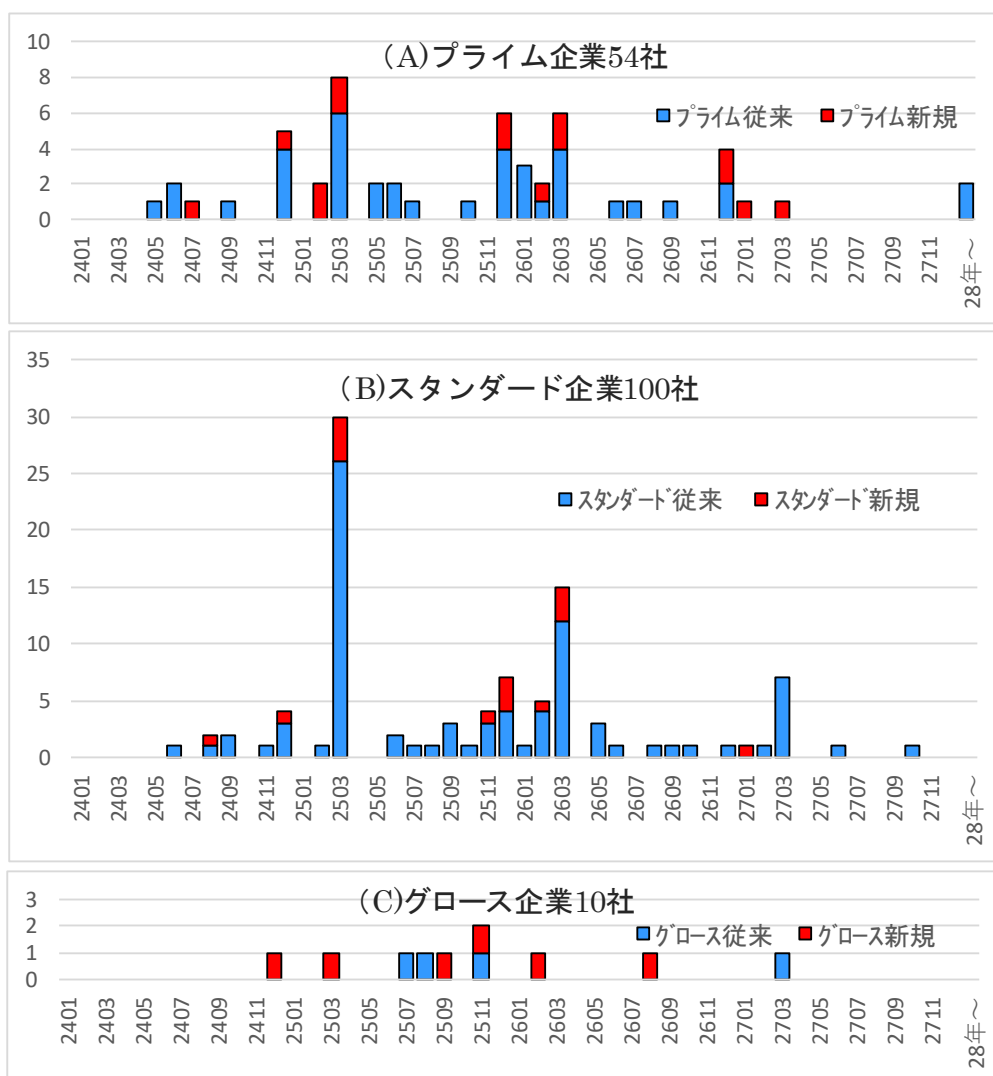
¹² 東京証券取引所、「上場維持基準に関する経過措置の取り扱い等について」、2023年1月30日

¹³ 東京証券取引所は2026年3月1日以後最初に到来する基準日を超える期限の計画を開示している会社を「超過計画開示会社」と定義している。

柄期間が通常の6ヶ月未満ではなく2028年3月までとなる。その後6ヶ月の整理銘柄期間を経て上場廃止になる。この例の企業では2026年4月から2028年3月まで「監理銘柄」として上場が維持された後に2028年10月1日に上場廃止になる¹⁴。

図表12は市場区分別に2024年7月時点での流通株式時価総額未適合企業の計画期限の分布図である。2023年10月時に既に未適合であった企業（青棒）と、2023年10月以降に新たに未適合になった企業（赤棒）に分けて分布を示した。両者を合わせてみると、全164社のうち2026年3月までで63社（38%）、2027年3月までで132社（80%）、2027年3月までで160社（98%）となる。2027年4月以後に計画期限を設定しているのは4社のみとなっている。

図表12. 流通株式時価総額未適合企業の計画期限



[出所] 東京証券取引所の「改善期間等一覧」から筆者作成

¹⁴ 東証、「改善期間等一覧」 <https://www.ipx.co.jp/listing/market-alerts/improvement-period/>

従来から未適合であった企業で計画期限が 2026 年 3 月より先になっているものがあるが、これらは最初に未適合になった時に計画期限を遠くに設けていたか 2023 年 3 月末までに計画期限を遠くに変更した企業である。計画期限が 2028 年以後になっているプライム企業は 2028 年 3 月 31 日の TI 社と 2030 年 10 月 31 日の PP 社の 2 社である。TI 社は当初からの計画期限で、PP 社は経過措置終了時期の制度が 2023 年 1 月に公表された後に新制度が適用される前に計画期限を 2025 年 10 月から 2030 年 10 月に変更した。

2023 年 4 月以降に新たに未適合となった企業にも従来からの未適合企業と同様な経過措置が適用される。設定できる計画期限は「2026 年 3 月 1 日以後最初に到来する基準日」までと定められている¹⁵。新規未適合企業で 3 月 31 日が基準日の企業であれば 2026 年 3 月が、2 月 28 日が基準日の企業であれば 2027 年 2 月が計画期限の上限となる。図表 3 をみると計画期限が 2027 年 3 月になっている新規未適合企業がある。この企業 MI 社は 2023 年 10 月 2 日に前身の PE 社から単独株式移転の方法により持株会社として新設されて上場したのだが、PE 社は 2021 年 6 月から流通株式時価総額で未適合状態にあり、その計画期限を引き継いだという特殊事情による。

図表 1 2 の状況および新規未適合企業の計画期限の上限規則から、2027 年 3 月には流通株式時価総額の上場維持基準に関する監理銘柄はほぼなくなることが分かる。

¹⁵ 東証、「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、2024 年 1 月 15 日版、p2「計画期間」

3. 流通株式比率基準

1) 適合達成企業の適合状況

流通株式比率に未適合であった130社のうち上場維持基準を達成したのはプライム企業14社、スタンダード企業26社、グロース企業7社の合計47社であった。これらの企業の適合前の比率と適合後の比率を図表1-3に示した。

図表1-3には基準達成の理由も6つに分類して表示した。これらの理由は適時開示書で企業が説明していたものである。「既存」は「一部株主による株式売却の実施」などで株式売却をした株主の属性について説明がない場合である。「親社」は親会社、取締役、主要個人株主などが保有していた株式の売却で、概ね具体的な社名や個人名が記述されている。「持合」は事業法人などが保有していた株式の放出・売却で、政策保有されていた株式の売却と明記していたものも少なくなかった。「発行」は公募による新株発行や新株予約権の行使促進による株式数の増加である。CBの転換による普通株式の増加も含む。

「消却」は自己株式の処分や消却で、一部には自己株式を取得した後に消却した例もある。「純投」は2例しかないが、「一部の株主様が所有されている純投資目的の株式を加えた」企業と、「一部の株主が保有する株式が流通株式として認められた」企業だった。なお、適時開示書で達成理由を「計画に従って実施した施策による」として具体的な記述をしていない企業及びそもそも説明が一切ない企業が9社あった。

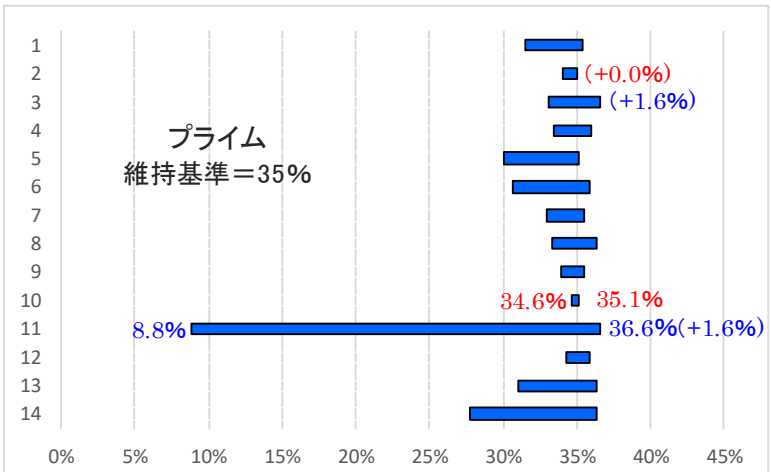
プライム及びスタンダード企業では持ち合い解消による流通株式増加で基準を達成した企業が14社と最多であった。グロース企業では親会社や主要株主の株式放出と新株予約権の権利行使促進などによる株式増加が主たる達成理由になっていた。

プライム市場の上場維持基準は35%である。流通株式比率の改善幅が最大だったのは項番11（以下では#11と表記）の7182 ゆうちょ銀行である。8.8%から36.6%へと27.8%改善した。理由は「日本郵政の当行株式の売り出し、自己株式取得及び消却」としている。改善幅が最小だったのは#10の企業で34.6%から35.1%へと0.5%の改善にとどまった。基準の35%を最も大きく上回ったのは#3の3546 アレンザホールディングスと7182 ゆうちょ銀行の2社で共に36.6%（+1.6%）であった。40%を超えるような高水準で基準を上回った企業はなかった。基準達成値が最も低く35.0%丁度だった（+0.0%）のは#2の企業で、達成理由は「自己株式の消却を実施した結果」と説明している。

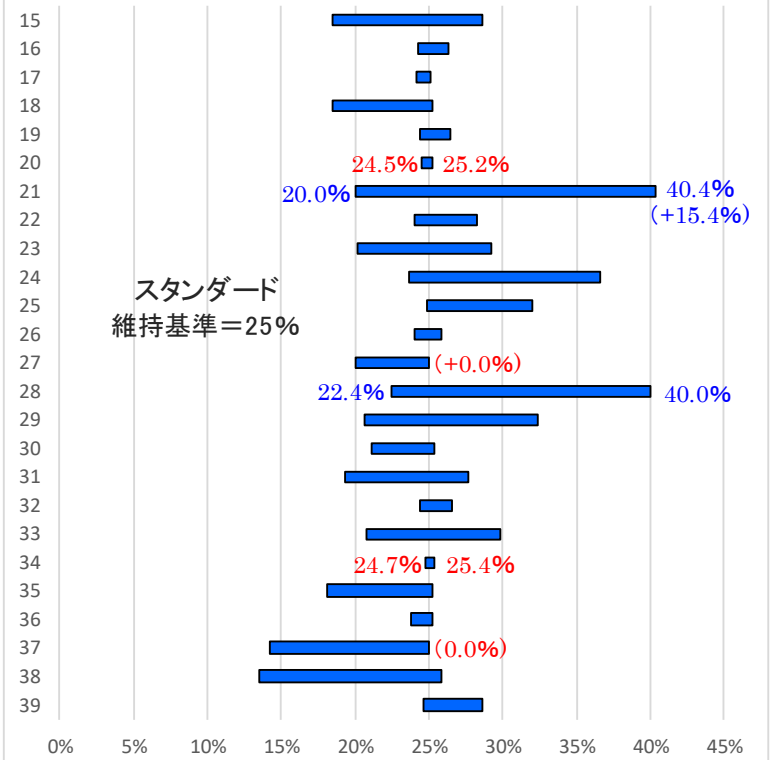
スタンダード市場の上場維持基準は25%である。流通株式比率の改善幅が最大だったのは#21の4439 東名である。20.0%から40.4%へと20.4%改善した。基準に対する超過幅も+15.4%と最高であった。理由は「光通信グループの保有する株式が、流通株式として認められたこと及び当社代表取締役社長山本文彦が保有する株式の一部売却が実現」としている。改善幅が次に大きかったのは#28の7692 アースインフィニティで、22.4%から40.0%へと17.6%の改善幅だった。その理由は「当社代表取締役濱田が保有する株式の売出しを計画どおりに実施した結果」であった。

図表13. 流通株式比率の適合達成状況(個別企業)

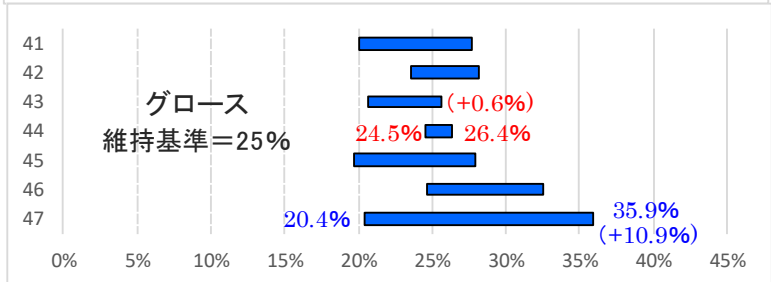
既存	親社	持合	発行	消却	純投
	○			○	
				○	
○					
		○			
		○			
		○			
	○				
○		○			
	○		○		
					○
			○		
2	3	5	1	3	1



既存	親社	持合	発行	消却	純投
○					
	○				○
	○				
○					
		○			
		○		○	
	○				
	○		○		
		○			
		○			
	○				
	○			○	
		○			
		○			
○					
		○			
3	6	9	0	2	1



既存	親社	持合	発行	消却	純投
○	○				
	○		○		
	○				
	○				
	○		○		
			○		
1	5	0	3	0	0
6	14	14	4	5	2



[出所] 各社適時開示資料から筆者作成

改善幅が最小だったのは#20の24.5%から25.2%と#34の24.7%から25.4%の2社で改善幅は0.7%だった。基準達成値が最も低く25.0%丁度だったのは#27と#37の2社だった。なお、スタンダード企業のある1社は基準達成値を「25%以上」としているだけで特定の値を開示していなかった。この企業（#40）は図表13への掲載が出来なかった。

グロース市場の上場維持基準は25%である。流通株式比率の改善幅が最大だったのは#47の9211エフ・コードである。20.4%から35.9%へと15.5%改善した。基準に対する超過幅も10.9%と最高であった。達成理由は「新株式発行及び株式売出しを実施」であった。改善幅が最小だったのは#44の24.5%から26.4%への+1.9%だった。基準値に対する達成超過幅が最小だったのは#43の+0.6%だった。

流通株式比率基準の適合達成状況を平均値で確認したのが図表14である。改善幅の単純平均は市場区分ごとでは5~7%程度で、三市場区分計では6.4%であった。大幅な改善とは言い難いようである。適合判定時の値の当初未適合判定時の値に対する倍率を「向上倍率」と呼ぶことにする。適合達成したのであるから図表13の企業の向上倍率はすべて1倍より大きい。その単純平均は1.33~1.35倍程度だった。幾何平均でみると1.22~1.33倍程度だった。流通株式時価総額の基準達成企業では流通株式比率の向上倍率の幾何平均は1.01~1.09倍に止まっていたが、流通株式比率の改善を直接的に求められた場合は、当然ながら向上倍率が高かったのである。

図表14. 流通株式比率の適合達成状況(集計)

市場区分	改善幅 単純平均	向上倍率	
		単純平均	幾何平均
プライム企業14社	5.16%	1.328	1.217
スタンダード企業25社	6.92%	1.352	1.324
グロース企業7社	7.26%	1.342	1.328
三市場区分計46社	6.43%	1.343	1.291

[出所] 各社適時開示資料から筆者作成

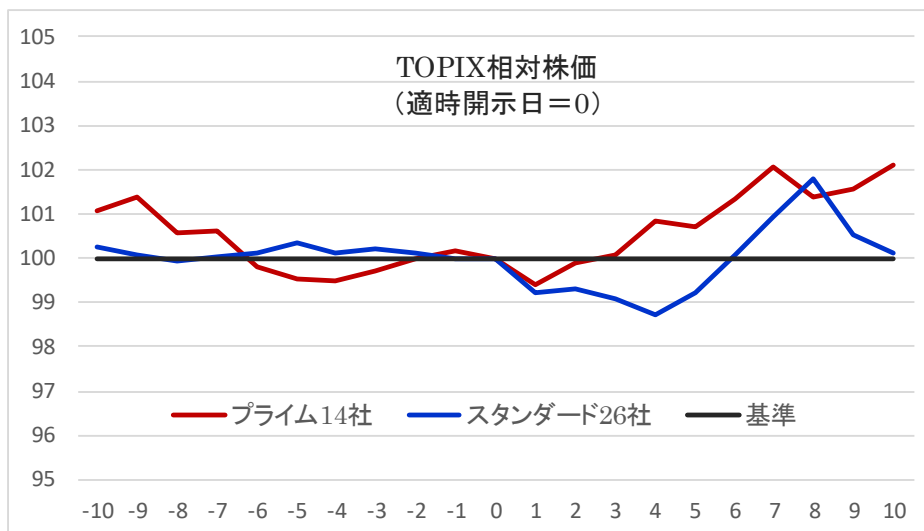
プライム企業の向上倍率で単純平均と幾何平均でやや乖離した値になっているのは、1社だけ突出していた企業（ゆうちょ銀行）があったためであろう。改善幅の単純平均値と向上倍率の幾何平均でプライム企業がスタンダード・グロース企業と比べて低くなっているのは、上場維持基準がスタンダード・グロース企業の25%と比べてプライム企業が35%と高くなっていることが影響しているものと思われる。

2) 適合に関する適時開示と株価の反応

流通株式比率の適合に関する適時開示に株価がどのように反応するかを調べてみた。図表15は流通株式比率基準の適合達成を適時開示した日をday0として、その前後10日間の対TOPIX相対株価（day0=100）を市場区分ごとに平均してみたものである。プライム企業14社の平均もスタンダード企業26社の平均もday1に下げた後、day10に向

けて上昇傾向にある。day10での相対株価は、プライム企業は102.1、スタンダード企業は100.1であった。プライム企業の上昇傾向は、対象企業数が少ないことから、これをもって「株価はポジティブに反応している」とは言えないだろう。グロース企業7社の平均推移は掲載していないが、day1からday10まで99.1から101.6の間で推移し何らかの傾向は見られなかった。

図表15. 流通株式比率適合達成企業の適時開示と株価の反応



[出所] 各社適時開示資料およびFACTSETデータベースから筆者作成

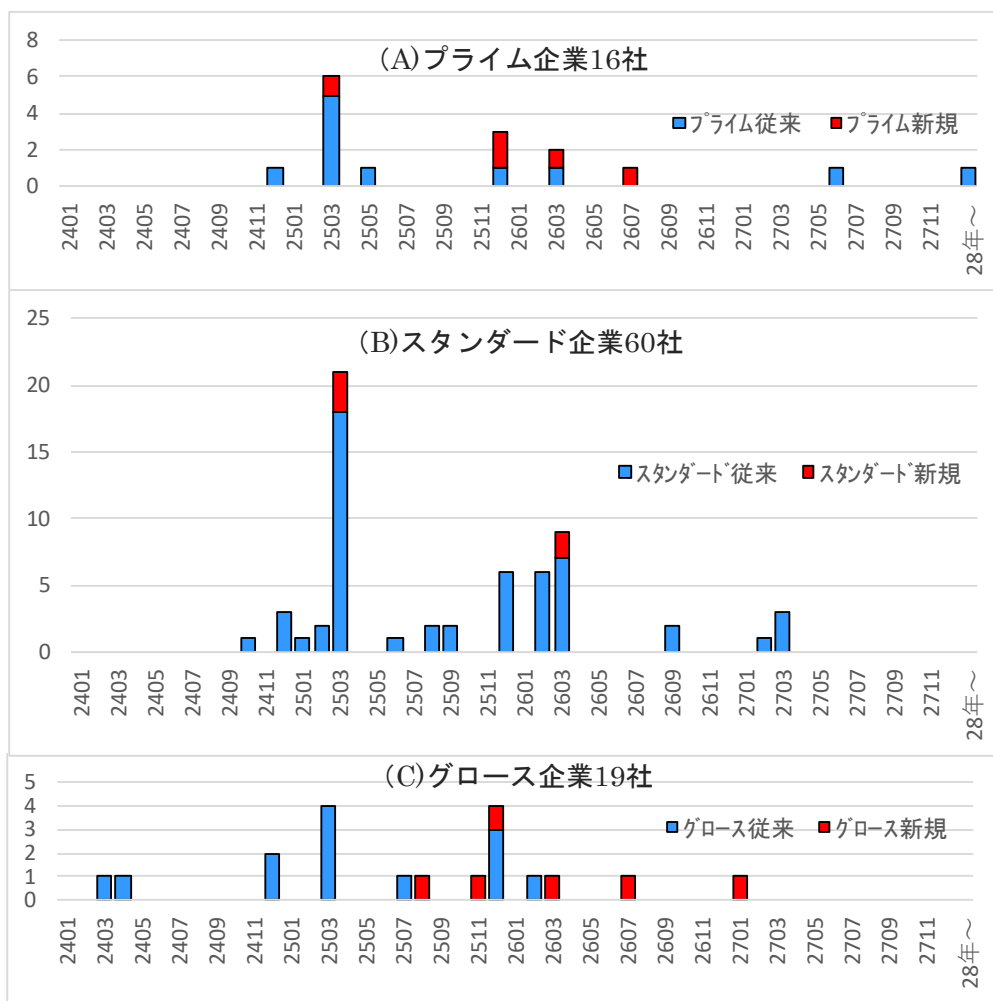
新たに流通株式比率基準に未適合になった企業は、プライム企業で5社、スタンダード企業で5社、グロース企業で6社と少ない。平均的傾向を見るにはサンプル数が少なすぎる。試みに相対株価の平均を計算して推移を観察したが、動きが不安定で何らかの傾向があるとは言えなかった。

サンプル数が少ないということもあるが、流通株式比率の適合達成あるいは新たな未適合の適時開示に対して株価は傾向のある反応を示さなかったようである。

3) 未適合企業の計画期限分布

図表16は、2024年7月における流通株式比率に未適合である企業の計画期限の分布である。新たに未適合になった企業の計画期限は最長でも2027年1月で、制度上の最終期限である2027年2月までに納まっている。三市場区分計の95社のうち、43社(45%)が2025年3月まで、84社(88%)が2026年3月まで、93社(98%)が2027年3月までに計画が終了することになっている。計画期限が2028年以後になっているのはプライム企業の1社だけで、計画期限は2028年3月としている。

図表 16. 流通株式比率未適合企業の計画期限



(注)スタンダード企業では上場廃止予定(7月28日現在で廃止日未定)のNH社は除いた
 [出所] 東京証券取引所の「改善期間等一覧」から筆者作成

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。