

2021年11月18日 全5頁

各社の「上場維持基準への適合に向けた計画書」の中身

非適合項目は流通株式時価総額が多い。計画期間の中央値は3年程度

政策調査部 主任研究員 神尾 篤史

[要約]

- 2022年4月4日の東京証券取引所（東証）の新市場移行を控え、企業は12月30日が期限である市場選択手続きの真最中である。再編後の新市場では選択先市場の上場維持基準に適合していなくても、「上場維持基準への適合に向けた計画書」（計画書）を開示すれば、当該市場に上場できる経過措置がある。
- すでに計画書を開示した企業が58社（11月12日時点）ある一方で、これから開示する企業もある。開示した企業の計画書を確認すると、プライム市場選択企業では計画期間の中央値が3年2か月、最長で7年3か月、スタンダード市場選択企業は中央値が3年、最長で5年である。
- プライム市場選択企業とスタンダード市場選択企業ともに、本来の基準に不適合である項目は流通株式時価総額が多い。流通株式時価総額の改善に向けた施策では、業績の改善、資本政策、IR活動の強化、コーポレート・ガバナンスの強化等が計画書で挙げられている。資本配分方針を掲げる企業もある。

企業の市場選択手続きとしての経過措置の活用

2022年4月4日の東京証券取引所（東証）の新市場移行を控え、企業は市場選択手続き（2021年9月1日～12月30日）の真最中である。各社は東証から2021年7月に通知された新市場の上場維持基準の適合状況、選択する市場のメリット・デメリット、コーポレート・ガバナンスの状況等に基づいて、選択する市場を判断している模様である。

企業の選択肢の1つに、経過措置を活用した新市場への上場がある。経過措置は制度の激変緩和の意味合いから設けられたものであり、選択先市場の上場維持基準に適合していなくても「上場維持基準への適合に向けた計画書」（計画書）を開示すれば、当該市場に上場可能という制度である。その際、通常の上場維持基準よりも緩和された基準に適合していればよい（図表1）。

企業は市場選択手続き期間中に計画書を開示し、それに沿った行動が求められる。東証による定期的な状況の確認があり、上場維持基準に適合しない場合、その事業年度の末日から3か月以内に計画書の進捗状況の開示が求められる。経過措置期間について、東証は現時点で「当分の間」としている。また、その見直しや終了は当面予定していないが、中期的な状況変化等を踏まえて見直しを行う場合があるとしている。各社の計画における改善に要する期間や進捗状況、新型コロナウイルス感染症の事業活動への影響等の外部環境を踏まえて、新市場移行後に検討する予定としている。

図表1 各市場の上場維持基準と経過措置として適用される基準

	プライム市場		スタンダード市場		グロース市場	
	上場維持基準	経過措置として適用される基準	上場維持基準	経過措置として適用される基準	上場維持基準	経過措置として適用される基準
株主数	800人以上	800人以上	400人以上	150人以上	150人以上	150人以上
流通株式数	20,000 単位以上	10,000 単位以上	2,000 単位以上	500 単位以上	1,000 単位以上	500 単位以上
流通株式時価総額	100億円以上	10億円以上	10億円以上	2.5億円以上	5億円以上	2.5億円以上
時価総額/ 売買代金	1日平均売買代金0.2億円以上	—	—	—	上場から10年経過後40億円以上	上場から10年経過後5億円以上
売買高	—	月平均売買高40単位以上	月平均売買高10単位以上	月平均売買高10単位以上	月平均売買高10単位以上	月平均売買高10単位以上
流通株式比率	35%以上	5%以上	25%以上	5%以上	25%以上	5%以上
財政状態	純資産が正	純資産が正	純資産が正	純資産が正	純資産が正	純資産が正

（出所）東京証券取引所「市場区分の見直しに向けた上場制度の整備について—第二次制度改革事項に関するご説明資料—」（2021年9月1日更新）より大和総研作成

経過措置の対象は、図表2に示した現在の市場区分ごとに示した通りである。例えば、市場第一部上場企業が東証からプライム市場の上場維持基準に適合しないという通知を受領した場合、経過措置を活用してプライム市場に上場することが可能である。もちろん、このケースにおいて、プライム市場の上場維持基準に適合しないが、スタンダード市場の上場維持基準を充たし

ているならば、経過措置を活用せずにスタンダード市場に上場することも可能である。

図表 2 に示した以外の選択を行う企業は新規上場審査を伴うことになり、経過措置の対象外となる。例えば、市場第一部上場企業がグロース市場へ上場、市場第二部・JASDAQ スタンダード上場企業がプライム市場・グロース市場へ上場、JASDAQ グロース・マザーズ上場企業がプライム市場・スタンダード市場へ上場する場合である。もっとも、こうした図表 2 で想定されていない選択をする企業は、現時点では少ないようである。

図表 2 経過措置の対象

現在の市場区分	2022 年 4 月 4 日における市場区分
市場第一部	プライム市場またはスタンダード市場
市場第二部 JASDAQ スタンダード	スタンダード市場
JASDAQ グロース マザーズ	グロース市場

(出所) 東京証券取引所「市場区分の見直しに向けた上場制度の整備について―第二次制度改正事項に関するご説明資料―」(2021 年 9 月 1 日更新) より大和総研作成

各社の計画書の中身

さて、ここでは、これまでに各社が開示した計画書の中身についてまとめよう。適時開示情報閲覧サービス (TDnet) 等を利用して集計したところ、11 月 12 日時点で計画書開示企業はプライム市場選択 39 社、スタンダード市場選択 18 社、グロース市場選択 1 社であった。以下では計画書での必須の記載事項である計画期間、上場維持基準の不適合項目、改善施策を確認する。

ただし、計画書を開示した時点ですでに上場維持基準に適合しているとして、計画期間を示していない企業は対象から除外する。これは、東証から企業へ 2021 年 7 月に通知した上場維持基準の対象数値が企業の事業年度末日等¹の数値を活用して算出されているため、現時点の数値とは異なり、現在の株価等を使用して上場維持基準該当項目を計算すると適合していると意思表示した企業が該当する。例えば、東証からの判定通知後に株式の売出しを実施し、流通株式比率を改善させ、同時に流通株式時価総額が増加したことで上場維持基準を充たしたケースである。

¹ 流通株式数は 2021 年 6 月 30 日を移行基準日とした場合の直近の事業年度末日時点の数値で算出された。流通株式時価総額は、流通株式数に、移行基準日以前 3 か月間 (3 月決算であれば、2021 年 4 ~ 6 月) の東証の売買立会における日々の最終価格の平均値を乗じて算出された。

（計画期間）

2022年1月から換算した場合（2021年中に上場維持基準に適合するとした企業は除外）、プライム市場選択企業の計画期間の中央値は3年2か月、最長で7年3か月、スタンダード市場選択企業は中央値が3年、最長で5年である。1社のみであるグロース市場選択企業は2年3か月である。計画期間は上述した経過措置の期間とは異なり、企業が上場維持基準に適合するために必要と考えている期間であり、当然のことながら自ら設定する必要がある。設定した計画期間の前に東証の判断により経過措置が修正・終了することもあり得る。

（上場維持基準の不適合項目）

本来の基準に不適合である項目別に集計すると、流通株式時価総額が多い。プライム市場選択企業は流通株式時価総額で23社、流通株式比率で6社、売買代金で14社が不適合である。また、スタンダード市場選択企業は流通株式時価総額で11社、流通株式比率で7社、1社のみであるグロース市場選択企業は時価総額で不適合である。その他の項目の該当は確認できない。なお、複数項目に不適合の企業もあり、上記の社数は重複してカウントした延べ数である。

（改善施策）

流通株式時価総額は株価と流通株式数で求められることから、計画書に示された改善施策はこの2つの要素について示されている。

株価の改善には売上高や利益の増加が欠かせない。各社は中期経営計画の策定等によって、今後の戦略を示しながら将来の業績動向を示している。中間配当の実施・配当性向の引き上げ等の配当関連や自社株買いといった資本政策、IR活動の強化、コーポレート・ガバナンスの強化も挙げられている。

今後の戦略、売上高・利益予想、資本政策をばらばらに示す企業が多いが、それらの施策や方針を俯瞰できる資本配分方針を示した方が、投資家による企業の戦略への理解が進むのではないだろうか。資本配分方針とは、保有する現預金、営業キャッシュフロー、借入等の外部資金を原資として、成長戦略、株主還元、内部留保という資金使途を示したものである。企業の戦略を定量的に捉えるためには非常に有意義なデータであると思われる。

もう一方の流通株式数の増加については、自己株式の処分、大株主保有株の売却、政策保有株式の縮小、事業法人等が保有する株式の流通株式化等が計画書で想定されている。流通株式化は当該株式の市場売却の他に、流通株式の計算方法の例外規定を活用することも考えられる。再編に合わせて、流通株式の定義が変更され、国内の普通銀行、保険会社、事業法人等が所有する株式が流通株式とみなされなくなったが、例外規定として直近の大量保有報告書等において、保有目的が純投資と記載され、5年以内の売買実績が確認できれば、流通株式とみなされる²。

² 詳細は神尾篤史「[東証再編にかかる第二次制度改正事項の上場制度の整備](#)」（2021年5月7日、大和総研レポート）を参照。

この他、企業によっては一株当たり純利益（EPS）の予想と、過去の当該企業の平均株価収益率（PER）や当該企業の類似企業の平均 PER や目標 PER を掛け合わせて、想定株価を算出し、その値に流通株式数を乗算して想定流通株式時価総額を公表している。株価の算定に純資産と PBR を活用する企業も見られる。

次に、流通株式比率を改善させる施策としては、自己株式の消却、政策保有株式の縮小、取締役保有株式の売出し等が挙げられている。持ち合い株式の縮減の中には、保有者名を明示して交渉を実施していくとする、強い意気込みが感じられる企業も見られた。

また、売買代金の改善については、流通株式時価総額や流通株式比率を改善させる施策よりも、手法がバラエティに富んでいる印象がある。裏を返せば、他の改善策に比べて決まった処方箋がないということも言えるかもしれない。施策としては、中期経営戦略等の成長戦略の実施、政策保有株式の縮小、株式分割、自己株式の処分、IR 活動の強化、増資の実施、短信の英文開示、株主還元の充実が挙げられている。各種施策の地道な積み重ねが必要とされるだろう。

市場選択手続きは 2021 年 12 月 30 日までであり、今後も企業による計画書の開示は行われていくだろう。企業にとっては非常に労力を割く厳しい作業であると思われるが、成長に向けた方向性を再考し、社内改革を進める機運を高める機会と捉えて進めていくことが期待される。