

改めて見直すプライム上場企業の課題



令和4年9月30日
株式会社資本市場研究所きずな

市場区分見直しの背景と最近の動向

本年4月から、東京証券取引所（以下、東証）の市場区分は新たな3つのコンセプトで見直され、全東証上場企業は次の各市場に区分されている。

【プライム市場】多くの機関投資家の投資対象になりうる規模の時価総額を持ち、より高いガバナンス水準を備え投資者との建設的な対話を中心に据えて持続的な成長と中長期的な企業価値の向上にコミットする企業向け。

【スタンダード市場】公開された市場における投資対象として一定の時価総額を持ち、上場企業としての基本的なガバナンス水準を備えつつ、持続的な成長と中長期的な企業価値の向上にコミットする企業向け。

【グロース市場】高い成長可能性を実現するための事業計画及びその進捗の適時・適切な開示が行われ一定の市場評価が得られる一方、事業実績の観点から相対的にリスクが高い企業向け。

この市場区分の見直しは、これまで我が国の株式市場が東証に統合されていく過程の中で市場のコンセプトが曖昧になってきたことや、上場企業に求められているコーポレートガバナンス・コードへの取り組みや情報開示への対応が、企業規模などによって一様ではなくなってきた現状が影響している。

新市場区分に至るまでの市場統合の概要は下図に示した通りだが、新市場区分の在り方については2018年11月に東証の懇談会で論点整理の議論が始まり、2019年12月の金融審議会の市場構造専門グループによる報告書を受けて、東証は2020年2月に新市場区分の制度概要を公表した。2021年9月～12月まで上場会社による市場選択の手続期間とし、2022年1月11日に上場会社の新市場区分の選択結果の公表、2022年4月4日から新市場区分における取引が行われている。

新市場区分選択の状況については、プライム市場の295社が流通株式時価総額などの上場維持基準未適合ために、基準達成に向けた計画書（以下、計画書）を開示して

いる。

スタンダード市場は、元々の東証2部やJASDAQスタンダードの1,127社に加え東証1部から移行した338社がある。この移行組は、自社の事業環境や経営戦略等を踏まえて選択したもので、その内209社が上場維持基準未適合のため計画書を開示している。

グロース市場は、マザーズやJASDAQグロース上場企業数そのままだが、新たに「事業計画及び成長可能性に関する事項」を開示し、今後の成長に向けた施策に取り組む必要がある。グロース市場の45社が上場維持基準未適合のため、計画書を開示している。

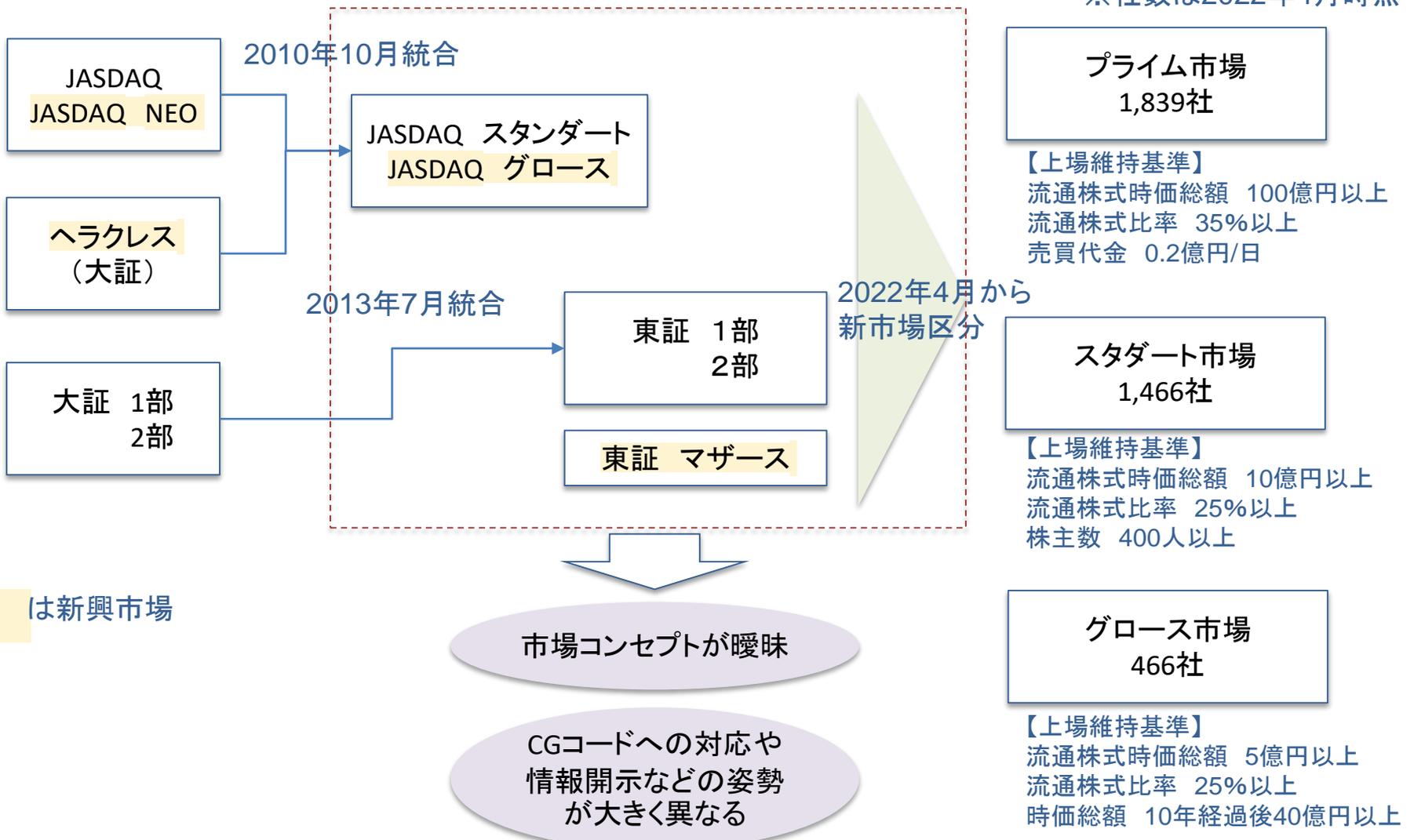
市場区分問題についてはプライム市場に焦点が当たりやすいが、旧東証1部の2,177社から減少したものの1,800社を超える企業数は、海外の主力市場に比べて多すぎるのではないかとの市場関係者の指摘もある。

計画書開示会社を除くと1,543社となるが、その一方のプライム市場での計画書開示会社295社の市場評価を株価ベースでみてみたい。本年1月11日から直近(8月22日)までのTOPIXはほぼ変わらずだったが、2割以上の上昇が44

社(プライム市場の計画書開示会社の14.9%)うち14社(同、4.7%)が5割以上上昇している。反対に2割以上の下落会社は33社(同11.2%)となっている。勿論、株価は業績や市況が大きく影響しているはずだが、この間に決算説明会等で行われた計画書に対する説明が投資家から評価されるケースも出始めた。

市場統合の経緯と新市場区分

※社数は2022年4月時点



プライム市場の課題①～流動性の問題

新市場区分見直しでの最終的な目的は企業価値の向上だが、上場会社は欧米市場の主力企業に比べて収益性が低く、また資産を上手く利用してるとは言いにくい状況が永年続いている。これを改善していくためにも、上場会社は機関投資家や海外投資家との一層の会話を推進していく必要があり、多様な機関投資家が投資対象とする為に、流動性の確保が必要だと考えられた。

プライム市場における上場維持基準は①流動株式時価総額が100億円以上②流通株式比率が35%以上③一日当たりの売買代金が0.2億円以上とされたが、流通株式の定義はより厳格化されて会社関係者や取引先などは除かれている。

プライム市場における計画書開示の上場会社の7月初めの状況は、33社については自社の試算ベースで適合したことを公表しているが、①の流通株式時価総額が適合していない217社②の流通株式比率が適合していない36社③

売買代金が適合していない81社となっている。なお、当然のことだが流動性に関する基準は上場維持基準なので、継続的に維持する必要がある。

計画書の終了時期については明確なルールはないが、プライム市場の計画書開示上場会社では期日を2023年3月までとするのが20社、2024年3月までが30社、2025年までが103社、それ以降は109社となっており最長は2032年3月までとなっている。

上場会社にとっての計画達成の施策としては、先ず株式の持ち合い解消を進めることで流通株式数を増やすことが流動性を高める第一段階となる。

具体的には、金融機関や取引先の保有する株式を、分売や売出しで一般投資家へ売却するのが即効性のある方法となる。次に時価総額や売買代金を増加させるためには、企業価値向上の為の取り組みや投資家への情報提供を積極的に行うことが常道だろうが、先ずは分かりやすい事業計画や成長戦略の策定とその為の資本政策や株主還元策の基本的な考え方を投資家に示す必要がある。その中で前向きなプランは投資家に評価される可能性がある

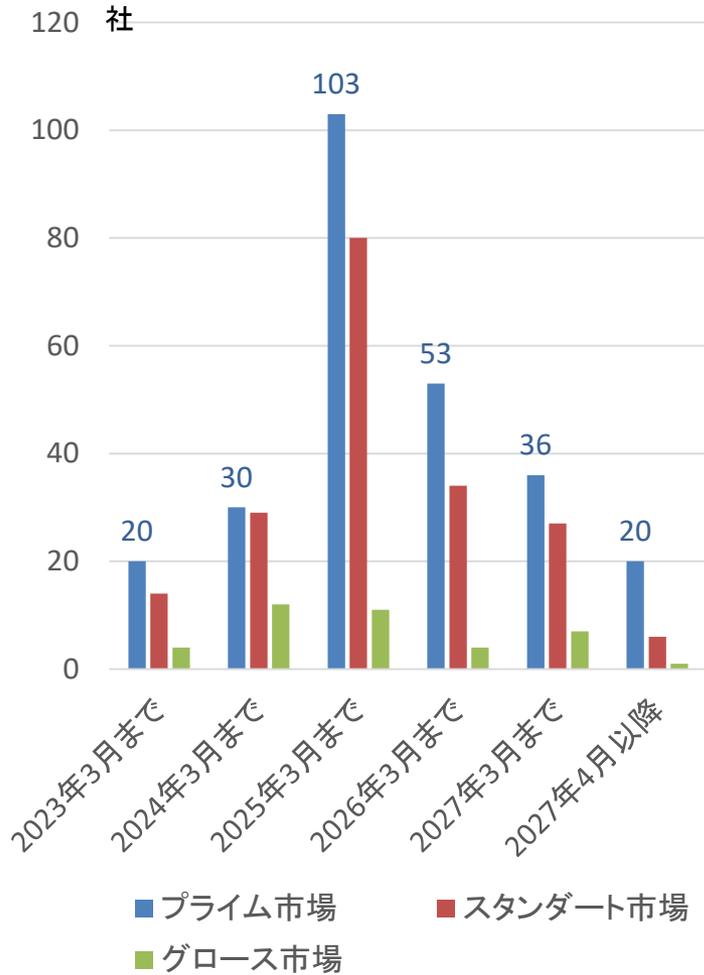
が、例えば新たな投資とそれに伴う事業計画を策定して、それに伴う新たな資本調達を行えば、流動株式比率と時価総額双方の改善を行うことも出来る。なお、東証の市場区分見直しに関するフォローアップ会議が2022年7月29日から始まっているが、計画書開示上場会社に対する見方としては、時価総額そのものの増加が必要となる会社も多いとしている。

なお、計画書開示上場会社に対しては、当分の間、経過措置として現行の上場維持基準を適用するとしており、プライム市場では流通株式時価総額10億円以上、流通株式比率5%以上などとなっている。フォローアップ会議においては、この経過措置の在り方について議論が行われているところだ。

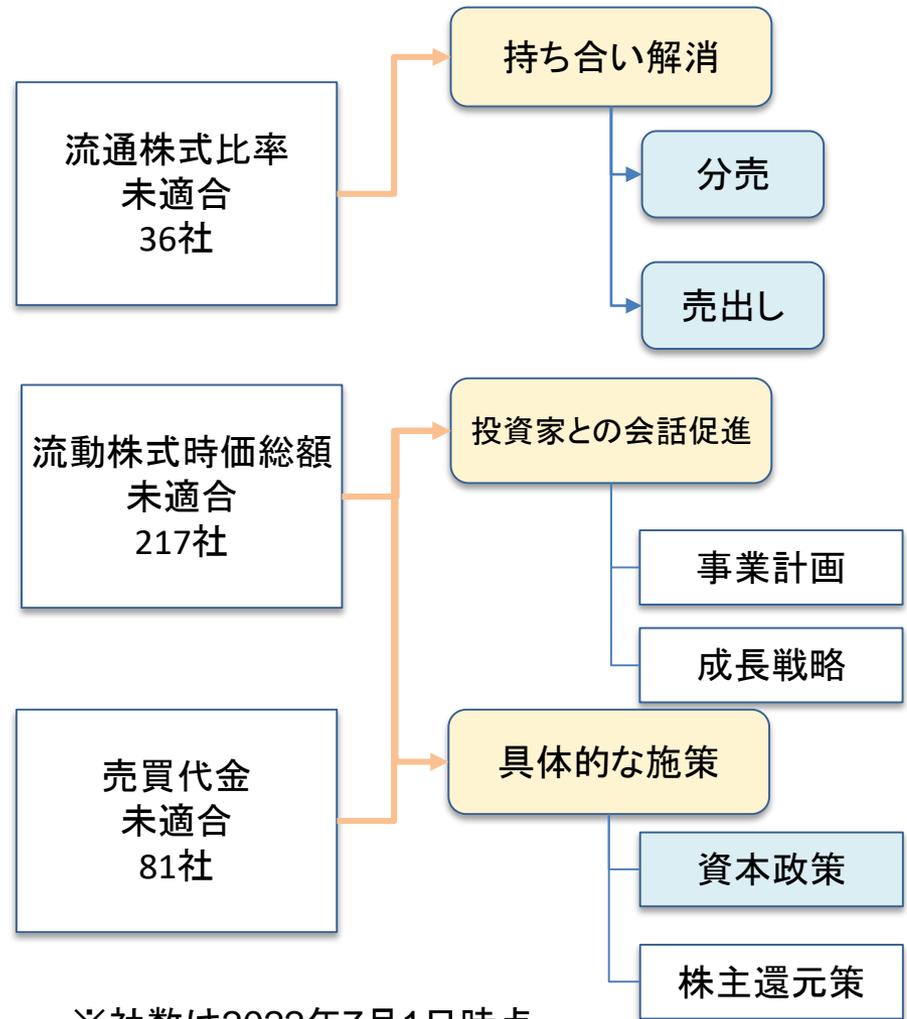
過去のマザーズ特例などで、東証1部に直接上場する企業に必要な時価総額500億円以上の基準に対して、マザーズ市場に上場した企業が時価総額40億円以上（流通株式時価総額20億円以上）で東証1部への市場変更が可能だった時期があり、プライム市場を選択したこれらの企業は、流通株式時価総額100億円以上をクリアする為の成長力が期待されている。

プライム市場計画書開示上場会社の 課題解消策について

流動性改善計画期間の終了期日



※東証フォローアップ会議資料より作成



※社数は2022年7月1日時点

証券会社関与部分

プライム市場の課題②

～コーポレートガバナンス等の課題

東証は市場区分の変更を機にコーポレートガバナンス強化を上場会社に求めている。具体的には、2021年6月に改訂したコーポレートガバナンス・コード(以下、CGコード)の適用について、プライム市場上場会社は、原則及び補充原則についてより高い水準で対応していく必要がある。また、スタンダード市場においても原則及び補充原則が適用範囲となっている。

CGコードを適用していくことで、上場会社がより多くの投資家を引き付けて、企業価値を向上させていくことが期待されているが、具体的には次のような事項が東証フォローアップ会議において課題として取り上げられている。(※以下の数字は、事務局資料より)

【独立社外取締役の比率】

CGコード原則4-8では、プライム市場上場会社は、独立社外取締役を3分の1以上選任すべきとされているが、現状は81.6%である。2022年4月時点で、達成していない社数は339社となっている。また、独立社外取締役が過半数

を占めているのは175社に留まっている。

【指名委員会・報酬委員会】

CGコード補充原則4-10①では、監査役会設置会社または監査等委員会設置会社であって、独立社外取締役が過半数に達していない場合、独立社外取締役を主要な構成員とする任意の指名委員会・報酬委員会を設置すべきとされているが、現状は両委員会設置がそれぞれ8割程度で、約330社以上が設置していない。

【TCFD賛同】

CGコード補充原則3-1③では、プライム市場上場会社は、TCFD(気候関連財務情報開示タスクフォース)等に基づく気候変動関連の開示の質と量の充実を進めるべきとされているが、2022年6月時点でのTCFD賛同は720社に留まる。つまり、約1,100社以上は今後のTCFD対応で、サステナビリティの取組、人的資本や知的財産への投資等について情報開示が必要になる。

【英文開示】

CGコード補充原則3-1②プライム市場上場会社は、開示書類のうち必要とされる情報を英語で開示・提供すべきとされているが、2022年7月時点では92.1%が英文開示を実施している。但し、個別の開示書類でみると、決算短信以外の適時開示が38.7%、有価証券報告書が13.3%に留まる。その為、海外投資家からはさらなる英文開示情報の充実や、英文開示タイミングの早期化を求める声が寄せられている。

【議決権の電子行使】

CGコード補充原則1-2④では、プライム市場上場会社は、少なくとも機関投資家向けに議決権電子行使プラットフォームを利用可能とすべきとされている。東証の3月期決算会社への調査では、今株主総会への対応で前年比3割以上伸びて9割以上が機関投資家向けの議決権電子行使プラットフォームの利用している。

この他の課題としては、女性の管理職・役員への登用を含めた人材の多様性確保や人的資本・知的財産に関する情報開示などの事項がある。CGコード自体は、コンプライ・オア・エクスプレイン(実施するか、実施しない場合には

その理由を説明すること)で対応することが上場会社に求められている。

前章の流動性の課題と異なり、CGコードへの対応は期限などはないが、各原則等について上場会社としてどの様に考えて、どの様に取り組んでいるかについて、各企業は其々の事業環境やビジネスモデルに合わせ投資家への情報開示に努めていく必要がある。

上場会社に求められているコーポレートガバナンス・コードへの対応

	基本原則	原則	補充原則
市場第1部	○	○	○
市場第2部	○	○	○
JASDAQスタンダード	○	-	-
マザーズ	○	-	-
JASDAQグロース	○	-	-



	基本原則	原則	補充原則
プライム	○	○+より高水準	○+より高水準
スタンダード	○	○	○
グロース	○	-	-

プライム市場上場会社のCGコード対応状況

独立社外取締役の比率：
1/3以上

未達は339社

※上記比率が過半に達していない場合

指名委員会・報酬委員会の設置

未達は約330社

TCFD賛同

賛同は720社

英文開示

決算短信以外の適時開示が38.7%、有価証券報告書が13.3%

機関投資家向けに議決権電子行使プラットフォーム

全上場会社92.5%が利用

投資家にとってのプライム市場とは

プライム市場に対する投資家共通の想いは、企業価値向上を目指す企業の集まりであって、個々の企業の情報が適時・適切に開示される市場であることだろう。

まず機関投資家等にとって今まで東証1部全銘柄を対象とする株価指数であったTOPIXの問題がある。

東証によるとTOPIXを投資対象とするETF及び年金信託運用等の連動運用資産は70兆円を超えるとされているが、市場区分変更後も以前からの構成銘柄は採用されている。但し、流通株式時価総額100億円未満の銘柄については「段階的ウエイト低減銘柄」とし、2022年10月末から四半期ごと10段階で構成比率を低減し、2025年1月末には除外される。つまりプライム市場の上場維持基準に合致することになる。

また、機関投資家にとっては流動性と収益性は重要だが、時価総額とROE(自己資本利益率)やPBR(株価純資産倍率)はある程度関係性が指摘されている。東証フォローアップ会議資料によると、プライム市場上場会社で時価

総額250億円以上1000億円未満の企業695社のROE平均は10.7%・PBR平均は1.9倍であるのに対して、時価増額250億円未満ではROE平均は7.6%・PBR平均は1.3倍となっている。

海外投資家にとっては、やはり英文開示の進展が重要で、7月時点の現状では、何らかの英文開示対応をしているプライム市場上場会社は92.1%となっている。しかし、その内容が決算短信や株主総会招集通知などに偏っており、業績修正や株価に影響を及ぼす重要事実の発生・決定時の迅速な情報開示(決算短信以外の適時開示)では38.7%に留まっている。なお、海外投資家が重要視する情報開示として、東証アンケート調査より決算短信が80%、IR説明会資料が74%、決算短信以外の適時開示が72%、有価証券報告書が70%となっており、海外投資家が希望する英文情報については、対応できていない上場会社が多い。

個人投資家の株式投資では最近米国株式への投資が増えており、日本証券業協会の調査(個人投資家の証券投資に関する意識調査2021年10月)によると個人の

株式保有者の9.8%が外国株式を保有している。日本株については、東証1部の売買代金をみると過去5年間の個人の売買は大幅な売り越しとなっているものの、最近は売り越し幅が減少しており今年に入ってからでは月間で数千億円の買い越しとなっている月もある。協会の調査では、個人の株式投資への考え方は、約5割が長期保有目的、約2割が配当目的となっている。資産形成を目指す個人投資家にとっては、プライム市場上場会社に対して長期の成長を望んでおり、また配当等の株主還元策に期待していることも推測される。

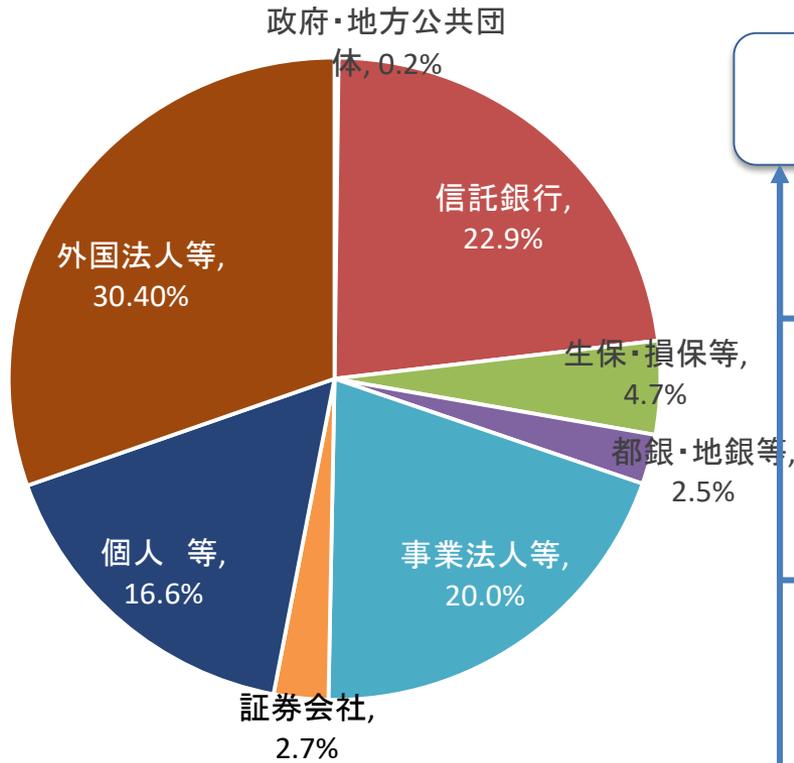
アベノミクス以降、一連の市場改革の中で日本企業の価値向上を目的としたコーポレートガバナンス改革が継続して行われてきた。市場区分変更も単に上場会社の線引きの引き直しではなく、内外の投資資金を集め上場企業の成長を促すものになることが期待されている。

その為に、市場仲介者として証券会社の役割は、上場会社の適時開示情報を適時・正確に伝え、有報や事業計画などの情報は決算情報と合わせて分析を行うことだろう。ネット・スマホ証券であっても対面営業であっても、

プライム市場上場会社から発信させるより多くの情報は、ロボアドバイザー・アナリスト・営業員による投資助言の中で、多様な投資家ニーズに合わせて伝えられていく事に投資家は期待している。

2021年度日本株保有比率

(金額ベース)



※東証:株式分布状況調査より作成

投資家がプライム市場に望むこと

プライム市場への要望

- ・企業価値向上
- ・適時、適切な情報開示

機関投資家

- ・流動性
- ・収益力

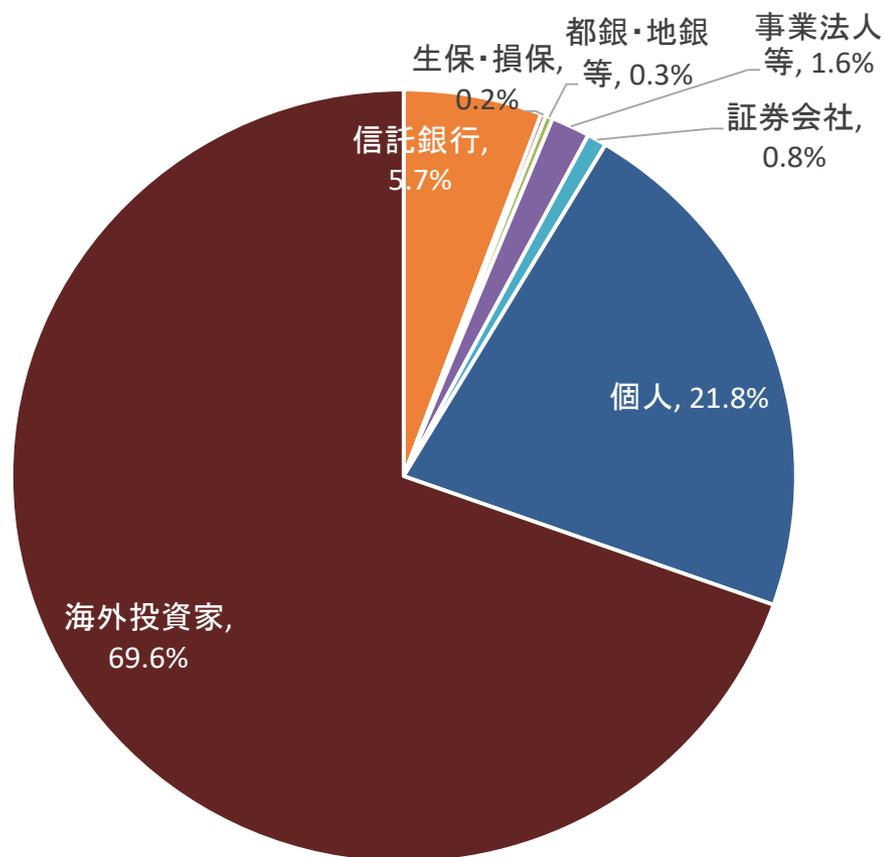
海外投資家

- ・適時情報や有報などの
詳細情報の英文開示

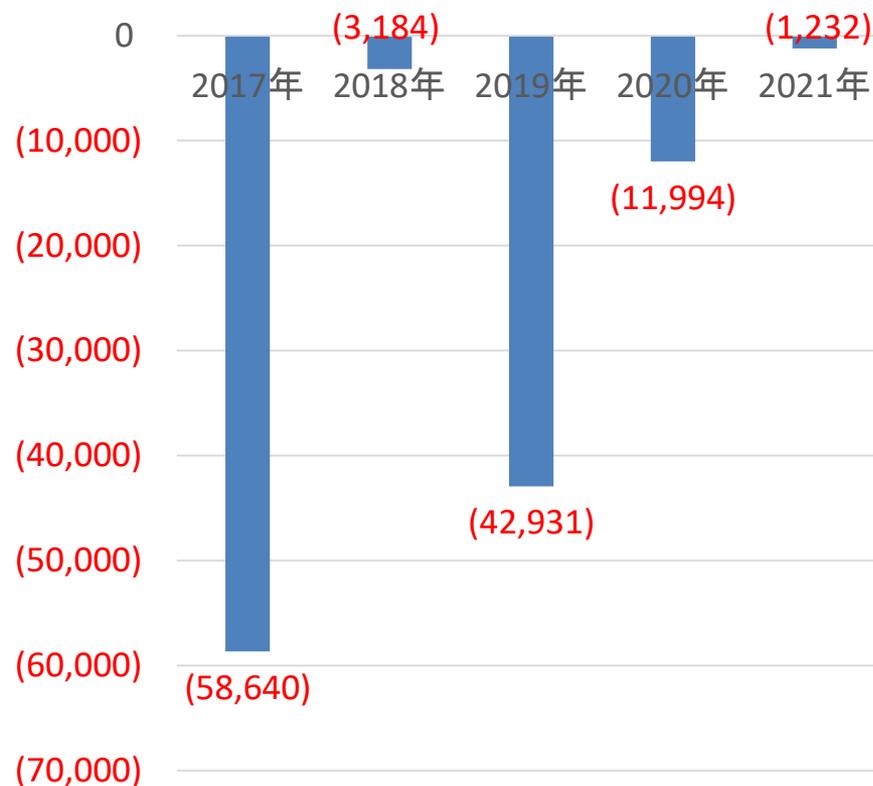
個人投資家

- ・長期の成長力
- ・分かり易い株主還元策

東証1部 売買金額シェア2021年



東証1部 個人の売り越し金額



※東証:投資部門別取引状況より作成