

取引所における日本株再強化プラン

～市場区分見直しから中長期的な企業価値向上の動機づけへ



令和5年4月4日
株式会社資本市場研究所きずな

示された東証の今後の対応

東京証券取引所(以下、東証)における市場区分の見直しから新たな上場制度として、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向けのプライム市場、公開された市場における投資対象として十分な流動性とガバナンス水準を備えた企業向けのスタンダード市場、高い成長可能性を有する企業向けのグロース市場が整備された。

また流動性の向上や時価総額の増加の為に新たな上場維持基準が各市場に設けられ、改定コーポレートガバナンス・コードへの対応もより深く求められている。

新市場区分は、2022年4月4日から始まっているが、上場会社の企業価値向上に向けた取組や経過措置の取扱い、ベンチャー企業への資金供給などに関する追加的な対応について東証に対して助言を行うことを目的として、有識者会議が2022年7月に設置され、現在(2023年2月)まで8回のフォローアップ会議が実施された。フォローアップ会議における論点整理が進んだことを受け、東証は次の事項

への対応を行うことを2023年1月30日に公表した。

◆経過措置の終了時期の明確化:

新市場区分に適合しない上場会社は、適合の為の計画書を東証に提出してこれを公表すれば、当面は旧市場における上場廃止基準・指定替え基準と同水準の基準が適用される経過措置が取られており、この期限がなかった。例えば、プライム市場の流通株式時価総額は100億円以上が求められるが、経過措置では10億円以上で済む。この経過措置は、原則として2025年3月までに終了して、その後は1年間改善期間が設けられ、未達成の場合は半年間の監理・整理銘柄となる。

◆資本コストや株価への意識改革・リテラシー向上:

プライム市場スタンダード市場においては、経営陣や取締役会において、自社の資本コストや資本収益性を的確に把握し、その状況や株価・時価総額の評価を議論のうえ、必要に応じて改善に向けた方針や具体的な取組、その進捗状況などを開示することを要請する。特に継続的にPBR

が1倍を割れている企業には、開示を強く要請する(2023年春)。

◆コーポレート・ガバナンスの質の向上:

上場会社におけるコーポレート・ガバナンスの「質」の向上に向けた取組を促進するため、コーポレートガバナンス・コードを適用しない場合における説明の好事例と不十分な事例を公表し、改善の必要性が高い上場会社については個別に働きかけを行う(2023年春)。また、取締役会等の機能や活動状況に関する実態調査を行い公表する(2023年秋)。

◆英文開示の更なる充実:

プライム市場において、経過措置の終了にあわせて、必要な情報の英文開示を義務化することを念頭に、英文開示対象書類の拡充、日英のタイムラグの解消を促進する。スタンダード市場やグロース市場においても、任意での英文開示を促進。プライム市場で義務化する開示内容は2023年秋まで決定へ。

◆投資者との対話の実効性向上:

プライム市場において、経営陣と投資家の対話の実施状況やその内容等のコーポレート・ガバナンス報告書への記載を要請する(2023年春)。など

上場会社の企業価値向上の為の環境整備の概要

流動性向上や時価総額拡大を想定した新たな上場維持基準

改定コーポレートガバナンス・コードへの対応

適合しない上場会社は“計画書”提出

経過措置

基本的に2025年3月で終了へ

義務化検討

新たな市場コンセプトによる新市場区分のスタート(2022年4月)

プライム市場

スタンダード市場

グループ市場

プライム市場上場会社中心に、以下に関して具体的施策を求める(東証)

資本コストや株価への意識改革

コーポレート・ガバナンスの質の向上

英文開示の更なる充実

投資家との建設的対話促進 投資者との対話の実効性向上

対話状況のCG報告書への記載要請

上場会社の課題: 資本効率と収益性

2023年に入ってから市場では上場会社の資本効率に注目する動きが強まっている。例えば株価純資産倍率(PBR)1倍割れの上場企業は株主から預かっている資本を経営陣が上手く活用していないのではないかとの見方があったが、最近では増配や自社株取得などの株主還元策を積極的に進める動きも一部には出ている。

この背景としては、東証のフォローアップ会議で上場会社の資本コスト・時価総額への意識改革を促し改善策を求める議論が進んでいることもあるが、コーポレートガバナンス・コードが浸透してきたことも上げられる。同コードの原則5-2では、収益計画や資本政策の基本的な方針を示すとともに、収益力・資本効率等に関する目標を提示することが求められている。

同会議で示された現状(2022年7月1日時点)については、先ず市場評価から資本が効果的に利用されているかをみる指標の一つであるPBRが1倍未満となっているの

は、プライム市場1,837社のうち922社の50%、スタンダード市場では1,457社のうち934社の64%、グロースでは476社のうち32社の7%となっている。自己資本を利用した収益性指標であるROEについては、8%未満の企業数がプライム市場は857社で全体の47%、スタンダード市場は912社で63%、グロース市場では219社で46%となっている。

なお、主要企業の国際比較は、下グラフにPBR、ROEをそれぞれ示したが、欧米に比べて日本企業の資本効率や収益性が低い状況が顕著に表れている。

プライム市場・スタンダード市場の全社に対して、2023年春に東証が行う予定の資本コストや株価を意識した経営の促進に向けた要請内容については、次の様な事項が想定されている。

①現状分析:

経営者が自社の資本コストやROE、ROICなどの資本収益性を的確に把握すること。また、その内容や株価・時価総額、PBR、PER等などの市場評価に関して、取締役会等

で現状を分析・評価すること。

②計画策定、開示:

資本収益性や市場評価に関して、改善に向けた方針や目標・計画期間、具体的な取組について検討・策定し分かり易く開示すること。なお、東証から新たな開示フォーマットが提供される予定。

③取組の実行:

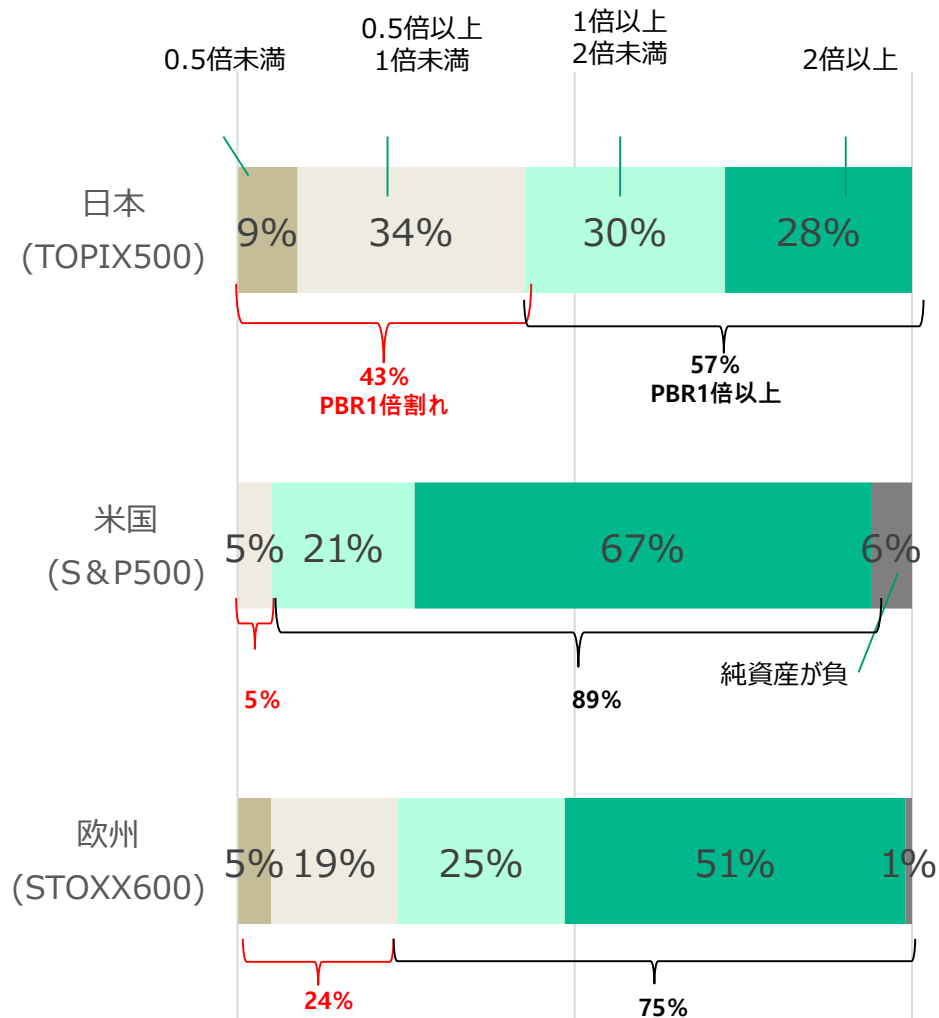
毎年(年1回以上)、進捗状況に関する分析を行い、開示をアップデートすること。また、開示をベースとして、投資者との積極的な対話を実施すること。

日本の上場会社に対する全体的な評価としては、現預金を多く保有しており、自己資本比率が高く、資本利益率が低いというものだ。法人企業統計調査(財務省)によると日本企業全体の現預金は2022年9月末で246兆円となっており、その内半分弱程度が上場会社が保有しており、投資有価証券などと合わせると上場会社が保有する流動性資金は200兆円を超えていると言われている。上場会社

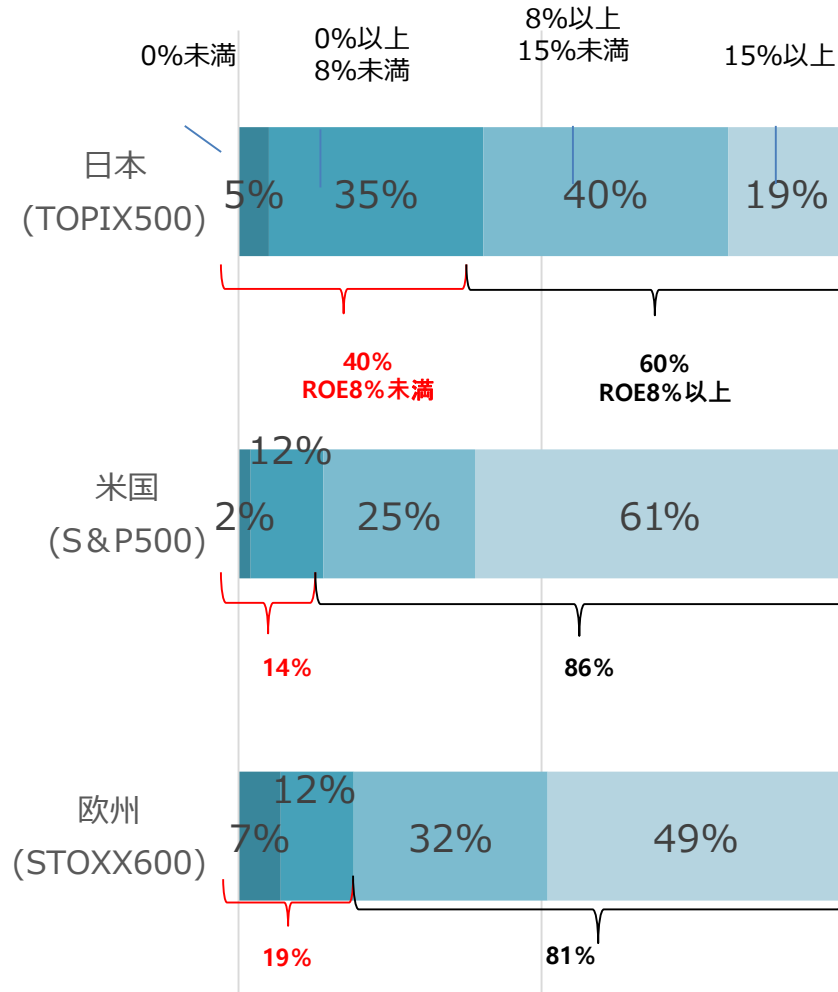
全体の時価総額が2023年1月末で735兆円なので、これに対する流動性資金の比率は3割近い。

企業価値向上の為には上場会社の手元資金は、収益性の高い事業の設備投資や人材投資などに利用すべきだろうが、一方、今まで批判のポイントとなっていた資本効率の悪さは、余裕資金を増配や自己株取得などに回すのり代があるともいえる。

PBRの海外比較（主要企業）



ROEの海外比較（主要企業）



※東証フォローアップ会議の参考資料集より2022年7月1日時点

日本市場の課題:市場コンセプトと投資家との対話力

東証は、過去の大阪証券取引所との合併や大証と統合していたJASDAQの取り込みの中で、各市場のコンセプトが曖昧になったことから、市場区分を見直し、新市場コンセプトに応じた基準を設定して新規上場基準と上場維持基準の原則共通化を図った。この市場区分の見直しによる各措置が、上場会社・投資家双方の共通目的である企業価値向上にどう繋がるか検証することも、また必要だろう。

プライム市場の中核コンセプトはグローバル対応だが、海外の主要市場に比べて上場会社の時価総額規模が小さい。例えば上場企業の時価総額中央値を比較すると、東証プライム市場では1,838社上場で中央値が573億円だが、NASDAQのGlobal Selectでは1,624社で同、1,430億円、ニューヨーク証券取引所は2,599社で同、2,079億円、ロンドン証券取引所のPremiumは444社で同、1,668億円となっている(以上の数値は2022年7月1日時点)。プライム市場がグローバルな投資家を相手とするプレミアムな市場を目指すのであれば、各上場会社の時価総額増加を促すような具体的な施策が必要だろう。

下左表は2012年6月末から継続して上場している2,876社の時価総額の10年後の変化のマトリックスだが、3倍以上となったものが全体の約3割、10倍以上は118社で4%ある。10倍以上で現在1,000億円以上の規模があるものは44社で、そのうちレーザーテックやディップ、神戸物産など50倍以上と大幅に時価総額を増加させたものもある。

上場会社の時価総額増加の基本は利益の拡大だが、それが市場で評価される為には適正な情報発信が必須となる。プライム市場においては、当然、海外投資家向けの英文開示が必要で、その実施は90%以上とされている。しかし、個別に内容を見ていけば、企業の財務状況や業況の変化、資本政策などの変更を適時に公表することが取引所から求められている適時開示(決算短信以外)が4割未満、金商法の法定開示である有価証券報告書に至っては10%台前半にとどまっている。

スタンダード市場については市場区分変更時にそれまでの東証1部銘柄だった338社が市場選択をしている。しかし、グローバルな市場の目指すプライム市場、高い成長性を示すグロース市場に比べて市場コンセプトが曖昧ではな

いかとの評価もある。市場評価である時価総額については、旧東証1部、2部が10年間で約2倍に増加しているが、旧JASDAQ銘柄の総額は余り増加していないこともフォローアップ会議などでは指摘されている。

今後は投資家への情報発信力を一段と高めていくことが期待されているが、例えば投資家と一層の会話促進を求めるコーポレートガバナンス・コードへの対応として、コンプライ・オア・エクスプレインのルールに従って各条項で遵守しない場合のより詳細な説明が求められる。

グロース市場については高い成長性が求められ、上場会社は2021年末まで「事業計画及び成長可能性に関する事項」を開示している。

記載内容としては、ビジネスモデル、市場環境、競争力の源泉、成長戦略と利益計画が含まれる事業計画、主要なリスク及びその対策などだが、今後は決算期末後三カ月以内に進捗を反映させた最新の内容が求められている。市場評価としては、時価総額を20倍～30倍と大きく伸ばしている企業も一部にはあるものの、上場後の時価総額推移では中央値としては大きな成長は見られず、半数前後

の会社が上場時の時価総額を下回る状況となっている。

上場会社の時価総額の変化(過去10年間)

過去10年間の時価総額の変化	10年前の時価総額				合計	比率
	100億円未満	100億円以上 1,000億円未満	1,000億円以上 1兆円未満	1兆円以上		
10倍以上	87社	24社	6社	1社	118社	4%
5倍以上 10倍未満	154社	65社	32社	2社	253社	9%
3倍以上 5倍未満	253社	152社	57社	6社	468社	16%
2倍以上 3倍未満	309社	210社	81社	16社	616社	21%
1倍以上 2倍未満	480社	388社	131社	20社	1,019社	35%
1倍未満	171社	185社	42社	4社	402社	14%
合計	1,454社	1,024社	349社	49社	2,876社	100%

上昇
86%

英文開示の供給と需要

	上場会社の実施	海外投資家が必要とする資料
英文開示実施	92.1%	-
決算短信	77.1%	80%
株主総会招集通知	76.1%	61%
IR説明会資料	61.1%	74%
適時開示(決算短信以外)	38.7%	72%
CG報告書	24.5%	61%
有価証券報告書	13.3%	70%
	プライム市場(1,837社)実施状況2022年7月時点	東証が2021年8月に実施したアンケート調査で必須若しくは必要と回答

需給ギャップが大きい

※2012年6月末から現時点まで継続して上場している会社を対象として、2012年6月末と2022年6月末の時価総額を比較

市場全体のデザインと強化ポイント

日本市場の強化策として、上場会社が遵守を求められるコーポレートガバナンス・コードとそれを有効に浸透させる為の機関投資家に取り組むスチュワードシップ・コードが、市場政策の両輪として持続的に強化されてきた。今回の東証による市場区分の見直し、各上場会社の状況に合わせてこれらへの対応を進める契機となり、日本市場が再び活力を取り戻していくことが望まれる。

その為には、市場全体のデザインを明確にして、それに沿った入退出基準を厳格に運用すべきではないかと考える。

今回のフォローアップ会議の意見を受けて東証が上場維持基準の経過措置に期限を設けたことは1歩前進だろうが、投資家との会話が進められるプライム市場やスタンダード市場より、高い成長が求められるグロース市場の課題が多い。

例えばグロース市場の上場維持基準に上場後10年経過後の時価総額40億円以上という基準がある。高い成長性

を前提として上場したとしても、経済環境や技術進歩などによって成長を遂げていない上場会社に対して、期限を区切ることで新たな事業計画による成長、その為の資本調達やM&A、他社との提携戦略、そして上場廃止の決断を促すことがグロース市場全体の活力を維持するのではないかと考える。

上場廃止した場合の受け皿としては、流通の場確保の為に時として店頭取引のフェニックス銘柄制度（日本証券業協会運営）が上げられるが、同制度は2016年6月30日以降は利用されていない。

一方、特定投資家向け市場であるTOKYO PRO Marketは東証が運営しているが、売却だけであれば特定投資家でない個人株主も利用することが出来る。

TOKYO PRO Marketについては、上場が70社を超えてきたが日本市場全体のデザインの中でその役割を見直す必要がある。本来の市場機能は特定投資家が投資したり売買する場を提供するものだが、現状の実態では特定投資家における売買は殆どなく、関係者による売買が一部で行われるに留まっており流動性の面では問題がある。

実質的には上場することだけが目的の市場となっている。理想としては、東証の下部市場として一般投資家が参加する市場にステップアップ上場していく企業群を育成していくような機能が望まれるが、その為に本来の参加者である特定投資家を呼び込む取組みが必要だ。

また非上場企業へのリスクマネー供給増を目的に、個人の特定投資家基準が2022年7月から見直され、富裕層や金融知識のある個人の一部が非上場株式投資を行うことができる特定投資家銘柄制度も始まっている。TOKYO PRO Marketとともにこの新制度が、非上場企業の成長段階に合わせてリスクマネーを供給していくことが期待されている。

日本市場全体に言えることだが、上場会社の資本コストや株主還元に係る意識は変わってきている。市場気分の見直しにおいては、流通時価総額が課題として大きく、低PBRに対する問題意識も強まり、市場評価(株価)を意識した経営が求められている。一方、各市場において上場企業が求める成長資金の供給が充分に行われているかについては、海外市場に比べても不足感が指摘されている。

今後、東証を中心にして市場関係者による日本市場全体のデザインが明確化されていくと思われるが、各市場で取引やリスクマネー供給を仲介するのは、直接の市場参加者である証券会社なので、その機能と促進する役割が期待されている。

日本市場強化の為のグランドデザイン・イメージ

