

令和元年（2019年）度

博士学位論文要旨

## 上場市場における階層構造のインセンティブ機能

東証一部への市場変更を巡る法と経済学

一橋大学大学院 国際企業戦略研究科

経営法務専攻 博士後期課程

ID15L006 佐々木隆雄

### 序章 研究の概況

東京証券取引所には、市場第一部、市場第二部、マザーズ、JASDAQ 及び TOKYO PRO Market という有価証券の上場市場が開設されている。これらの上場市場は、市場第一部（東証一部）を頂点に階層構造となっている。また、世界的に上場会社が減少している中で、東証一部上場企業は増加しており、その主たる要因は、東証二部、マザーズ又は JASDAQ 等からの「市場変更」となっている。

本稿では、上場会社が市場の階層をステップアップする「市場変更」の観点から「日本の上場市場の階層構造は、取引所運営においてどのような機能を果たしているのか」という問いをリサーチクエスションとして考察する。

リサーチクエスションの検証に当たって3つの仮説、①「市場変更を行った社数の増加は基準の緩和によってもたらされている」、②「東証一部に上場しブランドを獲得することが IPO・市場変更の目的となり、上場の本来の目的である資金調達は劣後していること」及び③「東証一部に市場変更した企業は、IPO 後に企業成長し市場変更後には成長が鈍化している」を設定する。また、それらの検証の前に、証券取引所規則の位置づけ、日本の上場市場の現状及び東証一部のブランド形成について整理を行う。併せて海外における市場変更についても調査を行う。

なお、本稿では市場第二部から市場第一部への一部指定、マザーズ又は JASDAQ から東証一部への市場変更及び東京証券取引所以外の国内証券取引所（札幌証券取引所、名古屋証

券取引所又は福岡証券取引所)からの経由上場を総称したものと用いる。

## 第1章 証券取引所規則の位置づけ

第1章では、まず証券取引所の機能の議論のために、証券取引所の始まりをアムステルダムに遡った。

次に、法制度の考え方の整理として、法と経済学的手法によって制度がもたらす行動を事前に合理的に予測することができることを確認した。その中で、「法が実態を変える (law matters)」について、法律があくまで「制度そのもの」ではなく、「制度に影響を与える存在」であるとの考えを整理した。

また、規制の一つである取引所のルールがどのような位置づけと考えられるのか、国家とは異なりビジネスを行っている取引所のルールがどのようにビジネスに機能するのか整理を行った。取引所自身がルールを自由に選択的に設け競争していくことによって、上場会社や投資家からの選別を受け、望ましいルールが生き残る、あるいは選択されることが指摘されていた。一方で、規制の弱さがリスクテイクを弱めることや、取引所が設ける規則の限界とそのためのコンセンサスの必要性も挙げられている。

そして、本稿での上場制度の議論のために、東京証券取引所の上場制度の体系について、そもそもの金融商品取引法における位置づけと、有価証券上場規程をはじめとする諸規則における構成を確認した。

## 第2章 日本の上場市場の現状

第2章では、本稿における議論のために日本の上場市場の状況を整理した。新規上場や市場変更は、リーマンショックの影響から減少したものの、2009年を底に増加に転じていた。近年では、新規上場と市場変更それぞれにおいて、年間で約80社が行っていることを確認した。また、東証一部が他の市場と比較して、時価総額や上場会社数、株式売買などの規模が大きいことについても整理を行った。そして、取引を行っている投資家の状況について、東証一部においては海外投資家のシェアが高いことや、パッシブ運用の増加、社会的責任投資が拡大していることを確認した。

そのうえで、市場の課題についても議論を確認した。まず、時価総額の上位群は従来型の企業が占めており、新しい産業の成長が弱いことが指摘されている。また ROE の低さについて指摘がなされ、その要因は利益率の低さに求められた。さらに、日本の株式市場、特に東証一部の株価評価については、世界的なパッシブ運用の増加と金融政策による ETF の買入れによって、個別企業の評価以上に高まっている可能性が指摘された。

### 第3章 東証一部ブランドの形成について

第3章では、上場市場の階層構造と東証一部のブランドがどのように形成されてきたか明らかにすることを試みた。東京証券取引所の上場市場の階層構造については、各市場の成立ちの過程を調査し、東証一部のブランドについては資本市場以外の観点も踏まえることとした。

まず、各市場の成立ちをみると、①現在の東証一部は戦後の証券市場の再開政策に端を発し、②証券取引法第87条の制限がある下での店頭銘柄を元にした市場第二部の開設、③金融ビックバンを受けた新興市場の開設、④証券取引所の統合、によって現在の階層構造が形成されてきた。いままで開設されてきた新しい市場は、一貫して東証一部よりも上場基準が緩和された市場であり、基準や審査が整備される下で相対的な市場一部の位置づけを高め、東証一部のブランドを形成していた。

また、東証一部のブランドを検証するにあたって、上場という存在について、資本市場以外における用いられ方や効果をアネクドタル的に調査した。そこでは、マスコミでの扱われ方のほか、経営者においては個人保証の解除や経済団体への加入、従業員の日常生活においても住宅ローンや就職時の選択など、幅広い分野でスクリーニングとして用いられていた。

このように国の産業・金融政策の変遷に伴いながら、市場の階層構造が構築されていき、資本市場以外においても東証上場や東証一部上場がスクリーニングとして用いられることで、従業員・経営者にとって業務内外において、また会社のビジネスにおいても上場や東証一部のブランドが規制機関の審査を乗り越えた価値あるものとして形成されてきたと整理できた。

## 第4章 上場制度と制度変更の影響

第4章では、1つ目の仮説である「市場変更を行った社数の増加は基準の緩和によってもたらされている」について検証を行った。

東京証券取引所の上場制度の構成や新規上場の審査基準等を確認し、各市場における形式要件の違いや実質の審査基準を整理した。また上場審査においては、企業業績やガバナンス体制はもちろんのこと、予算策定とその開示体制を確認することで、あくまで新規上場時又は市場変更時という一時点における審査において、上場・市場変更後における上場会社としての適正性を確認していた。

そして、市場変更の行動に影響を与え得る上場制度の改正について、その内容を確認した。近年の主な改正をみると、2007年のマザーズ市場のコンセプトの見直し、2011年のマザーズの信頼性向上及び活性化、2012年の中小・中堅企業のIPO活性化、2015年のコーポレートガバナンス・コードの設定を確認した。このような近年の制度変更は、市場の階層構造の整理やIPO・市場変更の促進、機関投資家との対話といった流れが強まっていた。また、東証は制度変更だけでなく営業部門の創設など上場会社拡大のための施策を積極的に行っていた。

その上で、市場変更が2012年以降に増加がこれら制度変更の影響によるものなのか検証を行うため、近年の制度改正の中で同年に行われた「中小・中堅企業のIPO活性化」による制度変更によって基準が緩和されたことに着目することとした。

当該制度改正によって利益の基準が変更されているため、当該改正の適用後に市場変更を行った企業群について、旧基準では適合できなかった社数が多く、それが市場変更社数の増加の要因ではないかとの検証を行うこととした。その結果、従前の基準では適合できなかった市場変更企業の社数は僅少であり、基準の緩和によって社数が増加した訳ではなかった。

なお、最近ではIPOから2年以内の企業による市場変更が増加しており、当該時期は検証対象の制度変更が行われた後の時期に該当する。取引所の制度変更を含めたIPO・市場変更への積極的なスタンスを受けて、IPO・市場変更を行う企業行動を促していると考えられ、取引所の制度変更はその基準を適用する審査結果だけではなく、将来その基準の適用を期待して準備を行う企業の行動に影響を与え得ることが窺えた。

これらから、1つ目の仮説である「市場変更を行った社数の増加は基準の緩和によってもたらされている」は棄却された。すなわち、最近の市場変更の増加が基準の切下げとい

う質の低下によるものではないことが確認できた。

## 第5章 IPO・市場変更の目的と資金調達

第5章では、2つ目の仮説である「東証一部に上場しブランドを獲得することがIPO・市場変更の目的となり、上場の本来の目的である資金調達は劣後していること」について検証を行った。

まず、東証一部の上場の位置づけ・目的を整理するため、上場のメリット・デメリットを論じる先行研究を調査した。そこでは、メリットとして、①資金調達・借入れ制約の改善、②認知度の上昇による広告効果、③規制への規律付けによるパフォーマンスの向上、④株主にとって流動性の確保やモニタリングコストの低下が挙げられていた。一方で、デメリットとして、①上場の事務費用の発生、②情報開示のための費用の発生、③情報開示による競争力の低下、④情報の非対称性の増加が挙げられていた。

そのうえで、実際に日本企業の経営者の口からはIPO・市場変更の目的について、知名度や信用度の向上といったことが挙げられていた。それは、上場していない企業の経営者が目的としているものであった。加えて上場・市場変更を実現した経営者においても、当初考えていた目的と実感している効果いずれにおいても、主たるものとして言及されていた。複数社の事例についても確認を行い、東証一部に上場することについて、ブランド獲得が目的となっていることが窺えた。

そして、資金調達の状況を検証すると、IPO時の資金調達規模は米国と比較して少なかった。さらに、市場変更時にIPO時より大きな資金調達は行われていなかった。なお、市場にとっても上場会社の公募増資が多くない中で、市場変更は公募増資の機会の一つとなっていた。

そのため、2つ目の仮説である「東証一部に上場しブランドを獲得することがIPO・市場変更の目的となり、上場の本来の目的である資金調達は劣後していること」について肯定された。これによって、資金調達よりも市場変更による東証一部上場によるブランド獲得の優先度が高いことが確認できた。これらから市場変更は、人的資本の拠出者に対してブランドを付与するインセンティブを有していると整理を行った。

## 第6章 市場変更企業の成長

第6章では、3つ目の仮説である「東証一部に市場変更した企業は、IPO後に企業成長し市場変更後には成長が鈍化している」について検証を行った。

先行研究では、IPO後において日本企業は高いパフォーマンスを維持できていないことなどが指摘されていた。そこで、市場変更を行った企業について、市場変更を境にパフォーマンスが鈍化するのか検証を行った。なお、検証に必要な期間のデータを取得できた企業のみを対象としている。

まず、時価総額をみると、市場変更を行った企業群と行っていない企業群の比較では、IPOから3年後において、市場変更を行った企業群の中央値は上昇しているのに対して、市場変更を行っていない企業群の中央値はIPO時の半分近傍まで低下していた。そして、市場変更を行った企業群だけをとりだしてみると、市場変更の前後3年間を通じて時価総額は継続的に上昇し、市場変更の3年後にはTOPIXをアウトパフォームしていた。

次に業績の変化を確認するために、市場変更を行った企業の売上高と当期純利益の推移を検証した。その結果、市場変更後を通じて売上高・当期純利益ともに増加していた。一方で、当期純利益率の伸びは大きくなく、この間の東証一部上場企業の利益の増減を下回る状況であり、当期純利益率をみると市場変更後に上昇するものの、その後変更時と同水準に抑制されていた。

また、経営指標をみると、日本市場全体では低さが指摘されていたROEについて市場変更を行う企業の水準は伊藤レポートで求められる8%よりも高かったものの、市場変更の前後を通じた増加を有意に確認することはできなかった。一方で、企業価値を表すトービンの $q$ は増加していた。

そして、市場変更の効果ではなく、成長力を有する企業が市場変更を行ったに過ぎないのではないかと、という内生性のバイアスを確かめた。最も増加が有意に確認できた売上高を対象として、二段階最小二乗法を用いて検証したところ市場変更の外生性による増加を確認することができた。

これらから3つ目の仮説である「東証一部に市場変更した企業は、IPO後に企業成長し市場変更後には成長が鈍化している」は棄却された。これによって、市場変更においてはIPO後に見られている企業成長の鈍化が抑制されていたことが明らかとなった。また、このような企業成長は物的資本の拠出者にとって利益となり、市場変更が有する人的資本の拠出者へのインセンティブが結果として、物的資本の拠出者にとってメリットを与えてい

た。

## 第7章 海外の市場変更

第7章では、東証一部への市場変更の状況を海外と比較するために、いままで注目されてこなかった、海外ではどれだけ市場変更が行われているのか調査を行った。はじめに、海外の証券取引所の状況を確認するために、まず時価総額の大きい米国と英国について調査を行った。米国のニューヨーク証券取引所と Nasdaq はその成立から、市場での位置づけについて上位下位というような関係にはならず、それぞれが大きな市場を形成していた。一方で旧アメリカン証券取引所である NYSE MKT から NYSE への市場変更を確認することができた。

英国ではロンドン証券取引所への証券取引所の集約の歴史を整理するとともに、近年の市場の整備としてメインマーケットにおいて、プレミアム、スタンダード、高成長セグメントの3つ市場区分が設けられていた。また、プレミアムではUK コーポレートガバナンス・コードの適用があるなどの差異を設けており、スタンダードからプレミアムへの市場変更が確認できた。

次に、米国・英国に加えて、少なくとも、カナダ、スウェーデン、韓国及び台湾の4市場において、継続的な市場変更を確認することができた。なお、英国のデータ取得には制限があったため、本稿では米国、カナダ、スウェーデン、韓国及び台湾の5市場を比較分析の対象とした。なお、他にも階層構造を有する市場は海外に存在するものの、英国同様にデータ取得に制限があったため比較の対象としていない。

各国の制度や市場変更の状況をまとめると、日本のように上場やステップアップが資本市場以外でもスクリーニングとして用いられている市場は見当たらず、日本の特異性が改めて確認された。また、東証のように市場変更における優遇基準は見られなかった。そして、米国以外は経済規模が日本よりも相当程度小さい地域であった。このような中で、カナダにおいては振興策と合わせたステップアップモデルが示されており、この度の比較の中においてはやや日本と類似した状況と位置付けた。

企業業績について比較すると、売上高は一様に増加している一方で、最終利益については区々であるものの、概ね増益傾向であることがみられた。このことから、日本以外においても市場変更の機能が何等か有効に機能している示唆が得られた。

また、市場変更を行った企業の時価総額について日本と海外を比較すると、米国とは5倍の差がある一方で、他の市場は日本の方が大きい又は同水準の時価総額であった。米国では規模の大きい企業の成長率が大きいことも示された。これらのことから、規模の小さい企業がその後の成長余力を有しているのはもちろんのこと、規模が大きい企業が市場変更する制度設計についても、その成長力を増す可能性の示唆が得られた。

## 第8章 市場変更の機能の整理と今後の展望

本稿では「日本の上場市場の階層構造は、取引所運営においてどのような機能を果たしているのか」という問いをリサーチクエスチョンとして考察を進めてきた。

仮説の検証から明らかになったものとして、①階層構造の頂点に位置する東証一部のブランドが資本市場及び資本市場以外の場面でスクリーニングとして用いられ、経営者・従業員である人的資本の拠出者にとって市場変更を行うインセンティブとなっていること、②そのブランドを得るインセンティブは資金調達よりも優先するものの、上場会社の数少ない資金調達の機会となっていること、③企業業績の成長は市場変更後も続いており（ただし利益の額や利益率の増加の程度は強くなかった）企業成長鈍化を抑制させていること、の3つの機能が明らかとなった。

証券取引所の階層構造が人的資本の拠出者に対して、ブランドを付与することでステップアップを目指すインセンティブを与え、またそれが企業成長のインセンティブを通じて物的資本の拠出者にとってのメリットとなっている、と整理する。これは従来から整理をされてきた証券取引所の機能である、株式の売買の提供や上場会社にとっての情報開示・規律付けに新しい考え方を加えるものである。

すなわち、上場市場の階層構造を有する日本の株式市場は、物的資本の拠出者だけでなく人的資本の拠出者に対して上場・ステップアップのインセンティブを有し、それが結果として物的資本の拠出者にとっても利益をもたらしているものであった。この機能について、「証券取引所 as a system of インセンティブ」と称して、上場市場における階層構造の考察から明らかになった機能としたい。

もっとも、市場変更について一定のインセンティブの機能が確認できたものの、上場市場の状況について手放しで大慶と喜べるものであろうか。第2章において整理したように、日本の上場会社全体を見てみると、資本効率性の指標の低さが指摘されている。また、市



場変更によって一定の企業の成長は見られたものの、そのような市場変更の企業が時価総額の上位を占めるような状況ではなく、いわゆるニューエコノミーの企業の成長は大きくない状況であった。

このような課題に対して、明らかになった市場変更の「証券取引所 as a system of インセンティブ」を踏まえると、方策の一つとして例えば、市場変更の機会を強め上位市場を整備することなどが示唆される。上位市場におけるブランドを求めた更なるステップアップや、更なる投資を呼び込める市場が求められる。また、その市場を目指す過程において企業が経営努力を継続すれば、上位市場を目指す行為が、結果として企業成長に繋がり、ひいては日本経済の活性化に貢献することになるのではないかと。

## 結章 研究の意義と今後の課題

本稿における研究は、上場市場における階層構造についてその階層を上場会社がステップアップする「市場変更」に着目してきた。IPOに係る研究は多く行われているものの、市場変更について考察されたものは少なく、海外の取引所での市場変更について整理されたものは見当たらなかった。そのため、本稿が国内及び海外上場市場における市場変更の考察を行ったことは、学術的に新しい観点での貢献になったと考えている。

もっとも、本稿では市場変更の機能を通じて階層構造について考察を行ってきたものの、大きく2点の課題が存在する。1点目はデータ分析における、要因と結果の関係である。企業の行動や業績・時価総額の変化には多数の要因が存在する。本稿では市場変更に着目し各種データを用いて検証を行ったものの、取得できる要素や期間の制約からあくまで市場変更を行った企業の結果に過ぎず、その時代や業種の影響を加味したうえでの要因特定には至らなかった。そして、海外の市場変更について調査を行い、実態を整理したものの、その状況を網羅することは難しく、差異の要因を明確化するには情報が不足していた。

また、2点目は今回の考察の対処できる範囲である。当然ながら本考察から導き出された分析や示唆は学術的な一考察に過ぎない。あくまで、現在の市場構造を前提とする市場変更に着目した考察である。他の観点や問題点と合わせて検討を行えば、現在検討が進んでいる市場の見直しの議論等において本稿とは異なる検討への帰結の方が適切かもしれない。上場制度の変更には多数の関係者の合意形成が必要となり、市場変更の制度が、日本市場におけるすべての問題への処方箋となるわけではない点には留意が必要である。

本稿では、証券取引所が開設する上場市場の階層構造と市場変更に着目して考察を行った。証券取引所は資本市場の重要なインフラ機能であり、研究を通じた考察がそのような機能に資するものとなり、国際企業戦略研究科経営法務専攻が目的とする、ビジネスロー分野における理論と実務の架け橋の一助となれば幸いである。

以 上