

令和元年 9 月 13 日

申請者：佐々木隆雄

論文題目：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

審査員：宍戸善一（主査）、小川宏幸、岩倉正和

株式上場が企業行動に与える影響に関して、上場後むしろ企業成長は鈍化するという実証研究が内外で発表されている。本論文は、わが国においては、下位市場から東証一部へ市場変更を行った企業の成長は継続していることを実証し、その現象を法と経済学的に分析したものである。本論文は、取引所ルールを規制の一つと位置づけ、それがビジネスにどのような影響を与えるか、法と経済学的な議論の整理を行った第 1 章、日本の上場市場の現状を確認した第 2 章、わが国で東証一部ブランドが形成されてきた歴史を跡づけた第 3 章、2012 年に東証一部への市場変更の基準が緩和されたことが市場変更企業の増加の要因ではなかったことを確認した第 4 章、市場変更は、資金調達よりも東証一部ブランドの獲得目的が優先していることを確認した第 5 章、市場変更を行った企業の時価総額は、市場変更の前後 3 年間を通じて継続的に上昇していることを実証した第 6 章、海外の市場変更の状況を日本と比較調査した第 7 章、市場変更の機能の整理を行い、本研究の意義と今後の課題を整理した第 8 章および結章から成る。

本論文の意義として以下の 3 点をあげることができる。第 1 に、上場制度に対する懐疑論が有力になりつつある中で、市場変更制度に着目し、それを人的資本の抛出者に対するインセンティブ・システムとして捉えて、歴史的分析、実証分析、国際比較分析を含む、包括的な研究を行ったことである。新規株式公開 (IPO) に関する研究は数多くなされているが、市場変更に関してこれほど徹底した分析を行った例はない。

第 2 に、統計学的手法を用いて、市場変更を行った企業の時価総額は、市場変更の前後 3 年間を通じて継続的に上昇し、TOPIX をアウトパフォームしていることを実証したことである。同時に売上高の増加も確認されている。これによって、一般に IPO 後に見られる企業成長の鈍化が市場変更によって抑制されていることが明らかになった。

第 3 に、海外の市場変更の状況を調査し、とくにカナダにおいて日本とやや類似したステップアップモデルが機能していることを発見し、日本以外においても、市場変更制度が有効に機能している可能性を示唆したことである。

もっとも、本論文にも問題がないわけではない。インセンティブ・システムとしては、株価指数による選別が、上位市場への市場変更の代替となり得るのではないかという疑問に十分に答えられていない。また、現在タイムリーな 이슈である東証の市場区分の改変に対する示唆がほとんど示されていない。

以上のような論文の評価と口述試験の結果に基づいて、審査員一同は、申請者佐々木隆雄氏に一橋大学博士（経営法）の学位を授与することが適当であると判断する。