

一橋大学大学院 国際企業戦略研究科

博士学位論文

# 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

佐々木 隆雄

経営法務専攻 博士後期課程

ID15L006

令和元年（2019年）度

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

佐々木 隆雄

# 目次

序章 研究の概況.....	1
第1節 リサーチクエスチョン.....	1
第2節 研究の背景.....	1
(1) 世界的な上場会社の減少と東証一部上場企業の増加.....	1
(2) 東証一部への市場変更の増加.....	2
第3節 検証のための仮説と本稿の構成.....	4
(1) 仮説.....	4
(2) 本稿の構成.....	4
(3) 研究の手法.....	6
第4節 本稿の目的.....	7
第1章 証券取引所規則の位置づけ.....	8
第1節 証券取引所の始まり.....	8
(1) アムステルダム証券取引所.....	8
(2) 東インド会社.....	8
(3) 英米への金融市場の移り変わり.....	9
第2節 法が実態を変える.....	10
(1) 法と経済学.....	10
(2) LLSVによる法が実態を変える.....	11
(3) 企業行動におけるインセンティブ.....	13
第3節 証券取引所のルールとビジネス.....	15
(1) 証券取引所の機能.....	15
(2) 証券取引所ルールの位置づけ.....	16
(3) 証券取引所のエンフォースメント.....	17
(4) 証券取引所のビジネス.....	18
第4節 証券取引所の上場規則.....	19
(1) 金融商品取引法における証券取引所.....	19

(2) 自主規制業務.....	20
(3) 上場規則の構成.....	20
第5節 小括.....	21
<b>第2章 日本の上場市場の現状.....</b>	<b>22</b>
第1節 IPOと市場変更の動向.....	22
(1) 事例紹介.....	22
(2) IPOの状況.....	23
(3) 市場変更の状況.....	25
(4) 東証一部への偏重.....	26
第2節 株式市場としての状況.....	26
(1) 投資家の状況.....	27
(2) パッシブ運用の増加.....	28
(3) 社会的責任投資の拡大.....	30
第3節 市場の課題.....	31
(1) 時価総額の上位企業の状況.....	31
(2) 低いROEへの指摘.....	32
(3) 金融政策によるETF買入れ.....	35
第4節 小括.....	36
<b>第3章 東証一部ブランドの形成.....</b>	<b>37</b>
第1節 本則市場の成立ち.....	37
(1) 証券取引所の設立・再開.....	37
(2) 市場第二部の開設に向けた動き.....	39
(3) 市場第二部の開設の実現.....	40
第2節 金融ビックバンと新興市場の開設.....	41
(1) 金融ビックバン.....	41
(2) マザーズ.....	43
(3) ナスダック・ジャパン.....	43
(4) JASDAQ市場.....	45

(5) 開設直後の新興市場.....	45
第3節 証券取引所の統合等.....	46
(1) 地方の証券取引所の合併.....	46
(2) 大阪証券取引所によるジャスダック証券取引所の吸収.....	47
(3) マザーズのステップアップ市場の明確化.....	48
(4) プロ向け市場の設立.....	49
(5) 東京証券取引所と大阪証券取引所の統合.....	49
(6) 各市場の成立ちを踏まえた階層構造の形成.....	51
第4節 資本市場以外での東証一部の位置づけ.....	51
(1) ビジネスの環境.....	52
(2) 経営者の環境.....	53
(3) 従業員の環境.....	54
(4) スクリーニングに対するインセンティブ.....	56
第5節 小括.....	57
<b>第4章 上場制度と制度変更の影響.....</b>	<b>58</b>
第1節 上場制度.....	58
(1) 上場審査基準の構成.....	58
(2) 形式要件.....	59
(3) 実質基準.....	62
(4) 上場審査の手続き.....	65
第2節 上場後のエンフォースメント.....	67
(1) 上場会社への措置.....	67
(2) 二部指定替え基準と上場廃止基準.....	68
(3) 実効性の確保手段.....	69
(4) 企業行動規範.....	70
第3節 市場変更に関する上場制度の見直し.....	71
(1) マザーズの信頼性向上及び活性化.....	71
(2) 中堅・中小企業のIPO活性化.....	72
(3) コーポレートガバナンス・コード.....	73

(4) 証券取引所による営業活動.....	75
第4節 制度変更が市場変更に与えた影響.....	76
(1) 基準の緩和とその適用の検証.....	76
(2) 検証の補足.....	78
第5節 小括.....	80
<b>第5章 IPO・市場変更の目的と資金調達.....</b>	<b>82</b>
第1節 先行研究の整理.....	82
(1) 上場のメリット・デメリット.....	82
(2) 上場の位置づけ.....	85
(3) 情報開示・内部統制.....	87
第2節 経営者の発言からみる IPO・市場変更の目的.....	89
(1) 経営者が求める効果.....	89
(2) 市場変更の事例.....	91
(3) 経営者へのインタビュー.....	93
第3節 資金調達環境について.....	95
(1) 資本コストについて.....	95
(2) 上場会社の資金調達環境の先行研究.....	97
(3) 上場市場以外における資金調達.....	98
第4節 IPO と市場変更における資金調達の検証.....	100
(1) 資金調達に対する優先度の検証方法.....	100
(2) IPO 時の資金調達について.....	101
(3) 市場変更時の資金調達について.....	102
(4) 公募増資の機会.....	103
第5節 小括.....	104
<b>第6章 市場変更企業の成長.....</b>	<b>106</b>
第1節 先行研究の整理.....	106
(1) 海外における IPO 企業業績の先行研究.....	106
(2) 日本における IPO 企業業績の先行研究.....	108

(3) IPO企業業績への指摘.....	109
第2節 時価総額の検証.....	109
(1) IPO後の時価総額の推移.....	109
(2) 市場変更を境にした時価総額の変化.....	111
(3) 企業規模と時価総額成長の関係.....	113
第3節 企業業績の検証.....	113
(1) 業績検証の全体像.....	113
(2) 業績パフォーマンスの検証.....	115
(3) 企業規模と業績パフォーマンスの関係.....	119
(4) 経済環境の要因.....	119
(5) 市場別の状況.....	122
第4節 業績指標の検証.....	123
(1) 市場変更企業のROE.....	123
(2) 市場変更企業のROA.....	125
(3) 市場変更企業のトービンのq.....	125
第5節 内生性のバイアス.....	126
第6節 株価指数採用による代替の検証.....	128
(1) 株価指数によるスクリーニング.....	128
(2) 日経平均株価による検証.....	129
(3) 指数の代替性を踏まえた市場変更の機能.....	131
第7節 小括.....	131
<b>第7章 海外の市場変更.....</b>	<b>133</b>
第1節 世界の証券市場の概況.....	133
(1) 世界の証券取引所.....	133
(2) 世界の上場会社.....	134
(3) 欧州等における新興市場の開拓.....	135
第2節 米英の証券取引所.....	136
(1) 米国の証券取引所.....	136
(2) 英国の証券取引所.....	143

第3節 海外での市場変更の状況.....	147
(1) 海外における市場変更の調査方法.....	147
(2) 比較対象とする海外の市場変更5市場.....	147
(3) 海外の市場変更社数の推移.....	148
第4節 市場変更が行われている海外市場の成立ちと上場基準.....	150
(1) カナダ トロント証券取引所.....	150
(2) スウェーデン Nordic Main Market スtockホルム.....	154
(3) 韓国 韓国取引所.....	157
(4) 台湾 台湾証券取引所.....	158
(5) 海外の市場変更基準のまとめ.....	160
第5節 海外の市場変更企業の成長.....	162
(1) 企業業績の変化.....	162
(2) 業績指標の変化.....	166
(3) 時価総額の変化.....	167
第6節 小括.....	171
<b>第8章 市場変更の機能の整理と今後の展望.....</b>	<b>173</b>
第1節 考察のまとめ.....	173
(1) 階層構造の成立ち.....	173
(2) 3つの仮説.....	173
(3) 海外との比較.....	174
第2節 「証券取引所 as a system of インセンティブ」の機能.....	175
(1) リサーチクエスチョンに対する整理.....	175
(2) 証券取引所 as a system of インセンティブ.....	175
第3節 市場変更の機能を踏まえた今後の展望.....	176
(1) 上場市場が抱える課題.....	176
(2) 市場変更の機能を踏まえた示唆.....	178
(3) 展望に係る補論.....	179
第4節 小括.....	182
(1) 検証のまとめ.....	182



(2) 市場変更の機能.....	182
(3) 機能を踏まえた展望.....	183
<b>結章.....</b>	<b>184</b>
第1節 本稿のまとめ.....	184
(1) リサーチクエスト.....	184
(2) 東証一部のブランド.....	184
(3) 仮説と検証結果.....	184
(4) 海外における市場変更.....	186
(5) 証券取引所 as a system of インセンティブ.....	187
第2節 研究の意義と今後の課題.....	188
(1) 研究の意義.....	188
(2) 今後の課題.....	188
(3) 最後に.....	189
<b>謝辞.....</b>	<b>190</b>
<b>参考文献.....</b>	<b>192</b>

## 図表目次

(図表 1) 日米英の上場会社数推移	2
(図表 2) 東証一部上場会社数の増減要因	3
(図表 3) 本稿の研究領域	3
(図表 4) 世界の法起源の分布	13
(図表 5) IPO 社数の推移	23
(図表 6) IPO 企業の規模比較	24
(図表 7) 市場変更社数の推移	25
(図表 8) 市場別の上場会社数と時価総額	26
(図表 9) 投資家別の売買シェア・株主分布シェアの推移	27
(図表 10) 市場別の売買主体別シェア	28
(図表 11) 市場別の売買代金	28
(図表 12) 主要国平均ROE 比較	32
(図表 13) 日本の上場会社の ROE 分布	33
(図表 14) 主要国 ROE のデュポン分解	34
(図表 15) 新興市場開設直後の状況	46
(図表 16) 東証の新規上場の形式要件	59
(図表 17) 東証の新規上場の実質基準	63
(図表 18) 東証の二部指定替え及び上場廃止基準抜粋	68
(図表 19) 市場変更における旧制度の適否状況	77
(図表 20) IPO から市場変更までの経過期間の推移と分布	78
(図表 21) 未上場会社の上場目的	90
(図表 22) IPO 企業へのトップインタビュー	91
(図表 23) 長期貸出金利推移	99
(図表 24) VC 投資の状況	99
(図表 25) 日米 IPO 企業の資金調達額 基本統計量	101
(図表 26) 日米 IPO 企業の資金調達比率 基本統計量	102
(図表 27) 日米 IPO 企業の 1 社あたり資金調達額推移	102
(図表 28) 市場変更企業の IPO 時との資金調達比較	103

(図表 29) IPO 企業の 3 年後の時価総額 基本統計量	110
(図表 30) 時価総額の推移	110
(図表 31) 市場変更前後での時価総額推移	112
(図表 32) 市場変更企業時価総額と同期間 TOPIX 基本統計量	112
(図表 33) 業績を取得できた市場別社数と市場変更年	114
(図表 34) 市場変更前後での企業業績 基本統計量	115
(図表 35) 市場変更前後での企業業績 推移グラフ	117
(図表 36) 東証一部上場企業の企業業績ベンチマーク	120
(図表 37) 市場変更企業と東証一部ベンチマークとの比較	121
(図表 38) 各市場の上場会社業績ベンチマーク	121
(図表 39) 市場変更前の市場別企業業績比較	122
(図表 40) 変更前の市場別 市場変更前後での企業業績推移	122
(図表 41) 市場変更企業の ROE 変化 基本統計量	123
(図表 42) 市場変更企業の ROE 推移	124
(図表 43) 東証一部上場企業 ROE の平均値推移	124
(図表 44) 市場変更企業の ROA 推移	125
(図表 45) 市場変更企業のトービンの q 推移	126
(図表 46) 二段階最小二乗法の基本統計量と回帰式	127
(図表 47) 日経平均株価採用前後での企業業績 基本統計量	130
(図表 48) 日経平均株価採用企業の業績推移	130
(図表 49) 世界の証券取引所 時価総額上位ランキング	133
(図表 50) 世界の新興市場 時価総額ランキング	134
(図表 51) 上場会社の時価総額規模の分布	135
(図表 52) 上場会社数と株式会社数	135
(図表 53) NYSE と Nasdaq 間の市場変更の社数推移	141
(図表 54) 海外における市場変更の市場の整理	148
(図表 55) 市場変更社数の比較	149
(図表 56) 各国株価指数の推移	150
(図表 57) トロント証券取引所の市場イメージ	152
(図表 58) 市場変更基準の海外比較 (抜粋)	160

(図表 59) 上場市場の階層構造の海外比較 .....	160
(図表 60) 市場変更企業の売上高推移 (海外比較) .....	164
(図表 61) 市場変更企業の最終利益推移 (海外比較) .....	164
(図表 62) 市場変更前後での企業業績 (海外比較) 基本統計量 .....	165
(図表 63) 市場変更前後での企業業績変化量 (海外比較) .....	166
(図表 64) 市場変更企業のROE推移 (海外比較) .....	167
(図表 65) 市場変更企業の時価総額推移 (海外比較) .....	168
(図表 66) 市場変更時の時価総額 (海外比較) .....	169
(図表 67) 市場変更時の時価総額 (海外比較) 基本統計量 .....	170
(図表 68) 東証一部上場企業の時価総額と各種業績 .....	178

## 序章 研究の概況

本章は本稿における序章として研究の概況をまとめるものである。第1節ではリサーチクエスチョンを明示し、第2節では研究の背景を説明する。そして、第3節では検証のために仮設と本稿の構成を整理し、第4節として本稿の目的を述べる。

### 第1節 リサーチクエスチョン

日本の証券市場のセントラルマーケットである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<sup>1</sup>。これらの上場市場の位置づけは、市場第一部を頂点に階層構造となっている<sup>2</sup>。

本稿におけるリサーチクエスチョンは、東京証券取引所が開設する市場第一部を頂点にした上場市場の階層構造は、証券取引所の上場市場の運営において、どのような機能を果たしているのかというものである。

当該リサーチクエスチョンを紐解くために、上場会社が市場の階層をステップアップする「市場変更」に着目し、仮説の設定・検証を通じてそのインセンティブ機能を明らかにしていく。

### 第2節 研究の背景

#### (1) 世界的な上場会社の減少と東証一部上場企業の増加

この約20年間において世界的に上場会社数が減少してきている。例えば、米国では2000年末には約6,000社だった上場会社が最近では約4,000社に、英国では同様に約2,500社が約2,000社に減少している<sup>3</sup>。これは証券取引所にとって取引対象の減少を意味する。

そのように世界的に上場会社が減少している環境下において、東証一部の上場会社数は増加しており、2000年末時点で1,447社だった上場会社数が2016年末時点では2,002社になり、16年間で555社増加(+38%)<sup>4</sup>している。

---

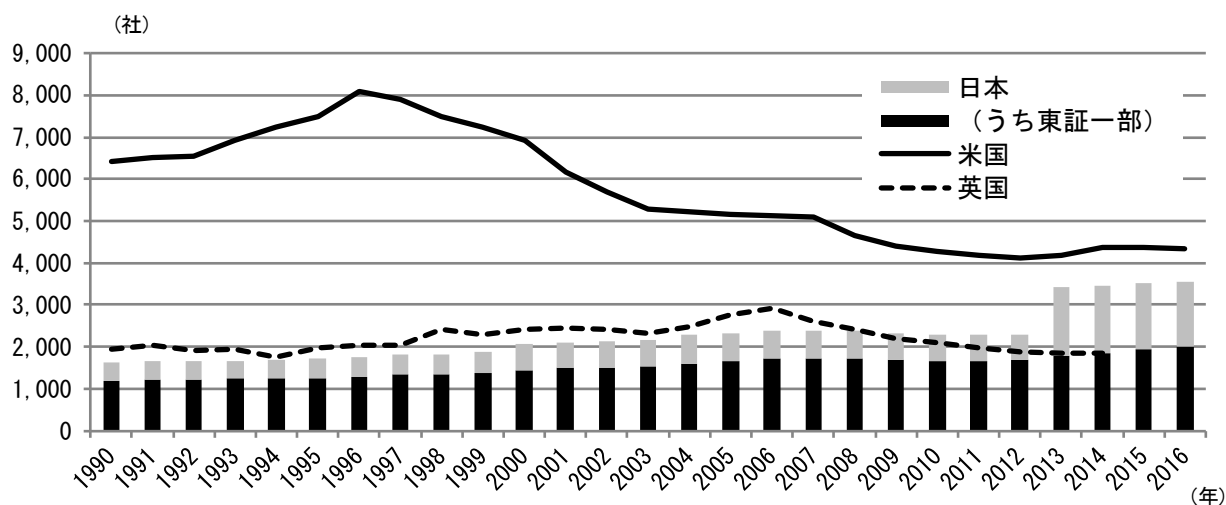
<sup>1</sup> 他にもETF・ETN市場、REIT市場及びインフラファンド市場が運営されているものの、上場企業の有価証券市場ではないため本稿では対象としない。

<sup>2</sup> 本稿では東京証券取引については東証、証券取引所については取引所、市場第一部については東証一部ともいう。

<sup>3</sup> 世界銀行WDIデータ参照。

<sup>4</sup> 東京証券取引所HP掲載資料を参照。

(図表 1) 日米英の上場会社数推移



(注) 日本について 2012 年までは JASDAQ を含まない。英国のデータの公表は 2014 年まで。

(出所) 世界銀行 WDI データ、東京証券取引所 web サイトから筆者作成。

## (2) 東証一部への市場変更の増加

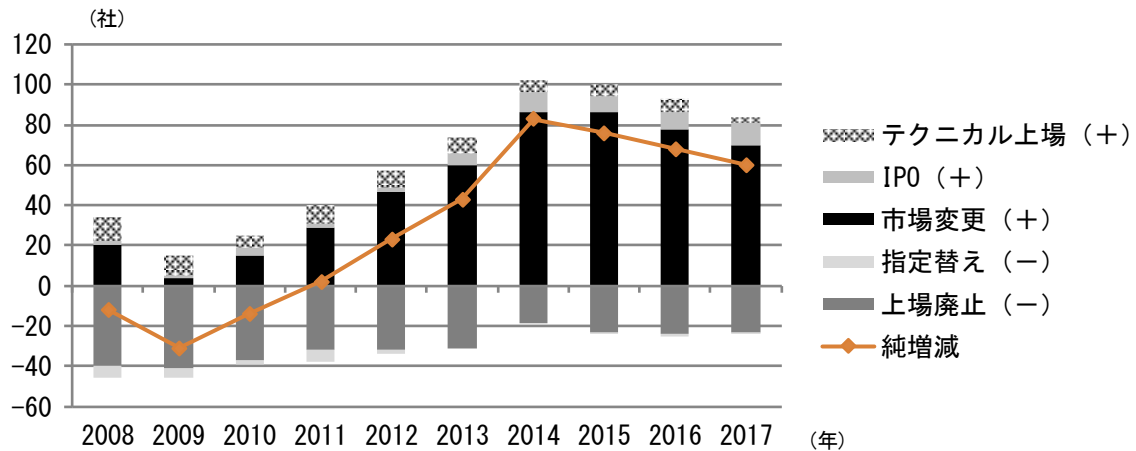
近年の東証一部の上場会社数の増減の推移を確認すると、2011 年以降に純増がみられる。増減の内訳をみると、増加の要因は IPO (Initial Public Offering ; 新規上場)、市場変更及びテクニカル上場<sup>5</sup>に、減少の要因は上場廃止及び市場第二部への指定替えに分別される。

2010 年までの減少は民事再生や完全子会社化による上場廃止によるものであり、2011 以降においては上場廃止の減少に加えて、市場変更の増加がみられている。特に市場変更については、市場変更なかりせば純減となるほど、上場会社数増加の要因の大宗を占めている。

そのため、本稿では上場市場の階層構造を論じるにあたって、東証一部へのステップアップである市場変更に着目する。東証一部に上場することは、他の市場に上場していることと比べて上場会社にとって何が異なるのか。市場変更の制度は海外とは異なり、日本独自の魅力を有しているのであろうか。本稿では上場市場のステップアップである市場変更の観点から、上場市場の階層構造が取引所運営に与えている機能を明らかにしていく。

<sup>5</sup> 上場している企業同士が経営統合する際に、持株会社を新設し従来の企業が子会社としてぶら下がる場合には、従来の上場会社は当該持株会社の 100%子会社になるため上場廃止になる。一方で、持株会社についてはその実態がいままでの上場会社と変わらないとして、新規上場に係る上場審査などを経ずに、直ちに上場するものをテクニカル上場という。例えば、2008 年 3 月に三越と伊勢丹が経営統合した際に両社が上場廃止となり、設立日である同年 4 月 1 日に三越伊勢丹ホールディングスが上場している。

(図表 2) 東証一部上場会社数の増減要因

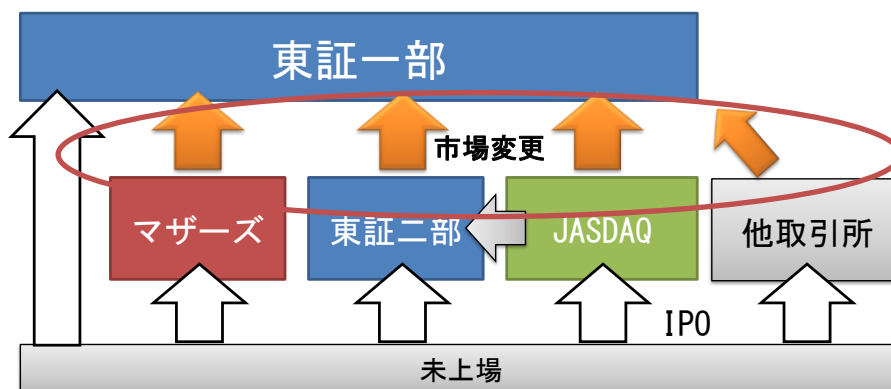


(注) 上記の増減以外に 2013 年には大阪証券取引所との合併に伴って 37 社が大証一部から東証一部上場会社になっている。

(出所) 東京証券取引所 web サイトから筆者作成。

なお、本稿では特段の断りがない限り「市場変更」とは、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（東京証券取引所の規則上は新規上場）を総称したものとして用いる<sup>6</sup>。また、上場していない企業がいずれかの市場に上場することを新規上場または IPO として用いる。

(図表 3) 本稿の研究領域



(出所) 筆者作成

<sup>6</sup> 他にも JASDAQ から市場第二部への市場変更やマザーズ市場と JASDAQ の市場変更なども存在するが、本稿は階層構造とその間のステップアップに着目するものであるため対象としていない。

### 第3節 検証のための仮説と本稿の構成

#### (1) 仮説

本稿ではまず、上場市場の階層構造がどのように形成されてきたのか明らかにする。また、形式的な構造だけでなく実質的に東証一部のブランドがどのように形成されてきたかを併せて整理する。

そして、「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」検証するために、本稿では階層構造をステップアップする市場変更の観点から、3つの仮説を設定する。

まず1つ目は、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ということ。市場変更の基準が緩和されれば、従来では市場変更が行えなかった企業が市場変更を行うことができるようになり、対象となる企業数は増加する。証券取引所がこのような増加を企図して基準の緩和を行っているのではないかと考えた。

次に2つ目は、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ということ。東証一部に上場すること自体が、上場の目標となっているのではないかと考えた。

そして3つ目は、東証一部に市場変更を行った企業は、IPO後に企業成長し市場変更後には成長が鈍化しているということである。米国の先行研究ではIPOを行うことで、企業成長が鈍化することが指摘されている。市場変更が“第2のIPO”のようにIPOと同様のインセンティブが働いていれば、IPO後も市場変更を目標として企業成長が継続する一方で、市場変更を達成した後は企業成長が鈍化するのではないかと考えた。

#### (2) 本稿の構成

本稿では第1章及び第2章を準備のための章として、第1章では証券取引所規則の位置づけについて先行研究をもとに整理し、第2章では本稿の議論の前提として日本の株式市場の現状について調査を行う。また、第3章では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。そして、第4章、第5章及び第6章では、前述の3つの仮説を検証していく。第7章では海外における市場変更について調査を行う。第8章ではそれらの検証を整理し、リサーチクエスションへの解を試みる。最後に結章を設け本稿のまとめを行う。各章について、それぞれ詳しく見ていく。



第1章では、証券取引所規則の位置づけを整理する。そのために、まず法制度の分析の考え方として、法と経済学の手法を整理する。そして、コーポレート・ガバナンスを巡る動きとして議論されているLLSVの「法が実態を変える (law matters)」について調査を行う。そして、その考え方が証券取引所の規則とビジネスにどのように反映させられるのか、証券取引所の規則の位置づけを確認する。

第2章では、本稿における議論のために日本の株式市場の状況を整理する。まず、各市場における上場会社や新規上場の状況を調査する。また、投資家の状況についても整理をする。そして、市場の課題として、時価総額の成長やROEの低さ、金融政策によるETF購入について言及をする。

第3章では、階層構造がどのように形成されてきたのか明らかにするために、東京証券取引所の上場市場の階層構造について、各市場の成立ちや背後にある法制度の変化を調査する。また、形式的な構造だけでなく実質的に東証一部のブランドがどのように形成されてきたかを併せて整理する。東証一部のブランドを確かめるために、資本市場以外の分野で用いられる東証上場又は東証一部上場の位置づけをアネクドータ的に調査する。

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」を検証する。IPOと市場変更の元になる上場制度の構成を整理する。そして、最近の制度変更の内容を精査し、市場変更への影響を明らかにする。そして、制度変更が行われていればそれが市場変更の社数増加の要因となっているか検証する。

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」を検証する。そのためにまず、上場することのメリット・デメリットや目的について先行研究の調査をPagano et. al. の論文を起点として行う。また、上場に求める効果について経営者へのインタビュー等を集め確かめる。その上で、資金調達の状況をIPO時の資金調達と、市場変更の資金調達に分けて比較し検証する。

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」を検証する。IPOについての研究は多く、IPO後において本来期待されるべき企業の成長がみられていないことを示す先行研究が多く存在する。その上で、市場変更を境にした場合に、企業成長がどのように推移しているのか検証を行う。IPOと同じ機能であれば同様に鈍化しているであろう。一方で、異なる結果であれば市場変更が異なる機能を有していることを確認できる。また、時価総額の観点から市

場変更を行った企業の成長の度合いを確認し、先行研究とともに課題を検討する。

第7章では、海外の市場変更の状況を調査する。まず、海外の証券取引所では階層構造のような市場が構成されている証券取引所が存在するのか、階層的であった場合にどれだけ市場変更が行われているのか調査を行う。そして、それら市場変更が行われていた市場について上場制度を調査する。また海外において市場変更を行った企業について、その市場変更を境にした企業業績等の変化の推移を分析する。

第8章では、リサーチクエスチョンで掲げた「上場市場の階層構造は、証券取引所の上場市場の運営において、どのような機能を果たしているのか」について、第3章で明らかにする東証一部ブランドの要因や第4章から第6章までにおいて行った3つの仮説と検証結果から、その機能を整理する。また、考察を踏まえて、今後の課題に向けた展望を行う。

### (3) 研究の手法

#### a. 法と経済学

本稿においては、市場変更を巡る状況について、上場制度を対象に法と経済学の考え方によって考察を行う。そのため、第1章において法と経済学について整理を行っている。

上場制度は金融商品取引法などの法律、内閣府令及び金融商品取引所の規則（証券取引所規則）によって成り立っている。これらのルールは、いずれの階層による規定であるかにかかわらず、上場会社等は遵守する必要がある。また、法律はもちろんのこと、取引所規則も明文化された規程となっている。そのため、本稿では法律をハードロー、証券取引所規則をソフトローのように区別をせずに、証券取引所規則も一つの企業法として考察する。

#### b. 実証分析

各論の検討にあたっては法と経済学の一考となるように、先行研究の調査から仮説を提示した上で、その検証結果や説明の根拠について、収集したデータや統計によって示す。本研究では証券取引所等が公表している資料に加えて、情報ベンダー（Bloomberg）が提供するデータベースなどを用いてデータ収集を行う。そして、集めたデータについてエクセルに加えて統計ソフト（EViews）を用いて検証を行っている。

なお、検証のための各種検定における表記等について、一部統計上の表記とは異なっている部分がある。統計上の有意な差などを示す際には、p値そのものを小さい桁数までを

表示せずに、検定結果に対してアスタリスクを付せば足りるものである<sup>7</sup>。しかしながら、本稿では法と経済学の論証として各種実証を行っているところ、その結果のわかりやすさを優先した表記としているほか、回帰式やその結果についても一部平易に記載している。

#### c. 注意事項

本稿について念のため2点申し添える。まず、本稿は学術的に市場変更の観点から一考察を行うものであり、筆者の属する組織の見解や検討等を示すものではないこと。そして、本稿内で扱っているデータや事象等について、職務上アクセスし得る非公表の情報は用いていないことである。

### 第4節 本稿の目的

本稿における研究対象は上場市場の階層構造と、その階層をステップアップする市場変更に着目するものである。まず、このような研究の前提として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い。加えて、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うことにより、学術的に新しい観点での貢献ができると考えている。

また、本稿ではリサーチクエスションの検証を踏まえて、証券取引所ビジネスに資する考察を行うことを試みようとしている。証券取引所は資本市場の重要なインフラ機能であり、研究を通じてそのような機能に資する考察を行うことができれば、本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考として貢献できると考えている。

---

<sup>7</sup> 検定結果に応じて次のようにアスタリスクを付している。\*: $P < 0.05$ , \*\*: $P < 0.01$ , \*\*\*: $P < 0.005$ , \*\*\*\*: $P < 0.001$ 。p値が小さいほど比較した集団の差が有意であることを示す。 $P < 0.05$ であれば片側5%水準で有意であることを示す。

## 第1章 証券取引所規則の位置づけ

第1章では上場制度への考察を行うために証券取引所規則の位置づけを整理する。まず第1節では証券取引所の機能の議論のために、アムステルダム証券取引所に遡る証券取引の始まりを確認する。第2節では法制度の考え方として法と経済学の分析手法を整理し、議論されているLLSVの「法が実態を変える (law matters)」について調査を行う。また、第3節では、証券取引所規則が社会の中でどのような位置づけをされ、そのルールがどのように証券取引所のビジネスに影響をもたらすものであるのか、先行研究を中心に整理をする。第4節では東京証券取引所の上場規則がどのような法的根拠・規則体系になっているのか整理をすることで、考察の前提とする。

### 第1節 証券取引所の始まり

#### (1) アムステルダム証券取引所

証券取引所の歴史を紐解くと、1602年に現在のオランダにおいてアムステルダム証券取引所が設立されたことに始まる。少し遡る14世紀ごろ、欧州において交易の中心であったのは現在のベルギーのブリュージュ<sup>8</sup>であり、運河を用いてイタリアとハンザ同盟との交易の地として、最も栄えていたと板谷(2013)が整理している。その後ブリュージュの運河が砂で埋まったことなどから、商人たちはアントウェルペンに移住する。そして1585年にそのアントウェルペンがスペイン軍に占領<sup>9</sup>されたために、商人たちが一斉にアムステルダムに移住したことで、アムステルダムが金融の中心地となったとしている。

#### (2) 東インド会社

このアムステルダム証券取引所は、世界最初の株式会社であるオランダの東インド会社(VOC, Vereenigde Oostindische Compagnie)<sup>10</sup>によって設立されたものであり、東イン

---

<sup>8</sup> 欧州ではロンドン以外の取引所の一般名詞としてエクスチェンジ(exchange)ではなくブルス(bourse)と呼ばれており(例えばパリのブルス駅などに見られる。)、その語源はブリュージュのブルス家に商人が集まって様々な取引(日用品、為替手形、コインなど)が行われたことに由来するとも指摘している。

<sup>9</sup> 80年戦争とも呼ばれるオランダ独立戦争によるもの。もっとも、玉木(2012)によれば1540年からアントウェルペンからアムステルダムへの移住はみられており16世紀末から50年間でアムステルダムの人口は5万人から20万人に増大し、人口のうちアムステルダムの出身者は30%程度であったと指摘している。

<sup>10</sup> オランダ東インド会社は、1602年に設立される。ジャカルタを中心に中国やインド、ペルシャ、日本に渡って取引をおこなった。植民地での立法権、徴税権、交戦権が認められオランダの外交を担ってい

ド会社自身の株式も取引されていた。東インド会社の定款にはオランダ市民は同社の株を買えることや、配当について規定されていたものの、財務情報は公表されておらず、17人會と呼ばれる重役会と役員に相当する60名の大口出資者によって、運営される秘密主義が評判を損ねていたと永積（2000）が指摘している。また、東インド会社の設立の形態において重要なことは、取締役と株主が無限責任制から有限責任制に移行したことや、出資が会社に対して直接行われたこと、株式の譲渡が自由であったことを挙げ、従来航海の都度に国王や富裕層から資金を集めていた海洋開発が、株式会社化することで出資の小口化と流動性が生まれたことを示唆している。なお、現存する最古の株券は1606年9月9日に東インド会社から発行されたもので、ギネス記録に登録されている<sup>11</sup>。

### （3）英米への金融市場の移り変わり

アムステルダム証券取引所では他に英国のイングランド銀行債券も取引されていた。アムステルダムには商人の往来に伴って情報が集まっていたからこそ、有望な投資先として金利の低いオランダ自国ではなく英国への投資が活発となり、イングランド銀行債券の取引をはじめとする英国への投資を背景に、金融の中心が英国のロンドンに移っていったと玉木（2012）は指摘している。金融の取引が盛んになったロンドンでは、1761年にはロンドンのシティのコーヒーハウスにおいてロンドン証券取引所の前身となる株式取引クラブが設立され、1773年に証券取引所が設立されている。

なお、証券取引所のように組織立っていないものの、藤田（2013）によれば、証券取引に近いものは古代ローマ時代から存在し、中世イタリア都市国家では国債の売買が活発であったことや、フランスのトゥールーズにおいても取引が見られたとしている。そのうえで、オランダで始まった証券取引所が発展したのはイギリスであり、ロンドンでの株式取引は1698年に始まっている。また、この間の1688年に名誉革命が起り、オランダ統領であったウィリアム3世がイングランドの王位に就いたことも挙げている。

---

た。同時期に英国でもイギリス東インド会社（East India Company, EIC）が設立されていたため、国名を付して識別されている。設立時の規模はオランダ東インド会社の方が大きく東アジアでの取引において優位に立つ一方、イギリス東インド会社はインドにおける活動が中心となり大英帝国の貿易を担う。その後オランダ東インド会社は1799年に解散となる。

<sup>11</sup> この株券は、歴史学を専攻するユトレヒト大学院生のRuben Schalkが修士論文の研究過程で2010年に発見した。その配当の記録から一般市民も所有していたことが判明している。ギネスwebサイト <http://www.guinnessworldrecords.com/world-records/oldest-share-certificate/> やWorld's oldest share サイト <http://www.worldsoldestshare.com/world-s-oldest-share> 参照。

また、米国では1792年にはニューヨーク証券取引所の前身となる「すずかけ協定」<sup>12</sup>がニューヨークのコーヒーハウスで結ばれた。なお、ロンドンやニューヨークの証券取引所で初期に取引されていた株式の多くは、当時に成長が著しかったアメリカの鉄道会社の株式であった。

このように証券取引所は、株式の取引を扱う者が取引を1か所で行おうとしたことが起源となっている。また、株式が流通することで会社は増資を行うことが可能となった。

## 第2節 法が実態を変える

### (1) 法と経済学

制度の経済分析については、法と経済学 (Law and Economics/Economic Analysis of Law)<sup>13</sup>の中で発展をしてきた。法と経済学はルールについてミクロ経済学やゲーム理論を用いてそれが及ぼす影響を分析するものである。コースの定理<sup>14</sup>をもとに1960年代からシカゴ大学を中心として発展してきた。

例えば宍戸/常木 (2004) は「自由とは何が良いか」という問いに対して、①自由とはそれ自体によって直ちに良いとする考えと、②自由な競争は良い結果をもたらすからこそ良いという考えがあり、普通の経済学者は②の立場をとり、この自由の良さを表す価値基準がパレート効率性<sup>15</sup>と整理している。そして、パレート効率的な資源配分について、法と経済学の考えのもとになるコースの定理として、「一定の理想的な前提条件を満たす限り、明確な私有財産権と契約自由の原則に基礎づけられた自由競争経済は、その帰結としてパレート効率的な資源配分をもたらす (から良い)」としている。

---

<sup>12</sup> ニューヨーク州の24名のブローカーによって結ばれたもので、ウォールストリートのすずかけの木の下で署名されたため当該名称となっている。英語名ではButtonwood Agreement。河村 (2012) によれば、『内容は非常にシンプルであり、証券取引における最低手数料と会員間における有利な取引の確保を定めるもの』であった。

<sup>13</sup> 実際の英語では「Economic Analysis of Law」すなわち「法の経済分析」と表記されるものもあるが、日本語では「法と経済学」とするのが一般的。「Economic Analysis of Law」の表題はPosner (1998) やSteven Shavell (2004) にみられる。

<sup>14</sup> イギリスの経済学者R. H. Coaseによる市場の失敗における配分の考え方。「もしも、社会のメンバーが、自己利益を最大化できるような合理性を備えており、あるべき社会状態について、コストをかけずに交渉を行うことができ、その結果として契約の履行について、社会がこれを有効に強制する仕組みを持っているならば、資源配分は必ずパレート効率的になる」というもの。1991年にノーベル経済学賞を受賞している。ただし「コースの定理」の用語は本人ではなく、スティグラーが定式化とともに行ったものであるとコース本人が記している。Coase (1988) (宮沢/後藤/藤垣訳 (1992)) 参照。

<sup>15</sup> イタリアの経済学者Vilfredo Paretoによる「他の誰かの状況を悪化させることなしには、だれの状態をも改善することのできない資源配分のこと」

また、矢野（2007）は「経済学を学ぶ最大の利点は、エクス・アンテ（事前）の視点から物事を判断する習慣を形成できること」であり、「法と経済学の最大の意義は法律の分野にエクス・アンテの視点を導入したこと」と指摘している。柳川/藤田（1998）は「経済学がルール的事前的なインセンティブ効果に着目」する効率性の観点から、「法律学は事後的な公平を重視」する観点という対比ではなく、経済学の分析が「(1) 効率性を判断基準とすること、(2) 将来予測に対して合理的な判断能力があると仮定していること、(3) 契約や契約の履行に費用がかからないことが仮定されていること」を挙げている。

具体的には、基礎的なモデルとして400万円の事業資金が1年間で100%の確率で100万円儲かる計画1と、50%の確率で400万円儲かり50%の確率で失敗し300万円の損失となる計画2があった場合、儲けの平均（期待リターン）は、計画1は100万円、計画2は50万円（ $400 \times 1/2 + \Delta 300 \times 1/2$ ）となり、計画1を選択する。この上で、この事業資金を自己資金と借入れによる調達割合を変えた場合の経営者の利益からの行動の変化（借入れが多いと計画2を選択する）や、例えば銀行が事業失敗時でも損害を求めるようにできる制度や一定の事前拠出を求める制度を設けることで、借入が多くとも計画1を選択するといった結論を導き出すものである<sup>16</sup>。

## （2）LLSVによる法が実態を変える

このような法と経済学の考え方をを用いて上場制度の分析を行っていく。上場制度に表されるコーポレート・ガバナンスの在り方については、世界的に法と経済学を用いて議論がなされている。そのような中、世界のコーポレート・ガバナンスがある一定の方向に収斂する可能性があるか否かをめぐる議論を宍戸（2006）が整理をしている。

まず、Bebchuk が各国のコーポレート・ガバナンスは歴史的な経路によって決まる部分が大きく、経済的効率性のみから一つの型に収斂することはないと論じた（経路依存性）。一方で、新古典的経済理論を前提として、長期的に最も経済効率的なアメリカ型の株式市場中心型システムに収斂するとの反論（必然的収斂学派）があったとしている。

この二つの中間に位置する議論として登場したのが Rafael La Porta, Florencio Lopez-De-Silanes, Andrei Shleifer and Robert W. Vishny の4名<sup>17</sup>を起点とする「法が実態を変える（law matters）」学派である。

<sup>16</sup> 小林/神田（1986）を参照。

<sup>17</sup> 4名の頭文字をとって、「LLSV」と言われる。

彼らはまず「Legal Determinants of External Finance」(1997)において、投資保護法制の充実と資本市場の発達には正の相関があるとの実証研究を示した。これは49か国のコモンロー、ドイツ法、フランス法、スカンジナビア法に分類し、それらの投資家保護法制を数値化したものである。そして、フランス法体系の法制度が最も未発達で、これらの国の資本市場も未発達であると結論付けた<sup>18</sup>。

その次に「Law and Finance」(1998)では、同様に49か国を対象に、法制度と株主・債権者の関係を明らかにしている。そこでは、コモンローの国々は株主に対して最善の法的保護を与えていること、ドイツ法・スカンジナビア法が中間に位置し、フランス法体系の国が最も弱いと結論付けている。

そして「The Quality of Government」(1999)では、政府の質と経済発展の因果関係を明らかにしようと152か国のデータを用いて分析を行っている。その結果、政府のパフォーマンスが劣っているのは、貧しい国、赤道に近い国、民族の異質性が高い国、フランス法か社会主義法を用いている国、(プロテスタントと比較して)カトリック教徒かイスラム教徒が人口の大半である国としている。経済発展の背景に、政府による所有者の保護に対する国のエンフォースメントが強く働き、財産権の保護により経済発展が促されるとした。さらに1999年に、27か国371社の実証研究によって、株主保護の措置が不十分であると株価の評価が低下する傾向があると示している。

これらについて宍戸(2006)は、この一連の連続した論文の発表について、その前提が新しい概念であったために「法が実態を変える(law matters)」学派の始まりとなったと指摘している。

このような地域による法制度の差異の背景を、鶴(2003)は法制度の起源が形成された12, 13世紀以降の歴史を踏まえて整理している。当時イギリスはイギリス国王が絶大な権力を保持する状況にあり、法の執行者が地方の有力な関係者から脅しや賄略を受けることは深刻ではなく、また法の執行者を保護できる十分な力を持っていたとしている。一方で、フランスは戦時下にあり、フランス国王の力は他の諸侯と同じくらいしかなかったと指摘している。そして、フランス法はローマ法に起源を持ち、法解釈を重要な要素としていたが、フランス革命後の一時期において、裁判官は法を適用するだけで解釈は行わないこととされた。これは機能せずには実際には法解釈がなされたが、植民地へのフランス法の移植

---

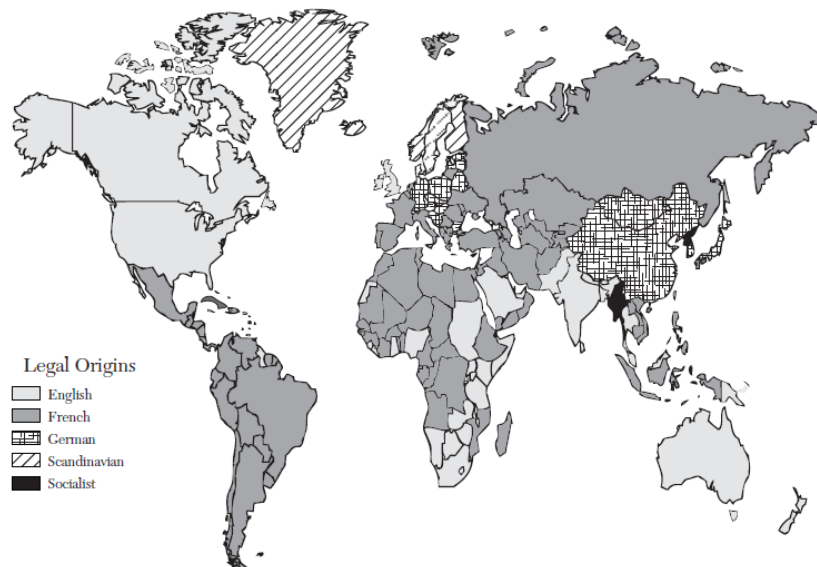
<sup>18</sup> これらの数値化については後年に誤りが指摘されており、Spamann(2010)の再検証ではこれらの結果が異なることが指摘されている。



にあたってはそのまま移植されたため、受け入れ国の事情に適応できなかつたと指摘している。ドイツ法は法解釈と適応性の重要性を明示的に強調しており、他の地域において法制度を移植する際に日本のように既に慣習が存在していても、十分許容するものであったとしている。

また、La Polta et. al. (2008)は各国の法体系の分布を次のようにまとめ、世界地図での塗分けを示している。例えば日本はドイツ法に属し、米国とカナダは英米法に分けられる。ほかに北欧を中心としたスカンジナビア法の区分も示している。もともと、日本の金融商品取引法は、米国の1943年証券法及び1944年証券取引所法の影響を大きく受けており、法起源と当該地域での法制度がすべて一致するわけではない。

(図表 4) 世界の法起源の分布



(出所) La polta et. al. (2008)から転載。

### (3) 企業行動におけるインセンティブ

次に、制度の位置づけについて青木(2003)が「制度経済学」として、いかに制度が実態を変えるかを実証しようとした。そこでは比較制度分析の研究課題として2つを挙げ、第1は「現代経済における全体的制度配置の複雑性と多様性を、ある種の複数均衡として理解すること(共時的問題)」、第2に「均衡としての制度間と整合的な枠組のなかで、制度進化のメカニズムを理解すると同時に、新奇性が創発する可能性を許容すること(通時問題)」としている。その上で、制度は「ゲームを繰り返しプレイしてきた経済主体の実質

的で自己維持的な期待を意味する」としている。法律的な枠組みがゲームの参加者の利得を変化させることで行動に影響を与えるが、法律自体は「制度そのもの」ではなく、「制度に影響を与える存在」と整理している。

その後、青木（2011）は、株式会社とは、資本家の提供する物的資産を利用し、経営者と労働者がそれぞれの「認知資産」を提供し合い、その「集合認知」が進化していく組織であると指摘している。また、バブル崩壊後においては「日本型モデル」という「単一のステレオタイプだけでは十分に描写しきれなくなった」とし、進化多様性に言及している。これは「国民特性に由来する多様性」にとどまらず「グローバルな会社経済のランドスケープは、決してフラットになることはない」と「多様性への収斂」を整理している。

その上で宍戸（2006）は日本のコーポレートガバナンスは法形式としてはアメリカ型に収斂しつつあるが機能的には別個の動機づけパターンを選択していること、動機づけパターンまでアメリカ型に移行することは困難であり、望ましい方向ではないとしている。また、宍戸（2006）は企業活動について、知恵、技術労働などの「人的資本」と、金銭、不動産、機械などの「物的資本」を組み合わせるものであり、「物的資本の拠出者」は「人的資本の拠出者」に運用を任せるとして、それらの動機付け交渉を整理している。なお、物的資本の拠出者は債権者と株主、人的資本の拠出者は経営者と従業員に分類されるとしている。

ロバート・E・ライタン（2016）は、経済成長の枠組みとして①物や機械等の物的資本、②労働者のスキルの程度等も勘案したうえでの労働投入を示す人的資本、③「イノベーション」（①又は②に属さない残差）の3つの投入要素に分解する考え方が広く受け入れられているとしている。その上で経済成長の推進力としては、物的・人的資本等とは別に「制度的枠組み」（institution）が重要であるとしている。制度的枠組みは経済成長を促す方向に働くこともあれば、逆に抑制的に働くこともあり、この制度的枠組みの重要性についてはダグラス・ノース、ジェイムス・ブキャナン、オリバー・ウィリアムソンが制度研究によってノーベル経済学賞を受賞<sup>19</sup>していることを挙げている。「経済にはゲームと同様にルールがあり、そうしたルールの適用が何らかの力によって確保されて初めて、経済は効率的に機能することが可能となる。例えば、財産権や契約に関するルールの強制力は、究極的には裁判制度によって確保されており、こうしたルールのもとで、生産的な試みにト

---

<sup>19</sup> それぞれ1993年、1986年、2009年にアルフレッド・ノーベル記念経済学スウェーデン銀行賞を受賞している。

ライして成功を収めた人は、その分け前をきちんと得られることになる。また、このような制度的枠組みがあればこそ、人々は、生産的な試みに挑戦してみようというインセンティブをもつことになるのである。」と指摘している。そして、「経済学者も法律家も、「経済の基盤となる『法の支配』(rule of law)は公権力、社会規範、慣習等を通じて守られるべきだ」という基本的な認識をもつにとどまり、そこからさらに先に踏み出すことは少なかった。「イノベーションや経済成長を最も促しやすいものは、具体的にはどのような制度的枠組み、法律、法制度か」という問題には、あまり関心を払ってこなかった」とも指摘している。

また、2014年にノーベル経済学賞を受賞したTirole(2001)は、企業経営における目的はステークホルダーの余剰を最大化することであると、そのためのインセンティブメカニズム設計の重要性を指摘している。加えて、ステークホルダーに外部不経済が生じる場合は経営者にそれを償う措置のインセンティブを規制として設け、富をステークホルダー・ソサエティで分配することを提示している。

### 第3節 証券取引所のルールとビジネス

#### (1) 証券取引所の機能

法制度によって実態が変わるかという議論をみてきた。その上で、規制の一つである証券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、また国家とは異なりビジネスを行っている証券取引所のルールが、どのように証券取引所ビジネスに機能するのかをみていく。

証券取引所は、企業が発行した株式を上場させ、その取引を行うことができる場を提供している。企業は上場とともに株式発行を行い、資金調達を行うことができる。これは、上場会社に対する証券取引所のリスクマネーの提供の機能である。資金調達時には、その後の証券取引所での自由な売買・流通を前提にして、不特定の一般投資家が株主となる。そして、流通市場における売買によって株主は日々変化していく。現在では取引そのものは1秒以下の単位<sup>20</sup>で売買がなされている。

---

<sup>20</sup> 東京証券取引所の売買システムである arrowhead の処理能力は注文応答時間が約0.3ミリ秒、情報配信時間は約1ミリ秒と千分の1秒となっている。

## (2) 証券取引所規則の位置づけ

宍戸（2010）は、法制度だけで経営者の行動を縛ることはできないこと、制定法だけでなく、証券取引所における上場規則といった民間の規範も公開会社のコーポレート・ガバナンスに重要な影響を及ぼすことを指摘している。加えて、それらが全部まとまって公開会社に対するルールのようなものになり、制度インフラ、広い意味での法制度インフラを形作っていること、証券取引所の規則など、ソフトロー的なものをうまく使って対処する方が、制定法に比べて柔軟に変更していくこと（例えば海外投資家の投資が縮小しないようにグローバルスタンダードなルールを取り入れること）が可能であり、組み合わせて全体として最適な制度インフラを作るべきと指摘している。

柳川（2006）はどのような上場ルールを採用するかは個々の証券取引所のビジネス戦略であるとしている。そのルール設定は一律に基準を設ける考え方と、多様な基準を設けそれぞれを差別化して、上場の多様化を増やす考え方に分けられる。投資家に対してもどのような基準で上場したのかを明確にしたうえで、多様な選択肢の中で投資家及び企業が自由な選択と投資を行うほうがより良い選択に繋がるとしている。そして証券取引所がルールを自由に選択して競争していくことによって、望ましいルールが生き残る、あるいは選択されるとしている。

Rock（2012）は、企業は上場する市場を選択することで、その特性に応じた投資家に株式を保有されることになるため、結果として株主を選別<sup>21</sup>できるとしている。まず、プライベート企業の時は株主を選べるものの、上場すればだれもが証券取引所の売買によって株主になれるため、上場会社になると誰が株主になるか選ぶことができないとされている。しかし、企業は企業価値を増加させてくれるような「良い株主」を望み、グリーンメールの送り付けや、支配権の獲得、キャッシュフローのみを得ようとする「悪い株主」は避けたいと考えていると指摘している<sup>22</sup>。その上で、良い投資家を識別し、リレーションを持つことで保有してもらうことが重要<sup>23</sup>とし、株主作りのためのツールとして IR（Investor Relations）<sup>24</sup>を挙げている。市場との対話はコーポレート・ガバナンスにおいて重要であ

---

<sup>21</sup> 生態系になぞらえて優生学（eugenics）という表現をしている。

<sup>22</sup> ほかに、Mayer（2014）は株式会社が短期的な株主の配当要求によって、ステークホルダーに犠牲を強い信頼を失っており、会社が「ファーム・コミットメント」を示すことの重要性や、長期保有の株主に対して議決権を多く割り当てる考え方を提示している。

<sup>23</sup> 例えばウォーレンバフェットがリーマンショック時にゴールドマン・サックスに投資を続けたことを挙げている。

<sup>24</sup> IRの組織を最初に作ったのは1953年のGEといわれている。

り、それが株価や株主構成に繋がるとしている。すなわち、投資家に事業を理解してもらい、潜在的な利益に着目し「バフェットのような」行動を促す。このような投資家の増加が、ヘッジファンドの買収を妨げる可能性もある。また、会社はどこを住所（本店所在地）とするかや、上場する（しようとする）証券取引所を選択することができる。そのため、ある地域で適用される法律やその市場への投資を好む投資家を踏まえることで<sup>25</sup>、企業側があたかもルールや投資家を選別することになるとしている。

### （3）証券取引所のエンフォースメント

一方で規制が弱いとかえって、企業の成長を阻害するとの見方もある。金融行政を主導してきた木下（2012）は、日本企業は収益性が低いうえに近年は多額の内部資金を抱える等、際立った特性を示していることを挙げ、その理由を事業再生、企業買収、株主が個別的利益を重視していること、市場法等のエンフォースメントが弱いことに求めている。特に市場のエンフォースメントについては、米国のSECと比較して日本の当局の権限等が弱いことが結果として、上場会社の経営に対する市場規律の浸透を阻害し、リスクテイクを消極的にさせている可能性を指摘している。

東京証券取引所の上場部門を管掌している静（2015）は、証券取引所は私人であり、証券取引所規則の拘束力の根拠は上場会社との間で締結される上場契約であることを挙げている。その上で「法律に比べて機動性、迅速性及び柔軟性が認められる一方、その規律づけには内容面及び強制力の面で限界があり、実効性を確保するには規制を受ける側の上場会社を含む幅広い関係者のコンセンサス<sup>26</sup>を形成する必要がある」ことを指摘している。加えて、証券取引所規則のエンフォースメントとして、証券取引所が上場会社に対して課す処分その他の措置は、公表措置、上場契約違約金、改善報告書・改善状況報告書、特設注意市場銘柄への指定及び上場廃止措置となっており、上場ルール違反に対する究極の制裁として上場廃止が用意されている。しかしながら、上場廃止によって最も損害を受けるのは流通の場を失う一般株主であるため、一般株主保護を目的とする取引所規則の強制力には限界があることを挙げている。そして、そのような限界を踏まえたうえでの制度設計が求められるとしている。

<sup>25</sup> デラウェア州法が適用されるようにデラウェア州に登記を行う企業が多いことや、例えばイギリスにおけるフィデリティやTIAA-CREFの投資を挙げている。

<sup>26</sup> 東京証券取引所では、「上場制度の整備にあたって、多様な利害関係者の意見を十分に踏まえ、透明性の高い検討を行う場として、学識経験者、上場会社、機関投資家、証券会社等を委員とした「上場制度整備懇談会」が2006年9月に設置され、2016年6月までに47回にわたって審議が行われている。

なお、東京証券取引所の株券上場契約書は次の様式が定められ、新規上場会社が東京証券取引所あてに提出する<sup>27</sup>。「”上場会社名”（以下「会社」という。）は、その発行する株券を上場するについて、株式会社東京証券取引所（以下「取引所」という。）が定めた次の事項を承諾します。 1. 取引所が現に制定している及び将来制定又は改正することのある業務規程、有価証券上場規程、その他の規則及びこれらの取扱いに関する規定（以下「諸規則等」という。）のうち、会社及び上場される会社の株券（以下「上場株券」という。）に適用のあるすべての規定を遵守すること。 2. 諸規則等に基づいて、取引所が行う上場株券に対する上場廃止、売買停止その他の措置に従うこと。」。

### （4）証券取引所のビジネス

証券取引所の法人形態に着目すると、現在の東京証券取引所は法人格が株式会社であり、その持ち株会社である日本取引所グループも株式会社であり、その株式を東証一部に上場している上場会社でもある。証券取引所は株式会社とある以前は証券会社が会員として出資をする会員組織法人であったところ、東京証券取引所は2001年11月に、大阪証券取引所は2001年4月に、会員法人から株式会社に組織変更を行っている<sup>28</sup>。これは、2000年に証券取引法が改正され証券取引所の株式会社形態が認められたことによる。

当時の動きを受けて大崎（2000）は、世界の証券取引所でもみられるように市場間競争を容認・促進しようとするれば、証券取引所の運営のあり方がビジネスとしての性格を強めていくと指摘している。そのうえで、市場間競争はつまるところ自らの市場へできるだけ多くの売買注文を集めることとし、その方法として、株価の価格決定方法などの取引手法の工夫、取引システムの高度化又は取扱い商品での競争を挙げている。取扱い商品について、株式に限ってみれば、どのような企業を上場会社として迎え入れるかということになり、誘致活動の重要性を指摘している。一方で、株式公開が容易になると、市場で株式を放出してしまえばその後の経営には責任を負わないというタイプの経営者への懸念を指摘し、証券取引所の運営がビジネス色を強めていても、株式市場が経済活動全般に大きな影響を及ぼす公的な器であることは変わりなく、公共財としての市場の役割がなおざりにされることがあってはならないとしている。

本節における証券取引所のルールとビジネスの関係を振り返ると、証券取引所自身がル

<sup>27</sup> 一般的な契約書にみられるような甲と乙による契約締結の様式とはなっていない。

<sup>28</sup> 他に日本国内の証券取引所では、名古屋証券取引所は株式会社、札幌証券取引所及び福岡証券取引所は会員法人となっている。

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、証券取引所が設ける規則の限界とそのためのコセンサスの必要性も挙げられている。

#### 第4節 証券取引所の上場規則

現在の東京証券取引所には、本則市場として市場第一部及び第二部、マザーズ、JASDAQ並びにTokyo PRO Marketの上場市場が存在する<sup>29</sup>。証券取引所が上場市場を開設し、その規則を定め上場審査等を行うことは制度としてどのような位置づけであるのか、法制度や上場制度の規定を整理する。

##### (1) 金融商品取引法における証券取引所

東京証券取引所は、金融商品取引法第2条第16項に規定される金融商品取引所であり、同法第80条第1項に規定される金融商品市場を開設する免許を内閣総理大臣より受けている。従前においては証券取引法に規定する証券取引所であったところ、金融先物取引法に基づく金融先物取引と合わせて、金融商品取引法では金融商品取引所として規定された。

金融商品取引法は2007年9月30日に証券取引法が改正され施行された法律である。戦後の1948年に制定された証券取引法と比較した金融商品取引法の特徴として小川（2012）は規制の横断化と柔軟化を挙げている。同じような経済的性質を有する金融商品には同じような規制や、有価証券の特性を踏まえた開示規制を課すことなどを指摘し、これは行為規制の合理化を図ることを意味するとしている。

そのため、金融商品取引法の目的として第1条で「この法律は、企業内容等の開示の制度を整備するとともに、金融商品取引業を行う者に関し必要な事項を定め、金融商品取引所の適切な運営を確保すること等により、有価証券の発行及び金融商品等の取引等を公正にし、有価証券の流通を円滑にするほか、資本市場の機能の十全な発揮による金融商品等の公正な価格形成等を図り、もつて国民経済の健全な発展及び投資者の保護に資することを目的とする。」と掲げられている。

---

<sup>29</sup> 日本取引所グループの有価証券報告書やWebサイトを参考。

## (2) 自主規制業務

金融商品取引所が上場会社に対して上場審査などの自主規制業務を行うことは、金融商品取引法及び金融商品取引所等に関する内閣府令（取引所府令）の定めによる。金融商品取引法第84条第1項において「金融商品取引所は、の法律及び定款その他の規則に従い、取引所金融商品市場における有価証券の売買及び市場デリバティブ取引を公正にし、並びに投資者を保護するため、自主規制業務を適切に行わなければならない。」と規定されている。

また、同条第2項では「前項の「自主規制業務」とは、金融商品取引所について行う次に掲げる業務をいう。」と規定され同項第3号において「その他取引所金融商品市場における取引の公正を確保するために必要な業務として内閣府令で定めるもの」と規定されている。取引所府令第7条において当該金融商品取引法第84条第2項第3号に規定する内閣府令で定めるものを挙げており、第4号において「上場する有価証券の発行者が行う当該発行者に係る情報の開示又は提供に関する審査及び上場する有価証券の発行者に対する処分その他の措置に関する業務」と規定されている。

そして、次に挙げる東京証券取引所の有価証券上場規程第3条において、自主規制業務のうち、有価証券の上場及び廃止、開示に関する審査及び処分その他措置を日本取引所自主規制法人に委託することができると規定している。

## (3) 上場規則の構成

東京証券取引所における上場制度の規則は、有価証券上場規程、有価証券上場規程施行規則並びに上場審査に関するガイドライン及び上場管理等に関するガイドラインによって構成されている。

それら制度の規則上の位置づけを確認すると、まず東京証券取引所の業務規程<sup>30</sup>第1条の3第4項に「有価証券の上場、上場管理、上場廃止その他上場有価証券に関する事項は、有価証券上場規程をもって定める。」と規定されることで設けられているのが有価証券上場規程<sup>31</sup>となっている。また、当該有価証券上場規程施行規則第1条では、「この施行規則は、有価証券上場規程（以下「規程」という。）に基づき、当取引所が定める事項並びに規程の

<sup>30</sup> 金融商品取引法第149条第1項に「金融商品取引所は、定款、業務規程又は受託契約準則を変更しようとするときは、内閣総理大臣の認可を受けなければならない。」と規定されている。

<sup>31</sup> 同規定第1条第1項において「この規程は、業務規程第1条の3第4項の規定に基づき、有価証券の上場、上場管理、上場廃止その他上場有価証券に関して必要な事項を定める。」と規定されている。



解釈及び運用に関し、必要な事項を定める。」と規定されている。そして同規定に基づく上場審査や上場管理（上場廃止の審査）等に関して必要な事項を定めるガイドラインとなっている<sup>32</sup>。

## 第5節 小括

第1章では、まず法制度の考え方として、法と経済学的手法によって数値による分析を行うことで、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整理した。そして、「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」であるとの考えを確認した。

そして、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、また、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。

---

<sup>32</sup> それぞれのガイドライン第1条において「このガイドラインは、有価証券上場規程（以下「規程」という。）に基づき、上場審査等（／上場管理等）に関して必要な事項を定める。」と規定されている。

## 第2章 日本の上場市場の現状

第2章では上場制度に留まらず日本の株式市場の状況を整理する。まず第1節では、新規上場（IPO）と市場変更の状況を、時期や市場別に推移等を確認する。

次に、第2節では、東京証券取引所で取引を行っている投資家について、どのような投資家が証券取引所で取引を行い、株主となっているのかその状況や変化を確認する。

そして、第3節では市場の課題を整理する。時価総額の上位群に新しい産業が少ないこと、海外に比べてROEの低さが指摘されていること及び、金融政策によって株価が企業業績等に関わらず押し上げられていることの3点を確認する。

### 第1節 IPOと市場変更の動向

第1節では上場市場の現状として、本稿の研究対象である市場変更とさらにその前の、企業行動であるIPOについて、事例の確認とともにそれぞれ実施している社数の推移などを確認する。

#### （1）事例紹介

制度の整理やデータ調査の前に、東証一部以外の市場にIPOを行い、その後に東証一部に市場変更を行った企業について少し具体例を挙げる。まず、ネット事業を行うサイバーエージェントは1998年に設立され、2000年にマザーズにIPO、2014年9月に東証一部に市場変更をしている。この間2006年にサイバーエージェント・ベンチャーズというベンチャーキャピタル（VC）を立ち上げ、新しいベンチャー企業への投資育成を行う“ベンチャーエコシステム”を実現させている。

また、1982年に広尾の一軒のフランス料理店として創業したひらまつは、その後、2003年にJASDAQにIPO、2004年に東証二部、2010年に東証一部に市場変更をした。現在はASO、ポール・ボキューズなど30店舗以上を展開している<sup>33</sup>。

このように、マザーズやJASDAQにIPOを行い、事業規模を拡大させながらその後に東証一部への市場変更を行う動きがみられている。

---

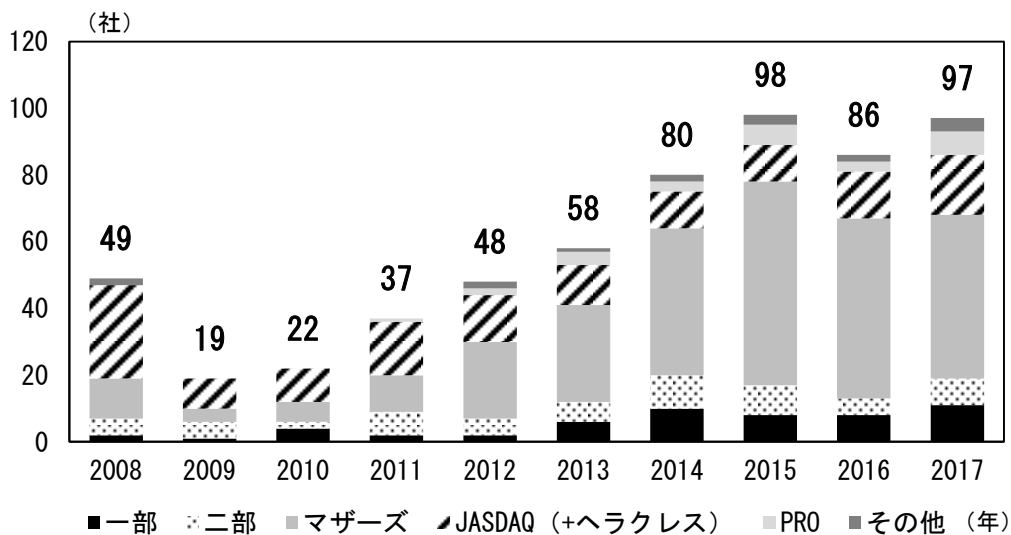
<sup>33</sup> 各社HPを参照。

(2) IPO の状況

まず、IPOを行った企業数の推移をみていく。2008年に生じたリーマンショック後の2009年には、年間でIPOを行ったのは前年の48社から19社に落ち込んだ。翌年2010年も同様に22社にとどまっていた。

それ以降は、2011年には37社、2012年に48社、2013年に58社と増加を続けた。そして、2014年には80社に回復し翌2015年は100社近い98社まで増加している。翌2016年は86社に減少しているものの、足元の数年間を均してみれば90社前後で推移している。この間、2011年までIPOの上場先の市場として最も多かったのがJASDAQであったが、2012年以降はマザーズへのIPOが最も多くなっている。また、東証一部へのIPOは年間数社程度となっている。

(図表 5) IPO 社数の推移



	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
一部	2	1	4	2	2	6	10	8	8	11
二部	5	5	2	7	5	6	10	9	5	8
マザーズ	12	4	6	11	23	29	44	61	54	49
JASDAQ	28	9	10	16	14	12	11	11	14	18
PRO	0	0	0	1	2	4	3	6	3	7
その他	2	0	0	0	2	1	2	3	2	4

(出所) 東京証券取引所HP から筆者作成。

また、2014年から2016年までに新規上場した企業の売上高や時価総額について、東京証券取引所がそれぞれ上場した市場ごとに最大値、中央値及び最小値を公表している。これによれば、東証一部IPO企業の売上高中央値は約1,000億円であるのに対して、東証二部では150億円、マザーズは20億円、JASDAQは60億円となっている。また、経常利益の中央値では東証一部は72億円であり、東証二部は11億円、マザーズは2億円、JASDAQは3億円となっている。同様に時価総額では東証一部880億円、東証二部は80億円、マザーズ100億円、JASDAQは50億円となっている。

(図表 6) IPO企業の規模比較

中央値 (最大値/最小値)	一部	二部	マザーズ	JASDAQ
売上高	1,074億円 (14兆円/112億円)	152億円 (965億円/20億円)	19億円 (208億円/1億円)	63億円 (384億円/7億円)
経常利益	72億円 (1兆円/▲120億円)	11億円 (36億円/3億円)	2億円 (29億円/▲14億円)	3億円 (16億円/1億円)
純資産の額	318億円 (15兆円/▲35億円)	45億円 (167億円/9億円)	5億円 (94億円/▲20億円)	13億円 (64億円/3億円)
初値時価総額	882億円 (7兆円/207億円)	82億円 (455億円/34億円)	100億円 (924億円/23億円)	52億円 (195億円/18億円)
ファイナンスの規模	491億円 (6930億円/31億円)	25億円 (145億円/8億円)	11億円 (283億円/2億円)	7億円 (40億円/4億円)

(出所) 東京証券取引所HPから転載。筆者加工。

このように、東証一部とそれ以外の市場へのIPO企業では、項目や比較する市場で差はあれど、東証一部企業は他の市場と比較して10倍程度の規模となっている。また、売上高や利益の額はマザーズにIPOをした企業よりもJASDAQにIPOをした企業の方が大きい。一方で、時価総額をマザーズとJASDAQと比べると、マザーズにIPOをした企業の方が規模が大きいことが示されている。

また、佐々木(2015)はMann-WhitneyのU検定<sup>34</sup>を用いて2008年から2010年までにIPOを行った企業のうち、東証一部とそれ以外の市場では企業の集団の規模が売上高や経常利益の額の観点から異なることを示している。また、本則市場として上場基準の実質基準が

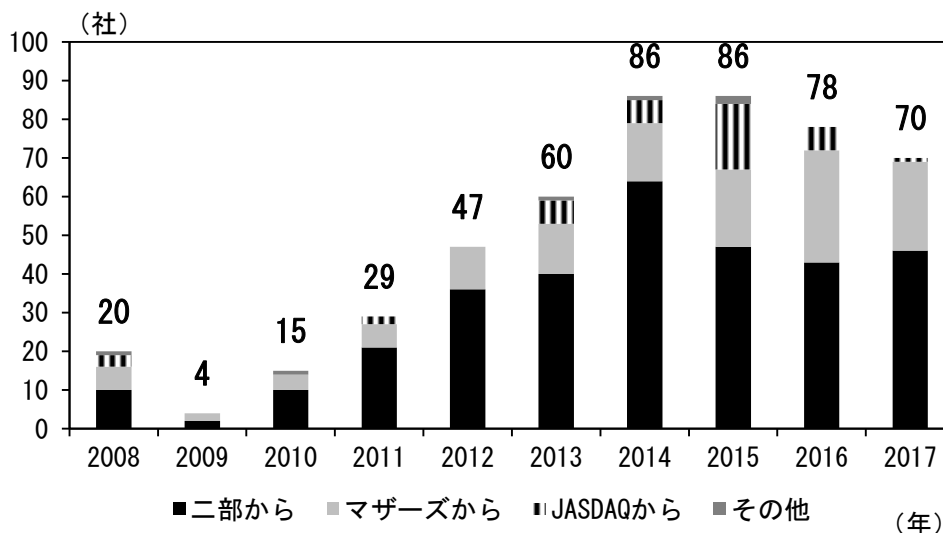
<sup>34</sup> 異なる母集団に有意差があるかを測定する検定。

同じである東証一部と東証二部の IPO 企業についても同様に企業集団の規模を比較して、異なることを示している。

### (3) 市場変更の状況

そして、東証一部への市場変更を行った社数についてその推移を調査した。その結果、IPO 社数の推移と同様に、リーマンショック後の 2009 年には年間で 4 社のみが市場変更を行うにとどまるように大きく落ち込んでいた。また、翌年 2010 年も同様に 15 社にとどまっていた。それ以降は、2011 年には 29 社、2012 年に 47 社、2013 年に 60 社と増加を続けた。そして、2014 年には 86 社、翌 2015 年も同様に 86 社まで増加している。翌 2016 年は 78 社に減少しているものの、年間に 80 社前後が市場変更をしている。これは、毎年の上場市場における IPO 社数とほぼ同程度が、東証一部に上場市場を変えていることになる。

(図表 7) 市場変更社数の推移



	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
二部から	10	2	10	21	36	40	64	47	43	46
マザーズから	6	2	4	6	11	13	15	20	29	23
JASDAQ から	3	0	0	2	0	6	6	17	6	1
その他	1	0	1	0	0	1	1	2	0	0

(出所) 東京証券取引所 HP から筆者作成。

その内訳を市場変更前の市場で見ると、どの年においても市場第二部からの一部指定が最も多い中で、最近では、マザーズからの市場変更が増加している。なお、IPOと同様に佐々木（2015）はU検定を用いて、東証一部へのIPO企業と市場変更の企業では母集団の規模が、売上高や経常利益の額の観点から異なることを示している。

#### （4）東証一部への偏重

いままでは、新規上場と市場変更という上場会社の動きをみてきた。次に、足元における各市場の上場会社の社数や時価総額の状況について確認する。

東証一部は前述の通り約2,000社が上場している。東証二部は約500社、マザーズは約250社、JASDAQは約700社となっており、東証一部の上場会社数が市場の中で最も多くなっている。東証一部以外の市場を合計しても約1,500社であり、東証上場会社の半分以上が東証一部上場企業といえる。上場市場は階層構造ではあるものの、上位市場に属する企業数が少ないようなピラミッド型にはなっていない。

また、上場会社の時価総額の合計で見ると、東証一部は約670兆円であるのに対して、東証二部は約10兆円、マザーズは約5兆円、JASDAQは約10兆円となっている。東証一部以外の市場を合計しても約25兆円であり、社数ベースでは約60%であった東証一部は時価総額ベースでは96%を占める市場となっている。

（図表 8）市場別の上場会社数と時価総額

	一部	二部	マザーズ	JASDAQ	PRO Market
上場会社数	2,062社	517社	247社	707社	22社
時価総額	674兆円	10兆円	5.2兆円	11兆円	15億円

（注）2017年末時点。

（出所）東京証券取引所HPから筆者作成

## 第2節 株式市場としての状況

次に上場会社について上場会社の観点ではなく、取引を行う株式市場の観点を確認する。取引を行っている投資家の投資家層を確認し、売買のメインプレーヤーについて整理をする。また、投資家層だけではなく運用方法の変化による株式市場への影響についても言及する。

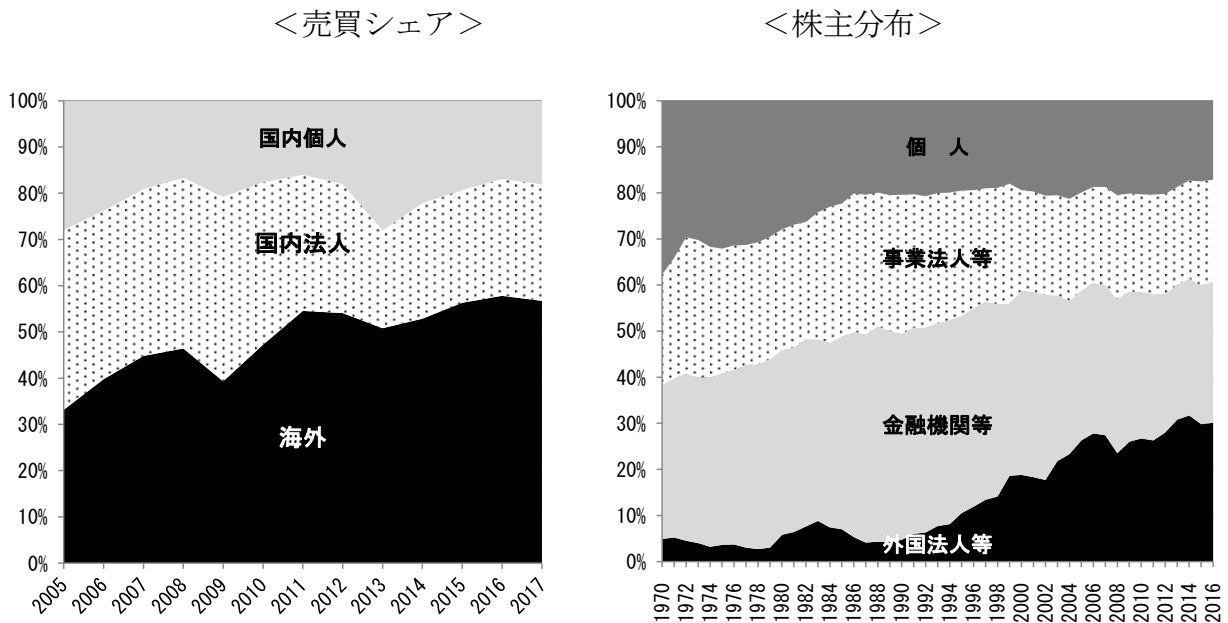
(1) 投資家の状況

まず、取引を行っている投資家層（売買主体）について確認をする。売買におけるシェアについては、東京証券取引所が毎月の取引の主体別の統計を公表している<sup>35</sup>。取得ができた2005年以降について各資料を統合し、国内個人、国内法人（事業会社又は金融機関）及び海外投資家に分類してその推移を確認した。

その結果、海外投資家の売買シェアが、この10年間で30%から60%近くに倍増し、最も多い取引主体となっている<sup>36</sup>。売買のシェアについて市場別に確認すると、東証一部の売買の6割強を海外投資家が行っている一方で、東証二部、マザーズ、JASDAQでは個人投資家が6割を占める市場となっている。

加えて、株主としてのシェア（株主分布）についてはさらに長い期間での統計資料が存在する。そこでは、1970年には数%だった海外投資家の株主シェアが、足元では30%程度まで増加している。その一方で国内法人に表される国内企業の売買シェアや株式所有割合の低下がみられている。

(図表 9) 投資家別の売買シェア・株主分布シェアの推移

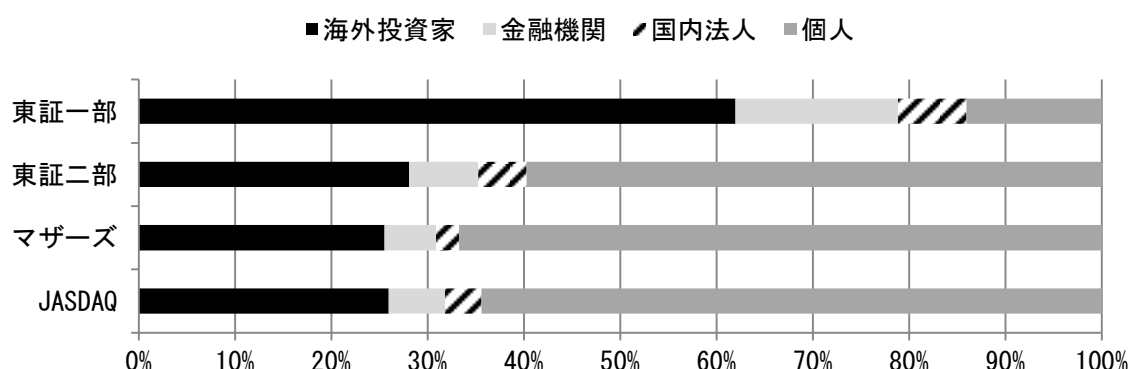


(出所) 東京証券取引所 HP から筆者作成。

<sup>35</sup> 証券会社を通じた委託取引は海外投資家や個人、事業会社、各金融機関に分類されている。

<sup>36</sup> 東京証券取引所の全市場と名古屋証券取引所を対象としたデータを用いている。

(図表 10) 市場別の売買主体別シェア



(注) 2016年1月～12月合計。金融機関は自己分と委託のうちの証券会社合計。

(出所) 東京証券取引所HPから筆者作成。

次に市場別の売買代金を見てみると、東証一部では1日平均において2兆円を超えている規模であるのに対して、他の市場では1000億円に満たない程度となっている。これらから、東証一部では海外投資家が取引のメインプレーヤーであるものの、他の市場ではあまり取引を行っていないことがわかる<sup>37</sup>。

(図表 11) 市場別の売買代金

市場第一部	市場第二部	マザーズ	JASDAQ
2兆7,660億円	515億円	1,109億円	726億円

(注) 2017年1年間における1日当たりの平均

(出所) 東京証券取引所HPから筆者作成。

## (2) パッシブ運用の増加

### a. パッシブ運用の状況

投資家の主体別の変化だけでなく、運用方法による株価への影響についても確認を行う。株価指数に連動するパッシブ運用の残高が、世界で増加している点が指摘されている。杉田(2016)によればパッシブ運用を行う最初のインデックスファンドは1976年に米国で登場し、90年代以降に急速に成長し現在では米国株式投資信託の3割がインデックスファン

<sup>37</sup> ただし、売買フローのデータであり、これら海外投資家が必ずしも機関投資家による売買だけではなく、裁定取引をおこなうHFT(高頻度取引)のシェアも相応に占める可能性には留意が必要。かれらは租税上の観点から、海外法人として取引を行っているといわれている。



ドとなっている。またその3割がS&P500を対象にしたものとなっている。日本においても株式投信の残高は足元で100兆円を超え、そのうちインデックス運用型は約20%を占め増加傾向にある<sup>38</sup>。

その背景に、①米国株全体の収益性に対する期待、②ETFの品揃えが充実、③投資家のコスト意識の高まり、④メディア等によるアクティブ運用への疑問の提起などが挙げられている。一方、パッシブ運用ファンドの拡大がもたらす問題として、アクティブ運用が果している「株式市場の資本配分機能」の低下を招く恐れや、ETFについて原資産価格との連動性の問題・証券市場の混乱要因になる恐れなどが指摘される。

インデックス運用の対象となる株価指数をみると、世界的に有名なS&P500は、NYSEやNASDAQの上場市場を横断して銘柄が選定されている。また、日本において代表的な株価指数の一つである日経平均株価は東証一部のうち225社だけが選定されている。TOPIXは東証一部上場企業すべてが構成銘柄となり、時価総額加重平均によって算出されている。選定のスクリーニングは市場の別だけであり、東証一部に市場変更をすれば必ず指数の構成銘柄となり、TOPIXを対象とするパッシブ運用の資金が流入する。すなわち、東証一部に市場変更を行えば、その企業業績やガバナンスに関わらずTOPIXに対するパッシブ運用の投資を得られることになる。

#### b. 市場への影響

パッシブ運用の株主によるモニタリング効果に対する見方については議論が定まっていけないものの、少なくとも構造的に市場変更によって当該企業株価の流動性や投資残高は増すことになる。また、Goshen and Hannes (2018)はパッシブ運用の世界的な増加がコーポレートガバナンスに与える影響について論じている。機関投資家による株式保有比率が平均で70%となっていることを指摘し、パッシブハウス主要3社（ブラックロック、ヴァンガード及びステートストリート）<sup>39</sup>によってガバナンスがコントロールされるとしている。そのため、米国の企業法（特にデラウェア州会社法や裁判所）の役割の低下について指摘している。

ほかに、ETFについてはレバレッジ型（先物を用いて対象指数の2倍等の値動きをする

<sup>38</sup> 投資信託協会資料を参照。

<sup>39</sup> それぞれ2017年末の運用残高はブラックロック691兆円、ヴァンガード351兆円、ステートストリート301兆円となっており、日本で最も大きい三井住友信託銀行グループの85兆円と大きな乖離がある。2018年11月21日日本経済新聞及びINVESTMENT&PENSIONS EUROPE 2018を参照。

投資信託)のETFが行うリバランスの行動が株式市場にプロシクリカリティ(変動と同方向の取引を行うことでその変動をさらに増幅させる働き)を与えているとの指摘もある。我が国におけるレバレッジ型投信は近年残高を急速に拡大し純資産残高が1兆円を超えている状況について、岡部/丹羽/佐々木/長野(2016)は少なくとも日本株市場では、株価変動に対する「逆張り」の資金流入や高い流動性から、レバレッジETFが株式市場を歪めてはいないことを示している。

このような個社の成長や業績に関わらずに株価が上昇している環境下においては、個社の株価や時価総額の騰落をみるに当たっては、株価指数と比較したアウトパフォーム又はアンダーパフォームの程度を確認する必要がある。例えば東証一部に市場変更した企業の株価であればTOPIXと比較することで、個社分の騰落を検証することができる。

### (3) 社会的責任投資の拡大

世界的な投資における動きとして、社会的責任投資(Socially Responsible Investment; SRI)が広がっていることを伊藤(2016)が指摘している。これは投資を通じて持続可能な社会の構築に貢献しようとするものであり、地球環境や資源、貧困や人権などの社会的課題に対する関心の高まりが背景にあるとしている。SRIに関連した運用額は2014年時点で約21兆ドルといわれ、2012年からの2年間で61%増加したことを挙げている<sup>40</sup>。

伊藤(2014)によればSRIの歴史は1920年代に教会の資金運用において宗教的価値観にそぐわないたばこやアルコール企業を投資対象から除外したことや、1960年代における反戦運動や消費者運動が元にあるとしている。また、年金基金の運用においてその手法が取り入れられてきた。そして、1990年代以降にはCSR(Corporate Social Responsibility, 企業の社会的責任投資)の高まりや2006年に国連責任投資原則(United Nations Principles for Responsible Investment; UN-PRI)が出されたことを挙げている。

国連責任投資原則は、当時のアナン国連事務総長が金融業界に対して提唱したものが基礎となり機関投資家がコミットをするものとして策定された。投資の決定に環境・社会・企業統治の3つ(ESG)の観点から評価を行うことを組み入れることで、持続可能性の問題に取り組むものとなっている。日本においてはGPIF(年金積立金管理運用独立行政法人)<sup>41</sup>が2015年に署名をしたほか、多くの運用期間がすでに署名をしている<sup>42</sup>。そのような社

<sup>40</sup> 社会的責任投資の手法として、①スクリーニング(ネガティブスクリーニング又はポジティブスクリーニング)、②インテグレーション、③エンゲージメントの3つが挙げられている。

<sup>41</sup> 日本の公的年金のうち厚生年金と国民年金の年金積立金の運用を行う独立行政法人。その運用額は約

会的責任投資の高まりのなかで、ESG投資についても投資資金が拡大している<sup>43</sup>。

### 第3節 市場の課題

#### (1) 時価総額の上位企業の状況

上場会社の企業年齢やその業種等をみると、日本の上場会社について時価総額の上位の企業が、従来からの企業（オールドエコノミー）によって占められていること、すなわち新しい企業（ニューエコノミー）の成長の弱さが指摘されている。

まず、一橋大学の米倉（2017）は日本の時価総額の上位企業が社歴の長い企業に偏っていることを指摘している。特にその上位をインフラ企業や民営化企業が占めており、米国の時価総額上位がアップルやアルファベット（グーグルの持株会社）などの第4次産業革命の企業であることと比較している。加えて、本田技研工業や日産自動車、日立などのトヨタを除く製造業トップ16社の時価総額合計が、アルファベット1社と同程度であることも指摘し、産業の新陳代謝が進んでいないとしている。

また、経済産業省の石井（2014）も2013年時点であるものの、Forbesが実施する世界トップ2000社において、米国企業466社のうち1/3にあたる154社が1980年以降の設立企業である一方、日本は181社中1/8の24社と少ないことを挙げている。加えて、1980年以降に設立された企業の時価総額の合計を見ると、アメリカは3.8兆ドルであるのに対して、日本は約3,800億円と1/10の規模となっている。さらに持株会社化などによる設立を除くと、該当するのはソフトバンク、楽天、ルネサスエレクトロニクス、ジュピターテレコム<sup>44</sup>及びヤマダ電機の5社に限られるとして、若い企業の成長が弱いことを指摘している。

日銀のレポートとして千家/藤原/ポジ（2012）は米国では一部の新興企業の著しく高い株価上昇率が、株価指数全体の押し上げにも寄与している一方で、日本株においては相対的低迷の要因の1つが新興企業のプレゼンスの低さにあることを示唆している<sup>45</sup>。また、

---

156兆円（2018年3月末時点）。

<sup>42</sup> 2018年6月時点において、世界全体で署名しているのは2006社、うち日本は62社（主要生保、信託銀行、アセットマネジメントなど）となっている。

<sup>43</sup> 日本のESGに関する評価機関が計算するスコアが低いことが指摘されているものの、その要因となっているガバナンスの評価方法が日本の実態や制度にそぐわないとの声もある。

<sup>44</sup> 2013年7月にKDDIのTOBによって上場廃止となっている。

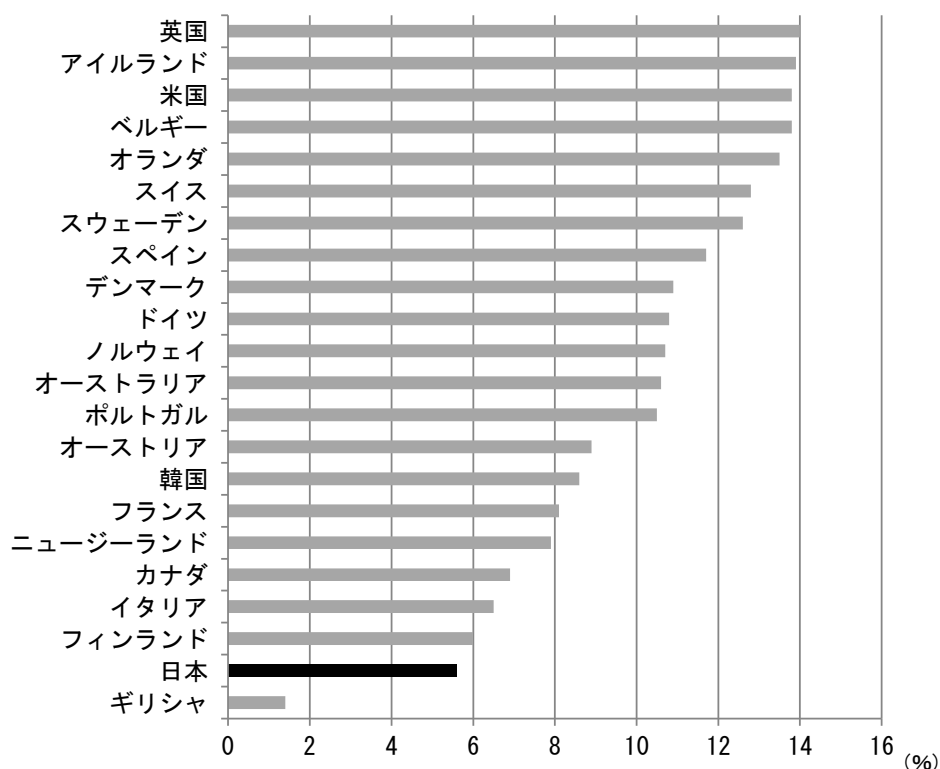
<sup>45</sup> 2016年から2017年ごろにかけて米国株では、時価総額がトップで成長期待がある企業である

一般的には、企業が成熟するにつれて、その株価は大幅な上昇が見込み難くなり、株価のボラティリティは低下し、企業年齢と株価上昇率、企業年齢と株価ボラティリティの間には、いずれも負の関係が成立すると予想される下で、2000年以降の日本株と米国株の動きをみると、企業年齢が高まるにつれて、株価のボラティリティは日米ともに低下しているが、株価上昇率については、米国では低下する一方、日本では上昇することを示している。

## (2) 低いROEへの指摘

先述のように、東証市場における投資家のシェアの状況から、海外投資家のプレゼンスの高さが確認された。その上で、海外機関投資家の投資においては投資対象である日本企業のROEの低さが指摘されている。

(図表 12) 主要国平均ROE比較



(出所) 柳 (2015) から転載。

ROE (自己資本利益率) は、純利益/株主資本で求められ、株主資本を用いてどれだけ

---

Facebook、Amazon、Netflix、Googleの4社の頭文字をとって「FANG」への投資がパフォーマンスがよいことを指摘する声が多かった。もっとも2018年のパフォーマンスは悪化しており、各種規制への対応コストや今後の成長について指摘する声がある。

収益を上げることができたかの効率性の指標となっている。ROE はデュポン分解によって3要素に分解され、 $ROE = \text{純利益率} \times \text{総資産回転率} \times \text{財務レバレッジ}$ となり、算式にすると次のようになる。

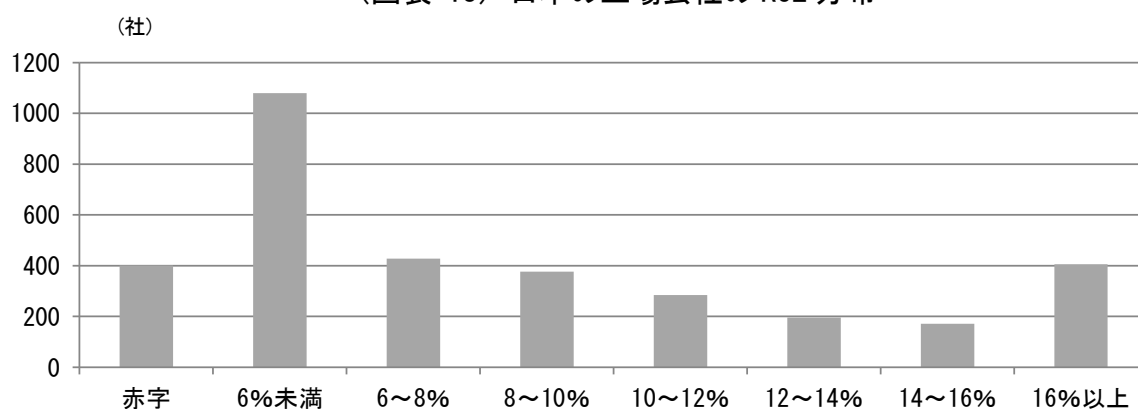
$$ROE = \frac{\text{純利益}}{\text{売上高}} \times \frac{\text{売上高}}{\text{総資産}} \times \frac{\text{総資産}}{\text{株主資本}}$$

東証のディスクロージャー部会委員であるエーザイの CFO の柳（2015）は、UBS 証券での経験などをもとに、海外投資家が ROE を投資の指標として重要視する背景には、ROE は長期的な株主の利益率（株価の上昇と配当金による株主の総合利回り Total Shareholder Return）の近似値になるためとし、グローバルに投資を行うにあたっては判断が行いやすいことを挙げている。また、外国人投資家の日本株保有比率と TOPIX の対前年増減率には強い相関があることも示している。

次に、日本の上場会社における ROE について平均値だけでなく分布をみると、半分程度の企業は ROE が 8% を超えている。さらに、16% 以上の企業は 400 社程度も存在しており、一様に ROE が低いわけではない。一方で、ROE が 6% 未満の企業が 1/3 社以上存在しており、これらの企業群が平均値を押し下げていると考えられる。

また、ROE に着目するのは海外投資家だけでなく、日本の機関投資家についても同様であり、生保協会（2017）によれば、機関投資家（保険会社、アセットマネジメント、銀行など 93 社）へのアンケートにおいて「経営目標として重視すべき指標」としての質問への回答として ROE が最も高く 78.5% となっている。

（図表 13）日本の上場会社の ROE 分布



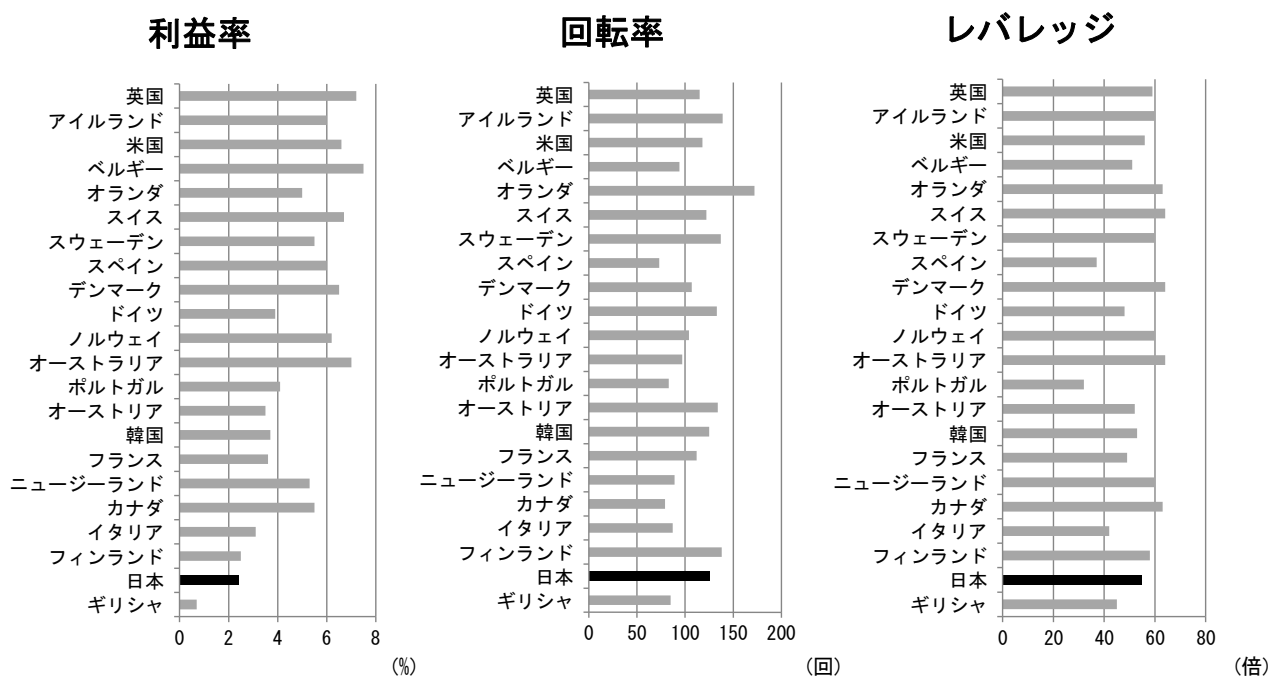
（出所）生保協会（2017）から転載。

柳（2015）はROEの低さについて、各国のデータをデュポン分解の3要素それぞれで比較したうえで、総資産回転率及び財務レバレッジについては、他の国と大差がなく、純利益率が低いことが要因となっていることを挙げている。

そのため、ROEを高くすることを求めることは、ROE批判としてきかれるような“株主原理主義”であり、行き過ぎたショートターミズムが横行し、無理やりレバレッジを高めさせて倒産リスクにさらされるといった声は失当であるとしている。

また、PBR（株価純資産倍率）の低さについても柳（2015）は指摘をしている。PBRは時価総額／株主資本によって求められ、企業が保有する純資産と株価による時価総額を比較しており、この指標が1倍以下であれば当該企業は解散をした方が株主の利益になるとされる。PBRは、 $PBR = PER \times ROE$ によっても求めることができ、日本企業のPBRが欧米企業の半分程度の低さである要因を先述のROEの低さに求めている。また、各国のPBRとROEについても正の相関があることを示している。

（図表 14）主要国 ROE のデュポン分解



（出所）柳（2015）から転載。

### (3) 金融政策によるETF買入れ

本節では市場の課題として、新しい企業が大きくは成長していないことと、市場全体として低いROEの状況の指摘についてみてきた。これらは市場での正当な株価評価を前提としたものとなっている。一方で、日本の株式市場、特に東証一部についての株価の評価については、世界的なパッシブ運用の増加に加えて金融政策によるETFの買入れによって、個別企業の評価以上に株価が高まっている可能性が指摘されている。

日本銀行の金融政策によるETFの買入れは2010年の白川総裁時代から行われていたものの、2013年4月の黒田総裁による量的質的金融緩和の導入によって、「資産価格のプレミアムに働きかける観点から、ETFの保有残高が年間約1兆円に相当するペースで増加するよう買入れを行う。」こととされた。またこれの対象はTOPIXか日経平均225を対象とするものであった。そして2014年10月の「量的・質的金融緩和」の拡大として当該金額を3倍の年間3兆円に相当するペースに引き上げ、さらに買い入れるETFの対象指数にJPX日経400を加えることとした。また、2015年12月には「量的・質的金融緩和」を補完するための諸措置の導入としていままでの3兆円のETF買入れに加え、新たに年間約3,000億円の枠を設け、「設備・人材投資に積極的に取り組んでいる企業」<sup>46</sup>の株式を対象とするETFを買入れることとした。さらに、2016年7月にはこの金額を倍増となる年間6兆円に引き上げている。

このような金融政策によって、2017年末時点では約22兆円のETFを日銀が保有していると日本総研(2018)が試算しており、これは東証一部時価総額合計の3.2%を占めることとなる。同試算では日銀がETF買入れで株価に与えたインパクトの推計として2017年12月末時点の日経平均株価22,765円のうち約1,900円が日銀の政策効果による押し上げ分と試算している。また、ETF買入れ開始以降の株価上昇幅のうち15.1%に相当するとしている。

ETFを通じた個別株式の保有は大量保有報告書の提出対象ではないため、日銀の株式保有割合は開示されていないものの、一部の企業では事実上の大株主になっているとの指摘もある<sup>47</sup>。また、具体的にどのようなタイミングや条件で買入れを行うのかは明らかにされていないが、前場が下落した日には買入れが行われることが多いとの観測から、それを見越したトレードも聞かれている。

<sup>46</sup> 東証やほか運用会社から当該基準を満たす指数が開発され、同指数を対象とするETFが上場された。

<sup>47</sup> 同様に金融政策として行っているREIT(不動産投資信託)については、個別REITの投資口を購入しているため、複数のREITにおいて日本銀行の大量保有報告書が提出されている。

ETF 買入れの金融政策によって、個別株式の株価への資金流入となり時価総額の押し上げ又は下支えとなっている<sup>48</sup>。これはパッシブ運用である TOPIX や日経平均等を対象にしたETF であるため、個別企業の業績に関わらず押し上げ又は下支えの効果が生じることとなる。そのため、時価総額の評価にあたっては TOPIX などの市場ベンチマークと比較した騰落を確認する必要がある。

### 第4節 小括

第2章では、日本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、近年では 80 社前後が新規上場または市場変更を行っていることを確認した。また、東証一部の規模が他の市場とは異なり大きいことについても整理を行った。そして、取引を行う投資家についても状況を確認し、東証一部では海外投資家のシェアが高いことや社会的責任投資の拡大の状況を確認した。

市場の課題として、大企業の時価総額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、利益率の低さが要因であることをまとめた。さらに日本の株式市場、特に東証一部における株価の評価については、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を指摘した。

---

<sup>48</sup> 他にも GPIF が 2014 年 10 月に基本ポートフォリオの変更を公表し、当時約 130 兆円の運用資金のうち国内株式の比重を 12%から 25%に高めるとした。



## 第3章 東証一部ブランドの形成

第3章では、東京証券取引所における上場市場の階層構造がどのように形成されてきたのか明らかにする。そのために各市場の成立ちについて、第1節では本則市場、第2節では新興市場、第3節では証券取引所の統合について調査する。また、形式的な構造だけでなく、実質的に東証一部のブランドがどのように形成されてきたかを併せて整理する。そして、第4節では東証一部のブランドを確かめるために、資本市場以外の分野で用いられる東証上場又は東証一部上場の位置づけをアネクドータ的に調査する。

### 第1節 本則市場の成立ち

現在の東京証券取引所には、本則市場として市場第一部及び第二部、マザーズ、JASDAQ並びにTokyo PRO Marketの上場市場が存在する。これらの市場がどのように設立され、現在の階層構造が生まれたのかその沿革を調査する<sup>49</sup>。

#### (1) 証券取引所の設立・再開

##### a. 明治の株式取引所と戦時中の統合

現在の東京証券取引所は1949年に証券会社による会員法人として設立された。同時期には大阪、京都、神戸、名古屋、広島、福岡、新潟の各証券取引所が設立されている（神戸証券取引所は1967年に解散。）。

法人としての設立は1949年であるものの、日本の証券取引所の始まりは明治期に遡り、東京証券取引所は1878年に東京株式取引所が設立されたことが起源となる<sup>50</sup>。当時、他に大阪、京都、横浜、神戸、名古屋、広島、福岡、長崎、新潟及び長岡の計11か所に有価証券の取引所が設立されていた。しかしながら、第二次世界大戦中の1943年に国の指導の下で全国11か所の取引所が統合され、日本証券取引所となる。そして日本証券取引所は戦後の1947年に解散となってしまふ。すなわち、現在の市場の歴史は、戦争によって閉じられた証券市場が再開を目指す動きから始まる。

<sup>49</sup> 本章における第1節から第3節までにおいて、特段断りのない歴史的記述の箇所は、いずれも東京証券取引所の年史と大阪証券取引所の年史を参考とした。

<sup>50</sup> 株式取引所設立の背景に、士族の俸禄を債券化した公債の取引や、生糸輸出における洋銀取引の問題があること、渋沢栄一による合本制度導入の取組み等が挙げられている。また、創立時の東京株式取引所の株主は、維新の功労者、三井系、渋沢系、仲買人の4陣営がバランスよく配されていた。詳細は日本取引所グループ（2017）を参照。

#### b. 戦後の再開に向けた動き

東京証券取引所の20年史によると、1945年8月10日に日本証券取引所の立合いが停止したまま終戦を迎えたため、受渡し未済玉が存在した状態であった。これらの処理を終戦直後の同年9月に完了させることができたことに加えて、取引所再開の気運が高まったことで、当時の大蔵大臣から「10月1日を期して、広島を除く全国市場を再開する」旨が発表される。

しかしながらGHQからは、取引所の再開に当たっては運営の計画をGHQから承認を得る必要がある旨の「証券取引所に関する覚書」が政府に交付され、再開は延期となる。この背景には財閥解体をはじめとする経済の民主化を優先すること及び戦時経済の要請によって発足した日本証券取引所の機構そのものの改革が必要であるとの考えがあった。

もっとも、証券取引所の再開が行われない一方で、戦後の生活における証券の換金の必要性から、証券業者による相対・集団での売買が自然発生的に取引所付近のビルの一室で行われていた。

#### c. 財閥株式の分散

証券取引所の再開が行われない状態が続く一方で、財閥解体に伴ってその旧財閥の株式を分散して所有させる必要が出てくる。1947年からはGHQをはじめとして「証券が広く日本国民の間に分散されることを期待し、証券が旧所有者の手に復帰しないように注意して」と、株式の所有を一般大衆に移す動きが活発化する。売り出しが必要となった株式は約200億円であり、当時の株式払い込み総額437億円の約半分であった。

そこで、「国民一人一人が株主に」を合言葉にキャンペーンが行われ、従業員への売出し、一般入札、証券業者による引受け売出しによってそれら売出しを実現する。また、政府も配当制限の撤廃や法人税の引下げの施策を講じた。この間、米国の1933年証券法及び1934年証券取引所法を範とした証券取引法が1947年3月に公布される。これを受けて、新しい証券取引所の設立準備が進められた。

#### d. 証券取引の設立

そして、1949年4月1日に東京証券取引所が設立され、5月16日から立合いを開始する。当時の上場銘柄は485社で、日本証券取引所に上場していた銘柄が引継上場されたも

のであった。なお、日本証券取引所の再開はその戦時性の性格から難しいことが見込まれたため、所有する証券取引所の建物等の不動産を現物出資する形で不動産会社を設立し、日本証券取引所は解散をしている<sup>51</sup>。

また、集団売買については証券取引所が再開された後も、非上場銘柄の取引の場として活用されていた。1949年6月に日本証券業協会<sup>52</sup>が、非上場会社を育成し中小企業に資本調達の間を与える観点として、店頭売買承認銘柄制度が創設される。当該制度では日本証券業協会が定める一定の基準に適合した株式について流通の円滑化が図られた。

## (2) 市場第二部の開設に向けた動き

### a. 第二市場の検討と証券取引法第87条

同様に東京証券取引所の年史によると1957年頃に投機的な動きが散見されるようになり、上場審査基準の強化と上場廃止基準の制定が検討された。また、従前の集団売買から続く店頭市場の整備が会員から要望されるようになった。そこで、同年3月に第二市場制度研究特別委員会が設置され、第二市場の検討が開始されるようになる。

しかしながら、証券取引法第87条において証券取引所は2以上の有価証券市場を開設してはならないと規定されていたことや、ほかの証券取引所との関係から時期尚早との結論に達したとされる。

当該証券取引法第87条の趣旨を神田(1997)は、同一の経営主体が複数の市場で同一の有価証券を扱えば需給の集中が妨げられ、同一の有価証券につき複数の価格が同時に発生してしまうと、価格の公正性や流通の円滑性に支障をきたす結果となるおそれが生ずるためと指摘している。

上場審査基準の強化については見直しが行われた。資本金については1億円以上から3億円以上、株主数は1,000人から2,000人以上、浮動株数は35%か200万株のいずれか低い方から35%以上または300万株以上かつ10%以上、設立後経過年数は2年以上から3年以上と変更がされた<sup>53</sup>。併せて検討が行われていた、上場廃止基準を設けることは多数

<sup>51</sup> 設立された当該不動産会社は平和不動産株式会社であり、現在でも東京証券取引所ビルなどの全国の証券取引所(証券取引所は賃借人)の建物をはじめとした賃貸事業を行っている。日経新聞(2018年11月29日)によれば、東京証券取引所ビルの賃料は1997年までは東京証券取引所の株式売買代金に連動していた。この背景には実質的に売買高に応じた賃料収入となることで、実質的に証券取引所の収益構造と変わらないようにしたことや、市況を表す撃柝売買の銘柄となっていたことが指摘されている(日本取引所グループ(2017)参照)。

<sup>52</sup> 当時は地域ごとの証券業協会であった。全国的な組織である日本証券業協会となったのは1973年。

<sup>53</sup> 配当率年10%以上は従前と同様。

の上場会社に影響が出るとして見送られた。

b. 国会における審議と第87条の解釈

その後、経済の急拡大を背景に店頭売買は急速に活況を呈し1958年から1961年にかけては取引量が3倍に増加した。このような店頭取引の拡大を背景に社会的関心が高まり、1961年に入ると衆議院大蔵委員会においても審議がなされた。同年3月15日に懸案であった、証券取引法第87条については法制局が「上場銘柄をその性質に応じて、たとえば、第一市場銘柄と第二市場銘柄とに分け、第一市場部と第二市場部における売買管理の技術的方法を異なるものにした場合にも、いわゆる一物一価の原則が成立し、かつ管理者が同一であり、基本的に同一の管理方法が採用されている限り、有価証券市場としてのこの同一性が失われるものではなく、法律上の問題はない」という解釈を明らかにする。

これを契機として、証券取引所のなかに第二市場を併設する方針が5月に決められる。そして大蔵省の要請の下、第二市場開設準備は急速に進められ同年10月に市場第二部が開設された<sup>54</sup>。

(3) 市場第二部の開設の実現

a. 市場第二部の制度

市場第二部の開設によって、従前から上場していた銘柄は市場第一部銘柄とし、市場第二部には店頭銘柄312社が上場した<sup>55</sup>。市場第二部の上場審査基準は従前の基準（市場第一部）よりも緩和され、資本の額1億円以上、株主数250人以上、浮動株数40万株以上かつ5%以上とされた。さらに翌年1962年9月末まで（開設から1年間）の経過措置として資本の額5,000万円以上、資本の額が1億円未満の場合は浮動株数20%以上という基準も設けられた。併せて市場第二部から市場第一部への「上場株券の市場第一部銘柄指定基準」、  
「上場株券の市場第一部から市場第二部への指定替え基準」及び「株券上場廃止基準」が設けられた。

この市場第二部の開設によって、日本の証券市場にはじめて階層が作られ、設立当初から市場第一部への一部指定というステップアップの概念も併せて設けられたことが確認できた。この市場第一部と市場第二部の区分けは現在においても続いており、市場第一部と

<sup>54</sup> 同時に大阪証券取引所及び名古屋証券取引所においても市場第二部が開設された。各取引所の市場第二部の発足に伴い証券業協会の店頭売買承認銘柄制度は廃止された。

<sup>55</sup> 店頭銘柄のうち32社が市場第一部に上場している。

市場第二部が別々の市場として見られることが多いが、規則上は同一の本則市場であり、そのうち市場第一部に指定された銘柄を市場第一部と呼んでいる<sup>56</sup>。

小林（2014）は、開設の気運の背景には米国のアメリカン取引所<sup>57</sup>のように新興企業・中小企業株を対象とした証券取引所を日本に設立してはどうかとの議論が出たことを挙げている。一方で、当時の大蔵省は1地区に複数の取引所を認めない主義であったため、取引所内部の別の「部」として市場第二部が開設されたと整理している。

#### b. 第二部の開設直後の勢いとその後の上場会社の業績不振

開設された市場第二部は、当初は成長期待から活発な売買と株価の急伸が見られたほか、開設翌年の1962年の1年間には180社が新規上場をするほどの勢いであった。また、市場第二部から市場第一部への指定も43社あり、所期の目的である中型企業の育成に成果を収めたとされた。

一方で、大幅に緩和された上場審査基準によって店頭銘柄のほとんどを市場第二部に吸収したため、業績に不安な会社もあり、倒産する企業も続出する状況となっていた<sup>58</sup>。また、1964年の山陽特殊製鋼倒産にみられるように、市場全体が企業業績の悪化から市況不振となっていた。市場第一部は日銀の特別融資を背景にした株価対策によって持ち直しをしたものの、市場第二部は換金市場と化していた。このような不況抵抗力が比較的弱く業績悪化による減配や倒産企業が続出したことが、市場第二部銘柄に対する不信感を強める要因になったと年史において指摘されている。

## 第2節 金融ビックバンと新興市場の開設

### （1）金融ビックバン

#### a. 金融ビックバンによる法改正

1996年に当時の橋本首相の指示により金融ビックバン<sup>59</sup>と呼ばれる改革が行われる。そ

<sup>56</sup> 有価証券上場規程第101条「取引所に上場する株券等（優先株等を含む。以下この章において同じ。）のうち、次条に定めるマザーズ及び第103条に定めるJASDAQに上場する株券等を除くものに係る市場は、本則市場と称する。」第2項「新たに本則市場に上場した内国株券又は外国株券等は、この編の規定により市場第一部銘柄に指定されるものを除き、市場第二部銘柄に指定する。」

<sup>57</sup> アメリカン取引所が当初、舗道の上で取引（青空市場）されていたことから舗道の縁石を意味するカーブ取引所と呼ばれていた。

<sup>58</sup> 1963年に上場した日本不動産は上場後2か月半後に倒産している。

<sup>59</sup> 1995年ごろから中小金融機関の破綻や、大和銀行ニューヨーク支店での巨額損失、住宅金融専門会社

のなか重要な役割を占める金融システム改革法が1998年12月に実施された。これは「国民に、よりよい資産運用と資金調達の道を提供するために、ニューヨーク・ロンドンと比肩しうる、自由で公正な金融システムの構築することを目的として、金融の各業態を超えた総合的な改革を一括して行う。」として、証券取引法、証券投資信託法、銀行法、保険業法等を一体的・総合的に改正<sup>60</sup>するものであった。

そのうち、特色ある多様な市場システムの整備として、取引所市場のあり方の見直しが開げられ、証券取引所に係る規制の改正の中で、証券取引所は2以上の有価証券市場を開設してはならないと規定されていた証券取引法第87条は削除となった。また、同整備では「投資家や資金調達者が、従来の取引市場のみならず、多様な市場と資金調達のチャネルを利用できるよう、各種の市場を整備する。また、我が国市場の空洞化を防止するため、市場の効率性と魅力を高めるべく改革を進める。」として、取引所集中義務の撤廃、店頭登録市場の機能強化及び私設取引システムの導入が行われた。

#### b. 新興市場の開設

そのような証券取引所に求められる市場のあり方が変わり、複数の市場を開設することが可能となる中で、各証券取引所には新興市場創設の動きがみられた。1999年11月に東京証券取引所がマザーズ市場<sup>61</sup>を開設する。また、2000年5月に大阪証券取引所がナスダック・ジャパン市場を開設（2002年12月にヘラクレスに変更）した。他にも札幌証券取引所がアンビシャス、名古屋証券取引所がセントレックス、福岡証券取引所がQ-Bordと、各証券取引所が新興市場を開設している。

新興市場の必要性について当時、京都大学の吉田（1998）は「ベンチャー・キャピタルがベンチャー・ビジネスに投資して回収するにはベンチャー・ビジネスが上場することが必要になる」としながらも、「証券取引所への上場は非常に厳しい」とし「ベンチャー・ビジネスが上場するには、このように長期の期間がかかるとなると、ベンチャー・ビジネスの設立に投資する魅力はいちじるしく低下する」と指摘している。そこでNasdaqを例に挙げながら、新しい流通市場の必要性を指摘していた。

---

などをめぐる問題への非難を受けて行われたもの。1996年の総選挙後に突如発表された。もっとも背景にある大蔵省による提案などについて戸矢（2003）が分析をしている。

<sup>60</sup> 関連法を含めて24つの法改正を一括して行うものであった。

<sup>61</sup> Market of the high-growth and emerging stocksの頭文字からMothers。

## (2) マザーズ

東京証券取引所 50 年史では新興市場について「将来性のはっきりしない新興企業向けのファイナンスは、本来ベンチャー・キャピタルの仕事であり、不特定多数の投資家が投資する公開市場にはなじまないとの考えは一理ある。」としながらも、「1990 年代後半には、日本経済の低迷脱却・活性化、産業構造の深化のために、新規産業・新興企業への期待が高まった」としている。そのうえで「我が国では、これまで店頭市場が証券取引所の補完的存在との位置づけであり、新興企業向けの証券市場は店頭市場の「仕事」とみなされてきたが、この位置づけは見直され」としている。そして、1997 年の証券取引審議会の報告や 1998 年に金融システム改革法を経て、そのような区別はなくなったとしている。

そして、東京証券取引所は 1999 年 2 月に「東証の将来像について」等において新興企業向けの市場の創設を明らかにし、準備を進め、同年 11 月にマザーズ市場を開設する。

もともと既に 1996 年に新規性のある事業を営む会社の上場のために、上場基準の特例を設けていたものの、実際に当該特例を用いて上場する企業はなかった。マザーズは当該特例の基準を一部引き継ぐ形で上場基準が定められた。特に、「今後の成長又は拡大が期待される分野に属する事業」または、「新たな技術・着想に基づく事業」を展開する新興企業に絞った独自の市場として開設された。上場基準だけでなく、審査期間は本則市場と比較して短縮されたほか、審査のための提出書類も少なく規定された。

東京証券取引所によれば「21 世紀の日本経済発展、維持のためには、新規産業・新興企業の育成が不可欠であると考え、次世代の我が国経済を担う高い成長可能性を有する新興企業の資金調達を円滑にし、あわせて、投資者に多様な投資物件を提供することを目的として、新興企業向けの市場」<sup>62</sup>として開設された。また、当初は本則市場からマザーズへの市場変更ができる制度を設けていた。

## (3) ナスダック・ジャパン

このような新興市場が相次いで創設されたきっかけの一つは 1999 年 6 月に米国のナスダックとソフトバンクの提携によるナスダック・ジャパン市場構想が公表されたことによる。Nasdaq Global Holdings とソフトバンク株式会社がナスダック・ジャパン・プランニング株式会社を設立し、日本にナスダック・ジャパン市場を創設しようとした。ナスダックは当時ナスダック・ヨーロッパの創設も進められる中、日欧米の三か所での市場構築を

<sup>62</sup> 経済産業省 第 2 回ベンチャー企業の創出・成長に関する研究会 資料

目指す戦略であった<sup>63</sup>。既存の証券取引所とは独立した市場を作ることが目指されたものの、当局との折衝等においてその実現が難しく<sup>64</sup>、証券取引所との提携を選択し、大阪証券取引所が提携交渉を行った。

大阪証券取引所はこの提携交渉を「①米国におけるニューヨーク証券取引所とナスダックのように東証と並び立つかたちのものにし、日本においても競争を通じた効率化が可能な体制を構築することができる、②多数の企業が株式を公開する一方で、多数の企業が上場を廃止するという新陳代謝の活発な米国ナスダック市場から、市場運営のノウハウを取得できる、③ナスダック・ジャパン市場を大証内に開設することができれば、新規上場と売買の両面で大幅なてこ入れが可能となる」との観点から行い、同年12月にナスダック・ジャパン市場を大阪証券取引所に開設することで合意がなされる。

そして、2000年5月に開設したナスダック・ジャパン市場であったが、ナスダックに沿った売買・決済制度<sup>65</sup>を目指して開発が続けられたものの、証券会社のシステム対応コストやコンプライアンスリスクなどから時期尚早と新制度導入が進まない状況にあった。こうした中で、ナスダックから大阪証券取引所への収益配分方法の見直し検討があったものの、2002年8月にナスダック・ジャパン株式会社は臨時の取締役会を開き営業活動の停止と同年10月をもって大阪証券取引所との業務提携を解消することとなる。そこで大阪証券取引所はナスダック・ジャパン市場をヘラクレス市場<sup>66</sup>として単独で運営することとなる。

東京証券取引所においてはナスダック・ジャパン構想が発表されるよりも前の1999年2月に発表した証券政策委員会報告書「東証の将来像について」でもベンチャー株式市場の育成を検討課題の一つとして掲げており、ナスダック・ジャパン構想がなくとも何らかの措置がとられていたことは間違いないものの、マザーズの開設が同年11月と、異例とも言えるスピードで進められた背景には、ナスダック・ジャパン構想に対する対抗意識があったと大崎（2000）は指摘している。

---

<sup>63</sup> 米国 Nasdaq 市場はマイクロソフトやインテルが上場し急成長していたものの、電子証券取引ネットワーク（ECN, Electronic Communications Network）に取引のシェアが奪われていた。

<sup>64</sup> 当時の証券取引法では、証券取引のための市場を開設できるものを証券取引所と証券業協会に限定していたため、ナスダックとソフトバンクは新たな証券業協会を設立することを試みていたと大崎（2000）は指摘する。

<sup>65</sup> 米国 Nasdaq の特色であるマーケットメイカーの導入や、証券決済に日本では日本証券決済（日証決）が用いられていたのに対して、グローバルな商業銀行を用いることなどが挙げられる。

<sup>66</sup> Nippon New Market “Hercules” と称した。



#### (4) JASDAQ 市場

JASDAQ 市場の成立ちの経緯を整理すると、前述の集団売買に端を発する店頭売買承認銘柄制度に遡る。同制度は 1961 年に市場第二部創設とともに廃止となったが、その後も中小規模の未公開企業の株式を証券会社の店頭で取引する事例がみられたため、1963 年新たな登録制度を設け、一定の要件を満たした株式について日本証券業協会が登録銘柄として登録し、証券会社間の売買値段や売買高等を発表することとした。また、1970 年代に入ると店頭取引における投資者保護が求められ、1975 年には店頭株式仲介専門の証券会社として証券会社 18 社によって日本店頭証券株式会社が設立される。

金融ビッグバンにおいて、店頭市場についても見直しが行われたことを受けて、1998 年に日本店頭証券は証券業を廃し株式会社ジャスダック・サービスとして日本証券業協会から店頭市場に関する受託業務を扱う一般事業会社となった。

さらに 2000 年の金融審議会における店頭市場の業務運営における株式会社組織の活用を受けて、日本証券業協会が約 7 割の株式を所有するよう第三者割当を行い、商号も株式会社ジャスダックとし、店頭市場である JASDAQ 市場の運営を行うこととなった。また、2004 年には証券取引所の免許を取得し株式会社ジャスダック証券取引所となった。

#### (5) 開設直後の新興市場

こうして東京証券取引所のマザーズ市場、大阪証券取引所のナスダック・ジャパン、日本証券業協会を中心とした JASDAQ 市場が、金融ビッグバンを契機に開設された。また、札幌証券取引所、名古屋証券取引所及び福岡証券取引所においてもそれぞれ新興企業向けの市場として「アンビシャス」、「セントレックス」及び「Q ボード」を開設している。

このような新興市場の開設については市場間競争ともよばれ、上場基準の切り下げ競争との批判も出ていた<sup>67</sup>。もっとも、これら市場への上場需要は高く、2000 年の 1 年間に 203 社が IPO を果たしている<sup>68</sup>。また、当時の新興市場の状況の比較（次図表参照）として、従来からの店頭取引である JASDAQ に比べて、マザーズとナスダック・ジャパンの上場会社の規模が小さいことが同年史において指摘されている。

<sup>67</sup> 各新興市場では上場会社の反社会的勢力排除の課題なども顕在化した。

<sup>68</sup> もっとも、2000 年末の終値が IPO 時の売り出し価格を上回っていたのは 203 社中 51 社にすぎず、市場創設期の課題と東京証券取引所でも指摘をしている。

(図表 15) 新興市場開設直後の状況

		マザーズ	ナスダック・ ジャパン	JASDAQ
市場の状況	上場会社数	29 社	38 社	880 社
	時価総額合計	0.7 兆円	1.1 兆円	10.6 兆円
IPO 企業の 平均値	売上高	39.2 億円	117.7 億円	188.7 億円
	経常利益	△9.3 億円	6.9 億円	10.0 億円
	公開までの期間	7.7 年	15.8 年	28.8 年

(注) 上場会社数と時価総額は 2001 年 1 月末合計。IPO 企業の平均値は 2000 年に IPO をした企業の 1 社あたり平均値。

(出所) 東京証券取引所 50 年史。

### 第3節 証券取引所の統合等

#### (1) 地方の証券取引所の合併

新興市場の開設と前後して、地方の証券取引所の存在にも動きがあった。まず、2000 年 3 月に広島証券取引所及び新潟証券取引所は東京証券取引所と合併した。2001 年 3 月には、京都証券取引所が大阪証券取引所と合併した。広島証券取引所、新潟証券取引所及び京都証券取引所の上場市場には市場の区分がなかったため、それぞれの上場会社は合併時に東京証券取引所市場第二部又は大阪証券取引所市場第二部の上場会社となった。

地方取引所の合併の背景には金融システム改革法を受けたテリトリ一制の廃止が挙げられる。従前、新規上場会社はまず、本店所在地の地域に属する証券取引所<sup>69</sup>に上場しなければならない規定が設けられていた。例えば大阪府に本店所在地を有する企業が東証に上場するためには、まず大阪証券取引所に上場し、その後東証に上場する必要があった。大阪証券取引所年史では、将来的に東証上場を目指す企業であっても、東証の担当地域外であれば各地の証券取引所は必ず新規上場会社を獲得できる既得権益を持っていたこと、また、通信技術が未発達な時代においては、地元企業を各地方の取引所に上場することによって、地方経済の核としての役割を取引所が果たすことが期待されていたと指摘している。

このテリトリ一制は全国取引所の合意によって、各取引所において本店所在地の取引所

<sup>69</sup> それぞれ証券取引所と担当地域は次の通り。札幌証券取引所：北海道、新潟証券取引所：信越地方、東京証券取引所：関東地方・東北地方、名古屋証券取引所：東海地方、大阪証券取引所：近畿地方、広島証券取引所：中国・四国地方、福岡証券取引所：九州地方。

に上場していない企業の上場申請を受け付けない旨が規定されていた。このテリトリ一制について、金融システム改革法では市場間競争の促進の観点から、各取引所の上場規程を見直すことを前提として指摘がされた。東京証券取引所では2000年の広島証券取引所と新潟証券取引所の吸収合併とともにテリトリ一制を廃止、大阪証券取引所においても同年4月からテリトリ一制が廃止された。これによって地方取引所には上場せずとも東京証券取引所や大阪証券取引所に上場できることになり、地方証券取引所の一部は吸収合併の道を選ぶこととなった。

また、証券取引所の統合について、東京証券取引所の社長<sup>70</sup>を務めた鶴島氏への日本証券経済研究所のオーラルヒストリー（2013）では、1978年から地方の証券取引所の地盤低下を背景にして、全国証券取引所構想が提起されるようになっていたことや、非公式な各種検討では「これだけ小さな国に（証券取引所は）八つはいらない」という結論になっていたことを挙げている。しかしながら、2000年の各統合までそのような動きが実現されなかった背景として証券取引所は単に取引施設というだけでなくその地域経済のシンボリックな役割を担っており地域の経済界がバックアップをしていること、労働組合による労働争議が政治問題化している中で、証券取引所の職員の労働組合についても行政も手を付けにくい事項となっていたこと及び、東証から統合問題を挙げると強者の論理と受け止められアレルギー反応を起こしてしまったことを指摘している。そのような中で地方証券取引所の経営状況の厳しさから、広島証券取引所からは1998年7月、新潟証券取引所からは1999年1月に当時副理事長であった鶴島氏に統合の打診があったことを明らかにしている。

また、同研究所のオーラルヒストリー（2017）では、新潟証券取引所に勤務をしていた間瀬氏へのヒアリングにおいて、新潟証券取引所の統合の背景として、同証券取引所での取引が減少していたことによって地場証券会社から収益対比の会費負担が大きいことへの不満があったこと、地元の県や市、商工会議所は関心がなかったこと及び単独上場銘柄<sup>71</sup>の取引をするシステムを構築することに数千万円を要するなどシステムコストが重しとなっていたことが挙げられている。

## （2）大阪証券取引所によるジャスダック証券取引所の吸収

2007年になると同年9月に施行が予定される金融商品取引法のもとでの日本証券業協会

<sup>70</sup> 2004年4月から2005年12月まで。鶴島氏は1961年に入所し、初の生え抜き社長として就任した。

<sup>71</sup> 当時新潟証券取引所には亀田製菓、ブルボン、雪国まいたけ、ツインバード工業などが上場していた。

のあり方について、日本証券業協会に委員会が設けられ議論が行われた。その中では「ジャスダック証券取引所の保有株の扱いについて」をテーマとしても議論が行われ、「①我が国の新興市場は、全国6取引所のすべてに開設されているが、上場会社としての管理体制が十分ではない事例（開示不備、内部統制未整備等）がみられ、市場間の有効な競争よりも弊害が指摘され、結果として、新興市場全体に対する信頼性が低下している、②日本証券業協会はジャスダック証券取引所株式の72.6%を所有しており、日本証券業協会とジャスダック証券取引所との間の利益相反問題の未然防止が必要」との問題認識が示された。

これを受けて大阪証券取引所との間で、日本証券業協会のジャスダック証券取引所株式の売却が協議された。2008年に公開買い付けが行われ、2009年に両社間での基本合意がなされる。そして2010年4月に大阪証券取引所がジャスダック証券取引所を吸収合併し、ヘラクレス市場とジャスダック証券取引所の市場を合わせたJASDAQ市場として開設された。

#### （3）マザーズのステップアップ市場の明確化

マザーズ市場について、開設当初は本則市場とコンセプトは異なるものの、上位と下位の関係ではなく同等の位置づけとして設けられたため、「本則市場からマザーズへ」の市場変更が可能となっていた。

しかしながら、2007年に上場制度総合整備プログラム<sup>72</sup>において、「成長の初期段階にあり、かつ、将来的に本則市場に上場することを指向する企業に早期に資本市場へアクセスする機会を提供する市場としての性格を明確にするよう上場制度の整備を行う」と示された。当該上場制度総合整備プログラムは、2006年9月に設置された上場制度整備懇談会<sup>73</sup>における検討をうけて取りまとめられたものである。その中で、当時市場開設から5年が経過したマザーズについて2006年時点において、市場の位置づけや運営方針の見直しが示されていた。

当該上場制度総合整備プログラムによって、マザーズの位置づけがステップアップ市場であることが明確化されたことを受けて、同年11月に有価証券上場規程等が一部改正され、本則市場（市場第一部又は市場第二部）からマザーズへの市場変更を行う制度が廃止され

---

<sup>72</sup> 上場制度総合整備プログラム2007において示されたもの。上場会社の企業価値及び国際競争力の向上を支援する観点から上場制度の包括的な見直しに取り組むために、上場制度の整備を図ることとされた。同プログラムでは他に適時開示の充実、企業行動規範の制定、子会社上場への対応、内部統制報告制度への対応、種類株式の上場制度の整備、売買単位の見直し、流動性等に係る基準の見直し、上場規則の実効性の確保などが掲げられた。

<sup>73</sup> 第1章の注釈を参照。

た。また、成長の見込まれる企業の上場を促すためとして、従来設けられていた売上高の基準が合わせて廃止されている。

当該上場制度総合整備プログラムによって、マザーズの位置づけがステップアップ市場であることが明確化され、さらに制度変更によって形式的にも整備がなされている。

#### (4) プロ向け市場の設立

2009年に東証は投資家を特定投資家に限定する TOKYO AIM 取引所を、ロンドン証券取引所と合併で設立した。これは、特定取引所金融商品市場の位置づけであり 2008年の金融商品取引法改正によって設けられた<sup>74</sup>。

その後、ロンドン証券取引所との合併は 2012年7月に解消し、東証の市場として TOKYO PRO Market として開設している。この市場は TOKYO AIM 取引所として設立された時から、現在の TOKYO PRO Market に至るまで、投資家をいわゆるプロ投資家に限定する一方で、情報開示が通常の証券市場の上場会社と比較して緩和され、証券取引所が上場審査を行わず証券会社等の J-Adviser が上場適格性の調査・確認を実施することになっている<sup>75</sup>。

#### (5) 東京証券取引所と大阪証券取引所の統合

2011年3月10日に日経新聞において、「東証・大証統合協議へ」と報道がなされる。その後、2011年11月22日に東京証券取引所と大阪証券取引所の両社から経営統合に関する合意が公表された。

当時、東京証券取引所のトップであった斉藤は日経新聞(2017年10月27日私の履歴書)においてこの背景を「グローバル市場の中で証券取引所はナショナルな存在である。お金

<sup>74</sup> 金融商品取引法第2条第32項「この法律において「特定取引所金融商品市場」とは、第百十七条の二第一項の規定により同項に規定する一般投資家等買付けをすることが禁止されている取引所金融商品市場をいう。」同第117条の2第1項「金融商品取引所は、業務規程の定めるところにより、その開設する取引所金融商品市場ごとに、会員等が特定投資家等以外の者（当該有価証券の発行者その他の内閣府令で定める者を除く。）の委託を受けて行う有価証券の買付け（次項において「一般投資家等買付け」という。）を禁止することができる。」

<sup>75</sup> ロンドン証券取引所が開設する AIM 市場の Nominated Advisers（通称 Nomads）制度を参考としている。SMBC 日興証券、OKINAWA J-Adviser、GCA FAS、大和証券、野村證券、フィリップ証券、みずほ証券、三菱 UFJ モルガン・スタンレー証券及びリーディング証券の9社が J-Adviser となっている（2017年8月時点）。ただし実績があるのは OKINAWA J-Adviser、フィリップ証券及びリーディング証券に限られる。なお、2018年には宝印刷やアイ・アールジャパンも J-Adviser となり担当銘柄が上場している。斉藤は日経新聞（2017年10月26日私の履歴書）において「リスクや自己責任に対する日英の市場文化の差に埋めがたいものがあつた。AIM では上場後の企業に問題が発覚すれば、指定アドバイザーの責任や評判にはね返る。「だからこそ証券会社が真剣に企業を発掘し審査をする」と考えるのが英国流だが、日本では「責任が重すぎて割に合わない」と尻込みする向きが多かつた。」と記している。

の流れは国境を越えるが、それを受け止める証取という器は一国の代表として生存競争をくり広げている。複数の主要マーケットが並び立つ米国はむしろ例外の国だ。欧州やアジアでは再編が進み、おおむね1つの国に代表的な証取は1つしかない。「時差もない日本の中で、東京だ大阪だと言っている場合ではない」と自然と思うようになった。」としている。そして、当該統合について最初に報道がなされたのは2011年3月10日であり、これは東日本大震災の前日だったため、震災後「仕切り直しの会合は4月7日、名古屋」において行われその後プロジェクトチームを立ち上げたことを明らかにしている。また、「私が最も気を使ったのは「ぜんぶ東京に集中してしまう」という大証の警戒感を解くことだった。」と記している。

そして、2013年1月に東京証券取引所と大阪証券取引所は日本取引所グループを設立し、当該日本取引所グループを持株会社とした。同年7月には、株式などの現物市場を東京証券取引所に、先物などの派生商品を大阪取引所（大阪証券取引所から商号変更）に集約をさせている。大阪証券取引所の市場第一部、市場第二部及びJASDAQが開設されていた。そのため、東京証券取引所には従来の一部、二部マザーズ及びTOKYO PRO Marketに加えてJASDAQが設けられることとなった。また、市場統合前に大阪証券取引所の市場第一部又は市場第二部に上場していた企業は、それぞれ東証一部又は二部の上場会社となった。

なお、東京証券取引所以外の証券取引所から東京証券取引所に上場することは、東証の制度上は新規上場の扱いであり、JASDAQから多くの企業が東証一部や東証二部に新規上場（経由上場）していた。大阪証券取引所との統合・市場の移管をしたことで、JASDAQ市場は東証JASDAQ市場となり、JASDAQから本則市場への市場変更の規定が整備された。もともと、当該市場変更基準はいままでのJASDAQからの経由上場と同じものとされ、例えば東証一部への時価総額基準は新規上場と同様に250億円とされた（マザーズからの市場変更であれば40億円）<sup>76</sup>。

当時東京証券取引所と大阪証券取引所は現物市場の統合に係る基本コンセプトとして、「統合シナジーの早期実現」を図るとしながら「IPO準備企業に与える悪影響の回避を優先」として、「双方の取引所が、それぞれ特色ある市場コンセプトにより運営してきた本則市場、マザーズ、JSADAQ、TOKYO PRO Marketについては当面維持」と説明をしている<sup>77</sup>。

<sup>76</sup> 本稿では過去の経由上場と現在の市場変更を通じて市場変更等として扱っている。

<sup>77</sup> 現物市場の統合に伴う東京証券取引所における上場制度の整備について（2013年2月）

#### (6) 各市場の成立ちを踏まえた階層構造の形成

現在の東京証券取引所に開設されている本則市場として市場第一部及び第二部、マザーズ、JASDAQ 並びに Tokyo PRO Market の各上場市場がどのような経緯で開設されてきたのかを調査してきた。

まずは戦後のGHQの占領下において、財閥解体と併せて国の主導による全国での株式のプロモーション活動が行われたことで、証券取引所の再開に当たって、国民の認識が高まった。その一方で、上場していない株式すなわち店頭銘柄の取引も引き続き行われていたことから市場第二部の開設につながり、ここで日本の証券取引所に階層構造が生まれることになる。しかしながら、市場第二部への信頼低下を招くような事象もあり、二部があることで相対的に市場第一部への信頼性が増した。

また、金融ビックバンによる改革や、コンピューターの登場による新興企業に対する世の中の期待を背景に、法改正を伴って新興市場が開設される。この背景にはアメリカの市場への脅威もあったとされる。そして各証券取引所がこぞって新興市場を開設し、上場会社の需要を喚起した。しかしながら不祥事などによって、規制の強化と市場第一部への上場ニーズが認識され、ステップアップ市場の役割を強めていくことになる。また、情報通信技術の発達に伴うテリトリー制の廃止によって地方の証券取引所の統合や東京証券取引所への注文の集中が進んだ。

このようにして、戦後の証券市場の再開の政策に端を発し、店頭銘柄をもとにした市場第二部の開設、金融ビックバンを受けた新興市場の開設及び証券取引所の統合によって東証一部を頂点とする階層構造と東証一部のブランドが形成されてきたといえる。また、いままでの新しい市場の開設は一貫して、東証一部よりも上場基準が緩和された市場であった。このことも、相対的な市場一部の位置づけを高めるものになったと考えられる。

#### 第4節 資本市場以外での東証一部の位置づけ

前節までは上場市場の成立ちの観点から、東証一部のブランド形成をみてきた。では、東証上場・東証一部上場をすることは、具体的に何が変わるのだろうか。

上場することで信用度知名度が向上し、資本市場とは関係のない分野でも会社経営・経営者・従業員等の環境が変化すると言われている。資本市場における検証は次章以降の仮

説において設定しているため、本章では資本市場以外における機能として、東証一部のブランドの社会における位置づけや扱われ方について、アネクドタル的に調査を行った。

#### (1) ビジネスの環境

##### a. マスメディアでの取扱い

上場することで、マスコミの取材を受ける機会の増加や、株価情報として企業名の掲載など、マスメディアへの露出が増加する。株価欄には毎日上場会社名が一覧となって株価が掲載されている。例えば長野県のラジオ放送では、長野県内の東証一部上場企業の株価終値を読み上げるものがある<sup>78</sup>。このようなマスメディアでの取扱いは知名度の向上につながり、それが営業面・商品の販売に寄与することが期待される。

他にも、会社名と併せて個人名の取扱いも変化があった。例えば、日本経済新聞の人事情報は、上場会社であれば役員以上、そのうち東証一部（または名証一部）であれば部長以上が掲載されている<sup>79</sup>。すなわち、まず上場していることが掲載基準であり、その中でも東証一部であれば、より幅広い情報を掲載していることを確認することができた。

従業員が内部昇格をすることが多い日本企業において、上場会社であれば役員就任時に、東証一部上場会社であれば部長職就任時に、日経新聞に名前が掲載されることになり、従業員個人にとっても名誉的意味合いを持つことになる。

##### b. 営業面・与信管理

知名度の向上による営業面への期待は上で述べたところであるが、ほかにも広告等において、「東証一部上場企業」と表記をしている事例が多くみられる<sup>80</sup>。併せて、証券コード<sup>81</sup>を広告等に併記している例もみられる。これは上場や東証一部といったスクリーニング

<sup>78</sup> 筆者調べ。

<sup>79</sup> 日経新聞社HPによくある質問として、『会社人事に掲載されるのはどんな企業ですか』への回答に『東京・名古屋などの証券取引所やジャスダックに上場している企業と、非上場でも上場企業と同じ程度の地位と影響力があると認められる企業です。会社人事欄の掲載基準は役員以上ですが、東京・名古屋の証券取引所の第1部企業、あるいはそれと同等と認められる非上場企業については部長格以上の人事を掲載しています（掲載時期は変わることがあります）。』とされている。2017年7月30日アクセス。  
[http://support.nikkei.com/faq/show/4204?site\\_domain=nikkeifaq](http://support.nikkei.com/faq/show/4204?site_domain=nikkeifaq)

<sup>80</sup> 東京証券取引所では上場会社に対して、名刺等に記載できるよう上場企業であることが分かるマーク（市場別）の提供を行っている。

<sup>81</sup> 4桁の数字で構成される銘柄コード。上場会社につき1つ附番される。業種によって概ね千番台の区分があるものの、番号の制限から最近の新規上場会社は既存の業種企業の番号と離れることも多い。証券コード協議会が決定し新規上場承認時に公表される。併せて新証券コードや国際的なISINコードも附



を資本市場だけでなく、ビジネスにおける信用力として用いていることを表す。

また、企業間取引であれば、取引先について与信管理を行うこととなる。その場合、与信管理において評価が低ければ、取引量の制限や新規取引が難しくなる。与信管理のサポートを行っているリスクモンスター社では、収集すべき情報として、相手先が上場会社であれば開示資料から情報を収集するとする一方で、非上場会社では商業登記簿やカタログなどコストの小さいものから収集するとしている。また、企業の信用調査に用いられることの多い東京商工リサーチでも企業の評価レポート<sup>82</sup>において上場の有無が設けられている。このように、上場会社として取引先の与信管理が円滑となれば結果として、営業面の拡大や少なくとも障壁を減らすことができる。

## (2) 経営者の環境

### a. 個人保証の解除

次に上場会社となることで、社会における経営者の環境の変化をみていく。経営者の負担として、企業の銀行借り入れに対して行っている個人保証が挙げられる。この個人保証について、上場を機にもしくは上場準備の段階で解除することができるため、経営者にとっての負担が大きく緩和され、上場のインセンティブにもなるといわれている。個人保証の解除は銀行が一律に定めているものではないものの、東証の審査基準の「企業内容、リスク情報等の開示の適切性」<sup>83</sup>の審査項目として、「事業等のリスク」として開示を求める事例として、「申請会社の役員等が会社の債務を保証している場合や、その金額、解消の時期等によって申請会社の事業運営に影響を与える可能性がある場合」<sup>84</sup>が挙げられている。

これによって、上場準備の段階で借入先の銀行に対して、経営者は個人保証の解除や上場を条件とする解除を求めている（主幹事証券会社もそれをアドバイスしている）と言われている。銀行にとっても、証券取引所による上場審査というスクリーニングを受けることや、上場会社として継続的に財務情報が開示されることから、従前では経営者に対して求めていた個人保証を解除することについて許諾することができると考えられる。

---

番される。証券コード協議会は公共性の観点から統一的な基準に基づいて設定することを目的に、全国の証券取引所及び証券保管振替機構から組織され運営されている協議会であり、事務局を東京証券取引所が務めている。証券コードを社長車のナンバープレートの番号にしている上場会社の事例を聞くこともある。

<sup>82</sup> TSR REPORT

<sup>83</sup> 有価証券上場規程第214条第1項第1号

<sup>84</sup> 新規上場ガイドブック P54

b. 経済団体での活動

次に、経営者の業界団体・経済団体への入会や役職への就任も挙げられる。例えば IPO や東証一部への市場変更の直後に、日本経済団体連合会（経団連）に入会している例を多く確認できた。経団連の入会資格には「事業内容等が当会会員として相応しく、社会的に有用な商品・サービスを継続的に開発・提供していること」や純資産額が1億円以上、3期以上当期純損失を計上していないことなどが明記されているものの、上場については明記されていない<sup>85</sup>。当該資格について、2018年11月に、純資産額の基準が10億円以上だったところ、1億円以上に改定された。その際の報道において、「事業規模が上場企業、あるいは準ずる企業などと定めたその他の入会規定は変更しない。」<sup>86</sup>とされており、上場が一つの基準になっていることが窺えた。

また、このような経済団体での活動は経営者の人的ネットワークの拡大や事業におけるつながり、社会・業界への貢献となるとともに、そのような活動が結果として各種表彰の対象となり得る可能性を高めるものとなる<sup>87</sup>。

(3) 従業員の環境

a. 各種手続きにおけるスクリーニング

会社の事業だけでなく従業員のプライベートの生活においても、勤務先の情報を記載する場面が生じる。その中で、例えば、住宅ローンの審査や住居の賃貸契約、クレジットカードの申し込みの書類など各種契約時において、勤務先企業について上場の有無を記載する欄が設けられていることが多い<sup>88</sup>。

このような金融機関の審査の基準は公表されていないため、正確には把握できないが、記載をさせるといことは何かしらの少なくとも有利な判断要素となっていると考えられ

<sup>85</sup> 他には、「財務諸表に関する公認会計士等の監査報告書が適正意見であること」や「リスク管理体制・内部統制システムが導入・整備されていること」、「過去3年間において重大な不祥事の発生がないこと」などが設けられている。日本経済団体連合会 web サイト入会のご案内参照。

<sup>86</sup> 2018年11月5日産経新聞参照。当該改定はベンチャー企業の加入を促進するためのものとされる。

<sup>87</sup> 例えば最大の栄典である叙勲については「勲章の授与基準」（平成15年5月20日閣議決定）が規定されている。そこでは授与基準として、「(5) ア 企業の経営者として経済社会の発展に寄与した者の功績の評価に当たっては、次の各号に掲げる事項を総合的に勘案して行うものとする。」とされ「(ウ) その者の業界団体役員等として産業振興等に果たした役割」や「(エ) 当該企業の経済界、産業界及び地域社会における貢献」などが挙げられている。

<sup>88</sup> 例えばみずほ銀行の住宅ローン申込書類では勤務先の記入欄に上場の有無を記載する箇所が設けられている（2016年9月時点）。

る<sup>89</sup>。これは、各従業員の生活においても自身が望む審査等が通る可能性の高まりや<sup>90</sup>、記載欄があることそのものでの、上場会社の社会での扱いの差異を感じることになる。

#### b. 個人間によるスクリーニング

金融機関のようになにかしらの組織的な手続きにおけるスクリーニングに留まらず、個人と個人の間においても上場会社に勤務していることが一つの判断材料となっている。例えば、私生活の大きなイベントである結婚においても上場会社のスクリーニングが用いられることがある。結婚に向けたいわゆる婚活サイトやお見合い等において、上場会社勤務・東証一部上場会社勤務と事例として用いられている。

婚活サポートを行っているIBJのアンケート調査<sup>91</sup>では、「上場企業に勤務する異性というステータスには魅力がありますか」という問いに94.3%が“はい”または“ややはい”を回答している。また、「結婚相手として魅力的なステータスは」との問いに69.5%が“会社員（上場会社）”を回答している。

このように、上場会社に勤務していることが、その上場の実態にかかわらず、私生活における個人間での評価の要素の一つとして用いられている。

#### c. 就職における取扱い

また、大学生の就職活動においては就職先企業の規模や業種とともに上場の有無が材料としてみられている。就職先を検討するために用いられる就職情報を扱っている情報サイトや冊子では、就職活動の学生向けに各企業の説明のページを掲載している。そのような企業が並んでいるページ等の多くにおいて、上場会社には上場会社であることがわかるようなマークを付けて掲載がされている。就職活動の企業情報を掲載しているサイトにおいて、例えばリクルート社が運営する「リクナビ」では上場会社には「株式公開」というマークが付されており、企業検索の条件においても「株式公開」又は「株式未公開」にチェックを入れて検索をすることができる。ほかにも「マイナビ」では「上場会社」のマークが付されている。また、新卒採用だけでなく、転職サイトである「エン転職」においても

<sup>89</sup> 上場していることで、当該企業の情報が公表情報として取得できることと、または上場していることの安定性の観点から考えられる。

<sup>90</sup> マザーズに上場した企業の従業員が、いままで通らなかった住宅ローンの審査が通ったことや、非上場のときは経営者であっても上位のクレジットの審査が通らなかったという話を聞く。

<sup>91</sup> 「理想の結婚相手に関する意識調査」2014年11月。調査対象は20～40代の未婚の女性246名。

企業の条件設定項目の一つに「上場企業」のチェックボックスが存在している<sup>92</sup>。

大学側も就職実績として卒業生の就職先を一つのバロメーターとしており、その上場会社への就職状況等を公表している。そこでは卒業生の就職先企業の業種や企業名などを記載した資料を公表している<sup>93</sup>。

このような新卒での採用時から長期間に亘る勤続やメンバーシップ型<sup>94</sup>での採用が多い中で、職種やポジション、給与ではなく、学生がどの企業に就職したかを指標の一つとしていると考えられる。その際に“企業”のスクリーニングのバロメーターとして上場会社であることが、用いられていると考えられる。

他にも、一部の社会人大学院において、企業からの推薦基準に東証一部上場企業の従業員であることが規定されている事例がみられた<sup>95</sup>。

#### (4) スクリーニングに対するインセンティブ

このように、上場会社というスクリーニングは、資本市場以外において多く用いられていた。一般的に”お上意識”<sup>96</sup>が強いといわれる日本において、公的に近い存在のものや制度上の上位にあるものについては、理解不足があっても信頼性がもたれている可能性がある。例えば先述の婚活のアンケートの回答者や就職時に上場会社を意図して選択した学生の多くが、当該企業がどのような基準で上場会社となっているか理解しているとは想像しにくい。

このようなスクリーニングは会社共同体の経営者と従業員にとって、その実体的効果や心理的満足度をもたらすものであり、IPO や市場変更のインセンティブの一つとなつてい

---

<sup>92</sup> いずれのサイトも2018年6月5日最終アクセス。

<sup>93</sup> 例えば、青山学院大学や東洋大学は上場企業への就職数を、慶應義塾大学では上場市場ごとの就職割合を掲載していることが確認できた。(いずれも各大学HP掲載の2014年度版資料を参照。)

<sup>94</sup> みずほ情報総研によると、「メンバーシップ型とは、就「社」と言われるように職務を定めずに人を採用し、人に仕事を貼りつけ、メンバーとしての雇用安定・待遇と引き換えに無限定な働き方を求められる、我が国特有の雇用の形。」とされている。

<sup>95</sup> 早稲田大学大学院ファイナンス研究科(現経営管理研究科)の募集要項(2011年度)には企業・団体等推薦の要件として「当研究科が指定した企業・団体等または証券取引所一部上場企業に準じる企業等に所属している。」と記載されており、準じるとはあるものの、一部上場企業を基準としている。

<sup>96</sup> 松岡(2006)は日本人の法意識として、上からの影響が強いことを指摘している。行政当局が国民の側に行政に対する「お上」意識があると考えていることや、その背景に明治期からの法体系の制定過程や戦争があったことを挙げている。

## 第5節 小括

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」を検証する。まず、第1節では現在の東京証券取引所の上場制度の構成や新規上場・市場変更の審査基準等を整理する。第2節では上場後に適用される上場制度から上場会社へのエンフォースメントを探る。そして、第3節では最近の上場制度の制度変更を精査し、第4節では制度変更の内容と市場変更の増加の時期から、当該緩和によって市場変更が増加しているのか検証する。

### 第1節 上場制度

#### (1) 上場審査基準の構成

上場に関する東京証券取引所の規則は前述のように、有価証券上場規程によって規定され、有価証券上場規程施行規則や上場審査に関するガイドラインという諸規則によって構成されている。それら規則において新規上場や市場変更の審査基準が規定されている。審査基準は形式要件と実質基準に大別され、形式要件を満たした申請会社に対して実質審査基準に基づいて上場審査を行うとされている<sup>97</sup>。また、上場審査は東京証券取引所から委託を受けた日本取引所自主規制法人が審査を行う<sup>98</sup>。

IPO（新規上場）の審査はもちろんのこと、一部指定及び市場変更についてもそれぞれ会社からの申請によって行われるものとされている（申請主義）<sup>99</sup>。そのため、市場変更の基準を満たしていてもそのまま二部やマザーズ等に上場し続けることは上場会社の判断で可能となっている<sup>100</sup>。

形式要件と実質基準について、それぞれ市場ごとの規定やIPOと市場変更での差異などを確認していく。

---

<sup>97</sup> 有価証券上場規程第205条。

<sup>98</sup> 日本取引所自主規制法人は金融商品取引法第102条の2に基づく自主規制法人。有価証券上場規程第3条において「当取引所は、法第84条第2項に規定する自主規制業務のうち、次の各号に掲げる業務について、日本取引所自主規制法人（以下「自主規制法人」という。）に委託することができる。」と規定されている。

<sup>99</sup> 有価証券上場規程第201条（新規上場申請）、第307条（一部指定の申請）及び第312条（本則市場への上場市場の変更申請）。

<sup>100</sup> ただしマザーズ上場企業は上場から10年経過した時点で、市場第二部に市場変更をするかマザーズに残るか選択しなければならない。

## (2) 形式要件

まず、形式要件を確認する。形式要件では、次に示すような、株主数、流通株式数、流通株式比率、経常利益、時価総額などの数値基準が規定されている。

(図表 16) 東証の新規上場の形式要件

	一部	二部	マザーズ	JASDAQ
株主数	2,200人	800人	200人	200人
流通株式数	20,000単位	4,000単位	2,000単位	—
流通株式比率	35%	30%	25%	10%
経常利益	2期合計 5億円		—	1億円
時価総額	250億円	20億円	10億円	—

(注) 株主数、流通株式は上場時のファイナンスも含めた上場時の見込み

(出所) 東京証券取引所有価証券上場規程等から筆者作成。抜粋。

## a. 流動性

まず株主数などの流動性の基準を比較する。株主数について、東証一部が2,200人であるのに対して、二部では800人、マザーズとJASDAQでは200人となっている。また、流動性を求めるために設けている流通株式数とその比率として、東証一部は20,000単位(原則として100株を1単位とする必要があるため、200万株に相当)と35%、東証二部では4,000単位と30%、マザーズでは2,000単位と25%、JASDAQでは比率だけ規定され10%となっている。

流通株式とは発行済み株式数から大株主や役員の持ち分、自己株式を除外したものを指している<sup>101</sup>。流通株式と合わせて株主数については上場時のファイナンス(公募・売出し)を踏まえて満たせばよいため<sup>102</sup>、上場準備段階の企業にとってはこれが障害となることは

<sup>101</sup> 有価証券上場規則第2条第96号「流通株式 新規上場申請に係る有価証券又は上場有価証券のうち、当該有価証券の数の10%以上を所有する者が所有する有価証券その他の流通性の乏しい有価証券として施行規則で定めるものを除いたものをいう。」有価証券上場規程施行規則第8条(流通株式の定義)では、次のものが所有する有価証券として、発行者の役員、発行者、10%以上を所有する者(投資信託などに組み入れられているものを除く)、発行者の役員の配偶者及び二親等内の血族、関係会社及びその役員が定められている。

<sup>102</sup> 上場時の株主数は上場承認時には確定されないため、有価証券届出書の証券情報に記載される想定仮条件を基にした見込み値を持って上場承認が行われる。上場時の公募等は、上場承認から上場日前日までの間に有価証券届出書の提出に始まり、ブックビルディングによる仮条件の決定、株式の発行等、証券会社に引受け、一般投資家への公開価格による販売・払込みが行われる。当該販売において株式を取

少ない。ただし、東証一部の35%を満たすためには大株主や役員を持ち株比率を65%未満にする必要があり、大株主や役員を持ち分だけによって株主総会の特別決議の要件である2/3 (66.6%)<sup>103</sup>を維持することはできなくなる。

##### b. 利益基準

また、利益の額の基準として東証一部と東証二部は同一の基準が設けられており、経常利益の額の2期間の合計が5億円以上となっている。マザーズは利益の額の基準が設けられていないため、赤字でも上場することが可能であり、製薬ベンチャーなどでそのような例がみられている。JASDAQでは経常利益1億円以上の基準を設けている。

##### c. 時価総額基準と市場変更の基準

そして、時価総額の基準は東証一部が250億円以上であるのに対して、東証二部は20億円以上、マザーズでは10億円以上となっている。JASDAQでは設けられていない。

東証一部の形式要件の多くは、新規上場に適用されるものと、市場変更に適用されるもので同一である。その中で、時価総額基準については東証一部へのIPOと市場変更では異なっている。東証一部へのIPOでは時価総額基準は250億円以上とされている一方で、市場第二部からの一部指定及びマザーズからの市場変更では40億円となっている。

もっとも、JASDAQから東証一部への市場変更における時価総額基準は250億円となっており、東証一部にIPOを行う際の時価総額基準と同額となっている。これは、他の証券取引所からの上場については新規上場の扱いのためIPOの基準が適用され250億円が必要となっていることから、従前東京証券取引所の市場でなかったJASDAQからの市場変更は新規上場として、当該250億円の基準が適用されていた。そして、2013年の東京証券取引所への大阪証券取引所の現物市場の統合に当たっても、当時の制度を変えずにまずは市場の移

---

得した一般投資家は上場日前日までには株主となっている。なお、上場日に株価が上昇することを期待して一般投資家は当該販売に申し込みをしており、証券会社ごとに募集を募ることから当該申し込みによって株式を購入できる権利を得ることを「IPO当選」と呼ぶ事もある。

<sup>103</sup> 会社法第302条第1項「株主総会の決議は、定款に別段の定めがある場合を除き、議決権を行使することができる株主の議決権の過半数を有する株主が出席し、出席した当該株主の議決権の過半数をもって行う。」同条第2項「前項の規定にかかわらず、次に掲げる株主総会の決議は、当該株主総会において議決権を行使することができる株主の議決権の過半数（三分の一以上の割合を定款で定めた場合にあつては、その割合以上）を有する株主が出席し、出席した当該株主の議決権の三分の二（これを上回る割合を定款で定めた場合にあつては、その割合）以上に当たる多数をもって行わなければならない。この場合においては、当該決議の要件に加えて、一定の数以上の株主の賛成を要する旨その他の要件を定款で定めることを妨げない。」



管を行うとされたために、東京証券取引の市場となった現状においても250億円の基準が設けられている。このため、JASDAQからまず東証二部に市場変更を行い、東証二部から時価総額40億円の基準を用いて東証一部に一部指定する事例も多い。

この時価総額基準から、東証一部にIPOを行うのは一部の大型企業が想定されている一方で、東証一部上場企業のうち大多数は、東証二部からのステップアップによるものが想定されている市場設計が窺える。また、加えてマザーズからの市場変更についても、時価総額基準導入時から二部と同様に時価総額基準は40億円となっている。これも二部と同様にステップアップが意識された制度設計となっていることが示唆される<sup>104</sup>。

#### d. その他

事業継続年数（新規上場申請日の直前事業年度の末日から起算して、取締役会を設置して、継続的に事業活動をしている期間）の基準が設けられており、東証一部及び東証二部は3年、マザーズでは1年となっている。

他に数値基準以外での形式要件として、有価証券報告書に対する監査意見や、株式事務代行機関<sup>105</sup>を設置していること、単元株数が100株となる見込みであること、株式の譲渡制限を行っていないこと、指定振替機関<sup>106</sup>における取扱いの対象となっていることが定められている。このうち監査意見は東証一部及び東証二部では、「最近2年間の有価証券報告書等に「虚偽記載」が無いこと」、「最近2年間（最近1年間を除く）の財務諸表等の監査意見が「無限定適正」又は「除外事項を付した限定付適正」であること」及び「最近1年間の財務諸表等の監査意見が原則として「無限定適正」であること」が規定されている。マザーズでは「「上場申請のための有価証券報告書」に添付される監査報告書（最近1年間を除く）において、「無限定適正」又は「除外事項を付した限定付適正」、「「上場申請のための有価証券報告書」に添付される監査報告書等（最近1年間）において、「無限定適正」

<sup>104</sup> 新規上場時の時価総額基準は2002年10月に規定が設けられた。これはマーケットに対する信頼の維持向上を図る観点や、政府の「経済財政運営と構造改革に関する基本方針2002」においても退出基準を厳格化すべきとの要請を踏まえて上場廃止基準の強化が行われた。廃止基準において時価総額10億円未満と定められたことを受けて、新規上場では安定的に上場廃止基準に抵触しないよう時価総額20億円以上となった。また併せて、市場第二部から市場第一部へ的一部指定とマザーズからの市場変更においてはその倍である時価総額40億円と規定された。

<sup>105</sup> 東証が承認する株式事務代行機関として、信託銀行並びに東京証券代行株式会社、日本証券代行株式会社及び株式会社アイ・アールジャパンが有価証券上場規程施行規則第212条第8項に規定されている。株式事務代行機関は株主名簿の管理などを行う。

<sup>106</sup> 有価証券上場規程施行規則第4条において指定振替機関の定義として株式会社証券保管振替機構が規定されている。

及び「上記監査報告書又は 四半期レビュー報告書に係る財務諸表等が記載又は参照される有価証券報告書等に「虚偽記載」なし」となっている。

### (3) 実質基準

#### a. 基準の概要

次に実質基準をみていく。上場審査において、先述の形式要件への適合の有無の確認は提出される書類から容易であり、証券取引所の上場審査はこの実質基準への適合状況の確認が中心となる。これら実質基準についても有価証券上場規程等に明記されている。

現在のような上場審査の内容について、従来は取引所規則において明記されていないものであった。しかしながら、東京証券取引所は1992年に審査内容の明瞭化を図り、実際の審査状況について関係者の正しい理解を得ることは上場推進のために必要であるとして、同社が発行する「上場審査に関する手引き」に、上場審査の観点として①収益性・安全性、②企業内容の開示、③株式の流通性、④一般株主の利益保護、⑤公益性の5点を示した。

さらに、上場審査業務の一段の透明性を確保し上場申請者の利便性向上を図るために1996年に有価証券上場規程を改正し、審査項目を明記した<sup>107</sup>。その際に審査事項は①企業の継続性・収益性、②企業経営の健全性、③企業内容の開示の適正性、④公益・投資家保護のために東証が必要とする事項とされた。

#### b. 市場別の基準の比較

東証一部と東証二部は、先述のように本則市場として同一の市場であり、一部銘柄に指定したものを市場第一部としている。そのため、実質基準においては、東証一部と東証二部に差異の無い基準が設けられている。

本則市場では、「1. 企業の継続性及び収益性」、「2. 企業経営の健全性」、「3. 企業のコーポレートガバナンス及び内部管理体制の有効性」、「4. 企業内容等の開示の適正性」、「5. その他公益又は投資者保護の観点から当取引所が必要と認める事項」の5つの項目が規定されている。

マザーズでは「1. 企業内容、リスク情報の開示の適切性」と開示の項目が最初にあり、「2. 企業経営の健全性」、「3. 企業のコーポレートガバナンス及び内部管理体制の有効性」、

---

<sup>107</sup> 金融システム改革法の証券取引法改正によって、新規上場は大蔵大臣の承認制から届出制となったことを受けて、併せて上場申請会社の提出書類について削減が図られている。

「4. 事業計画の合理性」の他、本則市場と同様に「5. その他公益又は投資者保護の観点から当取引所が必要と認める事項」の5つの項目となっている。

JASDAQ では「1. 企業の存続性」、「2. 健全な企業の統治及び有効な内部管理体制の確立」、「3. 企業行動の信頼性」、「4. 企業内容等の開示の適正性」及び「5. その他公益又は投資者保護の観点から当取引所が必要と認める事項」の5つの項目となっている。

これら実質基準の5つの項目について、本則市場の項目と各市場について同一の項目が比較できるようにまとめた。

(図表 17) 東証の新規上場の実質基準

	一部・二部	マザーズ	JASDAQ
コンセプト	—	高い成長可能性 (主幹証券が判断)	—
継続性・収益性 事業計画の合理性	継続的に事業を営み、かつ、安定的な収益基盤を有していること	当該事業計画を遂行するために必要な事業基盤を整備していること又は整備する合理的な見込みのあること	事業活動の存続に支障を来す状況にないこと
コーポレート・ガバナンス及び内部管理体制	コーポレート・ガバナンス及び内部管理体制が適切に整備され、機能していること	コーポレート・ガバナンス及び内部管理体制が、企業の規模や成熟度等に応じて整備され、適切に機能していること	企業規模に応じた企業統治及び内部管理体制が確立し、有効に機能していること
開示	企業内容等の開示を適正に行うことができる状況にあること	企業内容、リスク情報等の開示を適切に行うことができる状況にあること	企業内容等の開示を適正に行うことができる状況にあること
企業経営の健全性	事業を公正かつ忠実に遂行していること		市場を混乱させる企業行動を起こす見込みのないこと
その他	公益又は投資者保護の観点から東証が必要と認める事項		

(出所) 東京証券取引所有価証券上場規程等から筆者作成。抜粋。

内部管理体制を例に比べてみると、一部・二部では「適切に整備され、機能していること」と規定されている一方で、マザーズや JASDAQ は規模が小さい企業が上場できるように、

「企業の規模や成熟度等に応じて」と求める体制について差が設けられている。

c. 審査基準の観点

上場審査の具体的な方法について東京証券取引所は「新規上場ガイドブック」を発刊し、理解促進を行っている。「2017 新規上場ガイドブック（市場第一部・第二部編）」では、上場審査の内容について具体的な観点として、Q&A が記載されている。各上場審査の項目ごとに代表的なものを次のようにまとめた。

まず、企業の継続性・収益性について確認対象とする「利益」は原則として経常利益である点について、企業の収益性に係る審査では、本業における収益性を確認することが原則とされている。例えば、営業外収益によって営業赤字を補っている場合は、安定的な利益を計上できていないものとなる旨が指摘されている。一方で卸売業などにおける仕入割引のように、恒常的に営業外収益が発生し得る業態や、多店舗展開における店舗撤退費用、訴訟による賠償金を継続的に支払う可能性などにおける特別損失については、その状況を踏まえるとされている。また、形式要件において直前期2期間において総額5億円以上の経常利益としていることから、「申請期の業績進捗実績は確認しません」としている一方で、予算統制の観点では予算と実績の乖離状況の把握などについて、ヒアリング等で説明を求めるとしている。

次に、企業経営の健全性では、関連当事者との取引について取引の合理性（事業場の必要性）、取引上演の妥当性、取引の開示の適正性等を確認するとされている。例えば、事業計画に合致しない不動産の賃借や、時価に見合わない会社資産の売却、取引開始時の相見積もり等の実施不足などが、不適切として挙げられている。また、他にも会社で購入した資産が、専ら特定の役員などの個人的な用途に利用されているケースも不適切と指摘されている。

企業のコーポレート・ガバナンス及び内部管理体制では、社外取締役の取締役会への出席率が低い場合について、ガバナンスが十分に機能していないケースとして挙げられている。また、審査のポイントの説明として、企業行動規範において、「独立役員を少なくとも1名以上確保するよう努めなければならない」と規定されていることを挙げ、「特に市場第一部への申請を行う場合」などには独立役員の確保に向けた具体的な計画を確認としている。加えて「一部指定及び市場変更審査においても、同様の確認に加えて、前回（新規上場時）の審査において取締役である独立役員の確保の方針や取組状況を確認している

場合にはその後の進捗状況も確認」するとしている。さらに、予算統制として、予算と実績の乖離が恒常化しているケースでは策定のプロセスについて詳細な確認を行うとしている。また、法令等の遵守のための有効な体制整備の観点の一つとして、労務管理について労働基準監督署からの是正勧告を受けている場合には、その内容や再発防止策の対応などを確認することが挙げられている。

そして、企業内容等の開示の適正性では、既に上場している企業について、業績予想など将来予測情報の修正を取締役会で決議しているにもかかわらず、速やかに開示をしていない場合には慎重な判断となることや、有価証券報告書等の訂正を行っていた場合の改善状況、開示資料が会社の実態を表しているかなどが指摘されている。

当該ガイドブックにおいては、審査上不適合と考えられるようなケースについて「慎重な判断」との表現が使われている。この中では、本業における収益に対して言及されていたことに加えて、適切な予算策定とそれに基づく業績予想の開示が求められていることが窺える。仮に業績が振るわなかった場合でも、その検知や見通しの修正、開示を行うことができれば、投資家はその開示を基に投資判断を行うことができる。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の適正性が審査の対象となっていると考えられる。

#### (4) 上場審査の手続き

##### a. 上場審査の流れ

上場審査の進め方・手続きについては同様に新規上場ガイドブックにおいて説明がなされている。「2017 新規上場ガイドブック（市場第一部・第二部編）」によれば、まず上場申請の1週間以上前に引受の主幹事を務める証券会社と日本取引所自主規制法人の審査担当者との間で事前確認が行われ、それまでの公開指導・引受審査等での状況が確認される。また取引所からは標準審査期間である3か月間の審査スケジュール案が提示される（マザーズの場合は2か月間）。

さらに上場申請前に、審査基準などに係る疑問点について、東証の見解を確認したい場合などは相談することができるとされている。加えて、「実質審査基準に照らし重要な論点となり得ることが上場申請前に予見される場合には、上場申請前の段階でその解決の方向性を整理できていることが必要」と見解が示されている。

上場申請後は申請書類をもとに審査担当者によって3回程度のヒアリングが行われ、審

査基準への適合状況の判断が行われる。また、実地調査として、申請会社の本社、工場、事業所に赴き、事業内容の実態の把握が行われる。

加えて、当該申請会社の会計監査を行った公認会計士へのヒアリングと、社長との面談、監査役との面談及び独立役員との面談が行われる。その後、東証内の決裁を経て上場承認の連絡と公表がなされる。

### b. 提出書類

上場審査の中では提出書類のうち新規上場申請のための有価証券報告書（Ⅰの部）と（Ⅱの部）が大きな役割を果たす<sup>108</sup>。Ⅰの部は上場承認時に東京証券取引所のウェブサイトで公表されるもので、有価証券報告書に沿って作成される。一方、Ⅱの部は非公表の審査書類であり東京証券取引所が定める「新規上場申請のための有価証券報告書(Ⅱの部)記載要領」に沿って作成が求められる。当該Ⅱの部の作成作業は負荷が大きいため、マザーズの申請書類としては求められていない。新規上場の審査時だけでなく市場変更の審査においても、新規上場申請のための有価証券報告書（Ⅱの部）に準じた「市場変更のための有価証券報告書(Ⅱの部)」の作成・提出が求められている。

また、同ガイドブックでは市場変更の審査においては審査期間について「新規上場からの経過年数が3年以内であり、かつ指定対象会社の上場以降の組織体制や事業内容等に大きな変化が見られない場合」について審査期間を2か月とすることが可能であり、ヒアリング等の質問内容については「新規上場後において変化した事象を中心にお伺いします。」としている。すなわち、IPO直後に市場変更を行う場合、審査基準そのものに優遇措置はないものの、上場審査の方法を必要ある部分のみに限定することで、申請会社の負担を軽減させている。もっとも、裏を返せばIPOの審査から長期間を経過している企業は、その間、会計監査以外の審査を受けているわけではないこと及びIPOを行った時期によって新規上場審査の基準は異なっていることから、上場会社であっても市場変更時には新規上場と同様の審査が必要と東京証券取引所が判断していると考えられる。

### c. 審査に向けた準備

---

<sup>108</sup> 有価証券上場規程施行規則第204条（有価証券新規上場申請書の添付書類）において「、「新規上場申請のための有価証券報告書」は、Ⅰの部及びⅡの部から成るものとし」Ⅰの部は「開示府令第8条第2項第1号に規定する「第2号の4様式」（「第二部」から「第四部」まで）に準じて作成する」等とされている。

証券取引所審査のヒアリングには主幹事を務める証券会社の担当者が同席することが一般的となっている。例えば野村証券（2018）では「証券取引所によるヒアリングには、原則として公開引受部の担当者が同席し、審査質問の意図を解説するなど、ヒアリングが滞りなく進むようフォローします」としている<sup>109</sup>。

取引所の審査は、2～3か月であるものの、その前には2期間の監査や主幹事証券による審査（中間審査・引受審査）が必要となる。監査法人による監査に加えて、主幹事証券会社の審査では取引所の上場審査上問題になる点の解消や引受責任としての審査による指摘がなされる。例えば、同様に野村証券の事例では、会社が所有しているクルーザーについて、実質的に利用しているのはオーナーのみで個人として楽しむものであったため、オーナーへの買い取りを提案したところ「そこまでして上場したくない」と上場検討を取りやめた会社が紹介されている。

また、同野村証券ではIPO後における主幹事証券会社の支援の一つとして、市場変更の主幹事を挙げている<sup>110</sup>。その中では、IPO市場に関わり続けてきたことによって、市場変更のためにクリアしなければならない課題を解決していけることが謳われている。

## 第2節 上場後のエンフォースメント

### （1）上場会社への措置

新規上場や市場変更における審査はその企業の申請に基づいて行うものであり、極端な言い方をすればその時限りにおいて行われるものである。市場変更の規則は積極的に規則を遵守するものである一方で、上場後において適用される規則は定常的に遵守することが求められている。また、規則制定者である証券取引所としてはその規則の実効性が確保される必要がある。上場規則違反に対する措置として上場廃止を行うことができるものの、その効果については静（2015）が指摘をしていたように、上場会社への措置であると同時に一般株主に対しても当該株式の流通の場を失わせることになる。そこで、上場廃止と併せて上場廃止に至る前に、上場規則の違反の程度や投資家への影響に応じた措置が設けられている。そこで上場廃止基準とその他の措置について確認をする。

<sup>109</sup> 上場審査に当たっては主幹事証券会社から東証が定める様式によって「推薦書」（上場承認まで）や「公開指導・引受審査の内容に関する報告書」等を提出することが求められている。

<sup>110</sup> 市場変更においても、主幹事証券会社から新規上場時に準じた書類の提出が求められている。

(2) 二部指定替え基準と上場廃止基準

上場廃止基準は主に経営破綻等、市場秩序の維持、流動性、その他の4つの観点から設けられている。まず、経営破綻等は破産手続・再生手続・更生手続などが挙げられている。また、市場秩序の維持では有価証券報告書の提出遅延や虚偽記載などが対象となる。

そして、流動性を確保する観点から形式面での基準が設けられている。例えば、本則市場（東証二部）であれば株主数が400人を下回る場合や、時価総額が10億円未満となったときなどが定められている。これは基準によっては猶予期間が設けられており、株主数が400人未満になった時点ですぐに上場廃止とはならず、1年間の猶予期間中に400人以上とならなかった場合に上場廃止となる。この流動性に係る上場廃止基準は本則市場、マザーズ市場、JASDAQに対してそれぞれ市場に応じた基準が設けられている。

また、東証一部に指定されている企業については、上場廃止の前に市場変更の反対の効果となる、東証二部に指定替えとなる基準が設けられている。これは上場廃止基準同様に上場会社からの申請ではなく、基準等に抵触した場合に適用されるものである。

(図表 18) 東証の二部指定替え及び上場廃止基準抜粋

	指定替え	二部	マザーズ	JASDAQ
株主数	2,000人	400人	400人	150人
流通株式数	10,000単位	2,000単位	2,000単位	500単位
流通株式比率	—	5%	5%	—
時価総額	20億円	10億円	10億円	—

(注) いずれも各基準の未満となった場合。株主数についてマザーズでは、上場後3年間は150人未満となっている。

そして、上場廃止のおそれがある場合に「その事実を投資者に周知させるため」として、監理銘柄に指定される。そのうち、虚偽記載などによって取引所による審査を受けている場合には監理銘柄（審査中）、それ以外の場合には監理銘柄（確認中）と指定が区別される。監理銘柄に指定された事象等が定められた期間までに改善されれば監理銘柄の指定は解除される。

上場廃止が決定された場合には、上場廃止日の前日までの間、整理銘柄に指定される。当該整理銘柄は上場の廃止の決定に伴うものであり、整理銘柄の指定が解除されることは



想定されていない。

### (3) 実効性の確保手段

上場廃止の措置の効果については静（2015）が指摘をしていたように、上場会社への措置であると同時に一般株主に対しても当該株式の流通の場を失わせることになる。そこで、上場廃止に至る前に、その段階に応じた措置が設けられている。上場会社に課す実効性確保の手段として「公表措置、上場契約違約金の徴収、改善報告書・改善状況報告書の徴求、特設注意市場銘柄の指定」が挙げられている。

まず、公表措置は、適時開示に係る規定や企業行動規範の「遵守すべき事項」に係る規定に上場会社が違反したとき（東証が必要と認めるとき）にその違反行為について公表するものである<sup>111</sup>。2016年には4社、2017年には9社が対象となっている<sup>112</sup>。

また、同様の違反等を対象として上場違約金の徴求を設けている<sup>113</sup>。上場違約金の金額は有価証券上場規程施行規則第504条に規定されており、上場区分と時価総額によって960万円（時価総額50億円以下のマザーズ上場企業）から9,120万円（時価総額5,000億円超の東証一部上場企業）まで規定されており、違反の程度による増減等は規定されていない<sup>114</sup>。当該金額は2013年の制度変更によって設けられたものであり、それまでは一律に1,000万円となっていた。当該制度変更を担当した渡邊（2013）によれば、違約金の支払いを求める制度は2008年に導入したものの、信頼の毀損の度合いを金銭的に評価することは困難であることから、一律の金額を設けていたところ当時の事例<sup>115</sup>において、その額があまりに低額であり違反に対する牽制・抑止効果が期待し難いとの指摘があったことから、市場の利用度合いや市場からの評価を違約金の額に反映させるようにしたとされている。これは同様に上場市場と時価総額によって定められている年間の上場料金の20倍に相当する額となっている。また、上場違約金の法的性質は民法第420条<sup>116</sup>に規定する「損害賠償の

---

<sup>111</sup> 有価証券上場規程第508条に規定。

<sup>112</sup> 例えば2017年11月には富士フィルムホールディングスが子会社の富士ゼロックスにおける会計処理について開示された情報の内容に虚偽があったことによって、「上場規則に違反しておりかつ投資者の投資判断に相当な影響を与えるものであり公表を要すると認められる」として、公表措置とともに、改善報告書が徴求されている。

<sup>113</sup> 有価証券上場規程第509条に規定。

<sup>114</sup> 内国会社を対象とした場合。外国株券では240万円となり最も少ない金額となる。

<sup>115</sup> 例えば2012年に虚偽記載（最大で1235億円の連結純資産の訂正）を行ったオリンパスに対して1000万円の違約金の措置をとっている。

<sup>116</sup> 民法第420条（賠償額の予定）「当事者は、債務の不履行について損害賠償の額を予定することがで

予定」とされている。

そして、特設注意市場銘柄の制度は虚偽記載などを行った上場会社に対する措置として2007年に設けられたものである。同様に渡邊（2013）によると、上場廃止基準に抵触はしないうえに重大な規則違反が認められた上場会社に対して、投資者への注意喚起を行いつつ、将来の上場廃止の可能性を留保して適切な改善を求めるための制度として設けられたものであった。上場会社に求められる流通市場の機能維持や少数株主の権利保護のための企業行動を義務付ける企業行動規範の制定など上場規程の役割が拡大する中で、規定違反に対するエンフォースメント手段の多様化を図るものであったとしている。

しかしながら、特設注意市場銘柄への指定が単なる上場の維持と誤解されているとの指摘を踏まえて、特設注意市場銘柄に指定されてから所定の期間内（1年間）に内部管理体制が改善しなかった場合などには上場廃止の対象となることが2013年に、特設注意市場銘柄の積極的な活用等のための上場制度の見直しにおける制度変更によって規定された。内部管理体制の改善については、日本取引所自主規制法人が審査を行うこととなる。当該審査を担当している松尾（2016）によれば、審査において当該上場会社は指定から1年経過後速やかに「新規上場申請のための有価証券報告書（Ⅱの部）」に準じて作成された「内部管理体制の状況等に関する書面」を提出し内部管理体制全般に対する網羅的な審査に加えて、問題点の改善状況や再発防止策の実効性や運用・機能の状況についても審査を受けることとなる<sup>117</sup>。

### （4）企業行動規範

また、上場廃止やその他措置にまで至らなくとも、上場会社に対する日々のエンフォースメントとして、上場規程によって企業行動規範が設けられている。

これは「証券市場を構成する一員としての自覚のもと、会社情報開示の一層の充実により透明性確保が求められることに加えて、投資者保護及び市場機能の適切な発揮の観点から、適切な企業行動が求められる」として、遵守すべき事項及び望まれる事項（努力義務）が定められている。例えば遵守すべき事項では第三者割当に係る遵守事項や上場会社監査事務所等による監査、支配株主との重要な取引等に係る遵守事項などが挙げられている。また、望まれる事項として、議決権行使を容易にするための環境整備や上場会社コーポレ

---

きる。この場合において、裁判所は、その額を増減することができない。 2 賠償額の予定は、履行の請求又は解除権の行使を妨げない。 3 違約金は、賠償額の予定と推定する。」

<sup>117</sup> 例えば2012年にはオリンパス、2015年には東芝が特設注意銘柄に指定されている。

ート・ガバナンス原則の尊重、決算内容に関する補足説明資料の公平な提供などが挙げられている。

### 第3節 市場変更に関する上場制度の見直し

次に東京証券取引所のIPOや市場変更に対するスタンスを分析するために、最近の東京証券取引所の上場制度の制度変更についてみていく。最近の制度変更では、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・コードの設定が挙げられる。これら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る。

#### (1) マザーズの信頼性向上及び活性化

東京証券取引所は上場制度の大きな見直しを、2011年はマザーズについて、2012年は東証一部・二部について行っている。当時の東京証券取引所の常務執行役員である土本(2012)は、日本株市場の活性化に向けて「多様な企業等の成長支援のためのIPO推進の基礎となる取組みとして、IPO活性化のための上場制度の整備」を行ったと述べている。

まず、2011年3月に、「マザーズの信頼性向上及び活性化に向けた有価証券上場規程等の一部改正について」として制度変更が行われた。信頼性向上とは当該改正の2009年11月にマザーズに上場した企業の1つが、売上高のほとんどが架空のものであったことを受けて行われた制度の見直しであった<sup>118</sup>。一方で、2008年のリーマンショックを背景にIPO社数は減少し、直前の2009年のマザーズでのIPOは4社(日本の全市場で19社)、2010年は6社(同22社)しかなかったことから、信頼性向上とともに活性化に向けた見直しが行われた。

ここでは、まずマザーズの信頼性向上に向けた対応として、①新規上場申請のための有価証券報告書に記載される財務諸表等について、上場会社監査事務所<sup>119</sup>の監査を受けていることを要件とすること、②市場コンセプト明確化として、マザーズ上場後10年経過した企業には本則市場と同水準の基準を適用すること及び上場後10年経過した企業はマザー

<sup>118</sup> 同社は2010年5月に東京地検の捜査があり、直後に上場廃止となっている。

<sup>119</sup> 日本公認会計士協会の上場会社監査事務所登録制度に基づき上場会社監査事務所名簿に登録されている監査事務所。

ズへの上場を継続するか、市場第二部に市場変更するかを選択するという市場コンセプトへの適合性確認プロセスを新設することが規定された。

また、活性化に向けた対応として、①市場コンセプトに即した上場審査手法の導入として、審査項目である「事業計画の合理性」について、相応に合理的な事業計画が策定されており、その事業計画を遂行するために必要な事業基盤が整備されていることを確認することが規定された。また、加えて②上場審査プロセスの効率化として、主幹事証券会社が提出する「推薦書」の提出時期を申請時だったものを上場承認時まで可能としたこと及び標準上場審査期間という概念を設け、上場申請を受理してから上場審査を2か月以内に完了するよう努めることを規定した。

事業計画の合理性については、同改正において従来規定されていた、「今後における損益及び収支が良好となる見込みがあると認められること」が削除された。マザーズでは形式要件として利益基準が設けられていない（赤字でも上場可能）ものの、この規定によって、審査期間中にはある程度の利益を確保する必要があった。この規定がなくなったことで、業績が一時的な落ち込みをしている場合や、現在は赤字であっても上場による資金調達による投資等によって今後の収益化が見込まれる場合など、高い成長可能性があれば上場できるようになった。これによって上場できる企業ステージのタイミングを早めることが可能となった。また、同時に標準審査期間を定めるなど手続きを明確にすることで上場申請会社の上場実現について不確実性を低下させている。

### （2）中堅・中小企業の IPO 活性化

2012年3月9日には、「中堅・中小企業のIPO活性化のための有価証券上場規程等の一部改正について」として、市場第一部及び市場第二部を中心に制度の見直しが行われた。このような見直しの背景として、「高度経済成長期に企業が右肩上がりの成長を遂げていることを前提として策定された継続性・収益性に関する上場審査基準の見直しや、近年の市場環境に照らして過度に高い水準となっている直接市場第一部に上場する場合の時価総額基準の引き下げなど、中堅・中小企業のIPO活性化のため」と説明されている。

まず本則市場の上場審査基準等の見直しとして、(1) 企業の継続性・収益性に関する審査基準等の見直しが行われている。利益の額の基準<sup>120</sup>として、従来「最近2年間における

---

<sup>120</sup> 有価証券上場規程第205条第6号。

経常利益<sup>121</sup>の額が最初の年が1億円以上、最近の1年（次の年）は4億円以上」又は「最近3年間において利益の額が最初の1年間は1億円以上、最近の1年間は4億円以上であり、かつ、最近3年間の利益の額の総額が6億円以上」であったものを、「最近2年間における経常利益の総額が5億円以上」と変更している<sup>122</sup>。また、「企業の継続性及び収益性」の審査の見直しとして、「経営成績の見通しが良好なものであること」であったものを「安定的な収益基盤を有していること」に変更している。

さらに、東証一部へのIPO時の時価総額基準<sup>123</sup>を500億円から250億円に引き下げている。これによって、従来の半分の規模で東証一部に直接IPOをすることが可能となった<sup>124</sup>。当該基準は、JASDAQから東証一部に市場変更する際にも適用されるため、JASDAQからの市場変更のハードルも時価総額の基準が500億円から250億円に引き下げられたことになる<sup>125</sup>。

### （3）コーポレートガバナンス・コード

2014年2月には金融庁によって、「責任ある機関投資家」の諸原則（日本版スチュワードシップ・コード）が定められた。また、金融庁と東証が事務局を務めたコーポレートガバナンス・コードの策定に関する有識者会議において2015年3月にコーポレートガバナンス・コード原案が公表され、2015年6月からは取引所規則としてコードを定め有価証券上場規程等を改正している<sup>126</sup>。

コーポレートガバナンス・コードでは、基本原則として、①株主の権利・平等性の確保、②株主以外のステークホルダーとの適切な協働、③適切な情報開示と透明性の確保、④取締役会等の責務、⑤株主との対話の5つが挙げられている。

<sup>121</sup> 経常利益又は税引前利益のどちらか低い方。

<sup>122</sup> 規模の大きな企業が、一時的な業績変動によって利益の額の基準を満たせなくとも上場できるように「利益の額または時価総額」という基準になっており、当該時価総額についても従来1,000億円であったものが500億円に引き下げられた。当該水準は、東証一部への新規上場時における時価総額基準の2倍となっている。当該基準の適合によって上場する銘柄は少ない。

<sup>123</sup> 有価証券上場規程第210条第1項第3号。

<sup>124</sup> 当時の東証一部の平均時価総額がリーマンショック前と比較して半分程度になっていたことが要因として挙げられている。

<sup>125</sup> 当時は東京証券取引所と大阪証券取引所の経営統合の準備の段階であり、JASDAQからは他の取引所からと同様に東証にとっては新規上場と同様の扱いであった。

<sup>126</sup> 2015年8月にはスチュワードシップ・コード及びコーポレートガバナンス・コードの普及・定着状況をフォローアップするとともに、上場企業全体のコーポレートガバナンスの更なる充実に向けて、必要な施策を議論・提言することを目的として、「スチュワードシップ・コード及びコーポレートガバナンス・コードのフォローアップ会議」が金融庁と東京証券取引所を事務局として設置されている。

それはさらに下部の原則に分かれ、全部で73個の原則が設定されている。これらの原則は、遵守しなければ取引所が措置を行うのではなく、「comply or explain」の考え方、すなわちまず遵守である「コンプライ」を求め、それが難しい場合は投資家に対して説明する「エクスペイン」が求められている<sup>127</sup>。

コーポレートガバナンス・コードの元になった経済産業省の「持続的成長への競争力とインセンティブ～企業と投資家の望ましい関係構築～」プロジェクト<sup>128</sup>、通称「伊藤レポート」<sup>129</sup>では、日本企業のROEの低さが指摘され8%の数値目標が掲げられている。

その中では企業が投資家との対話を通じて持続的成長に向けた資金を獲得し、企業価値を高めていくための課題を分析し、提言を行っている。具体的には①企業と投資家の「協創」による持続的価値創造を、②資本コストを上回るROE（自己資本利益率）を、そして資本効率革命を、③全体最適に立ったインベストメント・チェーン変革を、④企業と投資家による「高質の対話」を追求する「対話先進国」へ、⑤「経営者・投資家フォーラム(仮)」の創設の5つを挙げている<sup>130</sup>。

また、ROEを現場の経営指標に落とし込むことで高いモチベーションを引き出し、中長期的にROE向上を目指す「日本型ROE経営」が必要なことを指摘している。加えて、「資本コスト」を上回る企業が「価値創造企業」であり、その水準は個々に異なるが、グローバルな投資家との対話では、8%を上回るROEを最低ラインとし、より高い水準を目指すべきと、具体的な数値を挙げている。

この8%という水準について後に伊藤（2016）は、海外の調査の結果平均の資本コストは7.2%であることが判明し理論的には7.3%以上のROEであれば海外の機関投資家は日本企業に投資をすることになること、企業によってもリスクが異なり資本コストも違うことを理解した上で、記憶に残りやすい整数の具体的な数字として「8%」を採用したこと、メッセージ性を重視したことを述べている。また、資本コストを上回ることのみを掲げると、自社の都合のよいように計算をしてしまうため規律にならないとも指摘している。

また、「comply or explain」の考え方について神作（2018）は、ベストプラクティスを示したうえで、個々の上場会社が最適なコーポレートガバナンスを実現することができる

<sup>127</sup> 東証の調査によると2017年7月現在で全73原則をすべてコンプライしているのは25.9%、9割以上の原則をコンプライしているのは88.9%となっている。

<sup>128</sup> 2013年7月に第1回の会合が開催され、2014年8月に最終報告が公表されている。

<sup>129</sup> 座長である伊藤邦雄一橋大学大学院商学研究科教授（当時）の名前を冠している。

<sup>130</sup> 「東証一部及び二部」（本則市場）と「マザーズとJASDAQ」においてエクスペインの範囲が異なり、本則市場よりもマザーズ・JASDAQでは緩和されたものとなっている。

ものと評価している。また、コーポレートガバナンス・コードが法規制ではなく、取引所の規則・自主規制として制定されたことは、ルール策定をする証券取引所が実務に精通していること、ルールの執行と監督について実効性を期待し得ること、迅速かつ柔軟な対応ができる点をメリットとして挙げている。もっとも、上場会社が形式的にのみコンプライアをしてしまう可能性と、エクスプレイン時に遵守しない理由と対応について明確かつ意味のある説明がなされない危険性が高い点をデメリットとして指摘している。

#### (4) 証券取引所による営業活動

上場規則だけに限らず証券取引所の施策をみると、2011年4月に東京証券取引所は機構改革を行い上場推進部という部署を設けている。これはIPO拡大のため営業を強化するとして設けられ、上場審査のポジションにいた人材を配置するなど、上場を目指す企業へのサポートをきめ細かくするとしている<sup>131</sup>。また、同年11月にはIPOを目指す企業に向けたワンストップの窓口として「IPOセンター」が設けられている。

清田(2014)によれば、具体的には「引受証券会社、監査法人、ベンチャーキャピタル等の上場関係者に対してそれぞれ担当を配置し、上場を検討している顧客企業への訪問やセミナー等の開催を通じて、上場準備企業の上場支援を図っているほか、地方自治体やその外郭団体、地方銀行など、地方における中小企業の支援機関との間に新たなネットワークを構築し、IPO支援の輪を広げている。また、IPOを検討・準備している企業に対しては、直接訪問する際に、IPOのメリットや上場制度などを直接伝えるとともに、上場審査上の課題がある企業については、引受証券会社をはじめとした関係者と連携することで、上場準備企業の早期上場実現に向けた支援を行っている。」としている。

また、IPOセンターについて東証のCEOであった斉藤は三好(2013)からのインタビューに対して当時、「IPOセンターを作り、中堅中小企業の方にも、とかく敷居が高いと思われがちな新規上場を身近に感じていただくため、上場審査などの上場制度や実際の上場準備の内容について、検討・勉強や準備の段階に応じて、個別に訪問して説明したり、全国でセミナーをおこなったりしています。」と説明している。

本節でみてきたように、2011年以降において東証はIPOや市場変更の活性化を企図した上場基準の制度変更を行っている。また、制度変更に留まらず機構改革と併せて営業活動の強化を図っていた。そして、これらの施策の時期は市場変更を行う社数が増加しだすタ

<sup>131</sup> 日刊工業新聞(2011年4月28日)参照。

イミングと一致している。

#### 第4節 制度変更が市場変更に与えた影響

##### (1) 基準の緩和とその適用の検証

###### a. 検証の対象

本節では本章の目的である仮説「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」を検証する。市場変更の基準が緩和されれば、従来では市場変更が行えなかった企業が市場変更を行うことができるようになり、対象となる企業数は増加する。一方で、基準の緩和によって従前市場変更ができなかった企業ばかりが、市場変更を行っていれば、市場の質の低下や投資の敬遠させることにつながる。そのため、この市場変更の増加が基準の緩和によってもたらされているものであるか検証する。

第1章でみた、法が実態を変えるという議論を踏まえて、取引所のルールメイクの機能から、取引所規則が実態を変えるのか検証する。まず市場変更の社数の推移の状況は、第2章でみたように2012年を境に日本ではその社数が大きく増加している。この2012年に着目すると、本章でみたように2012年3月に中堅・中小企業のIPO活性化に係る制度変更を行っている。そのため、この「IPO」活性化の制度変更が当該「市場変更の増加」に影響を与えているのか検証する。

###### b. 制度変更の内容

2012年3月の中堅・中小企業のIPO活性化に係る制度変更では、企業の継続性・収益性に関する審査基準等の見直しが行われている。利益の額の基準<sup>132</sup>として、従来「最近2年間における経常利益の額が最初の年が1億円以上、最近の1年（次の年）は4億円以上」又は「最近3年間において利益の額が最初の1年間は1億円以上、最近の1年間は4億円以上であり、かつ、最近3年間の利益の額の総額が6億円以上」であったものを、「最近2年間における経常利益の総額が5億円以上」と変更している。また、「企業の継続性及び収益性」の審査の見直しとして、「経営成績の見通しが良好なものであること」であったものを「安定的な収益基盤を有していること」に変更している。

---

<sup>132</sup> 有価証券上場規程第205条第6号。



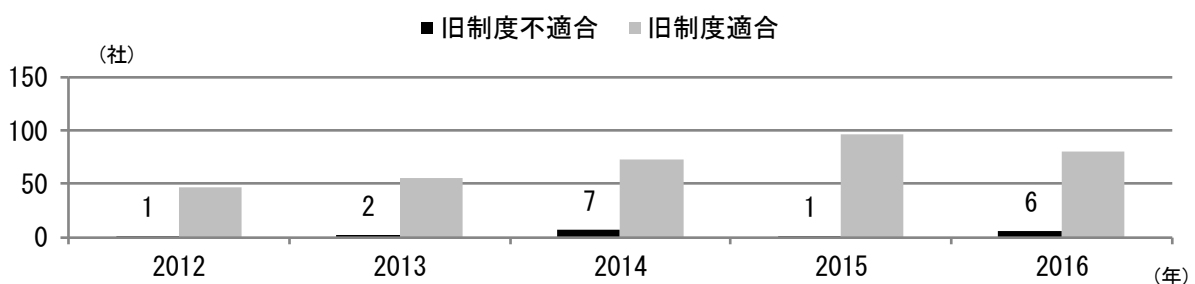
## c. 検証結果

この利益の額の基準は本則市場への IPO だけでなく、市場変更にも適用されること、東証一部と東証二部では差が無いことから、この制度変更によって、東証一部への IPO だけでなく東証一部への市場変更が行いやすくなったことになる。

そのため、この制度変更の時期を境とした市場変更の増加は、従来の基準では市場変更には適合しなかった業績である企業が市場変更を行ったことによるものであり、旧基準では適合しなかった企業の市場変更が市場変更社数の大半を占めているとの仮説を立てた。そこで、2012 年の制度変更が行われた以降に市場変更を行った企業のうち直前 3 期間の経常利益が取得できた 337 社について分析を行った。2012 年の制度変更以降に市場変更を行った企業のうち、何社が旧基準では適合しないか、各年に調査を行った。

その結果、旧基準では適合しないに該当したのは多い年で 7 社であり、平均して 3 社程度であった。これは年間 80 社程度の市場変更のうちの 5% 程度にすぎない。そのため、最近の市場変更の増加は、制度変更によって従来では市場変更が行えなかった企業が市場変更を行っているためではないことが明らかとなった。なお、実質基準への適合判断は公表資料からは難しいため行っていない。

(図表 19) 市場変更における旧制度の適否状況



(出所) Bloomberg、東京証券取引所資料から筆者作成。

市場変更の増加の要因が、本則市場への市場変更の利益基準を緩和したことで今まででは適合できなかった企業によるものではないことが確認され、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。基準の緩和によって、従前市場変更ができなかった企業ばかりが市場変更を行っていれば、市場の質の低下や投資の敬遠させることにつながることを懸念されていたところ、そのような状況によるものではなかった。

(2) 検証の補足

a. IPO から市場変更までの経過年数

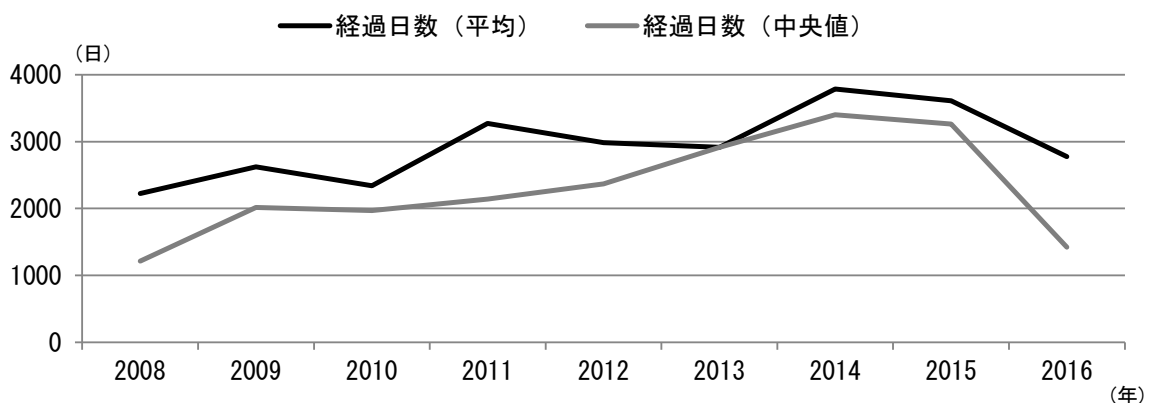
市場変更の社数の増加が基準の緩和によるものではないこととする検証は行えたものの、ではどのような企業が市場変更を行っているのか確認することとした。証券取引所が規則を初めとして緩和の方針を打ち出していることを受けて、東証一部以外の市場の上場会社が市場変更を行うことを志向したこと及び、将来の市場変更の可能性が高まったことで未上場の時から将来的な市場変更を見据えて IPO を行おうと志向したのではないかとの検討を行うことにした。そこで、IPO 時から市場変更を見据えて市場変更を行う志向が強まっていれば IPO から市場変更までの期間が短くなっていると仮定を置いた。

2008 年以降に市場変更を行った企業について、IPO（店頭公開を含む）からの経過日数を比較した。その結果市場変更までの期間は、2016 年は大きく低下しているものの、2012 年以降において大きく減少している状況ではなかった。

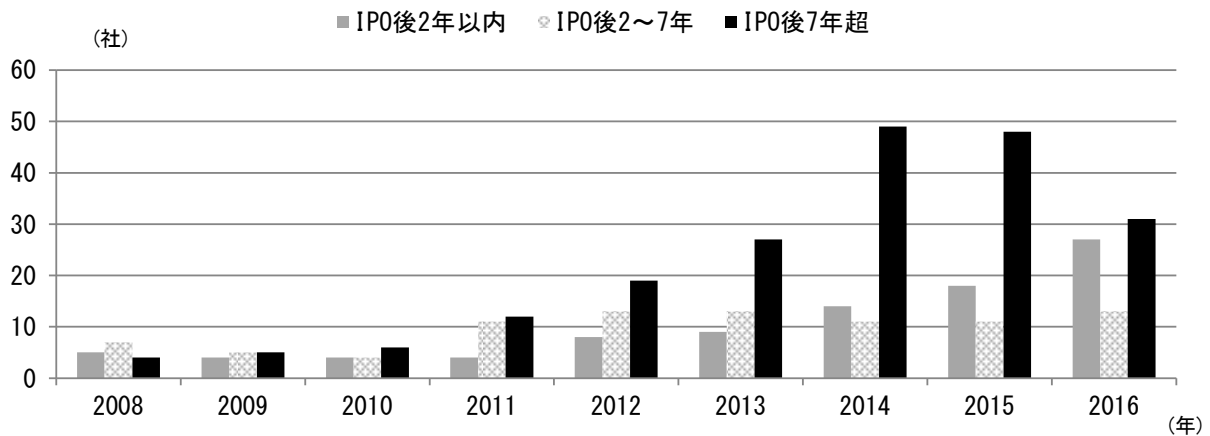
また、これを IPO からの経過年数によって 2 年以内の企業数、2 年超 7 年以内の企業数及び 7 年超の企業数に分けて、その分布の推移を確認したところ、最も市場変更社数の割合を多く占めているのは 7 年超の企業群であった。また、2 年以内の企業群は 2016 年では大きく伸びていることが確認できた。このことから、市場変更社数の伸びは最近ではなく、従来から上場していた企業が市場変更をしたことによるものであったといえる。

(図表 20) IPO から市場変更までの経過期間の推移と分布

<経過期間の推移>



## ＜経過期間の分布＞



(出所) Bloomberg から筆者作成。

また、本制度変更と IPO からの経過日数への影響について検証を行った。市場変更を行おうとする動機には株価の変動によって、市場全体の株価が高ければ資金調達がしやすくなることから、株価の水準と合わせて経過日数の要因を検証する。そのために、2008 年から 2016 年までに市場変更を行った企業各社について、IPO から市場変更までの日数を定数項として、2013 年以降に市場変更を行った企業には制度変更後を示すダミー変数 1 を設定し、市場変更の意思決定の分析のために市場変更の 1 年前の TOPIX（東証株価指数）を用いて重回帰分析を行うこととした<sup>133</sup>。なお、日数及び TOPIX の値は対数に変換した値を用いている。以下の回帰式によって求められた。

$$DAYS_i = RULE_i a + X_i b + \varepsilon$$

$DAYS_i$  は IPO から市場変更までの経過日数（対数）をとり、 $RULE_i$  は制度変更後を表すダミー変数であり、制度変更後の市場変更企業には 1 をとる。また  $X_i$  はそれぞれの企業の市場変更の 1 年後の TOPIX の値（対数）であり、 $\varepsilon$  は誤差項である。その結果、 $a$  は 0.106、 $b$  は -0.351、 $\varepsilon$  は 4.300 が求められた。この検証結果から、制度変更後には経過日数が伸びたこと及び 1 年前の TOPIX の値が高いと経過日数が短くなることが明らかとなった。もっとも、これらの帰無仮説を棄却する  $p$  値では制度変更のダミーについては 0.061、1 年前の TOPIX については 0.100 と 5% を超えており有意には確認できなかった。なお、制度変

<sup>133</sup> 統計用のソフトである EViews を用いている。

更のダミーについては10%水準では有意となるものの、決定係数は0.012と小さく、当該回帰式だけでは明確に示すことができなかった。

### b. 市場変更企業のIPOと制度変更の時期

2015年から2016年にかけては、IPOから2年以内の企業による市場変更が増加している。当該時期の2年前は本制度変更が行われた後の時期に該当し、IPOを行う時点で市場変更の基準が緩和されていることを認識していることになる。

また、この時期にはマザーズへのIPOも増加しだしている。制度変更によって市場変更を行いやすくなったことで、IPO後に市場変更を行おうと考えている企業のIPOを促した可能性がある。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る。

2012年の制度変更の基準緩和によって従前では適合できなかった企業が市場変更を果たした訳ではなかったものの、取引所の当該制度変更を含めた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る。

## 第5節 小括

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

積極的に進んでいた。

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、近年の制度改革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。

当該制度改革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、それが市場変更者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」を検証する。そのためにまず、第1節では上場することのメリット・デメリットや目的について、先行研究の調査をPagano et. al. (1998)の論文を起点として行う。また、第2節ではIPOと市場変更の目的を確かめるために、上場に求める効果を経営者へのインタビュー等を集める。その上で、第3節では資金調達環境を整理する。そして第4節では資金調達について、IPO時と市場変更時に分けて比較し検証する。また、検証した資金調達の状況と市場変更の動機から、人的資本の拠出者と物的資本の拠出者に対してどのようなインセンティブが生じているのか検討する。

### 第1節 先行研究の整理

東証市場へのIPOや東証一部への市場変更の位置づけを調査する前に、まずは日本に限らず国際的にIPOの目的やメリット・デメリットについてどのような議論がなされてきたのか、先行研究を整理する。

#### (1) 上場のメリット・デメリット

##### a. イタリア企業を対象とした代表的な先行研究

上場することのメリットとデメリットについてPagano, Panetta and Zingales (1998)による、イタリアの1982年から1992年にかけての非上場を含めた企業2,181社のデータを用いた論文が代表的なものとして取り上げられることが多い。そこではコストとベネフィットに分けて整理が行われている。

まず、コストとして、①逆選択、②管理費用や手数料、③企業秘密の喪失の3つを挙げている。そして、ベネフィットとして①借入れ条件の改善、②銀行との交渉力の向上、③流動性とポートフォリオの多様化、④モニタリング、⑤投資家の認知、⑥支配の変化、⑦機会の窓の7つを挙げている。またその上で、企業は将来の投資と成長のために上場を行うのではなく、負債比率の改善といったバランスシートのリバランスが結果として目的となっていることやIPOの後においても、借入コストの低下と支配権の増加が続くことを指摘している。挙げられた項目についてそれぞれを少し詳しく見ていく。

## b. コスト

まずコストのうち、①逆選択について、一般的に投資家は企業内部の人と比較してその企業について有している情報が少ないとしている。加えて、非上場時の限られた株主の方が上場後の一般株主よりも、業務に接しており情報量が多いとして、上場後の一般株主による情報の非対称による株価の過小評価を挙げている。

また、②管理費用や手数料については証券会社（アンダーライター）や監査法人に対する手数料に加えて、社内の管理体制の強化等による事務コストの増加を挙げている。これは最近のSOX法の効果と併せて後述する。

そして、③企業秘密の喪失については、情報開示を規則に基づいて行うことで、研究開発（R&D）の状況や将来の戦略が他社に分析され、企業の競争力が低下するとしている。

## c. ベネフィット

次にベネフィットについて①借入れ制約の改善は、いままで非上場では銀行借入れかVCからの投資に限られていた資金調達方法が、上場による株式発行によっても可能となることで、借入の制約についても改善されるとしている。

また、②銀行との交渉力の向上は①と併せて考えられるが、情報公開によって銀行だけが有していた情報が公開されていることや、他にも資金調達手段ができたことで、銀行との交渉力を増すことができるとしている。

③流動性とポートフォリオの多様化は、株式について述べられている。上場することで、いままで当該企業の株式の売買をすることは相手となる投資家を見つけることが難しくコストを要していたものが、上場することで流動性が高まり自由に売買できることで、結果として株式への評価が高まるとしている。加えてオーナー（株主）が、上場時に株式を売却しその資金が他の株式への投資に回り得ることで、当該オーナーのポートフォリオが多様化することも挙げている。

④モニタリングでは、上場株式としての取引所での取引によってモニタリングの機能が強化されるとしている。敵対的買収の可能性があることも、経営者の行動を規律付けるためのメリットとしてとらえ、ストックオプションなどのインセンティブを経営者に用いることができるとしている。

⑤上場することで投資家の認知度が高まり、一般投資家にその企業の存在や業務内容が

知られていない上場前と比較して、より高い株価がつきやすい点を挙げている。

⑥支配の変化は、既存の株主がIPOで株式を売却することは売却価値を最大限にすることができると指摘し、結果として支配権が一般投資家に移っていくとしている。そのため、これは変化がメリットとなるというよりも創業者利得のような既存株主にとってのメリットとして挙げられている。

そして、⑦機会の窓 (Windows of Opportunity) について、IPOによって得た資金によって将来の投資が可能となり、これが成長機会の窓を開けることになるとしている。ただし、このためには負債比率の改善を目的にするべきでないと挙げている。

また、これらベネフィットの前提には取引所の機能として、多数の投資家による取引、情報公開の規定、規律付けが挙げられている。

#### d. 他の研究

海外における調査では、Bancel and Mittoo (2009) がヨーロッパ12か国において1994年から2004年までにIPOを行った企業のCFOを対象にIPOの動機についてアンケート調査を行っている。1,808社(法域によって分類がされており、フランスやイタリアなどのフランス法の国が619社、ドイツやスイスなどドイツ法の国が464社、英国法が725社となっている。)のうち、回答のあった78社(フランス法38社、ドイツ法19社、英国法21社)について分析を行っている。そこでは、重要なメリットとして、ステータスの可視化や成長のための資金調達の柔軟性の向上が挙げられていた。もっとも、IPOの動機については企業の規模や株主構成などによって異なるとして、メリットとして大企業では外部モニタリングが強化されるとしている一方で、中小企業では成長のための資金調達が挙げられている。また、創業家の株式保有が多い企業では支配権を放棄せずに債権者との交渉力を強化する手段とみなすとしている。

また、米国企業についてはAsker, Farre-Mensa and Ljungqvist (2015) はIPO企業と非IPO企業を比較して、IPO企業の投資が少ないことを示しており、IPOがもたらす負の効果として、①エージェンシー問題として経営者が非効率な投資を行う可能性、②その企業にトラブルの兆候が見られた場合に株主はすぐに株式を売却するため、企業統治のインセンティブが弱くなる点を指摘している。

他にも同様の観点からRoell (1996)、Chemmanur (2010) などが分析を行っている。



## (2) 上場の位置づけ

次に、上場すること又はしていることについて、どのような目的をもってなされてきたのか、先行研究を整理する。

### a. IPOの動機

細野/滝澤(2015)はIPOの動機に関する理論仮説として①マーケットタイミング仮説(ミスプライシング仮説)、②資金調達仮説、③流動性向上仮説の3つを排他的でないものとして挙げている。

まず①マーケットタイミング仮説では、株価がファンダメンタルを上回るタイミングに株式を売却し、ファンダメンタルを下回るタイミングに株式を買い戻すことにより、既存の利益を高められるとしている。株式の発行と売却のタイミングを見計らうことにより利益を得ることが可能としている。ただし、市場が非効率な又は分断化されたものであることが前提であり、加えて、同タイミングで株式を買い取る又は売却する株主の利益を損なっている。

次に、②資金調達仮説では、投資資金を調達するためにIPOによる株式発行を行うとして、先行研究からその理由を5つ挙げている。1つ目は資金調達元をベンチャーキャピタルとIPOによる多数の株主と比較して、ベンチャーキャピタルから要求されるリスクプレミアムと上場による情報開示のコストとの比較でIPOのタイミングが決まるとしている。2つ目では資金調達と、情報開示にかかるコストを比較している。3つ目にはハイテク企業のように外部の投資家と企業の間で情報の重複が少ない場合には企業は上場による情報開示を用いることができIPOを行うとしている。4つ目には収益性の高いプロジェクトは借入やベンチャーキャピタルなどから資金調達をし、それほど収益性の高くないプロジェクトしか残っていない場合にIPOを選択するとしている。そして5つ目ではIPOには固定費がかかるため、生産性を低下させるものの、IPOによる資金調達によって最適な生産水準を実現させるとしている。加えて、IPO後には生産性が下落することも指摘されている。

そして③流動性向上仮説では、上場することで既存株主の資産の流動性が高まることと、企業の資金調達が容易になることを挙げている。その中で、Subrahmanyam and Titman(1999)はIPOを行う企業が多く株式市場の流動性が高いほど、株価は情報を効率的に伝達し、IPOの価値がさらに高まる一方、IPOを行う企業数が少ないと市場の流動性が低下し、資本コストが上昇するためにさらにIPOを行う企業が減少するという複数均衡の可能性を指摘

している。

b. 上場への志向について

加えて、上場することについては、1980年代以降、米国で企業の成長において上場することが当然でなくなってきたとして、非上場化の動きが強まったことを Zingales (1995) が指摘している。また、既存の株主の株式売却について、上場会社か非上場会社かにかかわらず、株式売却による収入を最大にするタイミングで、IPO や非上場での株式売却を選択するとしている。

柳川 (2006) は日本において「株式を公開することは、成長した企業にとっての当然の選択であり、株式公開会社であることは、企業およびそこで働く従業員にとってのある種のステータスとして考えられてきた」とし、当然と考えている経営者も多いと指摘している。しかし、日本経済の低迷を背景とした事業再生の高まりと、敵対的買収の増加の2点から、IPO と株式を公開し続けることについてメリット・デメリットが見直されてきたことを挙げている。

一方で、宮島 (2017) は、これまでほとんど注目されてこなかった観点として、日本企業は、国際的に見て上場傾向が著しく強いことを、売上高上位 1000 社のうち約半数 (英国では 28%、他欧州市場では 10%台) が上場していることなどを挙げて指摘している。加えて 1990 年以降米国・英国では機関投資家の圧力や SOX 法などによる上場のコストが上昇したことでプライベートエクイティによる非上場化の傾向が強くなり、公開企業の減少が深刻な問題になっているとも指摘している。

新規上場による「知名度の向上」について、企業のウェブサイトのページビューの測定によって実証的に検証することを岡田/高橋 (2015) が行っている。2013 年 4 月から 2014 年 9 月に行われた全世界の IPO を対象とし、23 개국 565 社を対象として IPO の 15 カ月前から 4 カ月前までの 12 カ月間と、IPO の 4 カ月後から 15 カ月後の 12 カ月間における対象企業のウェブサイトのページビュー数による知名度指標を比較している。その結果 84% にあたる 473 社の知名度が向上していること、IPO 数の上位 5 개국 (米国、日本、英国、中国、豪州) それぞれについてウェブサイトのページビュー数による知名度指標が IPO 後に有意に高いことを示している。一方で、自国以外への上場による知名度の測定として、米国以外の企業が NYSE 又は Nasdaq に上場した場合と、英国以外の企業がロンドン証券取引所に上場した場合についても同様の検証を行った結果、知名度の向上には繋がっていない

ことを示している。

### (3) 情報開示・内部統制

#### a. 内部統制報告制度

上場のデメリットとして挙げられた情報開示や最近では SOX 法の影響を指摘する声を踏まえて、米国の SOX 法と日本の J-SOX 法の状況を整理する。

日本の内部統制報告制度の元となった Sarbanes-Oxley Act (いわゆる SOX 法) はエンロン、ワールドコムといった大企業の不正を受けて 2002 年からスタートした。IPO 減少を受けて 2011 年 1 月に、オバマ大統領により Startup America Initiative が公表され、IPO Task Force の議論を経て、Jumpstart Our Business Startups Act (いわゆる JOBS 法) が 2012 年 4 月 5 日に成立している<sup>134</sup>。

#### b. 米国の SOX 法

SOX については多くの実証分析がなされ、見方も分かれている。その中でも SOX がむしろガバナンスにとって好ましくないとするものや、研究開発費を減らす(すなわち将来のイノベーションを阻害することになる)ことが示されている。

Hermalin and Weisbach (2008) は、より正確な情報開示は、ガバナンスにとって必ずしも望ましくないことをモデル分析で示した。また、Bergeron, Leone, Kenneth Lehn and Chad Zutter (2010) は、SOX 法によってアメリカ企業は研究開発投資を大幅に減らし、現金保有を増加させていることを示した。さらに、Cohen, Dey and Lys (2008) は、実体的裁量的行動の変化やガバナンスに有効であることを示した。

ただし、Gao and Ritter (2013) は 1980 年から 2000 年にかけて米国での IPO 数は平均で 310 社だった一方で 2000 年以降は平均 99 件に減少し特に中小企業に IPO が減少していることを挙げている。その上で中小企業の IPO の減少の要因を SOX 法に求める声が多い中で、社会において市場への製品化のスピードアップが求められてきており、そのためには大規模な組織が必要となっているためと、ビジネス面での問題を指摘している。

#### c. 日本における J-SOX

日本においても内部統制報告制度(いわゆる J-SOX)が、2006 年に金融商品取引法に

---

<sup>134</sup> 現状において、JOBS 法の影響については SOX 法ほどの明確な実証分析は見当たらない。

よって定められた<sup>135</sup>。これは、米国が2002年SOX法を成立したのちに日本でも2004年に起こった西武鉄道の株主数に関する虚偽記載やカネボウの粉飾事件を受けて導入された。その中では内部統制報告書の作成と監査法人等による監査<sup>136</sup>が求められている。

内部統制の目的は①業務の有効性及び効率性、②財務報告の信頼性、③事業活動に関わる法令等の遵守、④資産の保全の4つが挙げられている。このうち金融商品取引法における内部統制報告制度は、②財務報告の信頼性について、財務報告に係る内部統制を求めている。内部統制の基本要素は、①統制環境、②リスクの評価と対応、③統制活動、④情報と伝達、⑤モニタリング（監視活動）、⑥IT（情報技術）への対応の6つから構成される。そして「内部統制の目的を達成するため、経営者は、内部統制の基本要素が組み込まれたプロセスを整備し、そのプロセスを適切に運用していく必要がある。」とされ、「内部統制の整備及び運用状況は、適切に記録及び保存される必要がある。」<sup>137</sup>と求められている。

宍戸/大崎（2011）はJ-SOXの導入によって、日本では米国のようにD&O保険が上昇するなどのことはなく、コーポレートガバナンスに大きな影響を与えなかった一方で、リスクアバースな経営者を生むような大きな副作用もなかったとしている。

#### d. 日本における見直し等

その後、2008年以降に見られた新規上場会社数の減少を受けて、2013年6月26日に金融庁は、新規・成長企業へのリスクマネー供給のあり方等について調査審議を行うために「新規・成長企業へのリスクマネーの供給のあり方等に関するワーキング・グループ」を設置し、2013年12月20日に報告書がまとめられた。

その中で新規上場に伴う負担の軽減として、①新規上場後3年間は内部統制報告書の「監

---

<sup>135</sup> 金融商品取引法第24条の4の4第1項「第二十四条第一項の規定による有価証券報告書を提出しなければならない会社（第二十三条の三第四項の規定により当該有価証券報告書を提出した会社を含む。次項において同じ。）のうち、第二十四条第一項第一号に掲げる有価証券の発行者である会社その他の政令で定めるものは、内閣府令で定めるところにより、事業年度ごとに、当該会社の属する企業集団及び当該会社に係る財務計算に関する書類その他の情報の適正性を確保するために必要なものとして内閣府令で定める体制について、内閣府令で定めるところにより評価した報告書（以下「内部統制報告書」という。）を有価証券報告書（同条第八項の規定により同項に規定する有価証券報告書等に代えて外国会社報告書を提出する場合にあつては、当該外国会社報告書）と併せて内閣総理大臣に提出しなければならない。」

<sup>136</sup> 金融商品取引法193条の2第2項「金融商品取引所に上場されている有価証券の発行者会社その他の者で政令で定めるものが、第二十四条の四の四の規定に基づき提出する内部統制報告書には、その者と特別の利害関係のない公認会計士又は監査法人の監査証明を受けなければならない。ただし、次に掲げる場合は、この限りでない。」

<sup>137</sup> 財務報告に係る内部統制の評価及び監査に関する実施基準

査」を免除（作成、開示は免除しない）、②届出書のハイライト情報5年を監査対象と同様の2期分とすることが盛り込まれた。それに合わせた金融商品取引法の改正<sup>138</sup>が2014年5月<sup>139</sup>、開示府令の改正が2014年8月に行われている。

佐々木（2015）は同改正について、内部統制報告書を作成することは事務コスト負担が大きく、監査が不要となるだけでは新規上場の負担軽減にはつながらないことや、財務諸表監査との重複の負担は導入当初から考慮されていたことなどを指摘をしている。

また、制度によるものではなく海外投資家の増加を背景とした開示の変化として、英文での情報開示の増加が挙げられる。上場会社の開示資料の支援業務を行っているプロネクサスの臼井（2016）が、英文による株主総会の招集通知や決算短信の開示状況を集計している。この集計によれば、2016年時点において、英文による株主総会の招集通知を製作しているのは東証一部企業のうち903社（45.8%）となっている。これは同調査の1年前では549社（23.1%）から大きく増加している。また、この状況を外国人持ち株比率と比較すると、同持ち株比率が10%未満の企業では英文の招集通知作成は17%以下にとどまる一方で、同持ち株比率が30%を超える企業だけに限定すると英文の招集通知作成は85%程度以上となることを指摘している。加えて、英文による決算短信の開示状況は2016年時点において993社（50.3%）となっている。これも外国人持ち株比率と比較すると、同持ち株比率が10%未満では27%程度にとどまるのに対して、同持ち株比率が30%以上では80%程度となっている。

## 第2節 経営者の発言からみるIPO・市場変更の目的

前節では先行研究の整理として、上場のメリット・デメリットからその目的をみてきた。次に、経営者が上場や市場変更の目的として、どのようなことを考えているのか調査を行う。

### （1）経営者が求める効果

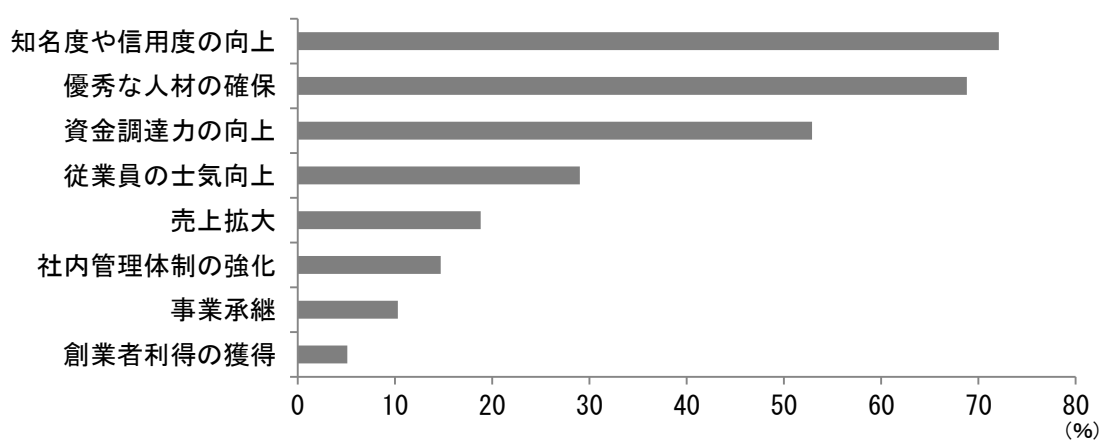
日本における未上場会社の動向については、帝国データバンクが実施したアンケートが

<sup>138</sup> 金融商品取引法第193条の2 第2項4号（新設）「上場会社等（資本の額その他の経営の規模が内閣府令で定める（新設）基準に達しない上場会社等に限る。）が、第二十四条第一項第一号に掲げる有価証券の発行者に初めて該当することとなった日その他の政令で定める日以後三年を経過する日までの間に内部統制報告書を提出する場合」

<sup>139</sup> 第186回国会。2014年5月23日成立。

存在する。未上場会社 3,765 社に対してアンケートを行い、IPO の意向が「ある」と回答した 272 社が対象となっている<sup>140</sup>。その回答結果（複数回答）では、上場の目的でもっとも多いのは「知名度・信用度の向上」であった。次位が「優秀な人材の確保」となり、「資金調達力の向上」は3位にとどまっている。このことから、上場に求める機能としてリスクマネーの提供よりも資本市場以外の社会におけるスクリーニングを期待していることを確認することができた<sup>141</sup>。

（図表 21）未上場会社の上場目的



（出所）帝国データバンク「新規株式上場（IPO）意向調査（2017年）」から筆者作成。

また、東京証券取引所では、IPO を行った企業について、上場後一定期間後に経営者に対してインタビューを行い、「上場前に期待していた項目」に加えて、「上場後実感している内容」を調査している。

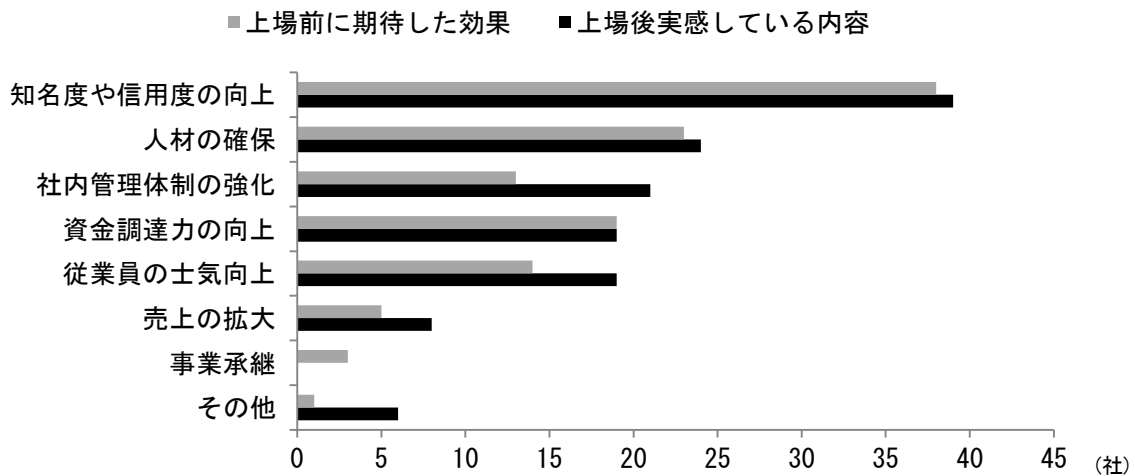
2013年にIPOを行った企業のトップに行ったインタビューでは、上場前に期待していた効果と、上場後実感している内容ともに最も多かった回答は「知名度や信用度の向上」、次位が「人材の確保」<sup>142</sup>となっている。

<sup>140</sup> 帝国データバンク「新規株式上場（IPO）意向調査（2017年）」を参照。2017年3月に郵送方式で実施されたもの。同調査は1998年から毎年行われており20回目となる。対象は前回調査でIPO意向があると回答した先、帝国データバンクの「企業信用調査」において、IPOの意向を確認済みの先又はベンチャーキャピタルから出資が確認されている先のいずれか。

<sup>141</sup> ゼミの議論において、未上場の会社経営者の方からは、上場することは資金調達そのものよりも、経営者としての夢であり、他社の経営者とも同様の旨の会話をする人が多いとのコメントをいただいた。

<sup>142</sup> 瀧本（2010）も多くの公開企業の経営者へのインタビューにおいて、IPOのメリットとして「公開前と公開後では、人材の採用のしやすさが格段に向上した」との回答が得られたことを挙げている。

(図表 22) IPO 企業へのトップインタビュー



(注) 複数回答。調査対象は 48 社。上場後半年から 1 年程度経過後に経営者に実施。  
 (出所) 早瀬/後藤 (2015) 資料を基に筆者作成。

## (2) 市場変更の事例

次にアンケート回答による動向にとどまらず、個別の経営者の振り返りや発言から、IPO の目的や検討を行った経緯を見ていく。

### a. DeNA

例えば、モバイルゲームを中心に展開をしている DeNA の創業者の南場 (2013) は 2005 年にマザーズに上場したことについて、資本市場へのアクセスに加えて、「上場企業としての信頼は、取引上のプラスだけでなく、社員の士気や採用に有益であり、加えて市場の評価を受ける立場となり知名度を上げることは、一般消費者向けのサービスを展開する DeNA にとっては事業上の意義も大きいと判断した」と述べている。同社はその後 2007 年に市場一部に市場変更をしている。同社の 2005 年 3 月期の経営指標は売上高 28 億円、経常 4.4 億円、当期純利益 4.3 億円、従業員数 129 名となっていた。2007 年 3 月期では売上高 141 億円、経常利益 128 億円、当期純利益 67 億円、従業員数 326 名と上場から市場変更までの間に規模を大きくしている。また、IPO 時には 28 億円の資金調達を行っており、市場変更時には資金調達は行っていない。この間 2006 年に 44 億円の増資を行っている<sup>143</sup>。

### b. ユーグレナ

<sup>143</sup> 同社の有価証券報告書及び有価証券届出書を参照。以下同様に各社の公表資料を参照。

ミドリムシを用いた健康食品の事業を行うユーグレナは2012年12月にIPOを行っており、創業者で社長である出雲（2012）はその3年前である「2009年にはいって、さまざまな会社と共同で研究開発ができる体制が整い、またサプリメントの売り上げも順調に伸びていく中で、ユーグレナを上場させることで、市場からより大きな研究資金を得たいという思いがめばえてきた」としている。その後2014年に東証一部に市場変更をしている。

同社の2012年9月期の売上高は15億円、経常利益は3億円、当期純利益は1.9億円、従業員数は36名であり、2015年9月期では売上高59億円、経常利益7億円、当期純利益4億円、従業員数162名と売上高や従業員といった規模では約4倍、利益ベースでは約2倍の拡大がみられている。

#### c. リブセンス

史上最年少の25歳で上場をはたすリブセンスの社長の村上は「上場することは、大きな会社を目指すなら当然のことだとおもっていました。」とし、上阪（2012）の取材に対して大学1年生のときにはじめてビジネスプランを作ったときに最年少上場記録を更新することを目標として記載したことや、会社の第2期で上場の準備に着手したことを明らかにしている。同社は2011年にマザーズにIPOを行い、2012年に東証一部に市場変更している。同社の2010年12月期の売上高は6億円、経常利益2億円、当期純利益1億円、従業員26名であった。2012年12月期には売上高22億円、経常利益11億円、当期純利益5億円、従業員57名となっている。IPO時には4億円の資金調達を行っており、市場変更時には資金調達は行っていない。

#### d. ニイタカ

最近の事例だけでなく、2003年に東証二部に上場した、洗剤や固形燃料などの薬剤を扱うニイタカの森田（2018）は、2000年に株式上場宣言を行い、準備を開始したことや、テリトリー制の廃止によって従来ならば本社が大阪のためまずは大阪証券取引所に上場する必要があったところ、東京証券取引所を目指すことにしたことを明かしている。また、社員たちも上場による社会的認知を喜んでおり、定年退職する社員から「上場するとき一緒に立ち会えてよかった」と声を聞いたことを挙げている。さらに、その後2015年に一部指定をしており、社員のモチベーションについて「自分が勤める会社が一部上場会社になったという事は、やはり誇りでもあるし、それがやり甲斐にも通じます。退職した元社員



なども、一部上場企業で働いたというのは自分自身の名誉にもなっているようです。」と指摘している。

### (3) 経営者へのインタビュー

IPO や市場変更を行った企業の経営者複数人に東京証券取引所はインタビューを行い、その状況が公開されている。このインタビューのコメントからはIPOの目的として信用度を挙げる経営者が多いことに加えて、東証一部に上場してからはその信用力がより強くなったことや、従来から東証一部を目指そうとしていたことへの言及がみられた。

#### ・北の達人コーポレーション（代表取締役社長 木下勝寿氏）

「10代の頃から、東証一部上場企業をつくって社長になりたいと思っていた。-略-語弊はあるかもしれませんが、会社経営が面白くて仕方ない。私自身もスタッフも面白いから続けていられるわけで、その延長線上に上場があったということですね。」（2012年札幌証券取引所アンビシャスにIPO、2014年東証二部、2015年東証一部）

#### ・前田工織（代表取締役社長 前田征利氏）

「会社は社会の公器であるべきだとの想いが強く芽生え始め、小さくても上場することが必要だと気付いた。東証市場第一部に指定されてからは、海外の機関投資家に注目される市場への上場ということ事で、今後の海外展開を推進するうえでも、同様のメリットがあると考えています。」（2007年東証二部にIPO、2012年東証一部）

#### ・オプティム（代表取締役社長 菅谷俊二氏）

「知名度や社会的信用力を活用させていただけるのであるなら、上場するのであれば最短で東証一部へという気持ちがありました。上がってわかる東証一部と言いますか（笑）、社会的信用力がぜんぜん違います。」（2014年マザーズにIPO、2015年東証一部）

#### ・富士ダイス（代表取締役社長 西嶋守男氏）

「知名度が上がれば、超硬耐摩耗工具の顧客開拓も有利になります。それには、株式上場がベストだと考えました。上場と非上場ではまったく違うと手応えを十分に感じている。上場前は人材採用面では、事務系の希望者がなかなか集まらなかったのが、上場してから

応募が2~3割は増えています。技術系も全国的に著名な大学の学生さんからの応募が増えました。学生さんは企業を選ぶ際に、まず上場か非上場かでスクリーニングし、それから会社の詳細な内容を調べていくという傾向が強いですね」(2015年東証二部にIPO、2017年東証一部)

・ファインデックス (代表取締役社長 相原輝夫氏)

「会社は成長しているのに、あのままサークルのノリで続けていたら、絶対にどこかで取り返しのつかない事故を起こしていたはずです。だから『上場』というのは、我々のような会社が、本当の意味で責任ある企業になっていくために、どうしても避けられない勉強でした。」(2011年JASDAQにIPO、2014年東証一部)

・トレンダーズ (代表取締役社長 経沢香保子氏)

「私はどうしたいのかと考えたときに、会社経営というものを本格的にやってみたいと思ったんです。会社経営では優秀な人材を集めなければ成功しない。なら上場しよう、と思いました。」(2012年マザーズにIPO)

・三重交通グループホールディングス (代表取締役社長 岡本直之氏)

「2014年2月に、グループの核である三重交通が創立70周年を迎えました。私は、ここでもうワンステップ上がりたいという思いを持っていて、それには『東証1部上場』が一つの手だと思っていました。でもそれを自分が言い出すのではなく、社内からそういう声が上がってきて欲しいと思っていたんです。そうしたところ、若手の管理職が『東証1部に是非チャレンジしたいのですが』と言ってきたので、待ってましたとばかりに『よし、やろう!』、と(笑)。それからは駆け足で上場準備を行いました」(1950年名古屋証券取引所にIPO、2015年東証一部)

(出所) いずれも東京証券取引所HP 上場会社トップインタビュー「創」から筆者抜粋。

このようなインタビューから、創業者が創業当時からIPOや市場変更を念頭に置いているケースが多いことが観察された。その背景に、上場することで知名度や信用力を向上させビジネスに活かそうとすること、加えて従業員にその効果が及ぶことに言及がなされていた。この点は、第3章第4節で整理をした資本市場以外における東証一部ブランドの扱

われ方と整合的である。また、このように上場・市場変更に知名度・信用度を求めることは、企業年数の若い企業・創業者だけでなく、業歴の長い企業でも挙げられていた。

### 第3節 資金調達環境について

次に、IPO・市場変更を行った企業が資金調達が行えているのかを検証する。いままで見てきたように、上場の目的において、強く示されていたのは知名度の向上や信用力であった。そして、資本市場の本来の役割である資金調達（リスクマネーの提供）は目的として挙げられていたものの、アンケートへの回答や経営者の発言における主たるものではなかった。

そのように、日本のIPOの目的として資金調達よりも知名度の向上が強く挙げられたことから、日本のIPOにおける資金調達は少ないといえる状況か確認をする。また、IPO時における資金調達が少ないのであれば、その後に行う市場変更時において、資金調達を行い、IPO時の資金調達を補っているのではないかとの仮説を立て検証する。

#### （1）資本コストについて

##### a. 資本コストの理論

資金調達の状況について調査を行う前にまずは、資金調達に係る資本コストの考え方についてファイナンスの理論を整理する。資金調達は借入による調達（間接金融）と株式発行による調達（直接金融）に二分される。大村（2010）によれば、米国において1958年にモジリアーニとミラーが、いかなるファイナンス方式を採用しても企業価値には全く影響しないという理論を提示した（二人の頭文字をとってMM命題と呼ばれる。）。

しかしながらこれは法人税を考慮しないことを前提としており、法人税の支払いが行われる状況では、負債利子の支払いは経費となり課税対象から控除されるため、デットファイナンスの比率を高めるほど税を節約できるとする「修正MM命題」のモデルに1963年に修正された。しかしながら、借入の増加は財務レバレッジを高め、債務不履行のリスクが高まる点も指摘されている。資金調達に係るコストはその資金の出し手、すなわち借入であれば債権者、株式発行であれば株主にとってのコストとなる。

まず借入における資金調達コストは支払い利息である。銀行は市中金利に加えて、貸付企業のクレジットリスク等を勘案して金利を設定する。市中金利が低ければ借入金利は低

下し、企業にとって低いコストによって資金調達をすることができる。

次に株式発行における株式資本コストは投資家にとって株式の期待収益率となる。一般的には資産評価モデル（CAPM, Capital Asset Pricing Model）によってあらわされる。これは投資家の立場から見たポートフォリオの分布、無リスク資産のリターン（リスク・フリー・レート）及びポートフォリオのベータ値から求められ、次の式によって算出される。

期待収益率＝

$$\text{リスクフリーレート} + \beta (\text{マーケットの期待収益} - \text{リスクフリーレート})$$

また、負債コストと株式資本コストを合わせた資本コストを求める代表的なものとして加重平均資本コスト（WACC, Weighted Average Cost of Capital）が挙げられる。

WACC＝

$$\frac{\text{負債総額}}{(\text{負債総額} + \text{時価総額})} (1 - \text{法人税率}) \times \text{負債コスト} + \frac{\text{時価総額}}{(\text{負債総額} + \text{時価総額})} \text{株式資本コスト}$$

このWACCによって求められる資本コストを上回る利益率が企業の事業には必要であり、収益が高まることでPBRの上昇につながると明田（2018）が指摘をしている。一方で、これらベータ値やマーケットの期待収益率を定めるものはなく、資本コストの計算について誰もが納得する計算方法がないことも併せて指摘している。IR協議会の調査によれば、資本コストを認識している上場会社は49%にすぎないとされている。

なお、CAPMに用いられるリスクフリーレートには国債の金利の値が用いられ、実態では日本銀行が毎日公表する無担保コール0/Nが用いられていることが多い。もっとも、LIBOR問題<sup>144</sup>に契機に、世界的にリスク・フリー・レートの再考の動きがある。日本では、日本銀行が2018年8月から「日本円金利指標に関する検討委員会」を開催し検討を行っている。また、過去に日本銀行において行われた「リスク・フリー・レートに関する勉強会」では2018年5月1日の国債決済期間短縮化（T+1化）にあわせて日本証券クリアリング機構において導入された銘柄後決め現先取引に係るレポレートが将来の予備的な候補の一つとし

<sup>144</sup> LIBOR (London Interbank Offered Rate) はロンドンにおける銀行間の無担保の金利指標。不正操作問題などが2012年に指摘された。

て挙げられている<sup>145</sup>。

#### b. 企業の資金調達行動

また、鈴木（2017）は日本銀行の資金循環統計を基に1980年における法人部門の資金調達は借入が最も多く42.2%だったところ、2015年には株式が51.0%、借入が23%になっており、これは米国と同水準になっていることを指摘している。また、国際的取引関係の構築や高い信用の格付けを受けるために、エクイティファイナンスが日本企業の成長資金として重要であることを挙げている。そのうえで、公募増資に際しては一般的に1株当たり利益（EPS, Earning per share）の希薄化による株価下落が指摘されることが多いものの、その後の成長期待を踏まえれば失当であり、増資発表後の市場の反応として①逆選択仮説、②成長性仮説、③アラインメント・コーポレートガバナンス仮説、④需要曲線右下がり仮説、⑤空売り制約仮説の5つを挙げている。このうち②成長性仮説は成長性の高い企業はその投資案を投資家に適切に開示し、投資家が有望と認識することで増資時の株価反応がプラスになるとしている。

市場変更が企業成長によるものであり、さらにその後の成長が期待できれば市場変更時において公募増資を行うことは当該成長性仮説を捉えた資金調達行動となる。

### （2）上場会社の資金調達環境の先行研究

上場会社の資金調達と経済環境を論じているものとして、細野/滝澤/内木/蜂須賀（2013）は、IPOと上場会社の株式発行・社債発行による資金調達の決定要因や資金調達後の企業行動を分析している。その中では、時価簿価比率及びレバレッジが高い企業は株式発行割合が高く、売上高伸び率及び債務不履行確率が高い企業は社債発行割合が高いことなどを明らかにしている。

また、細野/布袋/梅崎（2013）は外部資金依存度が高い産業に属する企業、有形固定資産比率が低い産業に属する企業及びキャッシュフローに比して債務残高が大きい企業は、それ以外の企業と比べて、新たな投資を行う確率であるハザードレートが低いことを明らかにしている。また、推計結果から、財政金融政策ができるだけ早い効果を生むためには、企業の外部資金制約を緩和する政策が有益であることを示唆している。

---

<sup>145</sup> 佐々木（2018）によれば、銘柄後決め現先取引は約定日当日の決済（T+0）を可能とする資金と国債証券の交換の取引である。約定は銘柄の集合体であるバスケット単位で行い、日本証券クリアリング機構による債務引受後に、同機構によって決済対象となる、国債の個別銘柄が割り当てられる。

宮島（2011）は、成長過程にある新興企業は社外取締役を設置することについて合理性が低いことや、支配権の低下の危惧のためにエクイティファイナンスを躊躇することは経済的な損失が大きいことを示している。

上場会社の資金調達の制約について、佐々木/佐々木/胥/花枝（2016）が金融を除く全上場会社を対象（回答企業数は310社）にアンケートを行っている。アンケート結果では、株式による資金調達はいつでもできるという問いに70.9%があまり当てはまらないと回答しておりエクイティファイナンスが極めて限定的であることを指摘している。一方で、銀行からの借入れについては、過半数の企業が当てはまると回答しており、日本企業にとって銀行借入れが主要な資金調達手段であると指摘している。加えて現金保有の分析と併せて、日本企業は将来の資金不足に対する警戒感から余剰資金を積み増していることを指摘している。

### （3）上場市場以外における資金調達

#### a. 銀行からの借り入れ

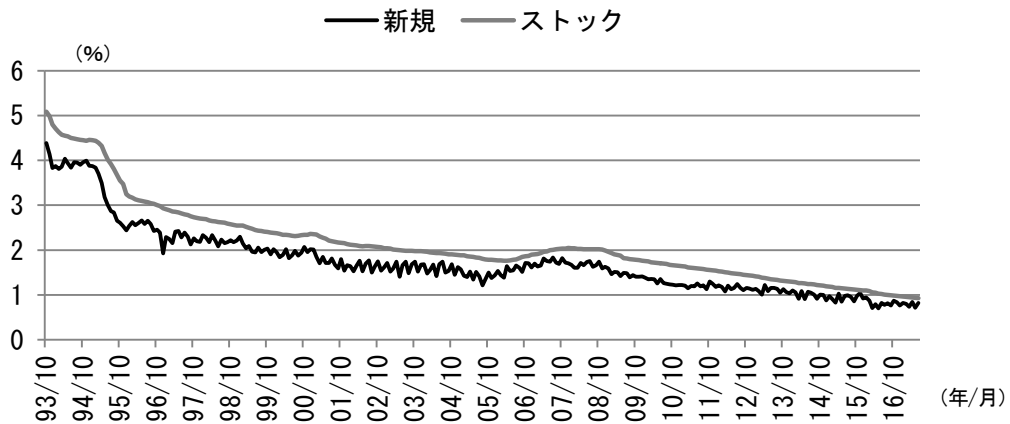
上場市場以外での資金調達の状況を、借入と株式の観点から見ていく。先述のように上場は株式発行による資金調達だけでなく、借入れの条件を良くすると指摘されている。しかしながら、各国の経済環境や金融政策によってグローバルに金利が低下している。すなわち、低金利が継続する下で、企業の借入金利は上場の有無に関わらず、既に低下していることが想定される。そのため、上場によって借入れの条件が改善する余地は縮小していることが示唆される<sup>146</sup>。

日本銀行が公表している統計データにおいても、銀行からの企業貸出金利は1990年代前半では4～5%台だったところ、90年代後半の景気状況や金融政策を受けて大きく低下している。そして、足元では1%を切る水準となっている。

---

<sup>146</sup> ただしこれは金利水準に着目したものであり、2. で述べたように個人保証の解除など、「条件の改善」の余地はある。

(図表 23) 長期貸出金利推移

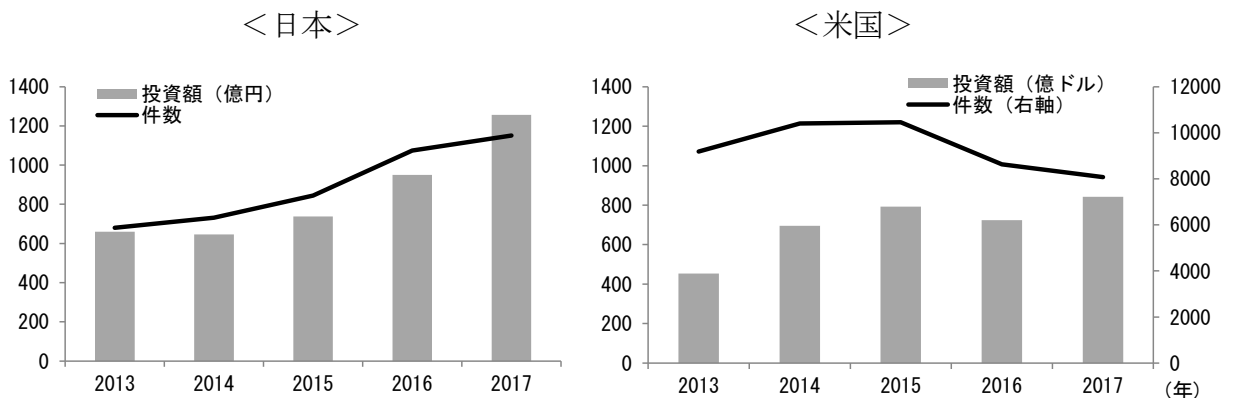


(出所) 日本銀行統計資料から筆者作成。

b. VCによる増資

次に未上場段階での株式による資金調達先としてVC（ベンチャーキャピタル）が挙げられる。最近ではVC投資が増加している。VC投資の増加の背景には、低金利を背景にした年金資金の流入や、日本のCVC（コーポレート・ベンチャー・キャピタル）の増加が指摘されている。なお、VC投資額については日本の年間の投資総額は米国と約100倍の差（グラフの単位は億円と億ドルによって表記しているため、1ドル=100円程度とすると同じメモリで100倍の差がある。）がある。

(図表 24) VC投資の状況



(出所) 日本ベンチャーエンタープライズセンター、National Venture Capital Association 資料から筆者作成。

そのような VC からの資金調達の拡大によって、上場せずとも株式での資金調達が可能になっている。VC からの投資が比較的規模の小さいアーリー段階の企業だけではなく、資金調達を繰り返すことでユニコーン<sup>147</sup>と呼ばれる未上場ながらも大規模な企業を発生させている。ベンチャー企業はその成長に応じて、資金調達額を増加させ、その都度の資金調達（増資）は順にシリーズ A やシリーズ B のようにアルファベット順に呼ばれる。

VC である 500Startups の澤山（2017）によるとプレシリーズ A の投資を行った企業のうち、その後にシリーズ A からシリーズ D までの対象となった割合は順にシリーズ A は 24.8%、シリーズ B は 11.1%、シリーズ C は 5.2%、シリーズ D では 2.5% だったとしており、ステージが進むにつれて企業数は絞られている。

もっとも、VC が投資した以上、エグジットを目指すと考えられるため、VC 投資が将来の IPO の代替となり IPO が減少するとは考えにくい。ベンチャーキャピタリストである磯崎（2014）<sup>148</sup>はベンチャー経営者に対して株式で資金調達を行う場合、投資を受ける時から投資家が IPO 又は M&A によるエグジットを求めていることを意識することの重要性を挙げている。

また、上場前の株式所有の過半数を VC が占めることの多い米国では、経営者は上場することによって、大株主である VC が多くの少数株主に置き換わり、少数株主によるモニタリングは強くないために、結果として経営権を取り戻すことができるため、上場を目指そうとすると Black and Gilson（1998）が指摘している。

### 第4節 IPO と市場変更における資金調達の検証

#### （1）資金調達に対する優先度の検証方法

証券取引所のリスクマネーの提供の機能である、上場会社としての資金調達の状況を検証していく。本章における仮説である「東証一部に上場しブランドを獲得することが IPO・

---

<sup>147</sup> 未上場ながらも企業価値が 10 億ドル以上となるような企業。その貴重さから想像の生き物であるユニコーン（一角獣）の名前でよばれる。米国のタクシー配車アプリの UBER や、宿泊シェアサイトの Airbnb などが有名。写真・動画シェアの Snapchat もユニコーンの一つであったが、2017 年 3 月にニューヨーク証券取引所に IPO をしている。これらユニコーンの時価総額は上場していないため一概には明確でないが、VC 等への増資の際の株価を基準にして算出されている。また、Deloitte によると 2017 年 6 月末時点で世界に 252 社のユニコーンがあり、その 8 割が米国と中国に集中しているとされている。なお、UBER は 2019 年 5 月にニューヨーク証券取引所に IPO をしている。

<sup>148</sup> 米国におけるベンチャー企業のエグジット方法がこの 30 年間で M&A の比率が増え、足元では 9 割の件数で行われていること、その背景が M&A に関する知識・ノウハウの蓄積によるものであることから、日本も同様の構図が遅れて到来すると指摘されている。



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」を検証する。

上場することについて、資金調達よりも知名度等の向上のために IPO を行うとの発言が多く確認された。その上で、IPO 前から市場変更を検討していたことにも言及がみられた<sup>149</sup>。

IPO 時における資金調達が少ないこと及び市場変更があることによって、IPO 時の資金調達が劣後し、市場変更時の資金調達に先送りしているのではないかとの疑問を有した。これらを確認するために IPO 時と市場変更時の2つの観点から、仮説を設定し検証を行った。

まず1つ目は IPO 時の資金調達は米国と比較して少ないこと、次に2つ目は市場変更時にはその少なかった資金調達を補うため、IPO 時よりも多く資金調達をしているということである。それぞれ、資金調達のデータを Bloomberg のデータベースより取得し検証を行った。

## (2) IPO 時の資金調達について

IPO 時の資金調達額の多寡を測るために、米国の IPO と比較を行った。2008 年から 2016 年に日米で IPO を行った企業について、IPO 時の資金調達額を調査した。日本では 520 社、米国では 1026 社のデータを取得することができた。両データの基本統計量を示す。

また、両集団を比較したとき、その平均値は日本は 154.8、米国では 289.0 となり、米国の方が 134 高い状況であった。この両データの差について検定を行ったところ、p 値は「0.00737\*\*\*」となり、片側 5%及び 1%で有意水準であった。このことから、米国の IPO における資金調達規模は日本よりも多いことが示された。

(図表 25) 日米 IPO 企業の資金調達額 基本統計量

	N	Mean	Median	Std. Dev.	Min.	Max.
日本	520	154.8	11.4	746.5	0.02	10088.6
米国	1026	289.0	122.4	848.9	0.00	18140.1

(注) 金額の単位は日本は億円、米国は百万ドル。1ドル=100円とすると同規模。

(出所) Bloomberg から筆者作成。

<sup>149</sup> ゼミの議論において証券会社勤務の方から、未上場企業の経営者への説明として IPO 後の早期の市場変更を目指すことを前提にマザーズ上場を目指すことを薦めていること、また、IPO 時と市場変更時にそれぞれのタイミングでファイナンス（公募又は売出し）を行えば、証券会社には複数回にわたって手数料が入ることも薦める要因となっているとのコメントをいただいた。

また、当該資金調達額を上場後の時価総額対比の割合において比較を行った。上場日の属する月末の時価総額と資金調達額を取得することができた日本519社と米国715社が対象となる。両データの基本統計量を示す。

両集団を比較したとき、その平均値は日本は0.330、米国では0.5100となり、米国の方が0.18高い状況であった。この両データの差について検定を行ったところ、p値は0.195157となり、5%水準を超えており、米国のIPO企業の資金調達が有意に大きいことは示されなかった。

さらに、IPO企業の1社あたりの資金調達額（平均）を各年で比較したところ、日本のIPO企業の資金調達額は米国のIPO企業の資金調達額より少なかった。

これらから、IPO時の資金調達は米国より少ないとの仮説は肯定された。

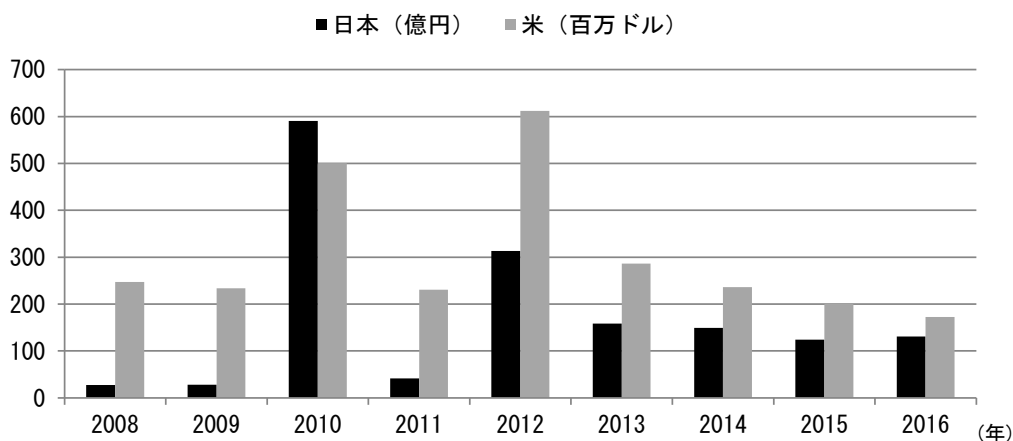
(図表 26) 日米 IPO 企業の資金調達比率 基本統計量

	N	Mean	Median	Std. Dev.	Min.	Max.
日本	519	0.330	0.191	1.059	0.004	19.9
米国	715	0.510	0.238	4.966	0.000	131.4

(注) 単位は百分率。

(出所) Bloomberg から筆者作成。

(図表 27) 日米 IPO 企業の1社あたり資金調達額推移



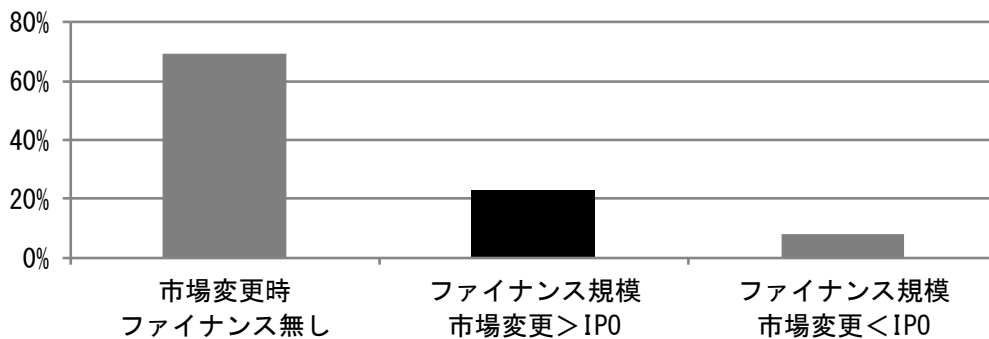
(出所) Bloomberg から筆者作成。

### (3) 市場変更時の資金調達について

次に、2008年から2016年に市場変更を行った企業について、市場変更時の資金調達額

の状況を調査した<sup>150</sup>。まず、市場変更時における資金調達の有無を確認し、資金調達を行っていた企業については、その企業がIPO時に行った資金調達の額を上回っているか否かを分類した。その結果、69%が市場変更時に資金調達を行っていなかった。そして、資金調達を行った企業のうちIPO時の資金調達額を上回ったのは23%だけであった。そのため市場変更時の資金調達が、IPO時の資金調達の代替となっている状況ではなかった。これらを総合すると、IPOの時と市場変更の時において、資金調達は劣後していることが確認できた。

(図表 28) 市場変更企業の IPO 時との資金調達比較



(出所) Bloomberg から筆者作成。

今回の検証によって、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」については、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、市場変更は上場会社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機能が明らかとなった。

これらの行動を、「物的資本の拠出者」と「人的資本の拠出者」の立場を含めて整理すると、東証一部に上場することは、「人的資本の拠出者」がブランドを得ようとして行っているものであった。すなわち、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できる。

#### (4) 公募増資の機会

上場会社の公募増資による資金調達は多くない。2008 年から 2016 年にかけて東京証券

<sup>150</sup> 市場変更企業のうち市場変更時と IPO 時の資金調達の状況を取得できた 294 社を対象としている。

取引所の上場会社の公募増資は696件行われている<sup>151</sup>。年平均では77件となり、上場会社約3500社のうちの2%しか1年間に公募増資を行っていない計算となる。

しかし、そのような中で、696件のうち、新規上場時に行われた公募増資は352件と約半数を占める。残りの344件の状況を見てみると221件が市場変更時に行われたものであり、比率では64%に相当する。先述のように市場変更を行う際に公募増資を行った企業の割合は約30%であったものの、これは上場会社全体の公募増資2%と比べると大きく、市場変更が公募増資の大きな契機となっている。

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端緒の一つとなっていることが示唆された。

### 第5節 小括

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・借り入れ制約の改善、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、まず、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

---

<sup>151</sup> 東京証券取引所集計「上場会社の資金調達額」参照。

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」を検証する。まず第1節では先行研究についてIPO企業の業績パフォーマンスを中心とした、海外及び日本企業の研究を整理する。そして第2節では市場変更企業の時価総額の変化について検証を行う。また、第3節では企業業績の検証を行う。その中では売上高と当期純利益に焦点を当てて推移や成長率、経済環境の要因の影響などを確認する。第4節では第3節と同様に市場変更企業のROEやトービンの $q$ といった業績指標の推移を確認する。また、第5節では市場変更の機能を確認するために内生性のバイアスについても検証する。そして、第6節では市場変更と類似の効果を持つ株価指数への採用によるスクリーニングが代替となるか確認するため、株価指数採用企業における業績パフォーマンスを検証する。本章の小括として第7節を設ける。

### 第1節 先行研究の整理

“第2のIPO”とも考えられる市場変更において、IPOで指摘されている企業成長の境が生じているのか検証する。これによって、序章で掲げた3つ目の仮説「東証一部に市場変更した企業は、IPO後に成長し市場変更後には成長が鈍化している」を検証する。市場変更の考察は少ないためIPOの研究を参考にすることとし、IPO後の企業業績等に係る先行研究を整理する。

#### (1) 海外におけるIPO企業業績の先行研究

まず、IPO後の企業業績について先行研究を整理する。海外のIPO後の企業パフォーマンスや企業行動の先行研究についてはまず、Pagano、Panetta and Zingales (1998) がイタリアの企業データを用いて、IPO後に資本支出や売上高伸び率は増加せず、負債比率は低下していることを示している。

Clementi (2002) はIPOはコストがかかり生産性が低下することを指摘している。IPO企業の収益性がIPOの直前期をピークとして、その後は減少している一方で、設備投資と売上高は増加していることを示している。また、このような現象はIPOの有無に関わらず企業業歴の変化と同様であって、企業の社歴や規模が増加することに伴って収益性は低下していることを指摘している。ただし、IPO企業は資金調達によって得た資金によって低

下した収益性を回復させることから、IPO のタイミングは得られる資金による収益性の上昇が IPO による収益性の低下を上回るタイミングまで待たれると示唆している。

また、Kim and Weisbach (2008) は公募増資の動機について、①投資資金の調達、②ファンダメンタルズの繁栄による既存株式の価値の向上(算定機会)、③IPO 時における公募増資である場合はその後の資金調達手段の変化の確保を挙げている。その上で、38 か国で1990年から2003年までの間に行われた17,226社のIPOと13,142社の上場後の増資を対象に、増資によって得た資金の利用先から公募増資の動機を検証している。その結果、IPOの4年後には増資1ドルあたり78セントの研究開発費の増加がみられ、これは事業収益から生み出された現金よりも優位に大きいことから、増資によって得た資金が研究開発費に投下されていることを示している。

Chammanur, He and Nandy (2010) は、Pagano 等の調査はイタリア企業を対象としていることから一般化することは適当でないとし、1972年から2000年においてIPOを行った米国の製造業2,578社を対象に調査を行っている。その結果IPO企業と同時期における非公開企業との比較において、生産性と売上高成長率はIPO期をピークに逆U字となることを示している。一方で、売上高、資本的支出、雇用社数などはIPO前後において一貫して増加していることを示している。さらにこれらが5年にわたる変化であることから会計的操作でないこととして、既存のIPO後の業績不振の研究について指摘をしている。

Bernstein (2015) は、IPO企業のイノベーションの変化について、1983年から2003年までにNasdaqにIPOを行った1,478社を対象に調査を行っている。その結果、上場によって短期的な情報開示へのプレッシャーがかかることから、イノベーション(特許の件数から算定している)と生産性はIPOを頂点に低下することを指摘している。一方で、IPO企業は新たな人材を獲得し、それによって新しいイノベーションの創造を行うと示唆している。

Ritter and Zhu (2013) は小規模な企業の収益性が大規模な企業に比べて低下しており、これによって小規模なIPOが減少していると指摘している。また、Davidoff and Rose (2014) は歴史的に小型IPOは上場後のパフォーマンスが低いこと、これによって投資家が小型IPOへの投資を敬遠していることを挙げている。

また、市場変更についてではないものの、NYSEへのDual Listingについて、Gilson (2006) は厳しい米国の基準を満たしていることに対して投資家からの評価が高まることを示している。もっとも、SOX適用後はNYSEでのDual Listingを取りやめた企業の方が、

そのまま NYSE に上場し続けた企業よりも成長していると、SOX 法の問題を指摘している。

## (2) 日本における IPO 企業業績の先行研究

次に日本における IPO を行った企業の企業業績に関する先行研究を整理する。

まず、岩井/保田 (2011) が 2000 年から 2008 年までの新規上場会社を対象に実証分析を行っている。そこでは、市場第一部と市場第二部（これら本則市場をシニア市場として一括りにしている）に IPO をした企業は、マザーズや JASDAQ（ジュニア市場として一括りにしている）に IPO をした企業よりも赤字になっている確率が低いことを示している。また、上場後に急成長する確率の高い企業として、上場前において赤字である確率は高いが減収とはならないような企業であることを示している。

また、忽那 (2014) は「独自のビジネスモデルで世界的なレベルのイノベーションをけん引し、新産業を創出する役割を果たすような高成長企業を多数輩出することが雇用創出という視点からも重要である。」として「こうした高い成長の契機となる重要なイベントが IPO なのである」と指摘している。しかしながら 1997 年から 2010 年に IPO を行った日本企業について、IPO 後に売上高や売上高営業利益率といった指標や株価について高いパフォーマンスを維持できていないことや資金調達の弱さを、IPO 前後 5 期間の平均値と中央値の推移によって示している。また、雇用創出機能が米国と比較しても低いことを指摘している。

さらに、岡村 (2013) は 1995 年と 1996 年に店頭市場（ジャスダック）に新規公開をした 247 社を対象に、公開前後（新規上場の 5 年前から上場後 3 年間の企業業績）における業績パフォーマンスを調査している。その調査では 3 つの指標としてまず売上高、経常利益及び当期純利益などの指標の値、次に当期純利益率のような対売上高比、そして値の成長率を挙げている。まず、売上高の中央値は 5 年前から上場 3 年後にかけて増加していた。そして、当期純利益は上場 5 年前から上場年にかけて増加している一方で、上場 2 年後に減少しており、先行研究での IPO 後の業績パフォーマンスの悪化と整合的としている。なお、赤字の企業数が上場に向けて減少する点を挙げ、公開前の会計上の操作 (Window-dress) の可能性を指摘している<sup>152</sup>。次に 2 つ目の指標として、当期純利益率は IPO の 5 年前は 2.00%、3 年前は 1.91% だったところ、IPO 時には 2.99% に増加、その後 IPO の 3 年後に

---

<sup>152</sup> IPO 前の会計上の操作については DeGeorge and Zeckhauser や Jain and Kini、Teoh, Welch and Wong の研究を挙げている。



は1.90%に低下するとしている。そして、3つ目の指標である売上高成長率では3から2年前にかけては4.77%であるのに対してIPO後4年間の平均では0.96%に低下していることを明らかにしている。

一方で、細野/滝澤（2015）は1995年から2011年までのIPOを行った企業を対象に非上場会社（経済産業省の企業活動基本調査を用いている）と比較した実証分析において、IPOをした企業は、IPOを行っていない企業と比べて、設備投資比率や研究開発費、ROAを有意に増加させていることを明らかにしている。

なお、市場変更における株価の変動については宇野/柴田/嶋谷/清水（2004）が、1999年から2002年にJASDAQから東証に市場変更をした銘柄について、市場変更の公表から実際の東証上場までの期間において、ポジティブで優位な累積超過収益を観測しており、株主分散効果と相関していること、これは東証1部だけに当てはまり、インデックス運用との関係で発表直後の取引増加が顕著であることを明らかにしている<sup>153</sup>。

### （3）IPO企業業績への指摘

このように、IPO後に企業成長がみられるわけでは無く、むしろ成長が鈍化していることが指摘されている<sup>154</sup>。市場変更においてIPOと同様のインセンティブが働いていれば、IPO後も市場変更を目標として企業成長が継続する一方で、市場変更を達成した後は企業成長が鈍化するのではないかと考えた。

## 第2節 時価総額の検証

### （1）IPO後の時価総額の推移

まず、株式市場における企業成長の指標である時価総額について、IPO後の状況や市場変更前後の状況を確認する。IPOをした企業について、市場変更を行った企業と、市場変更を行わなかった企業にグルーピングし時価総額の変化率を比較した。2006年から2015年までに日本においてIPOを行った企業のうち、IPO後36カ月間（3年間）の時価総額が取得できた648社を対象とした。そのうち、IPO後に2017年までに東証一部に市場変更を行ったのが174社、市場変更を行っていないのが474社となっていた。時価総額の動向を

<sup>153</sup> 本稿においては短期間における株価の変動は対象としない。

<sup>154</sup> 「上場ゴール」と揶揄されることもある。

調査するうえで、各社の規模に影響されないようにするために、IPO を行った日が属する月の月末の時価総額を各社 100pts とし、それ以降毎月末の時価総額騰落率を算出した<sup>155</sup>。当該 IPO36 か月後の時価総額の指数について、基本統計量を示す。

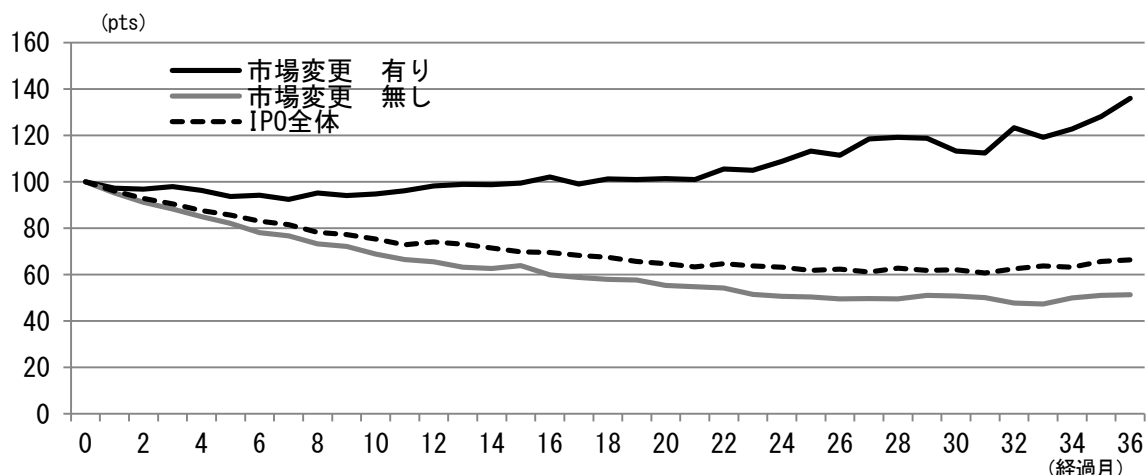
(図表 29) IPO 企業の 3 年後の時価総額 基本統計量

	N	Mean	Median	Std. Dev.	Min.	Max.
市場変更有り	174	198.3	136.0	209.2	5.27	1214.4
市場変更無し	474	91.0	51.2	128.2	1.73	1322.8
IPO 全体	648	119.8	66.3	161.2	1.73	1322.8

(出所) Bloomberg から筆者作成。

(注) 2006 年～2015 年に IPO した企業。IPO を行った月末の時価総額を各社 100 とした指数値に置き換えた平均。横軸は IPO からの経過月数。

(図表 30) 時価総額の推移



(出所) Bloomberg から筆者作成。

(注) 対象は 2006 年～2015 年に IPO した企業。IPO を行った月末の時価総額を各社 100 とした指数値に置き換えた中央値。横軸は IPO からの経過月数。

それら比較グループの中央値の推移を確認した。まず、648 社全体では IPO の 36 カ月後では 66pts に減少しており、先行研究で指摘されている IPO 企業の成長の低迷の指摘と整合的であった。次に市場変更実施の有無のグループごとの時価総額の推移では、市場変更を行った企業だけでは 136pts に上昇している一方で、市場変更を行っていない企業は

<sup>155</sup> IPO 時の初値と公開価格の乖離についてアンダープライシングの問題（公開価格が初値より過少に設定されること。）が指摘されているため初値を用いずに月末の値とした。アンダープライシングについては、岡村（2013）などが指摘しており本稿では扱わない。

51pts と半分程度まで減少していた。

IPO 後の株価全体は低調であったものの、市場変更を行った企業に限ってみてみると時価総額が増加しており、IPO 後の成長の低迷を否定するものであった。

## (2) 市場変更を境にした時価総額の変化

次に市場変更を行った企業だけを対象として、市場変更前後での時価総額の変化の検証を行った。2008 年から 2014 年に市場変更を行った企業のうち前後 36 カ月の株価が取得できた 171 社を対象とした。IPO 後の時価総額の推移との比較に準じて、市場変更を行った月末の時価総額を各社ともに 100pts に置き換えて、市場変更残後 36 カ月間の時価総額の騰落をポイントによって指数化することで、その推移を確認することとした。

各社の指数値について、中央値をとりその推移を確認した。市場変更時の基準 100pts に対して、市場変更の 36 カ月前の中央値は 50pts 程度と半分であった。すなわち市場変更に向けて 3 年間で時価総額が 2 倍になったことを表す。さらに、市場変更を境にその増加率は高まり、市場変更から 36 か月（3 年）経過後には、市場変更時の 1.6 倍の時価総額となっていた。このように市場変更に向けて時価総額は増加し、さらに市場変更後においても時価総額が拡大していることが確認できた。

もっともこの間、株式市場全体においても、アベノミクスと総称されるように日本銀行の量的質的金融緩和による ETF の買入れや公的年金による株式ポートフォリオの拡充を背景に株価が上昇している。市場変更をしたことで、企業個社の成長に関わらず TOPIX を対象とした金融政策等の資金流入によって時価総額が増加している可能性がある。そのため、東証一部上場企業を対象に株価指数である TOPIX（東証株価指数）との比較を行った。

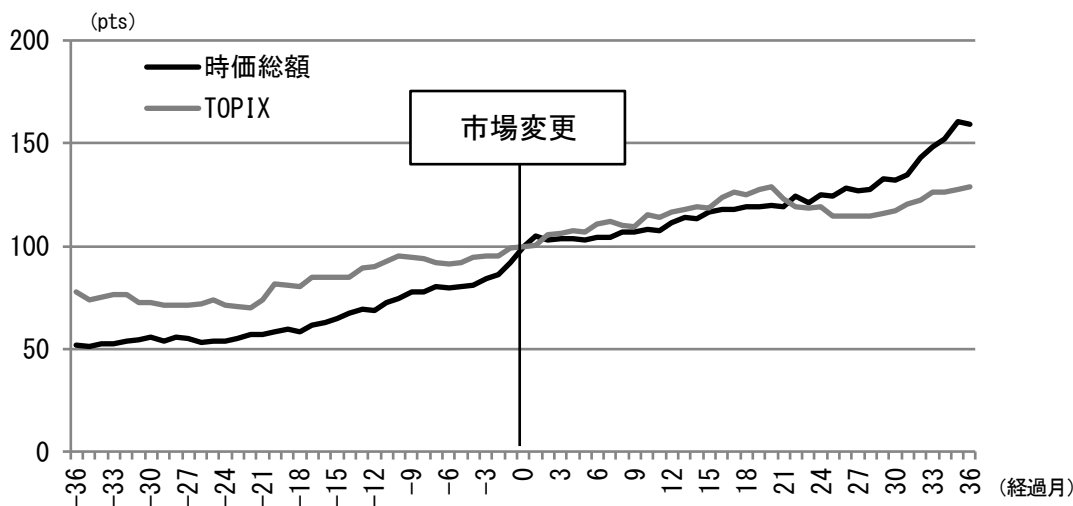
TOPIX の値についても、対象とした 171 社それぞれにおいて、各社の時価総額と同様に市場変更を行った月を 100pts に置き換えて前後 36 カ月の指数値を算出した。市場変更企業の時価総額及び TOPIX を換算した指数を各社市場変更前後 36 カ月に亘って算出し、その中央値の推移を求めた。

その結果、まず、市場変更企業の時価総額については市場変更を通じて上昇していることが確認できた。一方で TOPIX と比較をすると<sup>156</sup>、企業の時価総額はアンダーパフォームし、市場変更直後もややアンダーパフォームしている傾向が 24 カ月程度みられる。その後

<sup>156</sup> 例えば、時価総額が市場変更後に 100 億円から 120 億円になっていると時価総額は 120pts となる。TOPIX が同期間に 1000pts から 1100pts になっていると 110pts となる。この間の対 TOPIX は、 $120\text{pts} - 110\text{pts} = 10\text{pts}$  となり、TOPIX をアウトパフォームしている。

最後の12か月間程度はアウトパフォーマンスを強めていた。

(図表 31) 市場変更前後での時価総額推移



(出所) Bloomberg から筆者作成。

(注) 2008年～2014年に一部に市場変更した企業のうち、前後3年間の時価総額が取得できた171社が対象。市場変更した月末の時価総額を各社100とした指数値に置き換えた中央値。横軸は市場変更からの経過月数。

また、時価総額の指数及びTOPIXの市場変更36か月後について、基本統計量を示す。

(図表 32) 市場変更企業時価総額と同期間 TOPIX 基本統計量

	N	Mean	Median	Std. Dev.	Min.	Max.
時価総額指数	171	198.1	159.4	157.0	38.0	1132.0
TOPIX	171	143.3	129.1	31.4	94.7	232.6

(出所) Bloomberg から筆者作成。

上表のように市場変更後36か月後における時価総額の平均は198.1pts、一方TOPIXを同様に換算したものは143.3ptsとなり、その差をアウトパフォーマンスの度合いとして求めると、市場変更企業の時価総額の方が54.7pts上回っている。この差54.7ptsについて検定を行いp値を求めると、「0.00000355\*\*\*\*」が求められた。これは、5% (0.05) 及び1% (0.01) を下回っているため、帰無仮説（比較対象に差異が無い）が棄却された。時価総額の平均値がTOPIXよりも大きかったことについて、統計的に有意な差であることが確認できた。

これらのことから、市場全体の株価上昇に対して、市場変更を行った企業の時価総額の

上昇が上回っていると言え、市場変更を行った企業の成長を確認することができた。

なお、171社中、市場変更から36か月後の時価総額指数が100を上回っているのは131社、TOPIXを上回っているのは100社であった。

### (3) 企業規模と時価総額成長の関係

時価総額の成長について、日本のIPO企業では規模の小さい企業ほどその後の成長率が大きいことを岡村(2018)が明らかにしている。特にIPO時に時価総額が50億円未満の企業について上場後に時価総額が増加する傾向となっていることを明らかにしている。もっとも、その背景として時価総額が100億円に満たない「スモールキャップ」の企業が多いことを挙げ、「小さく産んで大きく育てる」という視点からはマザーズのねらいが一定程度達成されているとしながら、長期パフォーマンスの低迷は投資家の市場離れに繋がることを指摘している。

そのため、市場変更を行った企業についても、規模とそのリターンを確認した。今までと同様に市場変更時の時価総額と36か月後における時価総額のポイントを比較した。規模のばらつきがあることから、対数を用いて検証することとした(対数に換算した変更後36か月後リターンの平均値は2.179、市場変更時時価総額の平均値は4.161)。以下の回帰式によって求められた。

$$Y_{it} = X_{it}a + c$$

$Y_{it}$ は市場変更36か月後の時価総額リターン(対数)、 $X_{it}$ は各社の市場変更時の時価総額をとる。その結果、 $a$ は-0.184となり、切片である $c$ は2.948であった。傾きが-0.184とマイナスとなり、IPO企業と同様に市場変更時の規模が小さいほど市場変更の36か月後のリターンが大きいことが示された。もっとも、相関係数は0.216、決定係数は0.046が求められ、その値は大きくなく、有意には認められなかった。

## 第3節 企業業績の検証

### (1) 業績検証の全体像

市場変更を行った企業の業績を検証するために、5つの項目を設定し、①全体像の説明

を行い、②岡村（2013）の先行研究をもとに3つの指標から業績パフォーマンスを測定、③規模と変化率について確認を行い、④業績を測定するうえで経済環境の影響度合いの考慮、⑤市場別の分析と進めていく。

本検証にあたっては売上高と当期純利益のデータを収集した。収集にあたってはBloomberg社の情報端末を用いて各企業の該当する業績について関数式を用いて抽出する方法で取得している。それによって、市場変更の前後3期ずつの業績が取得できた192社を対象として分析を行った。売上高と当期純利益について、各社の規模に依拠せずに測定するために市場変更の直前期の業績を各社とも100ptsに置き換えたうえで検証を行っている<sup>157</sup>。なお、米国会計基準やIFRS適用会社などにおいては経常利益が存在しないことや、外国企業との比較可能性の観点から経常利益は除外をした。

(図表 33) 業績を取得できた市場別社数と市場変更年

	2008	2009	2010	2011	21012	2013	2014
二部から	4	2	6	16	28	34	60
マザーズから	2	0	0	2	3	11	14
JASDAQから	-	-	-	-	-	3	6

市場変更3期前の値を「Pre 市場変更」、市場変更3期後の値を「Post 市場変更」として、その変化量を以下の式によって示すこととする。

$$\Delta \text{市場変更変化} = \text{Post 市場変更} - \text{Pre 市場変更}$$

取得できた企業業績群の売上高及び当期純利益それぞれについて、「Pre 市場変更」、「Post 市場変更」及び「市場変更変化」について、それぞれの基本統計量を示す。

売上高及び当期純利益の両方が平均値と中央値のいずれにおいても、Pre 市場変更は100ptsよりを下回り、かつPost 市場変更は100ptsを上回っており、市場変更にかけて企業業績が増加し、さらに市場変更後も増加している様相であった。またその結果、市場変更変化はいずれも正の値であった。

<sup>157</sup> 本稿における市場変更の直前期とは、便宜的に各社とも市場変更等を行った日を含む年の前年（暦日）において決算期末を迎える決算年度を指す。特段の断りがない限り以下同じ。

(図表 34) 市場変更前後での企業業績 基本統計量

	N	Mean	Median	Std. Dev.	Min.	Max.
Pre 売上高	192	85.2	82.9	45.1	1.45	581.3
Post 売上高	192	133.0	123.1	55.1	20.5	530.7
△変化売上高	192	47.7	39.4	77.5	-428.0	496.2
Pre 当期純利益	193	55.2	57.1	457.5	-5708.2	1443.8
Post 当期純利益	193	126.9	136.5	446.4	-4976.9	1433.9
△変更当期純利益	193	71.6	65.0	599.9	-4969.2	5745.6

(注) 各社それぞれについて市場変更直前期の売上高又は当期純利益を100として換算した値。

(出所) Bloomberg から筆者作成。

## (2) 業績パフォーマンスの検証

市場変更を行った企業の業績パフォーマンスを検証するために、岡村(2013)と同様に、①売上高等の推移、②売上高利益率の推移、③成長率の3つの観点から確認することとする。

### a. 売上高等の推移

まず、売上高と当期純利益の推移について、基本統計量のとおり変化量の平均値は売上高では47.7pts、当期純利益では71.6ptsと上昇が確認できた。また、これらのp値を検定したところ売上高については「0.00000000000000224\*\*\*\*」、当期純利益については「0.049332879\*」が示され、どちらとも片側5%水準で有意であった。このことから、市場変更を境にして売上高及び当期純利益が増加していることが確認された。

また、各期における中央値の推移を確認した。その結果、売上高・当期利益ともに市場変更の前後を通じて増加していた。また当期純利益の増加の程度は、売上高に比べて大きかった。売上高について市場変更3期前は82ptsだったものが増収を続け、市場変更を挟んで市場変更3期後には123ptsに至っている。また、当期純利益について市場変更3期前は57ptsであり、市場変更にかけて2倍程度増加している。そして、市場変更3期後には136ptsまで増益している。

当期純利益について市場変更前の3期間では約40pts以上増加している一方で、市場変更後では増加しているとはいえ、同様に3期間において30pts程度にとどまっている。利

益の伸びについて成長がみられるもののその伸びが鈍化している状況となっている。

b. 売上高利益率の推移

次に2点目の観点である売上高当期純利益率の観点から確認をする。当期純利益率の中央値の推移をみると、市場変更前では2.8%だったものが市場変更時には4.1%に上昇している。その後、市場変更1期後には4.5%に上昇するものの、その後4.2%程度に戻る状況となっている。

c. 成長率

そして、3つ目の観点である成長率について確認を行う。市場変更企業の売上高と当期純利益の成長率の推移を確認した。まず、売上高成長率（中央値）は市場変更3期前から市場変更3期後にかけてほぼ横ばいとなっていた。市場変更3期前から2期前にかけては6.04%、市場変更直前期から市場変更期にかけては7.66%と最も大きくなった。その後は低下も見られ市場変更2期後から3期後にかけては5.88%となった。次に当期純利益成長率（中央値）をみると、市場変更に向けて成長率が増加する一方で、市場変更後は減少する傾向がみられた。市場変更3期前から2期前にかけては15.32%、市場変更直1期前から市場変更直前期にかけては25.52%と最も大きくなった。その後の成長率は低下がみられ、市場変更2期後から3期後にかけては11.53%まで低下することが確認できた。

d. 分析の整理

分析を行った3つの観点である①売上高等の推移、②売上高利益率の推移、③成長率について整理をする。

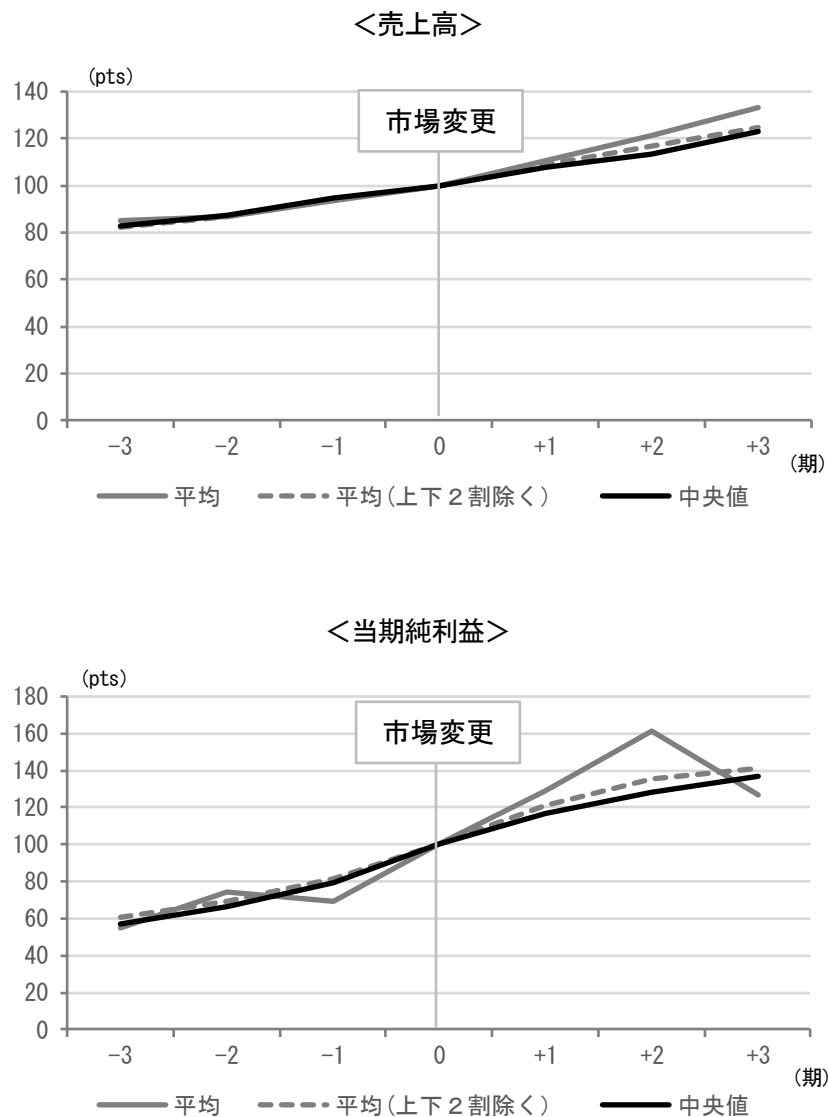
まず売上高及び当期純利益は市場変更3期前から3期後にかけて一貫して増加をしていた。売上高は約1.5倍、当期純利益は2.3倍に増加しており、どちらの増加とも統計的に有意であった。次に売上高当期純利益率については、市場変更3期前から市場変更翌期にかけて2.8%から4.5%に上昇していた。一方でその後は低下・横ばいがみられ4.2%にとどまっていた。そして、成長率について売上高は概ね横ばい、当期純利益は逆U字型の傾向がみられた。売上高は6から7%台の成長率のレンジ内で変動し、市場変更直前期から翌期にかけて最も大きな成長がみられた。また当期純利益について市場変更前は10%台だったものが市場変更1期前から直前期にかけては20%台まで増加した一方で、市場変更後



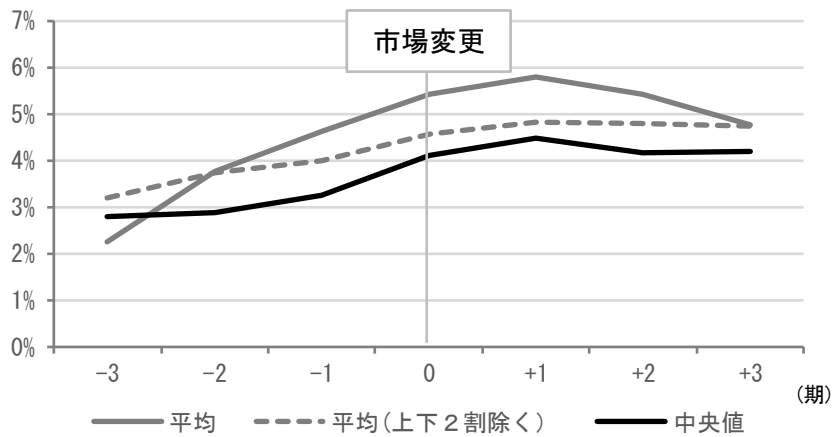
には10%台に低下していた。

これらをIPOの先行研究と比較すると、売上高の増加や成長率の横ばいについては、先行研究を否定し市場変更における成長の方が強い形となった。一方で、当期純利益や当期純利益率については成長の鈍化もみられ先行研究と整合的であった。

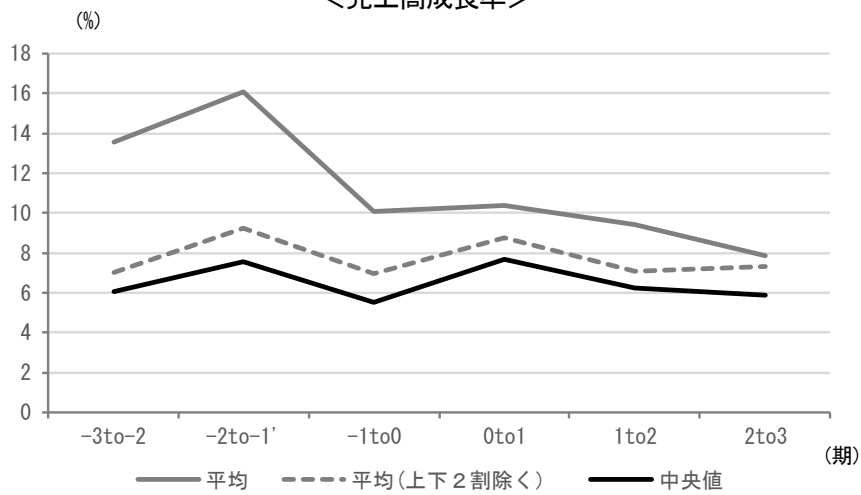
(図表 35) 市場変更前後での企業業績 推移グラフ



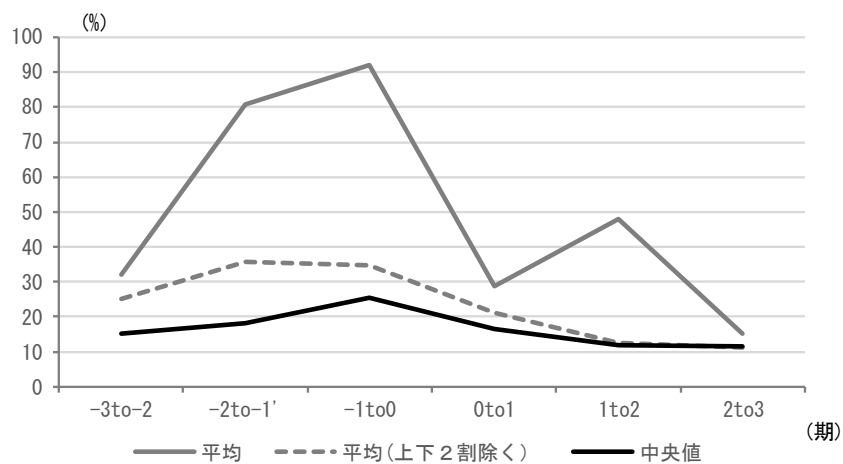
<当期純利益率>



<売上高成長率>



<当期純利益成長率>



(出所) Bloomberg から筆者作成。

### (3) 企業規模と業績パフォーマンスの関係

いままでは企業業績について、各社の値を100に置きかえてその変化について検証を行った。次に規模とその変化率に着目する。事業規模が小さい企業は、規模の力が小さいことから大きく成長することが難しいとする Ritter and Zhu (2013) の先行研究がある。一方で、絶対額でみたときに、従前の事業規模が小さい企業のほうが成長率の増加に帰着させやすいとも考えられる<sup>158</sup>。

そこで、市場変更時の売上高及び当期純利益の規模が小さい企業ほど、市場変更3期後の成長率が大きいとの仮説を設けて、回帰分析を行った。その結果、以下の回帰式が得られた（市場変更時の売上高及び当期純利益の値に対して対数を用いている。）。

$$Y_{2i} = X_{2i}a + c$$

$Y_{2i}$ は市場変更3期後の売上高増加率又は当期純利益増加率をとる。 $X_{2i}$ はそれぞれの増加率に応じて、市場変更時売上高（対数）又は当期純利益（対数）対数をとる。

その結果、市場変更3期後の売上高増加率について  $a$  は-0.143、 $c$  は2.758 が求められ、決定係数は0.087であった。また、市場変更3期後の当期純利益増加率について  $a$  は0.347、 $c$  は-0.995 が求められ、決定係数は0.010であった。

売上高では市場変更時の規模に対する係数は負の値が求められたことから、小さい企業ほどその後の成長率が大きいこととなった。一方で、当期純利益では市場変更時の規模に対する係数は正の値が求められたことから、大きい企業ほどその後の成長率が大きいこととなった。

もっとも、どちらの回帰式も決定係数が0.1を下回っており、統計的な有意は認められなかった。このことから、少なくとも市場変更時の売上高及び当期純利益が小さい企業ほどその後の成長率が大きいとの仮説は棄却された。

### (4) 経済環境の要因

では、市場変更企業の業績は手放しに成長していると言えるか。この間、時価総額の検

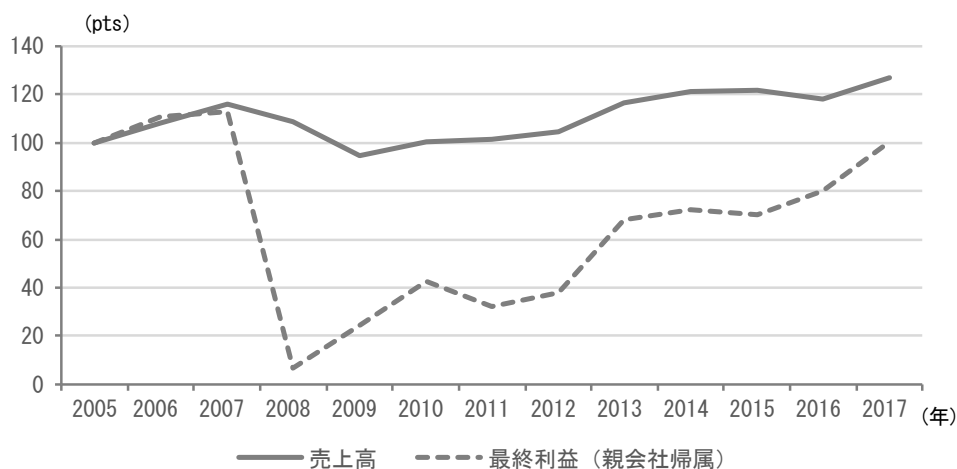
<sup>158</sup> 例えば、売上高1000億円の企業にとっての10%は100億円であるが、10億円の企業にとっての10%は1億円にすぎない。

証の際にも指摘をしたようにアベノミクスによって株価そのものだけでなく、企業業績が全国的に改善している状況となっている。そこで、当該市場変更企業の業績が経済全体の企業業績の変化と比較して大きいといえるのか確認することとする。

企業業績の環境変化による比較対照として、データ上の制約から本稿においてはベンチマークとして、東京証券取引所が行っている各年の決算短信の集計結果<sup>159</sup>を用いることとする。当該資料では各年の決算短信の合計が集計されていることに加えて、前年と比較できる企業のみを対象として各業績の増減率を集計している。そのため、当該増減率を指数に置き換えることで、継続的な市場全体の業績変化のベンチマークとして用いることができる。今回は、その中でも東証一部市場を対象とした集計を次のように指数化した。

取得できたデータの都合から2005年を基準年として表記をしている。2005年から2007年にかけては売上高と利益ともに増加しているものの、リーマンショックのあった2008年に利益は2005年の1/10程度まで落ち込む。その後は増加に転じて、2017年には売上高は127ptsに増加、利益は100ptsに回復している。

(図表 36) 東証一部上場企業の企業業績ベンチマーク



(出所) 東京証券取引所「決算短信集計結果」2017年度から筆者作成。

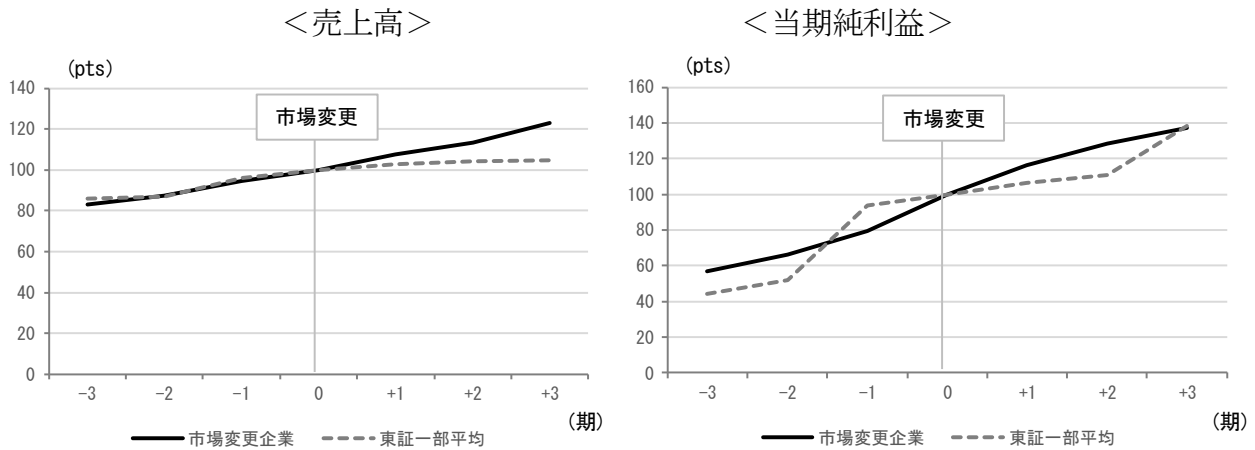
そのうえで、市場変更企業各社の該当期間に当てはめたうえで、市場変更3期後相当の中央値と平均値を算出した。その結果、売上高の中央値は116pts、平均値は109ptsとなり、市場変更企業のほうが中央値で17pts、平均値で25pts上回っている結果となった。一方で、当期純利益ではベンチマークの中央値と平均値ともに159ptsとなり、市場変更企

<sup>159</sup> 東京証券取引所「決算短信集計結果」2017年度参照。

業のほうが中央値では-7pts、平均値では-33pts 下回っていた。

すなわち、売上高と当期純利益ともに市場変更を行った企業は市場変更後もその成長を続けていたものの、当期純利益の伸びは市場全体と比較すると弱いものであった。

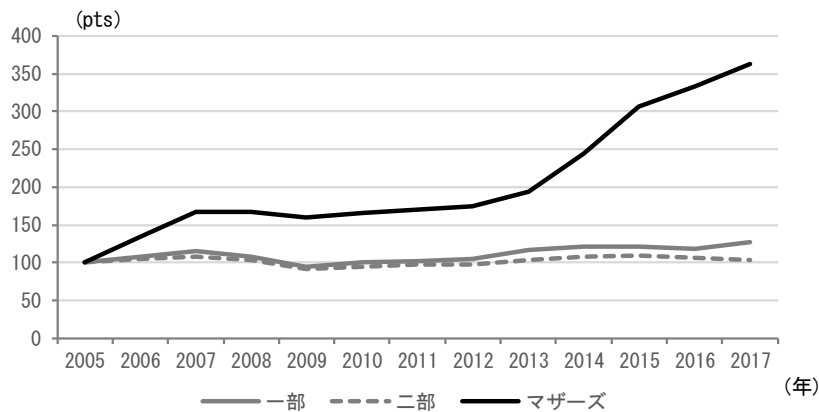
(図表 37) 市場変更企業と東証一部ベンチマークとの比較



(出所) 筆者作成。

ほかにも同期間における東証二部とマザーズ上場会社の売上高の推移を算出した。なお、二部及びマザーズにおける当期純利益並びに JASDAQ における売上高及び当期純利益に係る同様のデータは取得することができなかった。2005 年度を 100 とした場合に 2017 年度では東証一部は 127pts、二部は 104pts にとどまるのに対して、マザーズでは 362pts と大きな増加を見せていた。またこの増加は 2013 年ごろから顕著にみられている。

(図表 38) 各市場の上場会社業績ベンチマーク



(出所) 東京証券取引所「決算短信集計結果」2017 年度から筆者作成。

(5) 市場別の状況

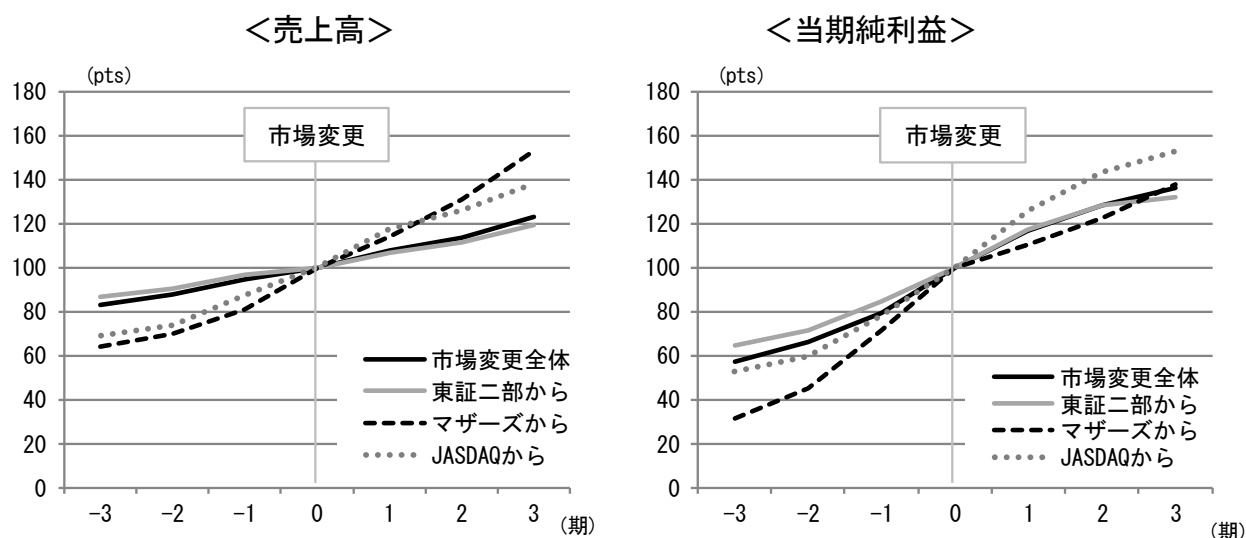
売上高と当期純利益について、東証一部への市場変更を行う前に上場している市場別にその差異などを確認していく。先ほどの企業業績データについて、市場変更前の上場市場として市場第二部、マザーズ及び JASDAQ の3つに分類してその変化を確認した。

(図表 39) 市場変更前の市場別企業業績比較

	N	Pre 売上高	Post 売上高	変化	Pre 利益	Post 利益	変化
市場変更企業全体	192	85.2	133.0	47.7	55.2	126.9	71.6
二部から	150	91.2	121.1	32.9	54.4	116.2	61.8
マザーズから	33	62.5	171.9	109.3	52.0	170.5	118.4
JASDAQ から	9	69.8	138.4	68.5	79.7	145.0	65.2

(注) 各社それぞれについて市場変更直前期の売上高又は当期純利益を100として換算した値。  
(出所) Bloomberg から筆者作成。

(図表 40) 変更前の市場別 市場変更前後での企業業績推移



(出所) Bloomberg から筆者作成。

その結果、まず売上高についていずれの市場でも市場変更を境に成長が継続していることが確認できた。その中で、最も成長の程度の大きかったのはマザーズに上場していた企業であり、最も成長の程度が小さかったのは東証二部に上場していた企業であった。

次に当期純利益をみると売上高と同様にいずれの市場でも市場変更を境に成長が継続し

ていることが確認できた。その中で、最も成長の程度の大きかったのは JASDAQ に上場していた企業であり、最も成長の程度が小さかったのは売上高と同様に東証二部に上場していた企業であった。

IPO における先行研究では上場後の企業業績について成長が鈍化することが示されていたところ、市場変更に着目すると売上高及び当期純利益ともに市場変更前後を通じて増加していることが確認できた。このような企業業績の成長は東証一部への市場変更前の市場別に見たときに総じてどの市場からの市場変更においても成長していることが確認できた。一方でその内訳をみると、マザーズから市場変更を行った企業群の業績の伸びが一番大きかった。また、企業業績の伸びが最も小さかったのは東証二部からの企業群であった。

#### 第4節 業績指標の検証

##### (1) 市場変更企業の ROE

市場全体において日本企業の ROE が低いとの指摘を踏まえて、市場変更を行った企業の ROE について、その水準と推移を調査した。

市場変更を行った企業の前後3期間について ROE が取得できた 154 社について、売上高・当期純利益と同様に、市場変更の直前期を 0 期として市場変更3期前を Pre 市場変更、市場変更3期後を Post 市場変更として、その値を求め市場変更による変化を求めた。これらの基本統計量を次のように示す。

(図表 41) 市場変更企業の ROE 変化 基本統計量

	N	Mean	Median	Std. Dev.	Min.	Max.
Pre ROE	154	9.11	8.08	16.60	-117.77	82.00
Post ROE	154	10.09	9.34	12.07	-55.30	52.85
△変化 ROE	154	0.94	0.44	18.00	-67.42	126.74

(注) 単位は%。

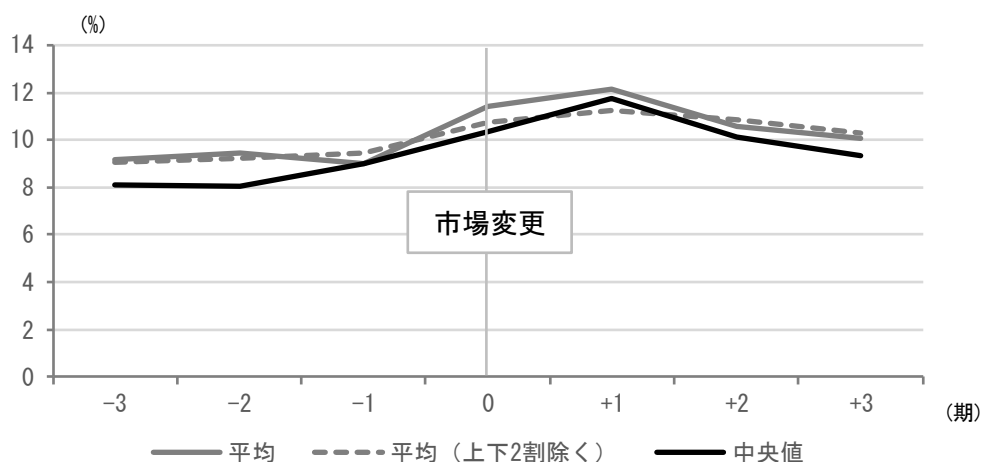
(出所) Bloomberg から筆者作成。

上表のとおり ROE の市場変更変化量の平均値は 0.94 と増加している。これについて、p 値を求めると、0.257798 となり 5%水準を超えており、有意に上昇しているとは言えなかった。また、中央値の推移を確認すると、どの期においても ROE は伊藤レポートで指摘を

されていた 8%を上回っていた。また、市場変更後においても増加しており、10%前後の水準まで増加していることが確認できた。

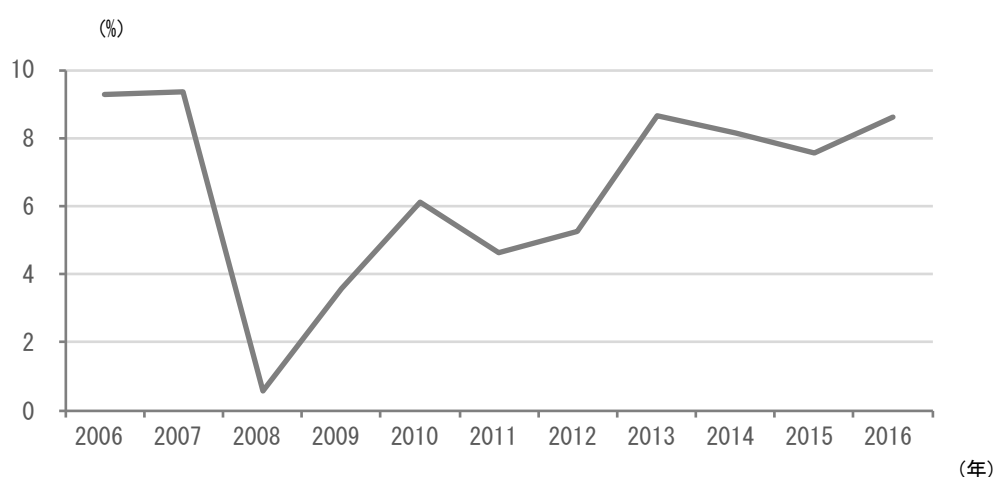
もともと、売上高・当期純利益と同様に、この間の決算短信の集計結果を確認すると、東証一部上場企業全体では 2016 年までにおいて 10%を超えていない。そのため、市場変更を境に ROE が増加している状況ではなかったものの、東証一部のベンチマークを上回る企業群であったことが示唆される。

(図表 42) 市場変更企業の ROE 推移



(出所) Bloomberg から筆者作成。

(図表 43) 東証一部上場企業 ROE の平均値推移



(出所) 東京証券取引所「決算短信集計結果」2017 年度から筆者作成。



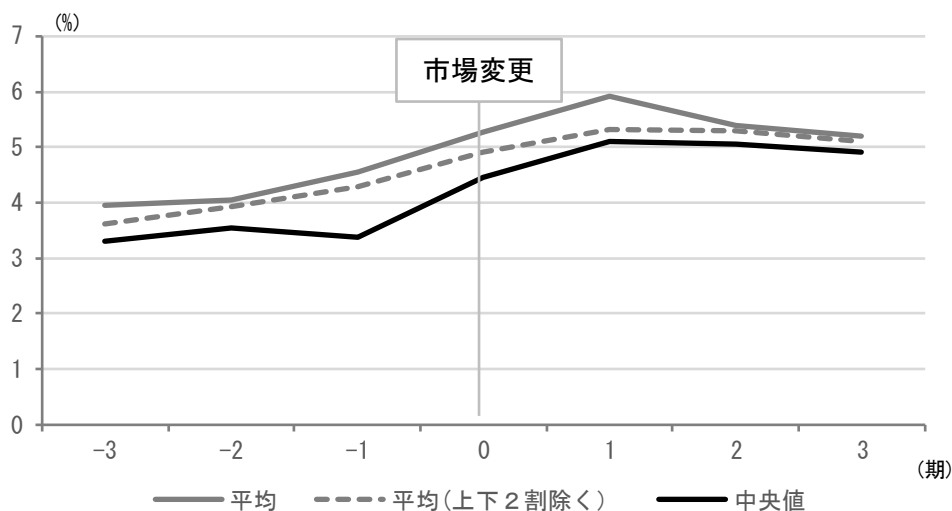
## (2) 市場変更企業の ROA

次に、収益性を表す指標である ROA についても、その状況を確認した。ROA は利益を総資産で除したもので、自己資本と負債を合わせた資産を効率的に運用できているかを表す指標である。

ROE 等と同様に、市場変更を行った企業の ROA の推移を抽出して分析を行った。中央値では市場変更 3 期前では 3.3% であり市場変更までは横ばいで推移していたところ、市場変更期には 4.4% に上昇し、市場変更 3 期後には 4.9% に増加していた。最も大きかったのは市場変更 1 期後の 5.09% であった。なお、平均値においてもその推移は中央値を類似した動きを見せた。

中央値の結果を対象に評価を行うと、市場変更前後における増加とその後の水準の維持がみられた。

(図表 44) 市場変更企業の ROA 推移



(出所) Bloomberg から筆者作成。

## (3) 市場変更企業のトービンの q

そして、企業価値の代表的指標である「トービンの q」についても、その状況を確認した。トービンの q は「株式市場で評価された企業価値を資本の再取得価格で割ったものであり、q 値が 1 よりも大きければ、その企業の保有資本ストックの価値よりも市場で評価された企業価値の方が高い」<sup>160</sup>ことを意味する。ジェームズ・トービンによって提唱され

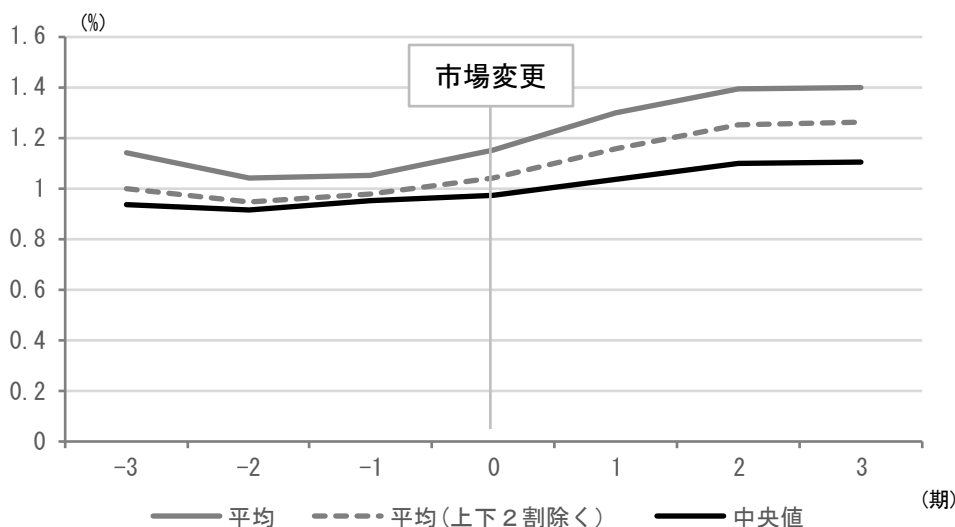
<sup>160</sup> 神事/張/春名 (2011) 参照。

た理論であり、企業価値は時価総額と債務の和に当たる。

企業業績等と同様に、市場変更を行った企業のトービンのQの推移を抽出して分析を行った。中央値では市場変更3期前では0.93だったところ、市場変更期には0.97に上昇し、市場変更3期後には1.1に増加していた。市場変更期までは1.0を下回っていたところ、市場変更1期後からは1.0を上回っている。なお、平均値では常に1.0を上回っているものの、その推移は中央値と類似した動きを見せた。

中央値の結果を対象に評価を行うと、市場変更前までの市場評価は低く1.0を下回っていたところ市場変更後には評価の上昇、すなわち投資の増加がみられたこととなる。この差は市場変更期を境としてみられていた。

(図表 45) 市場変更企業のトービンのq推移



(出所) Bloomberg から筆者作成。

### 第5節 内生性のバイアス

いままで論じてきたように市場変更の期間を通じた売上高の増加を優位に確認することができた。一方で内生性の可能性についても検討を行いたい。すなわち、市場変更を行った企業の売上高が増加していたとしても、それは売上高を増加させることができる（内生）企業が市場変更したのであり、市場変更による影響（外生）ではないのではないかとという点である。

この点、大湾/加藤/宮島（2016）が従業員持ち株会の企業業績への影響について検証を

行った方法が参考となる。大湾は従業員持ち株会への加入の程度と企業業績について、企業業績の良い（または今後よくなる可能性のある）企業の社員ほど従業員持ち株会に加入するという内生性を指摘したうえで、それらのバイアスを補正して検証が行えるよう二段階最小二乗法（TSLS）を用いている。なお、その結果、従業員一人当たりの持ち株金額が10%上昇すると、生産性は1%、トービンの $q$ は1.7%程度増加することなどを明らかにしている。

そこで、市場変更を行った企業の業績等についても二段階最小二乗法を用いて検証を行った。市場変更を通じて有意に増加が確認できた売上高を対象とすることとした。売上高は会社の規模やその成長力に起因するため、対象企業について同期間の総資産、負債比率、従業員数及び企業年齢を取得して、市場変更を行った企業のうちデータを取得できた175社を対象としてパネルデータを作成した。また、市場変更の効果を測るために変数として市場変更ダミーを設けて、市場変更後の期間については1の値をとることとした。当該計算にはEviewsのTSLS（two stage least squared method）の機能を用いて、売上高を被説明変数、市場変更ダミーを説明変数、総資産、負債比率、従業員数及び企業年齢を操作変数として計算を行った<sup>161</sup>。その結果、各変数の基本統計量と求められた回帰式を以下に示す。なお、自然対数に置き換えた値を用いている。

（図表 46）二段階最小二乗法の基本統計量と回帰式

	N	Mean	Median	Max	Min
売上高（対数）	1225	6.4099	6.4191	14.1147	6.4718
総資産（対数）	1225	9.9036	9.9142	15.2671	5.7951
負債比率（対数）	1225	4.6103	4.5433	8.2724	1.5546
従業員数（対数）	1225	6.4099	6.4191	10.3520	2.1972
企業年齢（対数）	1225	3.4925	3.5553	4.6151	1.3862

$$REVENUE_{it} = STEPUP_{it}\alpha + ASSET_{it}\beta_1 + DEBT_{it}\beta_2 + EMPLOYEE_{it}\beta_3 + AGE_{it}\beta_4 + \varepsilon_{it}$$

$REVENUE_{it}$  は各市場変更企業の各期の売上高（対数）をとり、 $STEPUP_{it}$  は市場変更を表す

<sup>161</sup> いずれの値も他の業績値と同様にBloombergを用いて抽出している、なお企業年齢については、持株会社化をおこなっている企業においては、従前の主たる企業の設立年が起点となるよう補正を行っている。

ダミー変数であり、市場変更後においては1をとる。また、 $ASSET_{it}$ 、 $DEBT_{it}$ 、 $EMPLOYEE_{it}$ 及び $AGE_{it}$ はその他のコントロール変数であり、それぞれ各市場変更企業各期の総資産(対数)、負債比率(対数)、従業員数(対数)及び企業年齢(対数)をとる。 $\varepsilon_{it}$ は誤差項である。

その結果、 $\alpha$ は0.4833、 $\varepsilon$ は10.6206となった。また、 $\alpha$ のp値は0.006、決定係数は0.732であった。市場変更の係数は0.4833であり、市場変更を行うと売上高が0.4833%増加する計算結果となった。またp値は0.01を下回っており帰無仮説は棄却され統計的な有意も確認されている。すなわち、売上高の増加には各社の環境や経営努力など様々な要因があるものの、今回の検定によって、市場変更による効果が一定程度あることが示されたことになる。

なお、頑健性のために市場変更を行った企業群の業績について、市場変更を行っていない企業群を対照として、検定を行うこととした。市場変更を行った企業192社について、市場変更3期前から市場変更3期後の7期間のデータと、同市場変更時期に相当する変更前の市場(二部又はマザーズ)のベンチマークを対象企業群と同数にそろえたパネルデータを作成した。また、市場変更を実現している期間をダミー変数(市場変更を行った企業群の市場変更1期後から3期後には1を付している。)とした。なお、先述の取得データの制約から、東証一部のベンチマークよりも売上高の増加が認められた売上高のみを対象としている。当該パネルデータを用いて、ハウスマン検定を行ったところ、p値は0.000が示され5%水準を大きく下回るものとなった。これによって固定効果モデルが選択されており、二段階最小二乗法を否定するものではなかった。

## 第6節 株価指数採用による代替の検証

### (1) 株価指数によるスクリーニング

市場変更を行った企業がその市場変更の前後を通じて、成長していることを確認した。市場におけるスクリーニングの効果という点では、株価指数への採用が類似のものとして考えられる。市場の階層構造や市場変更を行わなくとも、株価指数によるスクリーニングでその機能は十分ではないのかという指摘もあり得る。

そこで、株価指数の採用について、市場変更と同様に、指数への採用の前後において企業成長がなされているか確認するために、採用の前後の企業業績の推移について検証を行う。

## (2) 日経平均株価による検証

具体的には東証一部からさらにスクリーニングを受けた「日経平均株価」の採用企業についてみていく。日経平均株価は、東証一部上場企業のうち、日本経済新聞社が選定した225社によって構成される株価指数である<sup>162</sup>。

日経225採用企業になると、日経平均株価に連動したパッシブ運用の投資資金の買いが入るため、買い需要が生まれる。そのような株価変動要因に加えて、日経平均の知名度が高いことから採用企業について、特別な企業であるかのような印象を与えている可能性がある<sup>163</sup>。日経平均株価に採用された企業の業績の変化について、市場変更と同様に日経平均株価指数採用時を境目として検証を行った。2008年以降に採用された企業のうち前後3期間の業績値が取得できた17社<sup>164</sup>について、採用の直前の決算期を市場変更と同様に100としてその前後の業績変動を調査した。

そして、市場変更と同様に指数採用3期前の値を「Pre 指数採用」、指数採用3期後の値を「Post 指数採用」として、その変化量を以下の式によって示すこととする。

$$\Delta \text{指数採用変化} = \text{Post 指数採用} - \text{Pre 指数採用}$$

売上高及び当期純利益について、「Pre 指数採用」、「Post 指数採用」及び「指数採用変化」について、それぞれの基本統計量を示す。

<sup>162</sup> 日本経済新聞社では「指標性を維持するために毎年1回、「定期見直し」で10月初めに構成銘柄を入れ替えます（見直しの結果、入れ替え銘柄がない年もあります）。市場流動性とセクター（日経業種分類の36業種を6つに集約したもの）間のバランスにより選定します。」としている。

<sup>163</sup> 円単位で表示されるわかりやすさから、一般的なニュースなどで相場動向として用いられることが多い。ただし、株価指数算出方法が株価平均型であり、「株価」の値が大きい銘柄の変動寄与が大きい。

<sup>164</sup> テクニカル上場などによって採用された企業を除いている。

(図表 47) 日経平均株価採用前後での企業業績 基本統計量

	N	Mean	Median	Std. Dev.	Min.	Max.
Pre 採用売上高	17	103.4	90.0	42.9	47.5	186.9
Post 指数売上高	17	99.1	97.4	25.3	55.2	138.1
△変化指数売上高	17	-4.3	0.2	33.7	-68.8	51.4
Pre 指数当期純利益	17	-1441.4	34	6141.9	-25238.3	981.6
Post 指数当期純利益	17	433.2	88.9	1443.9	-119.3	6010
△変化指数当期純利益	17	1874.6	8.2	7573.6	-493.2	31248.3

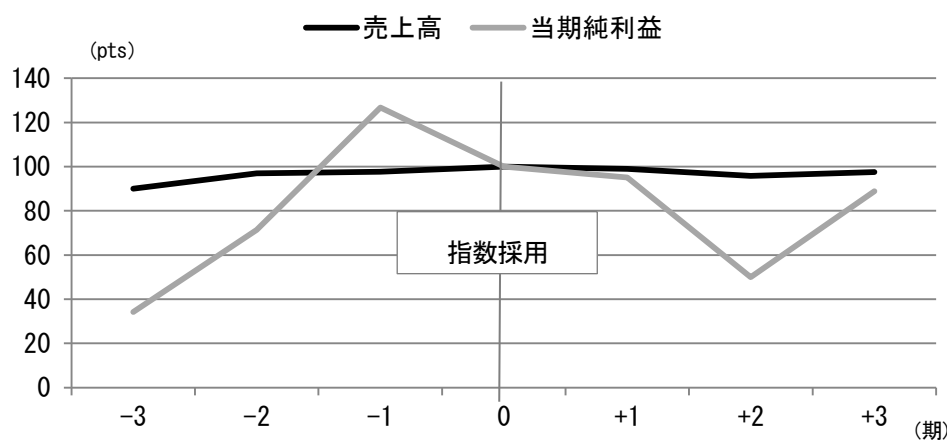
(注) 各社それぞれについて日経平均採用前期の売上高又は当期純利益を100として換算した値。

(出所) Bloomberg から筆者作成。

売上高の指数採用変化量の平均値をみると-4.3と減少している。これについてp値を求めると0.30081が求められ5%水準を上回っていることからこの減少について有意には示されなかった。また、当期純利益については平均値が1874.6と大きく増加しているようにみられるがp値は0.161318と同様に大きく、その差は有意には示されなかった。標準偏差の大きさから、母数の少なさとその企業業績の変動が区々であったことがうかがえる。

さらにその中央値の推移をみるとその結果は株価指数採用の直前までは売上高や利益の増加がみられたが、日経平均採用以降においては売上高も当期純利益も直前期の100ptsを下回った。

(図表 48) 日経平均株価採用企業の業績推移



(出所) 日本経済新聞社、Bloomberg から筆者作成

### (3) 指数の代替性を踏まえた市場変更の機能

株価指数採用企業の業績の検証を踏まえると、株価指数だけでは、市場変更と同様の企業成長の効果は見られず、市場のステップアップの代替にはならないことが確認できた。この点を踏まえて市場変更が有する機能について整理をする。

前章では市場変更に対してブランド獲得を資金調達よりも優先していることを検証し、すなわち人的資本の拠出者が、その行動を志向していることを整理した。本章では、市場変更後の企業の成長を検証すると、時価総額及び売上高等の企業業績は市場変更後の鈍化は抑制されていることが明らかとなった。

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る。これは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るものと整理できる。

## 第7節 小括

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」を検証した。

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

東証一部への市場変更の状況を海外と比較するために、海外における市場変更の状況を調査する。海外における市場変更に関する先行研究や調査は少ないところ、本稿において当該事象をまとめることは、日本との比較に留まらず一定の意義があると考えている。

第1節では世界の証券市場の概況を確認する。第2節では世界における主要取引所・金融市場である米国と英国の証券取引所について成立ちや上場制度・市場変更の有無を確認する。第3節では米英以外の国や地域において市場変更が行われているのか調査を行う。また、第4節では第3節で明らかにした市場変更が行われている市場の成立ちや上場制度を整理する。そして、第5節では海外での市場変更企業について市場変更前後での企業業績など成長の変化を確認する。本章の小括として第6節を設ける。

### 第1節 世界の証券市場の概況

#### (1) 世界の証券取引所

まず市場変更の観点に入る前に、世界における証券取引所（グループ単位）ごとに上場している企業の時価総額合計を次のようにまとめた。

(図表 49) 世界の証券取引所 時価総額上位ランキング

	証券取引所グループ	上場会社時価総額 (USD millions)	上場会社数
1	<b>NYSE Group</b>	19,573,074	2,307
2	<b>Nasdaq - US</b>	7,779,127	2,897
3	<b>Japan Exchange Group</b>	4,955,300	3,541
4	<b>Shanghai Stock Exchange</b>	4,098,789	1,182
5	<b>LSE Group</b>	3,581,390	2,614
6	<b>Euronext</b>	3,459,874	1,051
7	<b>Shenzhen Stock Exchange</b>	3,212,671	1,870
8	<b>Hong Kong Exchanges and Clearing</b>	3,193,236	1,973
9	<b>TMX Group</b>	1,993,523	3,419
10	<b>Deutsche Börse AG</b>	1,716,042	592
11	<b>BSE Limited</b>	1,566,680	5,821
12	<b>National Stock Exchange of India Limited</b>	1,539,585	1,840
13	<b>SIX Swiss Exchange</b>	1,403,356	264
14	<b>Australian Securities Exchange</b>	1,268,494	2,095
15	<b>Korea Exchange</b>	1,254,541	2,059
16	<b>Nasdaq Nordic Exchanges</b>	1,248,179	938
17	<b>Johannesburg Stock Exchange</b>	951,320	376
18	<b>Taiwan Stock Exchange</b>	844,030	911
19	<b>BM&amp;FBOVESPA S.A.</b>	758,566	349
20	<b>BME Spanish Exchanges</b>	704,551	3,506

(注) 2016年末時点 (LSEは2016年9月末時点)

(出所) WFE Annual Report 2016 から筆者作成。

トップはニューヨーク証券取引所であり 19.5 兆米ドル、次位が Nasdaq であり 7.7 兆米ドル、そして3位が日本取引所グループで 4.9 兆米ドルとなる。次に上海証券取引所が 4.0 兆米ドル、ロンドン証券取引所グループが 3.5 兆米ドルと続く。

なお、WFE (World Federation of Exchanges) の統計資料では 57 つの証券取引所グループが存在している。そして新興市場は、次の 36 市場が世界で開設されている。

(図表 50) 世界の新興市場 時価総額ランキング

	証券取引所グループ	市場名	上場会社時価総額 (USD millions)	上場会社数
1	Shenzhen Stock Exchange	ChiNext	752,546	570
2	NYSE Group	NYSE MKT	204,378	239
3	Korea Exchange	Kosdaq	167,446	1199
4	Japan Exchange Group	JASDAQ	69,563	228
5	Hong Kong Exchanges and Clearing	Growth Enterprise Market	40,090	260
6	Japan Exchange Group	Mothers	30,210	757
7	TMX Group	TSX Venture	28,766	2033
8	Irish Stock Exchange	Enterprise Securities Market	18,381	25
9	Euronext	Alternext	13,739	197
10	Nasdaq Nordic Exchanges	First North	12,460	258
11	Stock Exchange of Thailand	Market for Alternative Investment (mai)	11,720	35
12	Deutsche Börse AG	Entry Standard	11,612	33
13	Singapore Exchange	SGX Catalist	4,834	185
14	Moscow Exchange	Innovations and Investments Market	3,669	12
15	BSE Limited	Small & Medium Enterprises	2,779	151
16	Bourse de Casablanca	Development Market and Growth Market	2,349	18
17	BME Spanish Exchanges	MAB Expansion	2,268	39
18	Bursa Malaysia	ACE Market	2,221	113
19	Luxembourg Stock Exchange	Euro MTF	1,913	128
20	Stock Exchange of Mauritius	Development & Enterprise Market	1,348	35
21	Oslo Børs	Oslo Axess	1,111	31
22	Cyprus Stock Exchange	Emerging Companies Market	1,097	33
23	Johannesburg Stock Exchange	Alternative Exchange	1,026	53
24	BM&FBOVESPA S. A.	Bovespa Mais	478	14
25	The Philippine Stock Exchange	SME Board	344	4
26	NZX Limited	NZAX	314	18
27	Borsa Istanbul	Second National Market	242	18
28	National Stock Exchange of India Limited	SME Emerge	208	32
29	NZX Limited	NXT	134	4
30	Athens Stock Exchange	ATHEX Alternative Market (EN.A)	110	14
31	The Egyptian Exchange	NILEX	79	32
32	Bolsa de Comercio de Buenos Aires	Pyme Board	51	3
33	Nigerian Stock Exchange	Nigerian Stock Exchange	30	8
34	Johannesburg Stock Exchange	Development Capital Market	11	1
35	Malta Stock Exchange	Alternative Companies List	6	1
36	Johannesburg Stock Exchange	Venture Capital Market	5	2

(注) 2016 年末時点

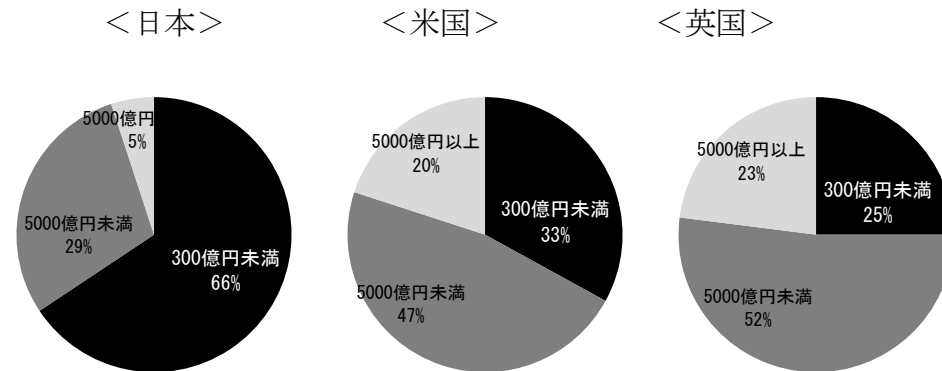
(出所) WFE Annual Report 2016 から筆者作成。

## (2) 世界の上場会社

日本の市場における上場会社の規模は、米国や英国の上場会社と比較して、小さい規模の会社数の割合が多いことが指摘されている。この背景として、淵田 (2014) は日本では上場市場の代替市場である AIM や店頭取引が活発でないことを挙げている。代替市場が活発でないために、企業価値を高められない企業であっても、エクイティ・ファイナンスに

よる資金調達を行うためには上場するしか選択肢がなく、上場ひいては東証一部を目指す構図が生まれていると指摘している。

(図表 51) 上場会社の時価総額規模の分布



(出所) 淵田 (2014) から転載、一部筆者加工。

また、日本、米国、英国及びドイツにおいて、その国に存在している株式会社数と上場会社数を比較した割合は、欧米と比較して日本が多いと指摘されている。

(図表 52) 上場会社数と株式会社数

	日本	米国	英国	ドイツ
上場会社数	3,500	5,000	1,300	500
全会社数	400万	600万	160万	180万
比率	0.0875%	0.083%	0.0812%	0.0277%

(出所) 経済産業省「企業情報開示等をめぐる国際動向」(2014年7月)から筆者作成。概数。

### (3) 欧州等における新興市場の開廃

1990代に日本で見られた新興市場の開廃は日本だけでなく欧州でもみられた。ドイツでは1997年にドイツ取引所がノイア・マルクトを創設する。ほかにも、1996年のブリュッセル証券取引所のユーロNM、アムステルダム証券取引所のNMAX、パリ証券取引所のヌーボー・マルシェなどが創設された。しかしながら、ノイア・マルクトは売買・上場の低迷からノイア・マルクトを2003年に廃止し、ほかの市場も閉鎖や統合等が行われた。

落合(1999)はこれら欧州での新興市場設立の背景として当時「①各国で、経済の活性

化や雇用創出のためには、ベンチャー企業の成長が急務であるとの認識がこれまで以上に高まったほか、②各国で80年代に設立された第二部市場が、上場企業の減少や流動性の低下により機能不全に陥ったこと、③欧州のベンチャー企業が米国のNasdaqで直接公開するケースがみられるようになり、各国証券取引所が危機感を強めた」としている。ただし、上場会社数が従来から少なかった国や流動性の低さから不活発な市場がみられた。しかしながら、「高成長企業のための市場」として、市場参加者の注目を集めることの重要性が改めて認識される。このアイデンティティを維持しながら、市場の一層の拡大に向けて、取引所が取り組んでいくことが期待される。」としていた。

これら新興市場の廃止等について林(2002)は、ノイア・マルクトについて、一時は欧州版のナスダック市場として脚光を浴びていたものの、ノイア・マルクトの上場会社が通信・メディア、ハイテク企業に偏っていたためドット・コム・バブルがはじけた影響をもろに受けたこと、上場する企業が会計不正を行ったことが発覚し、ベンチャー企業そのものに対する信頼が薄れていったことを挙げている。

### 第2節 米英の証券取引所

序章でも指摘したように、上場会社の時価総額で世界のトップクラスである米国や英国も上場会社は減少している。そこで、米国と英国についてその証券取引所や市場構成を調査する。加えて市場変更の有無やその実態を調査する。

#### (1) 米国の証券取引所

##### a. 米国の証券取引所の構成

まず、米国における証券取引所の状況を確認すると、2015年末時点において証券取引所は18個存在している。この証券取引所とは、米国の証券取引所法(Securities Exchange Act of 1934)<sup>165</sup>に基づき証券取引委員会の登録を受けた国法証券取引所(national securities

---

<sup>165</sup> 米国の証券規制の法律は1933年証券法と1934年証券取引所法が中心となる。スタインバーク(小川訳)(2008)によれば、1933年法は証券の新規の募集・売付を扱い、1934年法は主に流通市場における取引と規制を扱っている。ほかに証券規制として1940投資会社法などを挙げているほか、各州におけるブルー・スカイ法と呼ばれる独自の証券法や、証券取引委員会(Securities and Exchange Commission; SEC)の規制の重要性を挙げている。ほかに企業法としては州ごとの会社法が挙げられ、米国における会社法はデラウェア州を前提に議論されるものの、本稿では割愛をしている。

exchange) に該当するものである。そのうち株式を扱う 12 取引所は、NYSE 等<sup>166</sup>の ICE と、Nasdaq 等<sup>167</sup>の Nasdaq OMX、BATS 等<sup>168</sup>の BaTS Global Market 及びその他<sup>169</sup>の 4 つの資本グループに分類される<sup>170</sup>。

また、売買高のシェアについてしてみると時価総額で最大である NYSE の米国内（店頭取引を含む）のシェアは 12.3%、Nasdaq は 16.8%にとどまり、店頭取引の 38%が最も大きなシェアを占めている<sup>171</sup>。日本では東京証券取引所が日本国内の 9 割以上を占めるのに対して、大きく異なっている。

米国における取引において、特徴的なのは全米証券市場システム（NMS, National Market System）の存在である。これを吉川（2016）は「アメリカの主要株式市場を緩やかに連結し、各市場間での競争を喚起して、より効率的な株式市場を目指す」ものであり、市場集中義務や市場情報提供禁止への批判を受けて 1975 年の 1934 年証券取引所の改正<sup>172</sup>によるより良い証券市場を作り出すための手段としての位置づけによるものである。各市場の取引情報、最良気配情報及び良い気配の市場への注文回送という 3 つのシステム<sup>173</sup>が一体となった仕組みが NMS と呼ばれている。これによって、複数の市場が提示している気配の中で、より良い気配を表示している市場に注文を回送するため、投資家から見れば複数の市場が 1 つのように機能していると太田（2014）は指摘している。

また、国法証券取引所で、は他の国法証券取引所に上場している証券を、審査・上場させなくとも売買の取扱いをすることができる非上場証券特権がある。この NMS のシステムと非上場証券特権によって、上場していない取引所において多くの取引がなされるという事象が起り得る。そのため、上場会社の時価総額や社数ではニューヨーク証券取引所と Nasdaq が米国証券市場の大宗を占めるにも関わらず、売買高シェアではそれぞれ 2 割に及ばない程度となっている。

次にニューヨーク証券取引所と Nasdaq についてその成立ちや制度を確認していく。

---

<sup>166</sup> NYSE, NYSE Arca, NYSE MKT

<sup>167</sup> Nasdaq, NasdaqOMX OMX BX, Nasdaq OMX PHLX

<sup>168</sup> BZX, BYX, EDGX, EDGA

<sup>169</sup> CHX, NSX

<sup>170</sup> ただし、NYSE Arca のように ETF（上場投資信託）等を中心にした市場を含む。

<sup>171</sup> 大和総研推計。

<sup>172</sup> 19b-3

<sup>173</sup> それぞれ CTS、CQS、ITS と呼ばれている。

b. ニューヨーク証券取引所

(a) ニューヨーク証券取引所の歴史

まず、ニューヨーク証券取引所 (NYSE) の成立ちを確認する。序章でも述べたように 1792 年に、すずかけ協定<sup>174</sup>によってその機能が発足する。2007 年にはユーロネクスト (2000 年にパリ証券取引所、アムステルダム証券取引所及びブリュッセル証券取引所が合併し設立。2002 年にリスボン証券取引所も加わる。) と合併し、NYSE ユーロネクストを設立、2013 年にはインターコンチネンタル取引所 (ICE) の傘下となった。もっとも、翌 2014 年にはユーロネクストを IPO の形で切り出している。

また、NYSE は 2008 年にアメリカン証券取引所を買収し、2012 年に NYSE MKT という成長企業向けの市場として開設している<sup>175</sup>。なお、アメリカン証券取引所は取引所の外で取引された Curb Market に起源をもち、1908 年に New York Curb Market Agency として整備される。その後、1929 年に証券取引所となり、1971 年にアメリカン証券取引所となっていた。

(b) ニューヨーク証券取引所の上場制度

次に、ニューヨーク証券取引所の上場制度について確認する。NYSE の上場基準<sup>176</sup>は、分布基準 (Distribution Criteria) として、株主数<sup>177</sup>は 400 人以上、流通株式数は 110 万株以上、流通株式時価総額は 4000 万ドル以上が規定されている。また、財務基準 (Financial Criteria) のうち利益基準として「最近 3 年間の税引き前利益の合計が 1,000 万ドル以上且つ最近 2 年間の税引き前利益がそれぞれ 200 万ドル以上且つ最近 3 年間の税引き前利益がプラス、又は、最近 3 年間の税引き前利益の合計が 1,200 万ドル以上且つ最近 1 年間の税引き前利益が 500 万ドル以上且つ最近 3 年間の 2 年目の税引き前利益が 200 万ドル以上」、時価総額基準として 2 億ドルが規定されている<sup>178</sup>。

そのうち他市場からの市場変更の場合の株主数は、「400 人以上、又は総株主数 2,200 人以上且つ最近 6 カ月の月間平均売買高 10 万株以上又は総株主数 500 人以上且つ最近 12 カ月の月間平均売買高 100 万株以上」、流通株式時価総額については 1 億ドル以上となっている。これら上場審査は自主規制機関である NYSE レギュレーションが行っている。

---

<sup>174</sup> 第 1 章参照。

<sup>175</sup> ニューヨーク証券取引所 HP 参照。 <https://www.nyse.com/index>

<sup>176</sup> 内国会社の普通株式。NYSE Listing Company Manual を参照。

<sup>177</sup> 米国、カナダ及びメキシコの北米の株主。

<sup>178</sup> 財務基準は、利益と全世界での時価総額のうち、いずれか 1 つを満たす必要がある。

ただし木村（2016）によれば、NYSE による上場審査については数値基準以外に、NYSE Listed Company Manual を基に、数値基準よりもむしろ「上場申請会社に対する国民的関心の程度、申請会社の製品の市場特性、業界における相対的安定性と地位、事業内容の将来性等に重点が置かれる」と解説されていることや監査委員会や社外取締役の設置といったコーポレート・ガバナンスに関する基準も設けられていることが指摘されている。

### c. Nasdaq

次に Nasdaq 市場についてみていく。Nasdaq は 1971 年に all-electronic 取引を用いた市場として始まり、最初の企業として Microsoft、Apple、Cisco、Oracle、Dell を迎える<sup>179</sup>。この電子取引は、全米に散らばるマーケット・メーカーが示す気配情報をコンピューター・システム上で集約することにより、マーケット・メーカー間の競争とそれによる価格工場や高い流動性を実現したことが最大の特徴であったと大崎（2016）は指摘している。Nasdaq はもともと証券取引所ではなく、米国の自主規制機関である全米証券業協会（NASD<sup>180</sup>）が運営する市場であった。2006 年に国法証券取引所の登録を行い、名称は Nasdaq のままであるが法的位置づけは取引所（Exchange）となっている<sup>181</sup>。

また、大崎（2000）はその米国における店頭取引の起源を次のようにまとめている。1971 年に全く新しい市場が作られたわけではなく、全米各地の証券業者が自然発生的に行っていた株式の店頭取引を組織化したものであった。証券取引所で取引される株式や取引所そのものには 1933 年証券法と 1934 年証券取引所法の規制を受けるものの、店頭取引はこれら二つの法律の枠外に置かれ、情報開示の不足や SEC による監視が及ばないことが問題視された。そこで、店頭取引における投資者保護を図る目的で証券業者が、SEC の認可を必要とする自主規制機関を設けることができるよう 1934 年法が改正<sup>182</sup>された。その改正を受けて証券業者の約 8 割をメンバーとして NASD が 1939 年に作られた。そこではピンクシート<sup>183</sup>と呼ばれる情報誌をもとにした取引が行われた。1960 年代に入るとピンクシートの正当性への懸念やほか取引所での不正を受けて、SEC は店頭取引の機能強化と気配値のコン

---

<sup>179</sup> Nasdaq HP 参照。

<sup>180</sup> National Association of Securities Dealers

<sup>181</sup> 太田（2014）

<sup>182</sup> マロニー法と呼ばれている。

<sup>183</sup> 日刊の気配表でピンク色の紙に銘柄名、取扱い証券業者名と連絡先、マーケット・メーカーが示した前日の最終気配値が掲載されていた。民間企業であるナショナル・クォーターション・ビューローが発行していた。

コンピューターによる伝達システム構築が必要であると示唆した。これを受けて構築されたシステムが Nasdaq となった。

なお、Nasdaq ではその規模等から市場を3つに分けて上位の市場から、NASDAQ Global Select Market、NASDAQ Global Market 及びNASDAQ Capital Market としている。

d. 米国における市場変更の先行研究

Nasdaq から NYSE への市場変更を行った企業の調査として Yang, Baker, Chou and Lu (2009) の論文がある。1992 から 2002 年に Nasdaq から NYSE に市場変更 (switching) を行った企業を対象に投資キャッシュフローの変化を調査している。同期間に市場変更を行った企業のうち 304 社を対象として、市場変更前後 4 年間ににおける投資キャッシュフローの感度が大幅に低下していることを示しており、この結果から市場変更によって外部資金調達へのアクセスを容易にすることや、流動性や評判の向上を理由に外部資本コストの低廉化の恩恵を受ける可能性があることを示唆している。

また、Baker, Powell and Weaver (1999) は Nasdaq から NYSE に市場変更を行った企業について調査を行っている。経営者の動機として指摘される知名度について、当該企業を調査対象としているアナリスト数、機関投資家の株主数及び機関投資家の株式比率の3つの観点から、市場変更がもたらした効果を検証している。その結果、NYSE に市場変更を行った後に、これらの指標は増加しているものの、それは市場変更ではなく時価総額の増加に起因するものであることを実証している。

なお、Baker and Richard (1992) は当時のアメリカン証券取引所 (AMEX) から NYSE に 1982 年から 1989 年の間に市場変更をした 72 社を対象に、株主価値を増大させているか検証を行っている。その結果、AMEX において取引ボリュームが多い銘柄は市場変更後の株価上昇がみられたものの、AMEX において取引ボリュームが少ない銘柄の株価上昇は有意でなかったとしている。また、NYSE の上場承認のイベントスタディから株価の動きを分析し、承認直後からイベントを契機にしたリターンが減少しだすことを指摘している。それらから AMEX 上場会社の経営者は、NYSE への市場変更が好ましい結果をもたらすのか慎重に検討すべきであると示唆している。

e. Nasdaq から NYSE への市場変更に係る本稿での取扱い

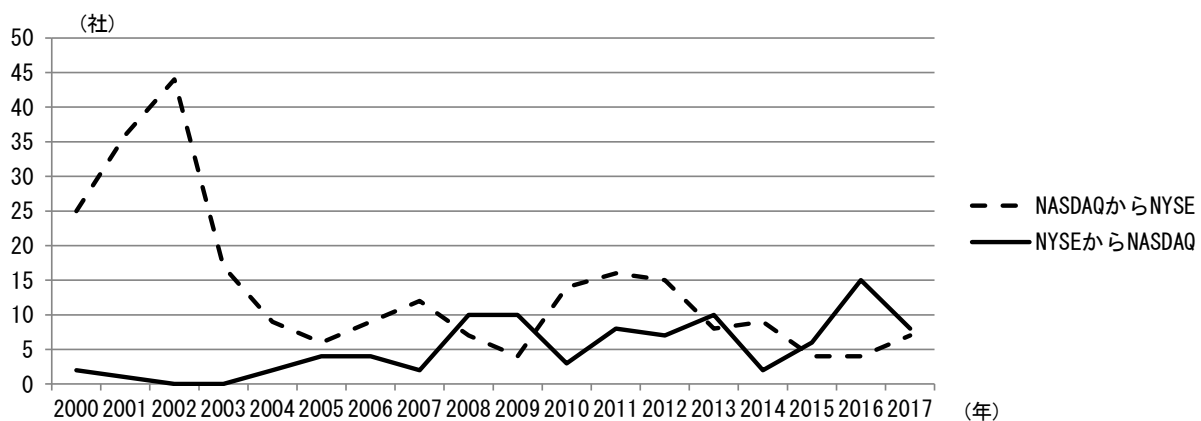
前述のように Nasdaq は店頭取引から始まった市場であった。しかしながら、取引所の



登録をするよりも前から登録銘柄を上場(list)と呼んでいた。また、Nasdaq には Microsoft や Google、Apple などの大型企業が上場しており、店頭市場だったとはいえ、NYSE と Nasdaq は上位・下位の関係とはみなされていない。そのため、本稿における市場変更は上位市場へのステップアップを対象にしているため、Nasdaq と NYSE は上下関係ではないとして、当該市場変更は本稿においては市場変更企業として扱わない<sup>184</sup>。

なお、最近において Nasdaq から NYSE への市場変更の状況について調査を行った。まず、Nasdaq から NYSE への市場変更は近年では毎年 10 社程度が行っていた。さらに加えて、NYSE から Nasdaq に市場変更をする企業も確認できた。この数も同様に毎年 10 社近傍の社数となっており、Nasdaq から NYSE と、NYSE から Nasdaq の市場変更を行う社数の多さはその年によって区々であった。

(図表 53) NYSE と Nasdaq 間の市場変更の社数推移



(出所) Bloomberg から筆者作成。

#### f. 市場変更の事例

米国での市場変更の事例として、NYSE MKT (旧アメリカン証券取引所) から NYSE に市場変更を行った Ellie Mae、XPO Logistics 及び Graham の 3 社を見てみたい<sup>185</sup>。まず、Ellie Mae 社は 1997 年にカリフォルニア州において設立されたモーゲージ会社である。住宅ローン組成用のソフトウェア提供や、ローン組成をサポートしている。2011 年 4 月に NYSE Amex に IPO をし 5 千万ドルの資金調達をしている。さらに、2012 年 6 月に Amex から NYSE に市場変更を行い、その際 6 千万ドルの資金調達をしている。その後 2016 年には 2.8 億ドルの

<sup>184</sup> 2017 年にはニューヨーク証券取引所は IPO の減少による収益力低下を補うために、Nasdaq からの市場変更について手数料を緩和する方針を打ち出している。

<sup>185</sup> 事例については各社 web サイトや Bloomberg、各種報道を参照。以下本章において同様。

公募を行っている。市場変更前に時価総額は1.2億ドルだったところ、市場変更後の2012年末には7.2億ドルに増加し2017年末には30億ドルまで成長している。この間、売上高についても2011年には0.5億だったところ、2012年は1億ドル、2017年には4億ドルに成長している。株主は機関投資家の比率が多数を占め、役員等の所有比率は約2%となっている。なお現在の従業員は約1500名。

次にXPO Logisticsはミシガン州で1989年にExpress-1 Expedited Solutionsとして設立された物流・輸送企業である（現在はコネチカット州）。2004年にMKTにIPOを行う。その後、2011年にJacobs氏が71%の株式を取得し、社名を現在のXPOに変えるとともに、CEOに就任し現在に至っている。もともと、現在の株主は機関投資家の比率が多数を占め、役員等の所有比率は約1%となっている。そして、2012年6月にNYSEに市場変更を行っている。その際に資金調達は行っていないものの、直前の同年3月に1.4億ドル、翌2013年には2.5億ドルの公募増資を行っている。時価総額は2011年末は1億ドルだったところ、市場変更後の2012年末には3億ドル、2017年末には109億ドルにまで成長している。また売上高も同時期において1.7億ドルから2.7億ドルに増加し、2017年には153億ドルとなっている。この間、規模やサプライチェーンの構築のために多くの買収を行っており、事業所は32か国・1529か所、従業員数は9.5万人となっている。また2016年にはFortune 500に選ばれている。

さらにGraham社は1936年にHarold M. Graham氏がGraham Manufacturing Companyを設立したことに遡る。ニューヨーク州のバダビアに本社をおいている。当時は船舶用の蒸気部品や真空機器の製造を行っていた。現在でも真空機器・熱伝導機器を化学・石油メーカーや発電事業者に販売している。同社は1968年にアメリカン証券取引所にIPOを行っている。そして、2014年にNYSEに市場変更を果たしている。時価総額については市場変更前後を均してみると2億ドルの水準にある。また、売上高についても1億ドル近傍で安定をしている。従業員は約300名。主要株主はブラックロックをはじめとした機関投資家であり保有比率は8割を超え、役員等の所有は3%に過ぎない。最近において公募増資は見られなかった。

なお、参考として、NasdaqからNYSEに市場変更をした企業を見てみるとPerrigoやOracleが挙げられる。Perrigoは世界的な医薬品のサプライヤーである。1887年にLuther Perrigo氏によってミシガン州に設立される。当初は生活用品のプライベートブランドとして展開していたところ、1920年代からは医薬品の製造を開始し、処方箋による医薬品の

普及によって事業規模を拡大している。現在ではジェネリック医薬品の開発・製造・販売を米国や英国、メキシコ、オーストラリアで展開し従業員は約1万名となっている。この間、1991年にNasdaqに株式公開をする。また2005年にはイスラエルのジェネリック製薬企業 Agis を買収することで、テルアビブ証券取引所にも上場している。そして2013年6月にNasdaqからNYSEに市場変更を行っている。さらに同年12月にはアイルランドの製薬企業 Elan を買収し合併したことで、登記はアイルランドのダブリンとなっている。時価総額をみると、2012年末には110億ドルのところ2014年末では230億ドルまで増加、ただしその後は減少に転じ2017年末では120億円となっている。また売上高は2012年は31億円のところ、2017年にかけて約50億ドルに増加している。なお、機関投資家の保有割合が90%を超えている。

## (2) 英国の証券取引所

次に主要金融市場である英国の証券取引所の成立ちや上場市場の構造を確認する。現在、英国の証券取引所は実質的にロンドン証券取引所のみとなっている<sup>186</sup>。

### a. ロンドン証券取引所の歴史

ロンドン証券取引所の成立ちについて遡ると、吉川(2014)によれば1760年に王立取引所(Royal Exchange)から追い出された150人の証券ブローカーが近くのジョナサンコーヒーハウスで会員制のクラブを作り、そこで株式の取引をはじめ、1773年に証券取引所(Stock Exchange)に改名したことが起源とされている。1973年にはイギリスとアイルランド各地の証券取引所が統合されてThe Stock Exchangeとなり、1986年にはISROと合併し英国アイルランド国際証券取引所<sup>187</sup>となる。そして、1995年にアイルランド証券取引所が分離独立することを受けて、ロンドン証券取引所という現在の名称になっている。また、法人格は株式会社となり2001年にロンドン証券取引所に上場をしている。さらに、2007年にはイタリア証券取引所を買収しロンドン証券取引所グループを形成している<sup>188</sup>。ほか

---

<sup>186</sup> 他にも2007年に公設取引所となったISDX(ICAP Securities & Derivatives Exchange)が存在するものの規模が小さく非上場市場の扱いとなっているため含めない。1995年にPlus Marketとして地場証券会社が開設し2007年に公設取引所の認可取得、2012年に取引低迷によってICAPに売却された。神山(2014)を参照。

<sup>187</sup> The International Stock Exchange of the United Kingdom and the Republic of Ireland

<sup>188</sup> 他にも指数ビジネスを行うFTSEや、清算機関であるLCHを買収しグループ傘下に収めている。

にもロンドン証券取引所は多くの買収提案<sup>189</sup>がなされてきたものの、ロンドン証券取引所の拒否や各国当局による規制によって実現していない。また、ロンドン証券取引所が株式会社化をする中で、上場審査は監督官庁が行うこととなり、2000年からUKLA (UK Listing Authority) が行っている<sup>190</sup>。

#### b. ロンドン証券取引所の上場制度

次にロンドン証券取引所の上場市場の構成をみると Main Market、プロ向け市場である PSM、投資ファンドが上場する市場である FSM 及び新興企業向けの AIM の4つの市場がある。ロンドン証券取引所ではこの Main Market の中に3つの区分として、プレミアム、スタンダード、高成長セグメント (High Growth Segment) を設けている。これらの市場の区分について、2009年から2010年にかけて整備を行っている。スタンダードの上場規則はEU指令で要求される最低限の水準となっている。一方で、プレミアムセグメントではコーポレートガバナンスコードの遵守状況の開示や、業績予想を開示する場合の乖離時の修正などが課されている。

英国は当然のことながら法体系としてはイギリス法に区分され、コモン・ローによるルール制定がなされている。一方で、2006年に制定された会社法や、上場会社のUKコーポレートガバナンスコードによる規範形成の影響を額田(2013)が指摘している。UKコーポレートガバナンスコードは他国と同様に「comply or explain」の考え方がとられている。そして、プレミアム市場においては当該UKコーポレートガバナンスコードにおいて最も高い基準が求められている。スタンダード市場ではそれよりも緩やかな、コーポレートガバナンスステートメントが規定されている。

なお、英国の取締役会制度は業務執行と非業務執行が区別されていない一層型が採用されている。これはドイツやフランスといった、ほかの欧州の大国で採用されている二層型と異なるものである。もっとも、コーポレートガバナンスコードにおいては独立取締役の選任や3委員会(指名委員会、監査委員会及び報酬委員会)制度が求められている。

また、プレミアム市場の上場基準はFCA (Financial Conduct Authority) ルールによって規定されており、数値基準は主に「LR Listing Rules」のうち、「LR 2 Requirements for listing: All securities」や、「LR 6 Additional requirements for premium listing

---

<sup>189</sup> 2004年にドイツ取引所、2005年にマッコリー、2006年にナスダック、2016年にドイツ取引所から提案があったとされる。

<sup>190</sup> 金融サービス市場法 (Financial Services and Markets Act 2000) の成立を受けたもの。

(commercial company)」において定められている。そこでは、時価総額については70万ポンド以上や、浮動株比率25%、過去の財務情報の開示3年以上などが規定されている。もっとも、株主数や利益の基準などの数値基準はなく、将来における収益や今後の事業のために十分な運転資金の状況とった項目が設けられている。

なお、1995年にロンドン証券取引所は新興企業向けの市場として、AIM (Alternative Investment Market) を設立する。従来、ロンドン証券取引所ではベンチャー企業育成の一環として位置づけられた USM (Unlisted Securities Market) を1980年から運営していた。USMは1973年に証券取引所がロンドン証券取引所だけとなったことで、ロンドン証券取引所の上場基準では上場できないような株式の取引の場として設けられた。神山(2014)は1990年代に入ってから企業数の落ち込みなどをうけて、USMの廃止とAIMの開設が合わせて行われたとしている。また、市場開設以来、延べ国内外の企業3,000社が取引されており、世界で最も成功している新興企業向け市場と注目されているとしている。AIMはロンドン証券取引所が開設する市場であるものの「非上場市場」の扱いとなっている。一方でこのような新興企業向けの市場に対しては売却益や相続税に係る税制の優遇制度が設けられている。また、AIMの上場では上場会社について、指定アドバイザー (Nominated Advisor, Nomad) が企業の審査や情報開示などの支援を行うこととし、AIMには資本金などの数値による上場基準は設けられていない。その指定アドバイザーが当該企業のクオリティを維持する責務を負うため、その指定アドバイザーが支援を行わない場合は上場会社は1か月以内に新たな指定アドバイザーをつけることができなければ上場廃止となる<sup>191</sup>。

### c. 市場変更の事例

市場変更を行った企業の事例として、Smurfit Kappa Group 社と Phoenix Group 社を見ていきたい。

まず、Smurfit Kappa Group 社は段ボールや紙製の包装材のメーカーであり、2005年に Jefferson Smurfit 社と Kappa 社が合併して設立された。それぞれの会社の沿革を見ると、まず、Jefferson Smurfit 社1934年にアイルランドのダブリンにおいて Rathmines として設立され、1964年にはアイリッシュ証券取引所に上場をしている。そして、米国やラテン米国などへの事業拡大や、アジア・欧州大陸海外企業への出資などを行ってきた。また、

---

<sup>191</sup> AIMの指定アドバイザーの制度は東京証券取引所とロンドン証券取引所が合併で開設した TOKYO AIMでも設定され、現在の TOKYO PRO Market に引き継がれている。

Kappa 社は 1970 年に KNP-BT 社としてオランダで設立され、1997 年に MBO の形で、パッケージング部門が切り出され、Kappa 社となった。スウェーデンに工場を設け、東欧を含む欧州での事業拡大をしてきた。そして、2005 年の合併後には 2007 年にロンドン証券取引所スタンダード市場とダブリン証券取引所に新規上場をする。そして、2016 年 4 月にロンドン証券取引所においてスタンダード市場からプレミアム市場への市場変更を行っている。2007 年のロンドン証券取引所上場について、同社は IPO と表現し 15 億ユーロの資金調達を行っている。その後、2011 年に 1 回、2012 年に 2 回の資金調達を計 5 億ユーロ分行っている。時価総額を見てみると、2011 年までは 15 億ユーロ近傍を推移していたところ、2012 年には 2015 年には 55 億ユーロと倍増している。市場変更後の 2016 年末では 51 億ユーロ、2017 年末では 66 億円と同様のスピードでないものの従前に比べて規模の拡大を伴っている。売上高は 2009 年は 60 億ユーロだったところ、2013 年以降は 80 億ユーロ前後で推移、純利益は同期間において 4 千ユーロの赤字から黒転し、2011 年には 2 億ユーロ、2015 年以降は 4 億ユーロ台となっている。従業員は 4.6 万人。株主はノルウェー銀行やブラックロックなどの機関投資家が占め、役員等の保有は 1%に満たない。創業者の息子である Tony Smurfit 氏が 2015 年に CEO に就任している。また、ロンドン証券取引所上位 100 銘柄で構成される FTSE100 の構成銘柄となっている。

次に、英国の大手生命保会社グループである Phoenix Group 社を見ていく。同社はいくつもの合併によって形成されてきた歴史を持ち、最も古い企業では 1782 年に設立された Phonenix 保険に遡る。また、合併の主となっている Pearl Loan 社は 1857 年にロンドンで設立され、医療保険や生命保険を手掛け事業を拡大してきた。そして、2008 年に Phonenix 保険がその後、Sun Alliance や Abbey National などとの合併を経て 2006 年に設立されていた Resolution PLC を買収し、Pearl Group を設立する。また 2008 年にはロンドン証券取引所に上場していた Resolution を買収している。そして、2009 年にロンドン証券取引所に上場を果たす。そして、2010 年には昔の企業名を冠して現在の Phoenix Group 社に会社名を変更するとともに、プレミアム市場に市場変更を行っている。現在は 5 つの生命保険会社を有し、英国、アイルランド、ドイツで事業展開し保険契約者は 1000 万人となっている。時価総額を見てみると 2009 年には 17 億ポンドだったところ、2010 年には 10 億ポンドに低下している。2013 年以降は増加に転じて 16 億ポンドから 2017 年には 30 億ポンドとなっている。また売上高（収益）については増減が大きく、2009 年から 2017 年にかけては 10 億ポンドから 70 億ポンド台の間を行き来している。最終利益については赤字と

なる年があるものの、1~2億ポンド台を推移している。筆頭株主は、合併事業を行っているスタンダード生命アバディーンであり、次位にはブラックロックなど機関投資家が続く。また、ロンドン証券取引所の中型株で構成される FTSE250 の構成銘柄に採用されている。

#### d. 本稿における取扱い

上述のように、英国における市場変更の制度整備や事例について確認を行った。しかしながら、次節で述べるように、Bloomberg 社のデータベースにおいて、当該市場変更の状況はカバーされておらず、市場変更を行った社数の推移などを取得することができなかった。そのため、市場変更の実績が確認されているものの、次節以降における比較分析ではやむを得ず対象から除外している。

### 第3節 海外での市場変更の状況

#### (1) 海外における市場変更の調査方法

新興市場とメイン市場を有する地域の市場について、金融危機が生じた 2008 年以降における上位市場への市場変更の有無を調査した。市場変更は IPO と異なり取引所のホームページ等では情報発信の粒度に差異があり、網羅性を欠くことから Bloomberg 社が提供する情報端末を用いて調査を行った。コーポレートアクション機能 (CACT) として設けられている中に、上場している国や、企業のアクション (市場変更、商号変更等) などを指定して抽出することができる。当該機能を用いて、「企業イベント」において「取引所変更」及び「市場区分変更」を対象として抽出したデータを、筆者が加工をして本稿の調査・分析に用いた。

#### (2) 比較対象とする海外の市場変更 5 市場

これによって先述の米国と英国に加えて、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、上位市場への市場変更が行われていることを確認することができた。

カナダではトロント証券取引所ベンチャー市場 (TSXV) からトロント証券取引所 (TSX)、スウェーデンでは Nasdaq First North 等から Nordic Main Market スtockホルム、韓国ではコスダック市場から韓国取引所 (KRX)、台湾では台北取引所のグレイタイ証券市場から

台湾証券取引所への市場変更が確認できた。これに米国における NYSE MKT からニューヨーク証券取引所への市場変更を加えた5市場を、次項以降における分析の対象とする。なお、英国における市場変更については本データベースのカバー対象外となっており、一覧データ等を取ることができなかつたため、比較対象から除外している。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つたため比較の対象としていない<sup>192</sup>。

これらの市場変更について、便宜的に市場変更前の市場を下位市場、市場変更後の市場を上位市場として、以下のように整理した。もっとも、米国以外の地域はGDPで見るとカナダと韓国は日本の約1/3、スウェーデンと台湾は1/10と経済規模は小さいところであつた<sup>193</sup>。

(図表 54) 海外における市場変更の市場の整理

	ステップアップ前 (下位市場)	ステップアップ後 (上位市場)
米国	NYSE MKT	ニューヨーク証券取引所
カナダ	TSX ベンチャー取引所 カナディアン証券取引所	トロント証券取引所
スウェーデン	Nasdaq First North ノルディックグロースマーケット AktieTorget	Nordic Main Market ストックホルム
韓国	コスタック	韓国取引所
台湾	グレタイ証券市場 (台北取引所)	台湾証券取引所
日本	東証二部、マザーズ、JASDAQ	東証一部

(出所) 筆者作成。

### (3) 海外の市場変更社数の推移

市場変更が確認できた各市場について、2000年以降の市場変更の社数の推移を比較した。この間において、海外での市場変更の社数は減少しており、足元では日本と比較して少な

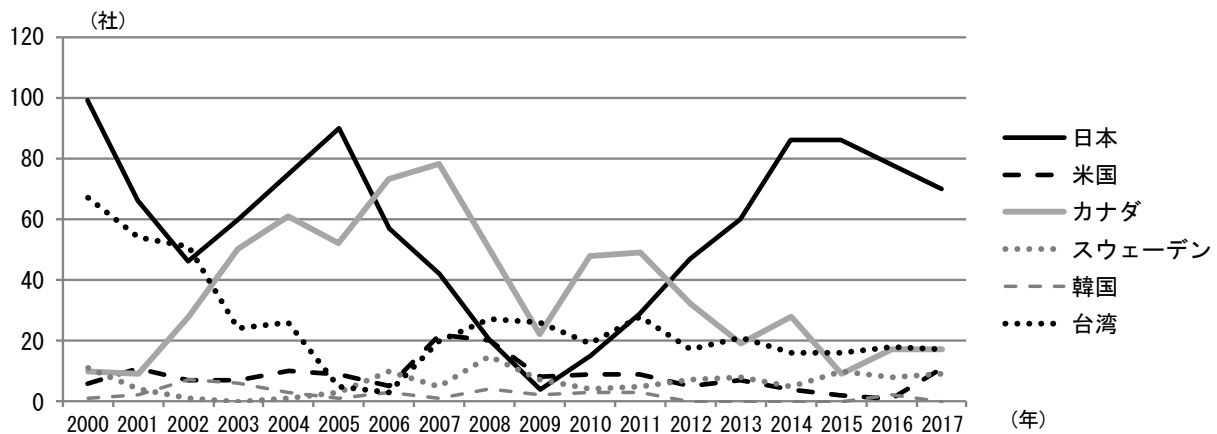
<sup>192</sup> 市場変更の社数の推移や当該企業の業績の変化等を比較するにはある程度、平仄の取れたデータが必要となる。そのため、ほかの地域においても市場変更が行われている可能性が排除できないものの、本稿における分析は当該手法によって抽出された市場変更を対象とする。(シンガポール証券取引所におけるカタリスト市場とメインボード市場についても同様。ほかにもニュージーランドでは2019年7月にNZSX、NXT、NZAXの3市場を統合することが2018年11月に公表されている。) 抽出にあたっては証券コードを基準とし、種類株などによって同一の発行体が複数銘柄として上場している場合は当該複数銘柄分を社数としてカウントしている。

<sup>193</sup> IMFによる2016年末の名目GDP



いことが判明した。しかしながら、2008年時点においては市場変更は日本よりも、カナダ、米国、台湾の市場変更の方が多かった。2009年はリーマンショックを受けて、世界的に市場変更が減少したその後、日本は増加に転じている一方で、他は低下傾向を続けている。

(図表 55) 市場変更社数の比較



(出所) Bloomberg から筆者作成。

#### (4) 各国の株価との関係

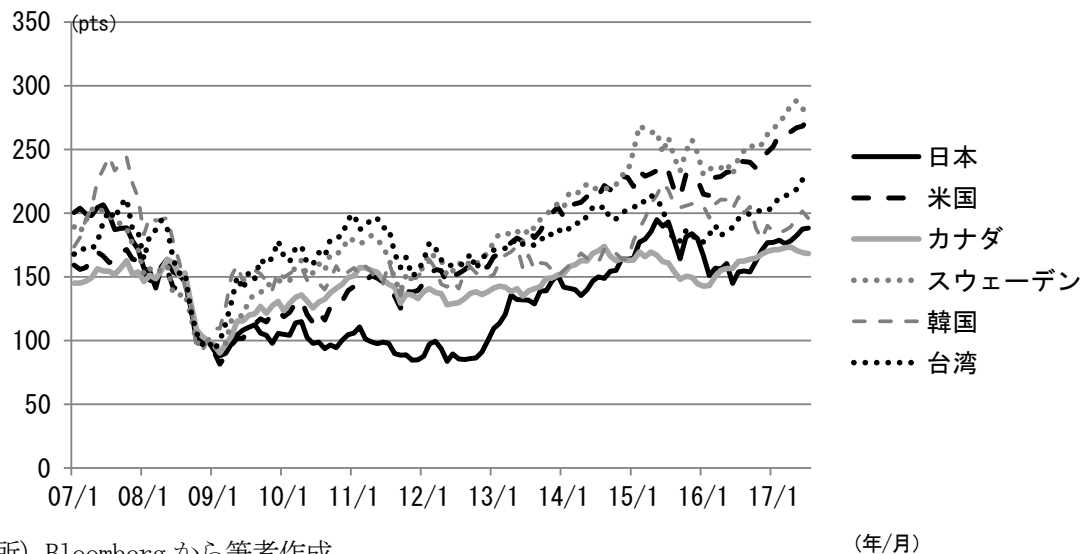
2008年以降において、日本だけが市場変更の社数が大きく増加している。この要因が株価の動向であるか否かを確認する。2008年以降、日本の株価は上昇しており、これが海外よりも市場変更を増加させた要因といえるだろうか。2008年末の各国の代表的な株価指数<sup>194</sup>を100ptsに置き換えその前後を騰落率によって表し確認を行った。

その結果、日本の株価だけが2012年末まで横ばいまたは低下している。一方で、他国は上昇に転じている。日本の株価はその後、アベノミクスを背景に上昇しているが、2016年末時点において、2008年末対比の上昇率は、対象とした各国の株価指数の中で最も低い。

すなわち日本だけ見ると一見上昇しているように見えた株価は、市場変更が確認できた海外の市場対比では上昇しているとは言えない。そのため、海外と比較した市場変更の増減について、株価の上昇では説明できず、すくなくとも第4章で確認した制度変更の影響を否定するものではなかった。

<sup>194</sup> 日本：TOPIX、米国：S&P500、カナダ：トロント総合、スウェーデン：総合指数、韓国：KOSDAQ、台湾：加権指数とした。

(図表 56) 各国株価指数の推移



(出所) Bloomberg から筆者作成。

(注) それぞれ株価指数は日本：TOPIX、米国：S&P500、カナダ：トロント総合、スウェーデン：総合指数、韓国：KOSDAQ、台湾：加権指数。

#### 第4節 市場変更が行われている海外市場の成立ちと上場基準

次に市場変更を確認することができた各市場について、先述した米国以外のカナダ、スウェーデン、韓国及び台湾の4市場について、各国の会社法・証券取引に関する規制の考え方、取引所の成立ちや上場基準の概要、事例を調査し比較していく<sup>195</sup>。

##### (1) カナダ トロント証券取引所

###### a. カナダの法体系

カナダはイギリス法を継受している一方で、地理的経済的結びつきから米国の影響を強く受けていることを酒巻(1978)が整理している<sup>196</sup>。カナダは10の州と3つの準州から構成される連邦国家であり、その法制度においても連邦会社法と州ごとの会社法や証券取引法が併存している。

その中でもトロント証券取引所が属するオンタリオ州の証券取引法や、規制当局として

<sup>195</sup> それぞれの為替は米ドル：110円、カナダドル：88円、スウェーデンクローナ：13.7円、韓国ウォン：0.1円、台湾：3.6円。(2017年7月末時点。概数。)

<sup>196</sup> カナダは旧英国の植民地等から構成される英連邦(Commonwealth of Nations)に加盟している。ほかにオーストラリアやニュージーランド、シンガポールなど53か国によって構成されている。

オンタリオ州証券委員会が、実質的に上場会社に対する規制となっていると CFA 協会 (CFA Institute) (2009) が指摘している。また、多くの上場会社がオンタリオ事業会社法 (Ontario Business Corporation Act) に準拠して設立されているとされる。当該オンタリオ事業会社法では取締役の 4 分の 1 がカナダ居住者であることが求められている。ほかにもバンクーバーに設立する場合はブリティッシュ・コロンビア州法の適用を受ける。

#### b. トロント証券取引所の歴史

トロント証券取引所は現在 TMX Group の傘下に位置している。同グループには TSX ベンチャー取引所 (TSXV) が存在している。

トロント証券取引所は 1861 年に設立された。これは 1852 年に証券業協会がトロント証券取引所のフレームワークを作り、取引を開始したことに始まる。カナダには、ほかにもモントリオール、バンクーバー及びアルバータに証券取引所が存在していた。モントリオールはデリバティブ専門の取引所となる中、1999 年にバンクーバー証券取引所とアルバータ証券取引所が合併しカナディアンベンチャー取引所を設立している。このカナディアンベンチャー取引所を 2002 年にトロント証券取引所が買収し、その市場名を TSX ベンチャー取引所と改めた。

これによって、同グループにおいて従来のトロント証券取引所はシニア市場の位置づけ、TSX ベンチャー取引所は新興企業向けのジュニア市場の位置づけとして、2 つの市場の階層構造ができたことになる。また、2008 年に TSX グループはその名称を TMX グループに変更している<sup>197</sup>。

ほかにも 2003 年にカナディアン証券取引所 (CSE) がカナディアンナショナル証券取引所によってトロントに開設されている。ベンチャー企業や上場の代替的な取引の市場として利用されている点に加えて、電子ネットワークの接続によってトロント証券取引所の株式も取引できるようになっている。

#### c. トロント証券取引所の上場基準

2016 年末時点においてトロント証券取引所には 1482 社が上場している。トロント証券取引所の上場基準<sup>198</sup>は、流通株式として 100 万株以上、400 万カナダドル以上、株主 300

<sup>197</sup> トロント証券取引所 HP 参照。

<sup>198</sup> TSX の 2017 Guide to Listing 参照。テクノロジー企業などを対象に 5 つ基準を定めているが“EXEMPT INDUSTRIAL COMPANIES”の基準を抜粋。

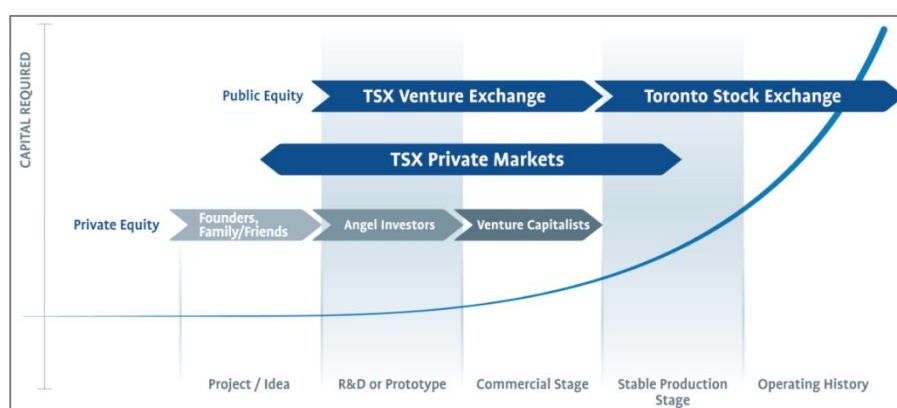
人以上を規定している。また、利益等の基準として、直近の税前利益 20 万カナダドル以上、直近の税前キャッシュフロー70 万カナダドル、株主資本 750 万カナダドル以上を規定している。

また、特徴的なのが上場会社の産業セクターの状況である。武富（2007）によればカナダの主要産業として金融、石油ガス、鉱業が挙げられる中で、鉱業企業と資源エネルギー企業を合わせると上場会社の約半数を占めている状況にある。上場制度についても鉱業企業の振興が図られている状況にあり、例えば株主資本 750 万カナダドルか税前キャッシュフロー70 万カナダドル・直前 2 期平均 50 万カナダドルを満たせば足りるなどの規定となっている。トロント証券取引所自身もガイドブック（2018 Guide to Listing）において、鉱業企業の資金調達が 2017 年は 85 億ドルであり同時期の NYSE31 億ドル、LSE9 億ドルを上回っていることもアピールしている。

d. ステップアップの位置づけ

トロント証券取引所は、この TSXV からトロント証券取引所への市場変更について、「パブリックエクイティ」における成長のモデルとして、上場検討企業に対して打ち出している。以下の図表を HP や新規上場会社向けのガイドブックに掲載し、その誘致を行っている。

（図表 57）トロント証券取引所の市場イメージ



（出所）トロント証券取引所 HP<sup>199</sup>から転載。

このようなカナダの市場変更の構造について、Carpentier, L’Her and Suret（2010）は、TSX ベンチャー取引所からトロント証券取引所への市場変更を「卒業」と称し、VC 投資と

<sup>199</sup><https://www.tsx.com/listings/listing-with-us/listing-guides/considerations-for-getting-listed>

の比較をしている。1986年から2006年までにTSXVに上場した3857社を対象に分析を行い、その企業規模はロンドン証券取引所のAIMをはじめとする他の新興市場の上場会社と比べて低いことを指摘している。規模が小さいため、対象となる企業はVCの投資段階やエンゼル投資家の投資と競合するステージであるものの、VCが投資をして直接トロント証券取引所を目指すよりも短い期間でトロント証券取引所に上場できていることを示している。また市場変更を果たした企業は市場変更前に企業業績が急増していることを示している。これらから、早いステージの企業を上場させ、将来的にトロント証券取引所への市場変更を果たさせていることを、VCの投資の目標がIPOであることと比較して、成功しているとしている。

#### e. 市場変更の事例

事例をみてみると1990年に鉱山開発を行うFortuna Silver Mines社はブリティッシュ・コロンビア州で設立されている。同社は2005年にTSXベンチャー取引所に上場している。事業においてはペルーの銀山やメキシコの銀山及び金山などを取得し、貴金属の生産を行っている。そして、2010年にトロント証券取引所に市場変更している。さらに翌2011年にはNYSEに重複上場している。この間、時価総額はトロント証券取引所上場前の2009年には1.9億米ドルだったところ、市場変更後には5.8億ドル、2017年には8.3億ドルと成長している。また、売上高（収益）においても5千万ドルだったところ足元2.6億ドルに成長している。この間、2010年には2回公募増資を行い、計8千万カナダドルを調達しているほか、2017年にも約7千万カナダドルの公募増資をしている。筆頭株主は米国投資会社のVan Eck（12%）となっているほか、年金ファンドや機関投資家の保有が60%となっており、役員等の保有は1%に満たない。

また、他にも鉱山開発の事例は多く、例えば、Sierra Metals社は南米において貴金属の掘削を行っており、ペルーのヤリコチャ鉱山並びにメキシコのポリバル鉱山及びクシ鉱山を所有している。トロントにおいて1996年にLine Islands Explorationとして設立され、1999年に社名をDia Bras Exploration社に変更、2012年5月に現在の社名に変更している。同社は2003年からメキシコでの探鉱開発から事業を開始し、2011年にはSociedad Minera Coronaを2.8億ドルで買収することで、ペルーへの事業拡大を果たしている。そして、2001年にトロントベンチャー市場にIPOをし、2013年7月にトロント証券取引所に市場変更を果たしている。この間、時価総額は2010年から2017年の間では2~4億ドルを

推移している。売上高については1~2億ドルで推移し、純利益ではマイナス純損失が続いている。この背景には鉱山開発の先行開発への投資が重しとなっていることが指摘されており、クシ鉱山の商業生産段階に進めていることが期待されている。現在の従業員数は1,000名。また2009年には公募増資を3回行い、計630万カナダドルを調達し、2012年には4,500万カナダドルを調達している。株式のうち51%をArias Resource Capital Managementが保有している。同社はニューヨークのプライベートエクイティ投資会社であり、南米での鉱山開発会社への投資を行っている。株主の次位はブラックロックであり、役員等の保有は8%程度となっている。

他に、PNI社は1995年にブリティッシュ・コロンビア州でPhoto Channel Networks社として設立され、オンライン上でのデジタルコンテンツ（写真や音楽）提供のプラットフォーム運営を行っていた。そして2006年にトロントベンチャー取引所にIPOをしている。2009年にPNI Digital Mediaに社名を変更したほか、この間、輸出額成長率の増加率がトップだったとして表彰を受けている（2003年から2008年の5年間で13,000%、収益では6,571%）。そして、2011年10月にトロント証券取引所に市場変更をしている。その後2014年にStaples社によって7400万ドルで買収され上場廃止となっている。現在においても顧客企業店舗の端末と連動させた画像の印刷などを手掛けている。

### （2）スウェーデン Nordic Main Market スtockホルム

#### a. スウェーデンの法体系

スウェーデンは、スカンジナビア法体系の下にある会社法に加えて、EUのEU指令やEU規制が適用される<sup>200</sup>。また、法律が施行される前の立法資料が重要な法源となることを額田/花水/Nostell/Kratz（2013）が挙げている。

---

<sup>200</sup> EUの規制の一つとして、欧州委員会によってEU会社法が制定されている。これは2001年に欧州会社に関する規則（Council Regulation (EC) No 2157/2001 of 8 October 2001 on the Statute for a European company）等によって制定されたもの。審議に30年の時間を要した歴史を持つ。また、当該欧州会社法によってEU内において、2以上の国にまたがった持ち株会社等を設立する場合において、欧州会社（Societas Europaea, SE）を設立することができるようになり、各国の会社法に関わらず、EU会社法の準拠で足りるようになった。当該EU会社法においては、役員や監督機関と経営機関を分離する二層型と管理機関のみを設ける一層型が選択できるようになったところ、スウェーデンでは従来一層型でありながら監督と経営の分離が義務付けられるという特有（たとえばイギリスでは一層型であり、監督と経営の分離は規定されていない）な制度となっていたことから、EU会社法制定後は一層型の規定を準用しながら当該二層型の規定を追加する対応をとっていることを明山（2013）が整理している。またSE法のほか欧州有限会社法、欧州共同組合法、欧州経済利益団体規則や指令（1968年から1989年までに採択された会社指令（第1号～第12号））を包含してEU会社法が構成されている。

そして、スウェーデンのコーポレートガバナンス・コードは Nasdaq OMX スtockホルムとノルディックグロースマーケットのいずれかに上場している場合に適用される。2005年に施行され2010年に改正されている。また、他国のコードと同様に「comply or explain」の考え方がとられている。そして、取締役について経営陣のうち1名のみが就任でき、取締役の過半数は社外役員とし、2名以上は主要株主から独立した取締役でなければならないとされている。また取締役の男女比の構成が均等（gender balance）となるよう努力するものとされている。なお、会社法において取締役の半数は欧州経済域内の居住者でなければいけないとされている。

#### b. EU 指令との関係

コーポレートガバナンスに関する EU 指令の一つとして、2013年に欧州議会では2020年までに欧州の上場会社（約5000社）を対象に2020年までに非常勤取締役の4割（現状では16%）を女性が占めることを義務付ける指令案が採択（賛成459票、反対148票、棄権81票）されている<sup>201</sup>。もっとも、義務化に対する根強い反対（女性の昇進を阻む“ガラスの天井”が指摘されている一方で、数合わせを優先することや一部の女性に役職が集中する“黄金のスカート”についての指摘がなされている。）から妥協を強いられたことなどを沼知（2013）が指摘している。その後、欧州委員会から2017年に公表された2019年までのアクションプラン（Action Plan to tackle the gender pay gap）において取締役会と中間管理職の女性の比率を40%以上に上げる目標を掲げている。

スウェーデンではこのような EU 全体の動きよりも先に、取締役の男女比についてコーポレートガバナンス・コードにおいて試みがされている。ただし沼知/菅野（2014）によれば2013年時点のスウェーデンの上場大企業における取締役の女性比率は26.5%。ほかにもフィンランドやデンマークでは目標割合を明示するクォーター制がとられている。

#### c. Nordic Main Market スtockホルム

Nordic Main Market スtockホルムは、1863年に開設された旧Stockホルム証券取引所に遡る。Stockホルム証券取引所は1998年に、OM（1985年にアイスランド証券取引所が設立した Optionsmarknaden）と合併し OM Group を設立、2003年にはヘルシンキ

---

<sup>201</sup> Proposal for a Directive of the European Parliament and of the Council on improving the gender balance among non-executive directors of companies listed on stock exchanges and related measures COM (2012) 614 final 2012/0299 (COD)

証券取引所を傘下に持つ HEX と統合し、2005 年にはコペンハーゲン証券取引所が加わっている。2006 年に OMX Nordic 取引所のブランドとしてストックホルム、ヘルシンキ及びコペンハーゲンで開設された。加えて、新興企業向け市場として First North をスウェーデンとフィンランドで開設している。そして、同 2006 年に米国の Nasdaq が OMX を買収し Nasdaq OMX Group が誕生した<sup>202</sup>。そのため、Nasdaq OMX Group が、米国の Nasdaq に加えて Nordic Main Market と Nasdaq First North をストックホルム、ヘルシンキ、コペンハーゲン及びアイスランドに開設している<sup>203</sup>。ほかにも OTC 市場としての AktieTorget や NGM（ノルディックグロスマーケット）が存在している。AktieTorget は 1995 年に上場の要件を満たさない株式の取引の場として設けられた。

Nordic Main Market と Nasdaq First North において、規制はそれぞれ開設している地域ごとにルールが設けられ適用されている。例えばストックホルムでは、SWEDISH コーポレートガバナンス・コードが適用される。そして、Nordic Main Market の上場基準は、流通株式比率 25%以上、時価総額 100 万ユーロなどが規定されている。

### d. 市場変更の事例

事例を見てみると、OPUS 社は IT を用いた自動車の検査装置・検査システムの開発製造を行っている。1974 年に前身の企業がヨーテボリにおいて設立され、現在の法人は 1990 年に設立されている。2006 年に Nasdaq OMX First North に上場し、2013 年にストックホルム証券取引所に市場変更している。IT による車検について 2008 年には米国の 3%を占めるほどになっている。また、現在では米国やスペイン、メキシコなど 10 か国で事業を行っている。この間、時価総額はストックホルム証券取引所上場前の 2011 年には 1.7 億クロネだったところ、市場変更後には 6 億クロネ、2017 年には 18 億クロネと成長している。また、売上高（収益）においても 2.3 億クロネだったところ足元 18 億クロネに成長している。筆頭株主は RWC アセットマネジメント（17%）であり、Lothar 社長の持分は 3 位（6%）に留まる。ほかにスウェーデン政府の株主（6%）となっている。

ほかにも Episurf Medical 社は 2008 年にストックホルムで設立され、3D 技術を用いて間接の医療用ボルトの開発を行っており、患者個人に合わせた設計を強みとしている。2011 年に Nasdaq OMX First North に上場し、2014 年にストックホルム証券取引所に市場変更

<sup>202</sup> Nasdaq HP サイト参照。http://www.nasdaqomxnordic.com/about\_us

<sup>203</sup> 普通株式の上場市場を抜粋。



をしている。この間時価総額はストックホルム証券取引所上場前の2013年では5.2億クローネだったところ、市場変更後には2.8億クローネ、2017年では1.6億クローネとマイナス成長となってしまっている。また、売上高（収益）においては、研究フェーズにあるため乏しく、2014年時点で20万クローネ、2017年では250万クローネをやっと計上できたところである。そのため、赤字が継続している。主要株主は年金ファンドや証券会社（JPモルガン、UBS）、スエド銀行などが数%程度ずつとなっており、役員等の保有は2.8%にとどまっている。

### （3）韓国 韓国取引所

#### a. 韓国の法体系

韓国の法体系は日本と同じ成文法を中心とする大陸法を採用している。また、商法は1962年に制定されたものは当時の日本の商法の規定が踏襲されたものであったところ、2011年に大規模な改正を行い、会社の機関設計や組織再編に係る整備を行っている。また、この背景には1997年の通貨危機以降にガバナンス強化の施策に取り組んできたことがあると龍野/綱島（2012）が指摘している。そして、上場会社においては取締役のうち4分の1以上を社外取締役とすることが求められている。また、上場会社は四半期開示や内部統制に係るK-SOXの適用を受けることとなる。

#### b. 韓国取引所

韓国取引所は1956年に韓国証券取引所が開設されたことに遡る。1996年には新興市場となるKOSDAQが開設される。そして、2005年に韓国証券取引所、KOSDAQや先物市場が統合し韓国取引所（KRX）が設立される。そのため、従来の韓国証券取引所の市場を韓国取引所の有価証券市場、KOSDAQはKOSDAQ市場として運営されている。また、2013年には中小企業向けのKONEXを開設している<sup>204</sup>。

韓国取引所の上場基準<sup>205</sup>は、まず規模として自己資本300億ウォン以上、株式数100万株以上が規定されている。分散要件として株主数700名以上や株式数について、①一般株主所有比率25%又は500万株以上、②公募株式25%または500万株以上、③自己資本500億ウォン以上の企業は10%以上の公募かつ自己資本に応じた株式発行、④国内外同時公募

<sup>204</sup> 韓国取引所 HP 参照。 <http://global.krx.co.kr/contents/GLB/01/0102/0102040000/GLB0102040000.jsp>

<sup>205</sup> 韓国取引所 HP、三和（2016）を参照。抜粋。

の場合は公募株式10%以上且つ100万株以上の4つのうち1つを満たす必要がある。

次に経営成果要件として、直近の売上高1,000億ウォン以上且つ3年平均700億ウォン以上且つ最近の事業年度に営業利益・税前利益・当期純利益を計上（マイナスでない）することに加えて、①ROEが直近5%且つ3年合計10%以上、②利益額が直近30億ウォン且つ3年合計60億ウォン以上、③自己資本1千億ウォン以上の場合は直近のROE3%または利益額50億ウォン以上且つ営業キャッシュフローがプラスのうち1つを満たす必要がある。

市場変更や重複上場の場合は、経営成果要件として売上高2,000億ウォン以上且つ時価総額4,000億ウォン以上の基準を選択することもできる。

### c. 市場変更の事例

韓国最大のインターネットサービス企業であり、LINEを運営するNAVER社は1999年にNext Human Network社として設立される。そして、2002年にKOSDAQに上場し2008年に韓国取引所KOSPIに市場変更している。その後、2016年には東京証券取引所とNYSEに同時重複上場をしている。この間、一貫して成長を続けており2009年に8兆ウォンだった時価総額は足元で25兆ウォンに、売上高は1.5兆ウォンだったところ4.6兆ウォンとなっている。

## （4）台湾 台湾証券取引所

### a. 台湾の法体系

台湾の法体系は日本と同じ成文法を中心とする大陸法を採用している。一方で、証券取引法等については英米法の影響を受けており、これは1963年に制定された動産担保取引法の制定において米国統一商法典（Uniform Commercial Code）第9章<sup>206</sup>を参考にしたためと陳等（2012）が整理している。そして、2006年の改正によって社外取締役及び監査委員会の制度が導入された。監査委員会は3名以上でありうち1名は会計又は財務の専門家でなければならないとされている。また、社外取締役について2名以上かつ取締役の5分の1以上が求められている。上場会社に適用されるコーポレートガバナンス・コードは、台湾証券取引所とグレイ証券取引所によって、共同で統一的なものとして策定されている。

---

<sup>206</sup> 米国統一商法典は連邦法ではなく、各州にその採択を進める法案モデルであるものの、ほとんどの州で修正を加えられながらも採択されている。日本の民放と商法の両分野を含む商事取引の「はじめからおわりまでの間に通常生ずる一切の局面」を対象としている。第9章では担保取引が規定されている。田澤（2000）を参照。

### b. 台湾証券取引所

台湾証券取引所(TWSE)は1961年に設立されている。グレートイ証券市場(Gre Tai Securities Market)は1988年に台湾証券業協会が店頭取引のための市場を開設したことに始まり、1994年に台北取引所として設立されている<sup>207</sup>。

台湾証券取引所の上場基準<sup>208</sup>は、株主数として1,000人、流通株式株主として500人以上などを規定している。企業規模として株主資本6億台湾ドルまたは時価総額16億台湾ドル以上を、収益基準として、直近3年合計の税前利益が2.5億台湾ドル以上且つ直近の税前利益が1.2億台湾ドルであり累積赤字でないことが規定されている。

### c. 市場変更の事例

事例をみてみると、半導体シリコンウェハの検査を行うChipMOS社は、1997年にMOSEL社の工場部門がスピンオフする形で設立された。2001年には親会社であるバミューダ法人をNasdaqに上場をしており、これは半導体産業が盛んな台湾の中においても半導体テスト会社として第一号であった。そして、事業会社であるChioMOS社は2013年4月にグレートイ市場、2014年に台湾証券取引所に市場変更をしている。市場変更に際してはグレートイ市場の上場後7か月後である2013年11月に台湾証券取引所に市場変更申請を行ったことが報じられている。さらに2016年にはNasdaqに上場していた親会社であるバミューダ法人と合併し、預託証券を上場させている。(8150/IMOS) 2013年に240億台湾ドルだったところ市場変更後の2014年には360億台湾ドルに上昇したが、その後は200億台湾ドル近傍を推移している。売上高も同様に2013年に190億台湾ドルだったところ2014年に220億台湾ドルに増加したものの、足元で180億台湾ドルに低下している。

また、Sinher社は2002年に台湾10百万NTドルで設立され、ノートパソコンやタブレット端末のヒンジ(蝶番)の製造を行っている。2011年からグレートイ市場で取引がされ、2013年に台湾証券取引所に市場変更をしている。市場変更の際には676百万NTドルの資金調達を行っている。2011年には時価総額が18億台湾ドルだったところ、2013年には44億台湾ドルに上昇するものの最近では30億台湾ドルを推移している。また、売上高は2011年には15億台湾ドルだったところ25億台湾ドルに増加している。

<sup>207</sup> 台北取引所HP参照。<http://www.tpex.org.tw/web/about/introduction/history.php?l=en-us>

<sup>208</sup> 台湾国内企業。台湾証券取引所HP、三和(2016)を参照。抜粋。

(5) 海外の市場変更基準のまとめ

市場変更が確認された、米国の NYSE、カナダのトロント証券取引所、スウェーデンの Nordic Main Market ストックホルム、韓国の韓国取引所、台湾の台湾証券取引所について市場変更の基準をみてきた。

どの市場についてもマザーズから東証一部のようにステップアップの優遇基準は見られなかった。それどころか、NYSE では他市場からの市場変更の場合には株主数と時価総額基準に高いハードルが課せられていた。そして、各市場の市場変更における基準や市場構造の特徴を、日本と含めて比較すると次のようにまとめることができる。

(図表 58) 市場変更基準の海外比較 (抜粋)

	東証一部	NYSE	トロント	ストックホルム	韓国	台湾	<参考> ロンドン
株主数	2,200人	2,200人	300人	—	700人	1000人	—
流通株式	200万株	110万株	100万株	25%	100万株	—	25%
時価総額	40億円 (250億円)	2億ドル	400万ドル	100万 ユーロ	4000億 ウォン	16億 台湾ドル	70万 ポンド

(出所) 筆者作成。抜粋、平仄のため一部簡易に記載している。

(図表 59) 上場市場の階層構造の海外比較

	日本	米国	カナダ	スウェーデン	韓国	台湾	<参考> 英国
階層構造ができた時期	1961年	1908年	1999年	2006年	1996年	1988年	2009年
市場の設立	下位が後	下位が後	下位が後	下位が後	下位が後	下位が後	同時
下位市場の目的	当初は店頭取引 現在はベンチャー育成等	店頭取引	当初は店頭取引 現在はベンチャー育成	ベンチャー育成	ベンチャー育成	店頭取引	上位市場との区別
同一取引所	同一	当初は別 現在は同一	当初は別 現在は同一	同一	当初は別 現在は同一	別	同一
変更後の適用規制の差	無し (同一)	NYSEルール	無し (同一)	コーポレートガバナンスコード	無し (同一)	無し (同一)	コーポレートガバナンスコード

(出所) 筆者作成。抜粋、平仄のため一部簡易に記載している。

上位市場と下位市場を開設する証券取引所についてみると、カナダ、スウェーデン及び韓国では上位市場と下位市場が、同一の証券取引所（または同一の証券取引所グループ内）に開設されていた。

日本との違いについてみると、まず米国ではMKTが同一の取引所の運営になったとはいえ、従来から地方取引所の様相である店頭取引だったことや、そもそもとして上場は資金調達が主な目的が中心となっており、資本市場以外においてNYSE上場がスクリーニングとして使われている事象を見つけることはできなかった。

次に特徴的なのはカナダである。証券取引所が明確にベンチャー企業の成長モデルとして、市場のステップアップを日本と同様に謳っていたことが挙げられる。さらに市場変更をする会社の規模も日本と同程度であり、コンスタントに市場変更が行われている。しかしながら、カナダ企業の多くはエネルギー関連の企業であり、市場変更を行った企業の業態も同様であった。天然資源の活用のための産業振興の結果といえる。それは上場制度においても現れており、鉱業向けの独自の上場基準も設けられ、それは通常の事業会社の基準と比較して業態の特性に応じて上場・ステップアップできる仕組みとなっていた。

そのため、カナダにおける市場変更を用いたステップアップの考え方や、国の産業振興の方針に沿った歴史があるという点においては日本と類似したものとなっている。しかしながら、その産業はエネルギーセクターであり、経済実態としては違いがあった。また、各社のWebサイトにおいて沿革ではトロント証券取引所の上場が記されているものの、日本企業の「東証一部上場」のようにそれを各所に記載している例は見られなかった。

スウェーデンでは、ファーストノースは店頭市場に近いものであり、ストックホルム証券取引所の上場をIPOと表現している企業もみうけられた。韓国における市場変更は少なく、ごく一部の大規模な企業が行っていたに過ぎなかった。台湾も市場変更がみられているものの、ステップアップとしてそれを企業成長と結びつけたプロモーションは見られなかった。

このように、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なかった。ただし、カナダにおいては指摘したように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。

c. 国際的な規制

また、各国においてコーポレートガバナンスコードの導入が進んでいる。コーポレートガバナンスコードについては OECD（経済協力開発機構 Organisation for Economic Cooperation and Development）から OECD コーポレートガバナンス原則が 1999 年に策定されている。本原則が強制力を持つものではないものの、各国においてコーポレートガバナンスコード等を策定する際に参照されている。この間、2004 年や 2015 年に大きな改訂が行われている。この中では、上場会社そのものの遵守事項だけでなく、証券取引所が株式会社化・競争を進めるにあたって、証券市場のコーポレートガバナンスの実現について規制当局が評価をすべきとされている。

また、証券取引の国際的な規制機関として IOSCO（証券監督者国際機構 International Organization of Securities Commissions）が存在し、各国の金融規制当局等によって構成されている<sup>209</sup>。金融インフラ機能に対して、指針やレポートを整備している<sup>210</sup>。しかしながら、上場会社のコーポレートガバナンスや市場構造・ステップアップに対しては統一的な指針等は明示されていない。

## 第5節 海外の市場変更企業の成長

市場変更が確認できた、米国、カナダ、スウェーデン、韓国及び台湾について、日本と同様に市場変更前後の業績について分析を行った。

### （1）企業業績の変化

日本と同様に市場変更を行った企業について、直前期の前後 3 期間の売上高及び最終利益を取得できた企業を分析の対象とした。そして、各社の市場変更直前期の売上高又は最終利益を 100pts に換算して、各期の業績値を pts に置き換えた。

a. 売上高

売上高について中央値の推移をみると、どの市場においても売上高が増加していた。米

---

<sup>209</sup> 日本からは金融庁、経済産業省及び農林水産省が普通会员、証券取引等監視委員会が準会員、日本取引所グループ及び日本証券業協会が協力会員となっている。

<sup>210</sup> 各国の中央銀行によって構成される BIS（国際決済銀行 Bank for International Settlements）とともに合同発出するものも多く、例えば FMI 原則（金融市場インフラのための原則 Principles for financial market infrastructures）などがある。

国では市場変更3期前は61ptsだったものが増収を続け、市場変更を挟んで市場変更3期後には134ptsに至っている。カナダでは市場変更3期前は37ptsだったものが増収を続け、市場変更を挟んで市場変更3期後には172ptsに至っている。これは今回の比較の中で最も大きな上昇であった。

スウェーデンでは市場変更3期前は64ptsだったものが増収を続け、市場変更を挟んで市場変更3期後には155ptsに至っている。韓国では市場変更3期前は52ptsだったものが増収を続け、市場変更を挟んで市場変更3期後には155ptsに至っている。ただし韓国において対象企業は2社と少なかった。そして台湾では市場変更3期前は60ptsだったものが増収を続け、市場変更を挟んで市場変更3期後には124ptsに至っている。

日本の市場変更3期後が123ptsであったことと比較すると、3年後の売上高の成長は日本が最も低かった。

#### b. 最終利益

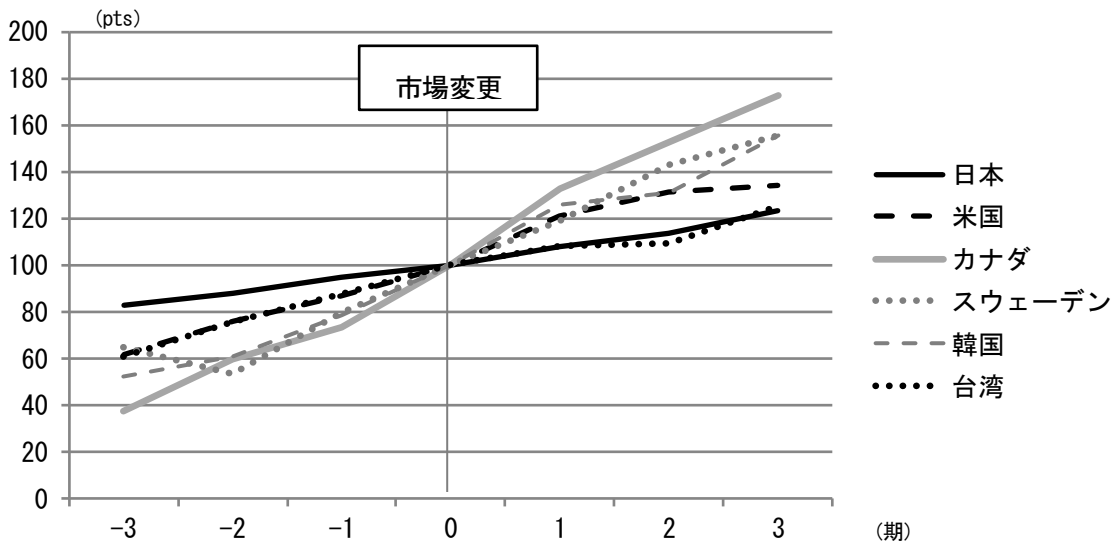
最終利益については、同様に中央値をみると市場変更の直前期までは増益となっていた。一方で市場変更後の変化についてはばらつきがあった。米国では翌期には減益となり、さらにその翌期に100ptsを上回り横ばいで推移する。カナダは市場変更期に118ptsに上昇するもその後は減収や横ばい程度となっている。

スウェーデンは市場変更期に146ptsと今回の比較において最も大きな増益をみせた一方で、その後は一転して減益となり市場変更3期目には100ptsを割り込んでいる。韓国は赤字になっているものの、対象が2社だけのためこれだけを以って評価することは拙速である。そして、台湾について最初は横ばいであるものの、市場変更3期目には増益となっている。

このため、最終利益については日本だけが継続的な増益をみせ、市場変更3期目においても136ptsと海外の市場変更企業と比較して、最も大きな成長を見せていた。

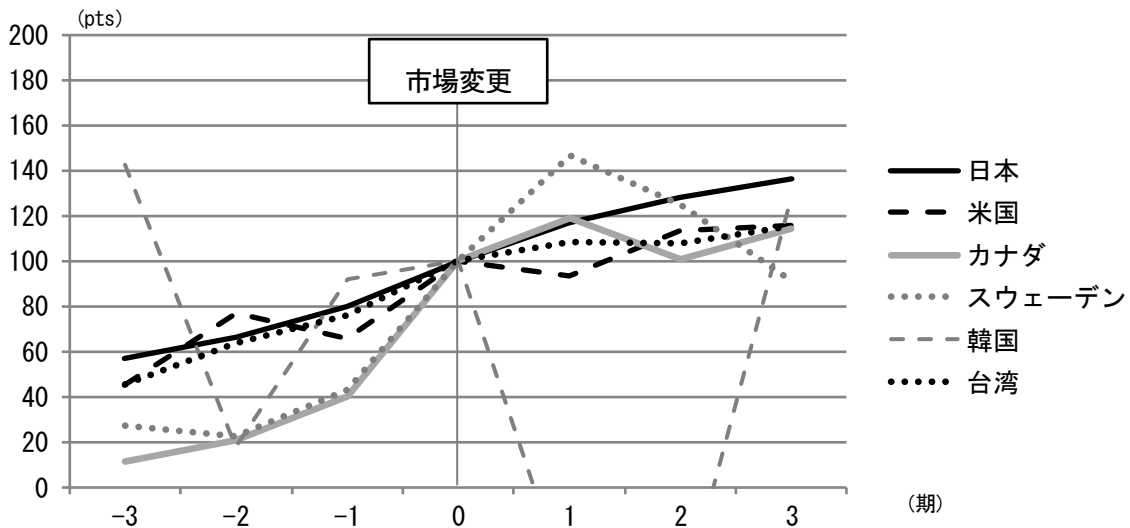
最終利益のポイントを売上高のポイントで除した指標は、日本が1.1と市場変更時（基準を売上高利益ともに100ptsとしているため1.0となる。）よりも上回っていたのに対して、米国は0.8、カナダは0.6、スウェーデンは0.5、韓国は0.8、そして台湾は0.9といずれも1を下回っていた。これは市場変更時と比較して市場変更後の業績では利益率が減少していることを示す。

(図表 60) 市場変更企業の売上高推移 (海外比較)



(出所) Bloomberg から筆者作成。

(図表 61) 市場変更企業の最終利益推移 (海外比較)



(出所) Bloomberg から筆者作成。

c. 企業業績変化の比較

日本企業の分析と同様に市場変更3期前の値を「Pre 市場変更」、市場変更3期後の値を「Post 市場変更」とする。米国、カナダ、スウェーデン及び台湾の市場変更企業について、売上高及び当期純利益について、「Pre 市場変更」及び「Post 市場変更」それぞれの基本統



計量を示す。対象が2社であった韓国は除いている。

(図表 62) 市場変更前後での企業業績 (海外比較) 基本統計量

	N	Mean	Median	Std. Dev.	Min.	Max.
米 Pre 売上高	44	64.0	61.9	46.8	0.66	293.8
米 Post 売上高	44	298.2	134.3	486.9	14.9	2901.1
カナダ Pre 売上高	42	884.8	37.2	5282.3	-1.5	34287.5
カナダ Post 売上高	42	422.2	172.7	774.4	53.5	4686.5
スウェーデン Pre 売上高	23	75.2	64.9	57.0	1.0	257.5
スウェーデン Post 売上高	23	199.2	155.6	141.0	1.1	585.8
台湾 Pre 売上高	66	68.9	60.8	38.6	18.0	265.2
台湾 Post 売上高	66	135.5	124.9	55.3	40.3	359.7
米 Pre 利益	50	94.7	44.8	331.3	-561.3	1589.7
米 Post 利益	50	-20.8	115.7	1610.0	-8379.4	3797.3
カナダ Pre 利益	94	232.6	11.4	1533.5	-615.4	13947.7
カナダ Post 利益	94	5807.2	114.0	38824.3	-8591.3	365765.6
スウェーデン Pre 利益	31	-340.5	26.8	1541.9	-8469.4	200.8
スウェーデン Post 利益	31	277.0	91.3	1361.5	-3806.1	3356.9
台湾 Pre 利益	70	70.9	45.5	107.9	-125.7	472.5
台湾 Post 利益	70	44.3	115.2	398.4	-2356.2	369.6

(注) 各社それぞれについて市場変更直前期の売上高又は当期純利益を100として換算した値。

(出所) Bloomberg から筆者作成。

その平均値の変化量を以下の式によって示すこととする。

$$\Delta \text{市場変更変化} = \text{Post 市場変更} - \text{Pre 市場変更}$$

そして、各国市場変更企業の売上高及び利益の変化量を検定とともに示す。すると、カナダでは売上が減少、米国及び台湾では最終利益が減少している結果になった。もっとも、データのばらつきが大きくこれらの結果について統計的に5%水準で有意であることが示されたのは、米国、スウェーデン及び台湾の売上高の増加だけであった。

(図表 63) 市場変更前後での企業業績変化量 (海外比較)

	△売上高		△最終利益	
米国	234.1	0.001551***	-115.5	0.323789
カナダ	-462.5	0.280658	5574.6	0.081889
スウェーデン	123.9	0.000257****	617.5	0.075913
台湾	66.6	0.000000****	-26.6	0.318129

(出所) Bloomberg から筆者作成。

これらから、売上高と最終利益は市場変更後も概ねどの市場でも増加がみられた。その中で、日本の売上高の増加は最も小さかった一方で、利益の伸びは最も大きかった。また他の市場での売上高が増加するという規模の拡大は見られた一方で、利益率の伸びの方が小さく、利益率は減少していた。これらから、市場変更を通じてどの市場でも規模（売上高）の拡大がみられたものの、利益率は減少しており、日本の市場変更だけが収益性（利益率）を上昇させていた。

すなわちこれらをまとめると、国内外を通じて市場変更を行った企業は、市場変更後においても売上高・当期純利益を増加させていた。このような企業業績の推移は、少なくとも先行研究で指摘されていた、IPO 後の動向と異なるものであった。その中でも日本企業の当期純利益の増加が最も大きかった。

## (2) 業績指標の変化

次に市場変更が確認できた、米国、カナダ、スウェーデン、韓国及び台湾の市場変更企業についても同様に、市場変更前後3期間のROEを取得し、中央値の水準と推移を比較した。

まず、市場変更直前期のROE水準で比べると日本が10%であったのに対して、米国は9%、カナダは-5%、スウェーデンは0.5%、韓国9.5%、台湾16.2%となっており、日本よりも高いのは台湾だけであった。

順に推移をみていくと、米国市場変更企業は市場変更直前期にかけてROEが5.8%から9%に上昇するものの市場変更後は低下に転じて3期目には4.9%と、市場変更3期前よりも低い水準に低下している。

カナダ市場変更企業はまず一貫して ROE がマイナスの値すなわち、中央値で見ればいずれの期も赤字であった。-12%から市場変更期には-1.7%まで回復しているものの、その後-6%台まで下落している。

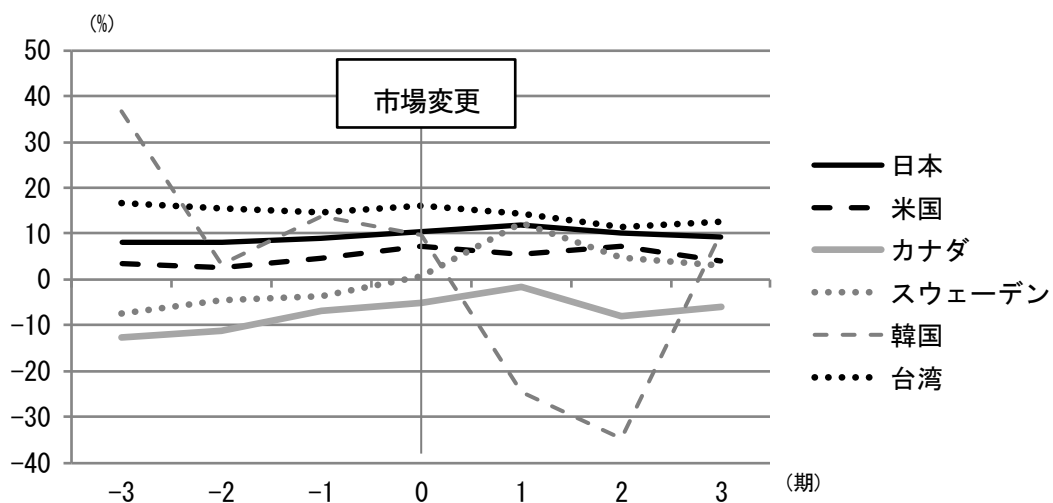
スウェーデン市場変更企業は市場変更3期前には-7%だったところ、その後上昇し市場変更直前期にはプラスに転じて0.5%になっている。その翌期には12%まで上昇するもその後は3%まで低下している。

韓国はデータが取得できた対象企業が1社に留まったため、傾向を評価することができない。

台湾はいずれの期も10%を超える高いROEを維持している。しかしながら市場変更3期前には16.5%だったROEが緩やかに低下し、市場変更3期後には12.6%になっている。

これらから、海外で市場変更を行った企業についてはそのROEの水準が当該市場平均よりも高いとは言えないこと、市場変更を境にしてROEは低下をしているか上昇をしたとしても低い水準にとどまっていることを確認することができた。

(図表 64) 市場変更企業の ROE 推移 (海外比較)



(出所) Bloomberg から筆者作成。

### (3) 時価総額の変化

#### a. 時価総額の推移

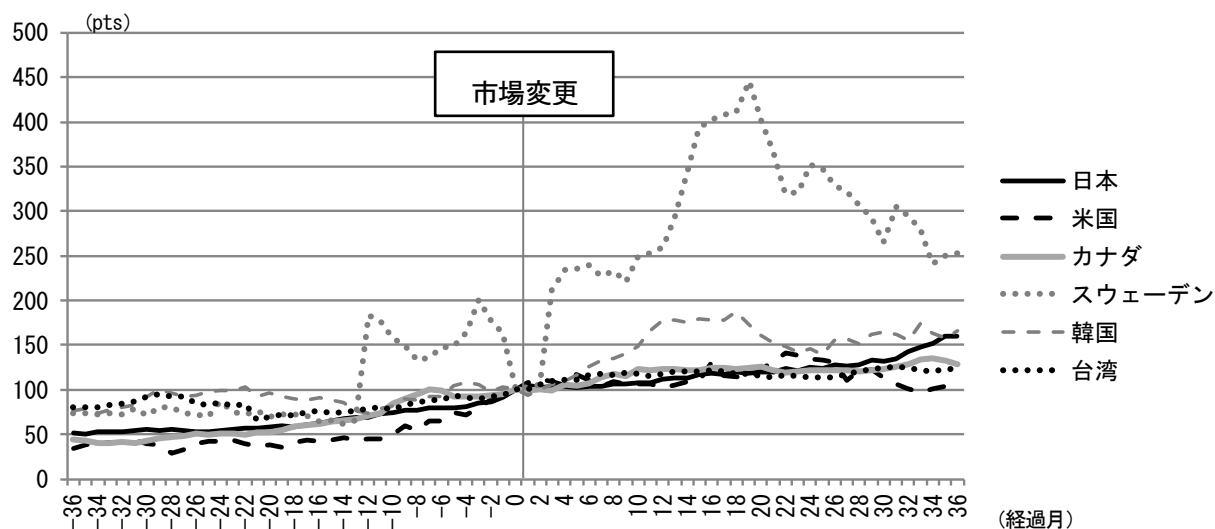
日本では市場変更を境に成長が確認できた時価総額について、市場変更が確認できた、米国、カナダ、スウェーデン、韓国及び台湾の市場変更企業についても同様に確認を行っ

た。各市場変更企業の市場変更前後3年間の各月末時価総額を取得し、市場変更時（市場変更を行った月の月末株価）の時価総額を100ptsに置き換え、市場ごとに毎月末の中央値を算出し比較をおこなった。

その結果、市場変更の36か月前の時価総額は市場変更時と比較してどの国も低かった（100ptsを下回っていた）。一方で、市場変更36か月後の時価総額は市場変更時を上回っていた。この傾向は日本と同様であった。

市場変更36か月後の上昇率をみると、最も大きいのがスウェーデンであり250ptsに達していた。同スウェーデンはその過程で400ptsを上回る水準まで時価総額は上昇していた。それ以外の市場の市場変更36か月後の時価総額は、米国は103pts、カナダは128pts、韓国は165pts、台湾は122ptsとなっており、いずれも日本の159ptsを下回っていた。なお、この間のベンチマークとなる各国の株価指数は第3節で述べたように上昇しており、特にスウェーデン、米国、台湾及び韓国の株価指数の上昇は日本よりも大きかった。そのため、日本の市場変更を行った企業の時価総額の成長は海外と比較して、相対的に増加していることも確認された。

(図表 65) 市場変更企業の時価総額推移 (海外比較)



(出所) Bloomberg から筆者作成。

#### b. 市場変更時の時価総額規模

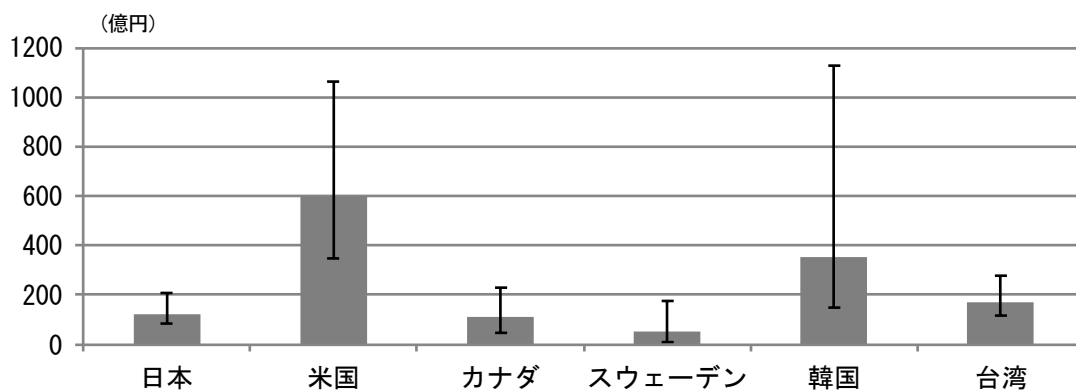
次に海外の市場変更企業について、市場変更時の規模とその後の時価総額パフォーマンスの関係について確認を行った。

そのために、まず、市場変更を行った際の時価総額<sup>211</sup>を各市場で比較することとした。それぞれの市場ごとに中央値をとり、2017年7月末時点の為替レートによって日本円に置き換えた<sup>212</sup>。

その結果、日本は中央値が約120億円であったのに対して、米国が最も大きく約600億円、カナダ約108億円、スウェーデンが最も小さく約53億円、韓国は約350億円、台湾は日本と同程度の約169億円であった。

すなわち、日本と米国の市場変更を行った企業の時価総額では5倍という大きな規模の差があった。一方で、それ以外の市場では日本よりも規模が小さいものや、同水準の時価総額であった。さらに、中央値だけでなく上位25%を示す第3四分位では米国企業は1,000億円を超えており、その差はより大きくなっている。これらから、日本の市場変更の規模は、大きな資本市場である米国対比では小さく、他の市場対比と同水準程度となっていることを確認することができた。

(図表 66) 市場変更時の時価総額 (海外比較)



(注) 日本円に換算した中央値。範囲線は第1四分位及び第3四分位を表す。

(出所) Bloomberg から筆者作成。

<sup>211</sup> 市場変更を行った月の月末株価を用いている。

<sup>212</sup> それぞれの為替は米ドル：110円、カナダドル：88円、スウェーデンクローナ：13.7円、韓国ウォン：0.1円、台湾：3.6円。(2017年7月末時点。概数。)

(図表 67) 市場変更時の時価総額 (海外比較) 基本統計量

	N	Mean	Median	Min.	Max.
日本	241	301.0	123.7	30.7	20700.1
米国	64	1031.0	600.0	134.2	4855.2
カナダ	238	196.8	108.3	0.4	2117.8
スウェーデン	64	188.6	53.4	0.1	1844.4
韓国	14	1148.6	350.9	31.5	5895.6
台湾	188	280.8	169.7	18.8	4224.6

(出所) Bloomberg から筆者作成。

(注) 日本円に換算した値 (単位: 億円)。

次に、海外の市場変更企業について、市場変更時の時価総額の規模とその後のパフォーマンスの関係を確認した。日本と同様に市場変更時の時価総額と 36 カ月後における時価総額のポイントを比較した。規模のばらつきがあることから、対数を用いて換算し、以下の回帰式を求めた (36 か月後までのデータを取得できた企業に限定しているため、対象企業は減少している。)。 $Y_{it}$  は市場変更 36 か月後の時価総額リターン (対数)、 $X_{it}$  は各社の市場変更時の時価総額をとる。

$$Y_{it} = X_{it}a + c$$

	N	a	c	相関係数	決定係数
日本	236	-0.184	2.948	0.216	0.046
米国	26	0.266	1.241	0.172	0.029
カナダ	80	-0.023	1.781	0.021	0.000
スウェーデン	12	-0.219	2.624	0.295	0.087
韓国	7	0.261	0.751	0.417	0.174
台湾	31	-0.247	2.888	0.263	0.069

(出所) Bloomberg から筆者作成。

市場変更時の時価総額に係る傾き (a) をみると、日本と同様にマイナスとなっているの

はカナダ、スウェーデン及び台湾でみられた。一方で、米国及び韓国については傾きがプラスとなった。このことから、カナダ、スウェーデン及び台湾では市場変更時における時価総額が小さい企業ほど、その後の成長が強いことが判明した。一方で、米国及び韓国では同規模が大きいほど、その後の成長が強いことを示している。もっとも、いずれも決定係数は大きくないため、この結果のみをもって断定することには留意が必要である。

#### c. 海外市場変更企業の時価総額のまとめ

時価総額の規模と成長の関係を市場変更時の時価総額の比較と合わせて考察すると、相対的に日本、カナダ、スウェーデン及び台湾では規模が小さい状態で市場変更をし、その規模が小さいがゆえに成長率も高いものが示されている。一方で、米国及び韓国（ただし韓国は対象企業数が少ないことに留意が必要。）では市場変更の段階で規模が大きく、その後も規模が大きい企業の成長率の方が高いと整理できる。

このことから、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6節 小括

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 はその成立ちから、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対す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。また、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

第8章では、リサーチクエスチョンで挙げた「上場市場の階層構造は、証券取引所の上場市場の運営において、どのような機能を果たしているのか」について、第3章で明らかとなった東証一部ブランドの形成と、第4章から第6章までにおいて行った3つの仮説と検証結果からその機能を整理する。そして、第1章で整理した取引所規則の位置づけや第2章で整理をした現在の日本の証券市場の課題、第7章で調査を行った海外の状況を踏まえて、今後の取引所ビジネスに資する上場制度を展望する。

### 第1節 考察のまとめ

#### (1) 階層構造の成立ち

リサーチクエスチョンを検証するために、本稿ではまず、上場市場の階層構造、そして東証一部のブランドがどのように形成されてきたのか明らかにしてきた。

上場市場の成立ちを整理すると、①戦後の証券市場の再開の政策に端を発し、②証券取引法第87条の下でも店頭銘柄をもと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、現在の階層構造と東証一部のブランドが形成されてきた。これについて、東証一部のブランドという観点で整理をすると、新しい市場の開設は一貫して、東証一部よりも上場基準が緩和された市場であった。このことも、相対的な市場一部の位置づけを高めるものになった。そして、東証上場について資本市場以外での効果をアネクドタル的に調査したところ、経営者の個人保証の解除、マスコミによる露出や日常生活においてスクリーニングとして用いられていることが確認できた。すなわち、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、それが資本市場以外でもスクリーニングとして用いられ、東証一部のブランドを形成していた。

#### (2) 3つの仮説

次に、リサーチクエスチョンで掲げた機能を検証するために3つの仮説を設定し検証を行った。まず、1つ目は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ということ。次に2つ目は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。そして3つ目は、

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ということである。それぞれ第4章から第6章にかけて検証を行った。

まず、第4章では、それぞれの時代において該当する企業の成長やIPO増加のために階層構造となる市場が開設されたことを整理し、最近の上場制度について、2007年のマザーズ市場のコンセプトの見直し、2011年のマザーズの活性化、2012年の中小・中堅企業のIPO活性化などの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ることが判明した。その上で、日本の市場変更が2012年以降に増加している背景には同年に行われた制度変更が要因ではないかとの検証を行った結果、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。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。

次に、第5章では、IPOの目的についても経営者の口からは知名度や信用度の向上といったことに言及があった。そして、資金調達を確認すると、IPO時の資金調達規模は米国と比較して少なく、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。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の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。

そして、第6章では、先行研究において、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が、日本の市場変更を行った企業は、市場変更後においても売上高・当期純利益が増加していたことを確認した。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、市場変更はIPO後に見られている企業成長の鈍化を抑制することが明らかとなった。また、これは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るものと整理を行った。

### (3) 海外との比較

第7章では、いままで注目されてこなかった、海外の取引所における市場変更について

調査を行ったところ、少なくとも米国、英国、カナダ、スウェーデン、韓国及び台湾においてその制度と実績を確認することができた（ただし英国は時系列データを得ることができなかったものの、プレミアムとスタンダードに市場を区分するなどの整備を行っていた。）。

東証のように市場変更における優遇基準は見られず、積極的なステップアップを打ち出しているのはカナダのトロント証券取引所であった。また、資本市場以外でのスクリーニングは少なくとも確認されず、日本の市場の成立ちと社会における位置づけが特異なものであることが窺えた。

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。

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。また、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2節 「証券取引所 as a system of インセンティブ」の機能

### （1）リサーチクエストに対する整理

これらをまとめると、リサーチクエストで掲げた「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」という問いに対して、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。

### （2）証券取引所 as a system of インセンティブ

明らかとなったリサーチクエストに対する3つの機能について、制度の位置づけな

どからどのような概念として考えられるのか。第1章における取引所規則の位置づけの整理において、まず法制度の考え方として議論されている「法が実態を変える (law matters)」について整理を行い、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」であるとの考えを確認した。

そして、取引所が設定する規則は、取引所のビジネス戦略を実現させるためのものであることを整理した。それを踏まえて第4章では、日本の市場変更が2012年以降に増加している背景には同年に行われた制度変更が要因ではないかとの検証を行った。その結果、利益基準を緩和したことで今まででは適合できなかった企業が市場変更をしたのではなく、IPOや市場変更の準備を行う企業の行動に影響を与え、制度変更が市場変更とIPOの増加に寄与している可能性を指摘した。

Pagano, et. al. に見られるように、上場によって証券取引所が与える機能は、株式取引の流動性や情報開示を中心に語られてきた。これは、株主を中心とした物的資本の拠出者にとっての議論である。また、コーポレートガバナンスは、エージェンシー問題に見られるように、物的資本の拠出者と人的資本の拠出者の動機づけ交渉として論じられてきた。

そのような中で、本稿では、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、本稿の上場市場の階層構造から明らかになった機能としたい。

### 第3節 市場変更の機能を踏まえた今後の展望

#### (1) 上場市場が抱える課題

「証券取引所 as a system of インセンティブ」と整理できた階層構造・市場変更の機能について、今後を展望していきたい。

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章において指摘がされていたように、日本の上場会社では、ROE や PBR などの資本効率性の指標が低いことが指摘されている。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。

まず、第2章において指摘をしたように、東証一部の時価総額の上位の企業は、今回論じてきたように市場変更を通じて成長してきた企業群ではなく、民営化を行った企業や従来からの重工業型の企業となっている。また、検証結果において市場変更後の成長は見られたものの、規模で見れば散らばりが大きく、小さい企業が多い状態となっている。すなわち、市場変更企業が東証一部の上位群に入るほどの成長はしていない。

市場変更に限らず、東証一部上場企業の状況について確認するために、2017 年末時点における東証一部上場企業 2,057 社の時価総額や売上高利益率等のデータを取得した。それらについて、平均値と標準偏差を算出した。まず平均値をみると時価総額は約 3,300 億円、売上高 3,400 億円、純利益 177 億円、ROE9%、利益率 6%となっていた。一方で、中央値では時価総額 600 億円、売上高 750 億円、純利益 30 億円、ROE8%、利益率 4%と平均値と乖離があり、また標準偏差についてもどの指標も平均値と比較しても大きいものであった。このことから、各指標の値は上位の企業に偏重していることがわかる。なお、その散らばりのうち上位に属する集団の閾値を確認するために、四分位値も求めている。

(図表 68) 東証一部上場企業の時価総額と各種業績

	時価総額 (百万円)	売上高 (百万円)	純利益 (百万円)	ROE (%)	利益率 (%)
平均	331,799	344,187	17,703	9.0	6.0
標準偏差	1,032,154	1,139,196	76,457	10.5	8.8
最小値	2,927	840	-265,744	-98.6	-149.9
第1四分位	23,606	27,225	981	4.9	2.3
中央値	63,669	74,956	3,048	8.3	4.5
第3四分位	189,534	223,468	9,762	12.4	7.9
最大値	23,536,001	27,597,193	1,831,109	99.2	88.6

(注) 時価総額は2017年末時点。各種業績は各社2017年中に決算期末を迎えたもの。

(出所) Bloomberg から筆者作成。

また、市場変更による成長は見られたものの絶対値で見ると、その規模が小さい東証一部上場企業が多数存在することは、東証一部への投資の妨げとなり得る。同様に第2章で指摘をしたように世界的なパッシブ運用の規模が増加している。そのような中で、TOPIXは東証一部全体を対象にしているところ、東証一部の企業数が2000社を超えていることで、パッシブ運用として当該社数をカバーするのは効率性を悪化させるものとなる。また、時価総額が小さい場合には資金流出入によって株価を変動させ得るものになってしまう。すなわち小さい規模の東証一部上場企業の増加が、パッシブ運用の障壁となり得、継続的な投資の資金流入を敬遠させる要因となり得るものである。

## (2) 市場変更の機能を踏まえた示唆

このような課題について明らかになった市場変更の機能を踏まえると、方策の一つとして市場変更の機会を強めることが示唆されるのではないか。例えば上位市場を整備することなどが考えられるかもしれない。「証券取引所 as a system of インセンティブ」という上場市場の階層構造における市場変更の機能を強めるものとなることが期待される。

もっとも、現在の市場区分にとらわれない見直しが東京証券取引所によって「市場構造の在り方等の検討」<sup>213</sup>として2018年10月から行われている。当該見直しについて本稿の

<sup>213</sup> なお、東京証券取引所は2018年10月29日に「市場構造の在り方等に関する懇談会」を設置することを公表している。当該目的として2013年の東証と大証の統合時には混乱が生じることを避けるため、四つの市場を維持したものの、近年、そうした市場構造や関連する上場制度を巡り、改善すべき点も見

執筆段階では検討が進められている。本稿における検証や示唆はあくまで現在の市場構造を前提とした市場変更の機能のみに着目した分析であり、他の観点や制度と併せれば総合的に異なる結論を否定するものではない。

取引所にとって IPO の増加や上場会社のコーポレートアクションを促進させることができれば、取引所ビジネスの拡充に資する。また、ROE などが改善すればそれを好材料として新たな投資を市場に呼び込むことが期待できる。そして、ステップアップの基準を達成するために企業が経営努力を継続すれば、上位市場を目指す行為によって結果として企業成長につながり、ひいては上場制度が日本経済の活性化に貢献することになる。

### (3) 展望に係る補論

#### a. 従来の市場変更のように機能するのか

上場することで得られるブランドが強くなれば、いままでの知名度・信用度向上を目的に上場を目指すインセンティブはより強くなる。しかしながら、従来の市場変更の多くは、既に東証一部に上場している企業よりも規模の小さい企業がステップアップとして行われてきた。そのようなステップアップにおける上場市場の階層構造が、上位市場を整備した際にも、既に東証一部に上場している大規模な企業に対して同様に機能するのであるか。

この点について、企業行動について、威信 (Prestige) と恥 (shame) の視点から論じた先行研究が存在する。Chattopadhyay, Shaffer and Wang (2017) は JPX 日経 400 指数の構成銘柄に組み込まれようとする経営者の行動から、そのインセンティブを明らかにしている<sup>214</sup>。JPX 日経 400 は市場関係者の関心度が高いことから、経営者にとって JPX 日経 400 の構成銘柄に採用されることは、威信 (Prestige) を得ることであり、除外されることは恥 (shame) のインセンティブとなっていると指摘している。

---

受けられ、市場構造を巡る諸問題やそれを踏まえた今後の在り方等を検討するとしている。そして、2019年3月には「現在の市場構造を巡る課題(論点整理)」などを公表している。そこでは「幅広い企業に上場機会を提供するとともに、上場後の持続的な企業価値向上を動機付ける観点から、既存の市場区分にとらわれず将来の市場構造の在るべき姿として、上場銘柄の特性(上場会社の成長段階、投資家の層)に応じた複数の市場区分を設け、明確なコンセプトに基づいた制度に再設計を行うことが適当」と述べられている。

<sup>214</sup> 「JPX 日経インデックス 400」は東京証券取引所と日本経済新聞社が、ROE など資本効率を高めるインセンティブとそれに着目した投資を増加させるために、設けた株価指数。その目的として「資本の効率的活用や投資者を意識した経営観点など、グローバルな投資基準に求められる諸要件を満たした、「投資者にとって投資魅力の高い会社」で構成される新しい株価指数を創生します。」としている。過去3期における赤字などによってスクリーニングをした後に、3年平均ROEと3年累積営業利益、時価総額でスコアリングを行う。加えて独立社外取締役2名以上の選任やIFRS採用、英文資料開示などを加点し、スコアの上位400社を構成銘柄としている。

まず、JPX 日経 400 は選定基準として ROE の高さなど公表されているため、採用を目指しやすいとも指摘している。そして、ROE は経営者がコントロール可能な指数であるため、当該指数に採用されるために上昇を試みるとしている。経営者は ROE の上昇による資本コストの実利よりも、指数に組み込まれることによる威信 (Prestige) を得ることへのインセンティブが強いと指摘している。

そして、採用される閾値周辺に属する企業の経営者が JPX 日経 400 に組み込まれることを目指し、ROE を向上させた結果、当該企業群の ROE が 35% 増加したとしている。また、JPX 日経 400 の導入によって日本の上場会社の当期純利益は 9,772 億円増加し、時価総額において 3% の増加に寄与したと結論付けている (差分の差分法 (DID) を用いて推計されている)。

なお、同じように選定される指数であっても、日経平均については、採用される社数が 225 社に限られていることや、その選定基準が不透明であることから JPX 日経 400 ほど除外されることについて恥 (shame) ではないとしている。

このように、JPX 日経 400 への採用において大企業が威信を得ることを目的に、ROE を上昇させ採用されることを目指していた。市場変更においては資金調達よりも、東証一部に上場することのブランド獲得を優先することを確かめた。JPX 日経 400 の研究を踏まえると、大企業も実利よりも、威信 (Prestige) を得ること又は恥 (shame) をかかないために、市場での評価を得ようとするのが明らかになっている。これは、市場変更において資金調達よりもブランド獲得を優先しようとするインセンティブと同様の構図となっている。

### b. 指数と比較した上位市場の優位性

市場変更の階層構造と比較して、JPX 日経 400 に採用されようとする動きがみられたように、“指数による選別で足りるのではないか” という指摘も存在する。しかしながら、本稿では東証一部のブランドとそれを獲得しようとする人的資本の拠出者のインセンティブに言及をしてきた。そのインセンティブは資本市場という指数が用いられるフィールドだけでなく、就職や個人の生活における各所において影響を及ぼすものであった。

確かに機関投資家の投資選別のためだけであれば、指数で足りるかもしれない。しかしながら、今回見てきた市場構造を通じて取引所が生み出しているインセンティブは、東証一部という上場市場の概念が資本市場以外においても利用されているからこそ、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た。そのため、指数による選



別だけでは、この度の考察によって企図した市場変更機能の強化に足りるものではないと考えられる。

### c. 新たなステップアップ基準の検討

上位市場を整備する際には、新たなステップアップの上場基準として、どのようなものが考えられるか。

まず、形式要件において市場の課題として指摘されていた、時価総額や効率性の指標などを基準として設定することが考えられる。基準を満たすような企業行動を促すことで、当該上場企業はこのような投資家にとっても魅力的なものとなることが期待される。

また、実質基準としてガバナンス体制や、ステップアップ後の継続的な基準などを検討する必要がある。例えば、英語での情報開示<sup>215</sup>やSDGsへの取組み<sup>216</sup>の状況などを規定することで、当該上位市場の企業はこれらを満たしているというスクリーニングを明確に打ち出すこともできるであろう。スウェーデンのコーポレートガバナンス・コードにおいて、EU指令に先駆けて非常勤取締役の男女比のバランスについて言及されていたように、上場基準において国際的な取組みを先んじて取り入れることで、グローバルな投資家の動きに強い印象を与えることができると考えられる。

もっとも、ガバナンスに関する規定に関しては、それが企業成長の足かせにならないようにする留意が必要である。例えば、コーポレートガバナンス・コードについて江頭(2016)は「攻めのガバナンス」が目的として掲げられている点について、突き詰めれば「会社の持続的な成長」であり、それは主に経営者の力量に依存するものであるとしている。そのうえで、コーポレートガバナンスは「守りの手法」である点を指摘している。

他にもステップアップの基準だけでなく、ステップダウンの規定の整備も必要となる。ステップアップが階層構造上のゴールとなっても、その市場に居続けるために、緊張感を持った経営を促すようにすることが検討される。上位市場への移動だけでなく下位市

<sup>215</sup> 臼井(2016)の集計では既に東証一部上場企業の約半数が行っており、時価総額1,000億円以上の企業に限定すれば70%が行っている。

<sup>216</sup> SDGsとは持続可能な開発目標(Sustainable Development Goals)として、2015年9月の国連サミットにおいて採択されたもので、2030年までの国際目標として17のゴールと169のターゲットから構成されている。国内においてもすでにその取組みは行われており、政府や金融庁がSDGsの推進を掲げているだけでなく、業界団体としても経団連や日本証券業協会などが積極的に取り組んでいることを表明している。17のゴールは「貧困をなくそう」や「ジェンダー平等を実現しよう」、「働きがいも経済成長も」などによって構成されている。SDGsへの取組み方法の事例として、吉高(2018)は、イオンが持続可能な調達方針やサプライヤー向けの取引行動規範を策定し、サプライヤーの遵守状況を監査している活動などを挙げている。

場への移動についても、その階層構造の境を強くすることで、市場変更によってみられた機能を強化することができるのではないだろうか<sup>217</sup>。

このような上位市場を目指しステップアップ基準に適合しようとする企業活動が結果として企業成長につながり、上位市場の整備という証券取引所の施策がひいては日本経済の活性化に貢献することになることを期待したい。

## 第4節 小括

### (1) 検証のまとめ

本稿では、世界的に上場会社が減少している下にあっても、東証一部の上場企業が増加していることを起点に東証上場市場の階層構造に着目してその機能を論じてきた。上場市場の階層構造と、市場間を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。

リサーチクエスチョンで挙げた、「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」という問いに対して、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。

そして、海外でも市場変更は相応にあることを調査し、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。

### (2) 市場変更の機能

上場により取引所が与える機能としては、株式取引の流動性と情報開示を中心として語られてきた。これは、株主を中心とした物的資本の拠出者にとっての議論である。また、

---

<sup>217</sup> 現在の東証一部から東証二部への指定替えや上場廃止の基準においては市場変更や新規上場時よりも低い基準が設けられている一方で、ステップアップ基準とステップダウン基準の水準を同様にすることも検討となり得る。

コーポレート・ガバナンスも、エージェンシー問題に見られるように、物的資本の拠出者と人的資本の供出者の動機づけ交渉として論じられてきた。

そのような中で、本稿では、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、と整理した。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、本稿の上場市場の階層構造から明らかになった機能とした。

### (3) 機能を踏まえた展望

本稿において明らかにした機能は市場変更に着目したものであり、これによって、上場制度や日本の市場を手放しに喜べるものではない。上場市場全体を見てみれば成長の弱さなどの課題がある。そのような課題への対処として、明らかにした証券取引所 as a system of インセンティブの機能を用いて、例えば上位市場などの整備などが示唆された。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作りの可能性が検討できる。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。

もっとも、本考察やそこから導き出された示唆は学術的な一考察に過ぎない。また、あくまで市場変更に着目した考察であり、現在東証で進められているような市場構造の見直しや他の観点・問題と併せて検討を行えば、本稿とは異なる示唆への帰結が適切かもしれない点には留意が必要である。

## 結章

### 第1節 本稿のまとめ

#### (1) リサーチクエスション

世界的に上場会社が減少している中で、東証一部の上場会社数が増加している。その主たる要因はマザーズ等から東証一部への市場変更、すなわち上場市場における階層を上場会社がステップアップするものとなっている。この点に着目して、本稿のリサーチクエスションは、「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」として考察を行った。

#### (2) 東証一部のブランド

本稿ではまず、上場市場の階層構造における東証一部のブランドの形成について整理をした。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もと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、現在の階層構造と東証一部のブランドが形成されてきた。また、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、このことも相対的な市場一部の位置づけを高めるものになったと整理した。

そして、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、それが資本市場以外でもスクリーニングとして用いられ、東証一部のブランドを形成していた。

#### (3) 仮説と検証結果

リサーチクエスションを明らかにするために、市場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3つの仮説を設け検証を行った。

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」は棄却された。

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、それが市場変更者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。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。

なお、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示唆された。

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」は肯定された。

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整理した。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、資金調達の状況を確認すると、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。

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された。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。

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」は棄却された。

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。

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、市場変更後においても売上高・当期純利益が増加していた。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。

これによって、市場変更は IPO 後に見られている企業成長の鈍化を抑制することが明らかとなった。また、これは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るものと整理を行った。

#### (4) 海外における市場変更

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。その結果、米国・英国に加えて、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約があったため、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。

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なかった。また、東証のように市場変更に対す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。これらから、日本の市場変更の位置づけを特異性があると整理したうえで、カナダにおいては産業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。

企業業績についてはどの市場においても市場変更企業の成長が総じてみられ、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。

#### (5) 証券取引所 as a system of インセンティブ

検証から明らかになった機能として、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した。そしてこの機能を「証券取引所 as a system of インセンティブ」と整理を行った。

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。日本の上場会社全体を見れば、資本効率性の指標が低さの指摘や、新しい企業が時価総額の上位を占めるような状況とはなっていない。

このような課題について明らかになった市場変更の機能を踏まえると、方策の一つとして市場変更の機会を強め、例えば上位市場を整備することなどが示唆された。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作りとなる。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が期待される。

## 第2節 研究の意義と今後の課題

### (1) 研究の意義

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。

そして、階層構造を有する上場市場は、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、それが物的資本の拠出者にとっても利益となっており、これを「証券取引所 as a system of インセンティブ」の機能と整理した。これは上場市場や市場変更において、新たな機能の整理となった。

### (2) 今後の課題

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。さらに、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示唆は学術的な一考察に過ぎない。また、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り、他の観点や問題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現在の上場会社をはじめとして、多数の関係者の合意形成が必要となる。そして、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。例えば、成長や投資家との対話を積極的に試みずにいる上場会社に対する、上場廃止基準の強化といった施策も考えられ得るものとなる。



### (3) 最後に

本稿では証券取引所が開設する上場市場の階層構造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

## 謝辞

本学での研究活動は2013年4月に一橋大学大学院 国際企業戦略研究科 経営法務専攻の修士課程の門を叩いたことに始まり、2015年4月には博士課程に進学し研究を深める機会をいただいた。この間、自分自身の資本市場における経験や問題意識を素地に一貫して上場市場の階層構造に着目し、下学上達を目指して研究を行ってきた。なお、2018年4月には、一橋大学の大学院再編によって同専攻は法学研究科のビジネスロー専攻として新たなスタートをしている。

修士課程から本稿の執筆に至るまで、ゼミの指導教官である宍戸善一教授と岩倉正和教授からは豊富な御知見を惜しみなく御教示いただき、温かくかつ厳しくご指導をいただいた。本稿が少しでも評価していただける箇所があれば、お二人のご指導の賜物に他ならない。この場を借りて深謝の意を表したい。

本稿の研究経過は2016年10月26日に中間発表として、当時の経営法務専攻の先生方や他の博士課程の学生に対して報告をさせていただいた。その際、布井千博教授や小川宏幸教授、吉村政穂教授を始め先生方から鋭いご指摘と有益なアドバイスをいただいた。また、国際企業戦略研究科での示唆に富む授業が研究の道標であったことは言うまでもなく感謝申し上げたい。

本ビジネスロー専攻は経営法務専攻の時から、千代田キャンパスにおいて社会人を対象としている夜間の大学院である。会社勤めをしながらの大学院生活は、研究時間の確保に常々悩まされてきた。目の前の業務が忙しくなればどうしても研究が後回しになり、次に取り掛かるのにも腰が重くなってしまう。そのような中で宍戸教授から「締切りは神である」との叱咤激励をいただき、ゼミでの研究経過発表をマイルストーンとして粒粒辛苦と研究を進めることができた。

ゼミに所属する学生の顔触れは、金融機関勤務や企業法務の第一線の方々、企業経営者・役員、弁護士・公認会計士など各方面で活躍されているの方々である。そのため、ゼミの議論においては、それぞれの知識や経験を元に貴重なコメントをいただき、研究を深め

る重要なヒントとなった。

また、夜間の大学院生活を送るうえで、山田正子助手のきめ細やかなサポートの存在は欠かせないものであった。夜遅くでも社会人学生たちが忘れがちな手続きのリマインドから、先生方との橋渡し、資料準備などはもちろん、個別の相談にも迅速に対応して下さった。感謝を申しあげたい。

そして、仕事をしながらの大学院通学・研究を両立できたことは、職場の方々に感謝を申し上げたい。修士課程に通学する者はおれど、博士課程まで進む者はまだまだ特異な存在だったかもしれない。そのような中であって会社は物心ともに支援をしてくれた。また、大学院在学中において2回の部署異動を経験したものの、どの上司や同僚も夜間大学院への通学と研究活動に対して理解を示し、様々な形でサポートをしてくれた。特に修士課程受験を躊躇していた時に、国際企業戦略研究科のOBでもある当時の上司の後押しと推薦状がなければ本稿も存在しなかったであろう。研究成果が実務との架橋に資するよう職務に取り組みたい。

研究活動は、平日の夜遅くと土日の多くの時間を使って、拙宅の書斎に籠って行ってきた。このような活動を理解し、陰に陽に支えてくれた妻や母、夜泣きで応援してくれた我が子、そして亡き父に感謝したい。

2019年（令和元年）6月

佐々木 隆雄

## 参考文献

### <英文文献>

- Asker, John, Joan Farre-Mensa, Alexander Ljungqvist (2014) , "Corporate Investment and Stock Market Listing" *The Review of Financial Studies*, Volume 28, Issue 2, 1 February 2015, pp. 342-390
- Baker, H. Kent; Edelman, Richard B. (1992) , "AMEX-to-NYSE Transfers, Market Microstructure, and Shareholder Wealth." *Financial Management*, Winter 1992, v. 21, iss. 4, pp. 60-72.
- Baker, H. Kent; Powell, Gary E. ; Weaver, Daniel G (1999) , " Does NYSE Listing Affect Firm Visibility? " *Financial Management*, Summer 1999, v. 28, iss. 2, pp. 46-54.
- Bancel, Franck and Usha R. Mittoo (2009) , "Why Do European Firms Go Public?" *European Financial Management*, Vol. 15, Issue 4, pp. 844-884
- Bergeron, Leonce, Kenneth Lehn and Chad Zutter (2010) , "Sarbanes-Oxley and Corporate Risk-Taking" *Journal of Accounting and Economics* Volume 49, Issues 1-2, February 2010, Pages 34-52
- Bernstein, Shai (2015) , "Does Going Public Affect Innovation?" *The Journal of Finance* Volume 70, Issue 4, August 2015, pp. 1365-1403
- Black, Bernard and Ronald J. Gilson (1998) , "Venture capital and the structure of capital markets: banks versus stock markets" *Journal of Financial Economics*, 1998, vol. 47, issue 3, 243-277
- Chattopadhyay, A., M. D. Shaffer, C. C. Y. Wang (2017) , "Governance through Shame and Aspiration: Index Creation and Corporate Behavior in Japan" , Harvard Business School Working Paper 18-010.
- Chemmanur, Thomas J. and Paolo Fulghieri (1999) , "A Theory of the Going-Public Decision" *The Review of Financial Studies*, Vol. 12, No. 2 (Summer, 1999), pp. 249-279
- Chemmanur, Thomas J., Shan He, Debarshi K. Nandy (2010) , "The Going-Public Decision and the Product Market" *The Review of Financial Studies*, Volume 23, Issue 5, 1 May 2010, pp. 1855-1908,
- Clementi, Gian Luca (2002) , "IPOs and the Growth of Firms" Working Paper
- Cohen, Daniel A., Aiysha Dey and Thomas Z. Lys (2008) , "Real and Accrual-Based Earnings

- Management in the Pre- and Post-Sarbanes-Oxley Periods” *The Accounting Review* Vol. 83, No. 3 (May, 2008), pp. 757-787
- Davidoff Solomon, Steven and Rose, Paul (2014) , “The Disappearing Small IPO and the Lifecycle of the Small Firm”. *Harvard Business Law Review* Forthcoming (July 1, 2014)
- Dimson, Elroy, Oğuzhan Karakas, and Xi Li (2012) , “ActiveOwnership” Working Paper
- Drobotz, Wolfgang, Dimitrios Gounopoulos, Anna Merika, Andreas Merikas (2017) , “Determinants of Management Earnings Forecasts: The Case of Global Shipping IPOs” *European Financial Management*, Vol. 9999, No. 9999, 2017, pp.1-41
- Gao, Xiaohui, Jay R. Ritter, and Zhongyan Zhu (2013) , “Where have all the IPOs Gone?” *JOURNAL OF FINANCIAL AND QUANTITATIVE ANALYSIS* Vol. 48, No. 6, Dec. 2013, pp. 1663-1692
- Gilson, Ronald J (1999) , “The Legal Infrastructure of High Technology Industrial Districts: Silicon Valley, Route 128, and Covenants not to Compete” *74 New York University Law Review* 575
- Gilson, Ronald J (2006) , “Controlling Shareholders and Corporate Governance: Complicating the Comparative Taxonomy” *Harvard law review* 119, 1641
- Gilson, Ronald J (2013) , “The Agency Costs of Agency Capitalism Activist Investors and the Revaluation of Governance Rights” *113 Columbia Law Review* 863 .
- Goshen, Zohar. and Sharon Hannes (2018)” *The Death of Corporate Law” European Corporate Governance Institute (ECGI) – Law Working Paper No. 402/2018*
- Guseva, Yuliya (2013) , “CROSS-LISTINGS AND THE NEW WORLD OF” *GEORGETOWN JOURNAL OF INTERNATIONAL LAW*, Vol.44 pp.412-501
- Harris, Ron (2005) , “The Formation of the East India Company as a Cooperation-Enhancing Institution” Working Paper
- Hermlin, Benjamin and Michael Weisbach (2008) “Information Disclosure and Corporate Governance” *Charles A. Dice Center Working Paper No. 2008-17*
- Jong, Abe de, Carel A. Huijgen, Teye A. Marra and Peter Roosenboom (2012) , “Why Do Firms Go Public? The Role of the Product Market” *Journal of Business Finance & Accounting* Volume 39, Issue 1-2 January/February 2012, pp. 165-192
- Kim, W. and M. Weisbach (2008) “Motivations for Public Equity Offers: An International Perspective,” *Journal of Financial Economics* 87 (2), pp.281-307.

- La Porta, Rafael, Florencio Lopez-De-Silanes, Andrei Shleifer and Robert W. Vishny (1997) ,  
"Legal Determinants of External Finance" *The Journal of Finance* Volume 52, Issue 3 July  
1997, pp. 1131-1150
- La Porta, Rafael, Florencio Lopez-De-Silanes, Andrei Shleifer and Robert W. Vishny (1998) ,  
"Law and Finance" *Journal of Political Economy* Volume 106, Number 6 | December 1998
- La Porta, Rafael, Florencio Lopez-De-Silanes, Andrei Shleifer and Robert W. Vishny (1999) ,  
"The Quality of Government" *Journal of Law, Economics and Organization*, April 1999
- La Porta, Rafael, Florencio Lopez-De-Silanes and Andrei Shleifer (2008) , "The Economic  
Consequences of Legal Origins" *Journal of Economic Literature*, June 2008
- La Porta, Rafael (2014) , "Growth in Regions" *Journal of Economic Growth*, July 2014
- Maksimovic, Vojislav and Pegaret Pichler (2001) , "Technological Innovation and Initial Public  
Offerings" *The Review of Financial Studies*, Vol. 14, No. 2 (Summer, 2001), pp. 459-494
- Pagano, Marco, Fabio Panetta and Luigi Zingales (1998) , "Why Do Companies Go Public? An  
Empirical Analysis" *The Journal of Finance*, Vol. 53, No. 1 (Feb., 1998), pp. 27-64
- Rajan, Raghuram G. (1992), "Insiders and Outsiders The Choice between Informed and Arm's-Length  
Debt" *The Journal of Finance*, Vol. 47, No. 4 (Sep., 1992), pp. 1367-1400
- Ritter, Jay R., Gao, Xiaohui and Zhu, Zhongyan (2013) , "Where Have All the IPOs Gone?" Working  
Paper
- Ritter, Jay R. (2014) , "Growth Capital-backed IPOs" Working Paper
- Rock, Edward B. (2012) , "Shareholder Eugenics in the Public Corporation" *Cornell Law Review*,  
Vol. 97, pp. 849
- Roell, Ailsa (1996) , "The decision to go public: An overview" *European Economic Review* 40(1996),  
pp. 1071-1081
- Solomon, Steven Davidoff and Paul Rose (2014) , "The Disappearing Small IPO and the Lifecycle  
of the Small Firm" Working Paper
- Spamann, Holger (2010), "The "Antidirector Rights Index" Revisited," *Review of Financial Studies*,  
Society for Financial Studies, vol. 23(2), pages 467-486, February.
- Subrahmanyam, A. and S. Titman (1999) "The going public decision and the development of financial  
markets," *Journal of Finance* 54 (3), pp. 1045-1082.
- The Kauffman Task Force on Law, Innovation, and Growth (2011) , "Rules for Growth" Ewing

Marion Kauffman Foundation

- Tirole, Jean (2001), "Corporate Governance" *Econometrics*, Vol. 69, No. 1. (Jan., 2001), pp. 1-35
- Wójcik, Dariusz, Gordon L Clark, & Robert Bauer (2004), "Corporate governance and cross-listing" Working Paper
- Yang, Chau-Chen., H. Kent Baker, Li-Chuan Chou and Bo-Wei Lu (2009) "Does switching from NASDAQ to the NYSE affect investment-cash flow sensitivity?" *Journal of Business Research* Volume 62, Issue 10, October 2009, Pages 1007-1012
- Zingales, Luigi (1995), "Insider Ownership and the Decision to Go Public" *The Review of Economic Studies*, Vol. 62, No. 3 (Jul., 1995), pp. 425-448

<和文文献>

- 青木昌彦 (瀧澤弘和/谷口和弘訳) (2003) 『比較制度分析に向けて』 NTT 出版
- 青木昌彦 (谷口和弘訳) (2011) 『コーポレーションの進化多様性 集合認知・ガバナンス・制度』 NTT 出版
- 明田雅昭 「コーポレートガバナンス・コードと資本コスト」 証券レビュー第 58 巻第 8 号
- 明山健師 (2013) 『EU におけるコーポレートガバナンス 欧州株式会社制度の体系化と企業の実践』 税務経理協会
- 荒井啓祐 (2016) 「ロンドン証券取引所グループとドイツ取引所、合併に向けた動き」 『月刊資本市場』 2016.9 (No. 373) 68-75 項
- EY 総合研究所 (2015) 『コーポレートガバナンス「攻めの経営」への転換』 EY 総合研究所
- 池田直隆 (2011) 「マザーズの信頼性向上・活性化に向けた上場制度整備の概要と実務の留意事項」 『旬刊経理情報』 1279 号
- 池田直隆 (2012) 「中堅・中小企業の IPO 活性化のための有価証券上場規程等の一部改正について」 『旬刊経理情報』 1312 号
- 石井芳明 (2014) 「ベンチャー政策の新しい展開」 『一橋ビジネスレビュー』 62 巻 2 号 74-89 項
- 出雲充 (2012) 『僕はミドリムシで世界を救うことに決めました。』 ダイヤモンド社
- 磯崎哲也 (2010) 『起業のファイナンス』 日本実業出版社
- 磯崎哲也 (2014) 『起業のエクイティ・ファイナンス』 ダイヤモンド社
- 板谷敏彦 (2013) 『金融の世界史 バブルと戦争と株式市場』 新潮社

- 一條和生 (2015) 『リーダーシップの哲学』 東洋経済新報社
- 伊藤秀史/小佐野広 (2003) 『インセンティブ設計の経済学』 勁草書房
- 伊藤邦雄 (2016) 「「伊藤レポート」の真意とは」『DIAMOND ハーバード・ビジネス・レビュー』 第 41 巻第 3 号 26-38 項
- 伊藤正晴 (2014) 「SRI とはどのようなものなのか」大和総研レポート 社会的責任投資 (SRI) を学ぶ
- 伊藤正晴 (2016) 「ESG 投資が注目される背景」大和総研レポート ESG 投資を考える
- 井上武 (2013) 「アジア強化に向かう欧州の証券取引所」『月刊資本市場』 2013. 8 (No. 336) 44-55 項
- 岩井浩一/保田隆明 (2011) 「わが国の新規株式公開企業の質の変遷」ベンチャーレビュー
- 上阪徹 (2012) 『リブセンス』 日経 BP 社
- 植田和男/福田慎一/大石英生/中村純一編 (2017) 「日本企業のコーポレートガバナンス：産業の新陳代謝、サステナビリティ経営に向けた課題と展望」『経済経営研究』 Vol. 37 No. 2 日本政策投資銀行設備投資研究所
- 臼井俊文 (2016) 「2016 年度・英文開示 (招集通知・決算短信) 速報」プロネクサス ナレッジ
- 宇野淳/柴田舞/嶋谷毅/清水季子 (2004) 「上場変更と株価：株主分散と流動性変化のインパクト」日本銀行ワーキングペーパーシリーズ 04-J-2
- 江頭憲治郎 (2016) 「コーポレート・ガバナンスの目的と手法」『早稲田法學』 92 巻 1 号 99-117 項
- 江頭憲治郎 (2017) 『株式会社法 (第 7 版)』 有斐閣
- 大阪証券取引所 (2011) 『大阪証券取引所史』 第 5 巻
- 大崎貞和 (2006) 「NYSE グループの経営戦略と NYSE アーカ取引所」『資本市場クォーターリー』 2006 Autumn 60-65 項
- 大崎貞和 (2000) 『株式市場間戦争』 ダイヤモンド社
- 大崎貞和 (2008) 「進展する米国の取引所再編と日本市場」『知的資産創造』 2008 年 12 月号 4-17 項
- 大崎貞和 (2009) 「株式市場間競争と日本市場の課題」金融庁金融研究センター
- 太田珠美 (2014) 「日米株式市場の相違点 株式市場構造と取引手法」『大和総研 金融資本市場』
- 太田珠美 (2017) 「IPO 市場の動向と国際化に関する比較」大和総研
- 大村敬一 (2010) 『ファイナンス論』 有斐閣
- 大湾秀雄/加藤隆夫/宮島英昭 (2016) 「従業員持株会が生産性、賃金、および企業業績に与える影響」JPX ワーキング・ペーパー Vol112
- 岡田克彦/高橋秀徳 (2016) 「新規株式公開により企業の知名度は向上するのか」ゆうちょ資産研究 :



- 研究助成論文集 23, 29-41, 2016-11
- 尾形祥 (2014) 「スウェーデンにおける会社支配と企業統治」『高崎経済大学論集』第 57 巻 第 1 号  
2014 55～66 頁 第 2 号 2014 31～43 頁 第 3 号 2014 49～61 頁
- 岡部恒多/丹羽文紀/佐々木隆雄/長野哲平 (2016) 「最近のレバレッジ投信の動向について」日銀レビ  
ューシリーズ 16-J-1
- 岡村秀夫 (2013) 『日本の新規公開市場』東洋経済新報社
- 岡村秀夫 (2015) 「IPO 市場の環境変化と新規公開株のパフォーマンス」『証券アナリストジャーナル』  
VOL. 53 No. 5 25-37 項
- 岡村秀夫 (2018) 「IPO とマイクロキャップ」『変貌する金融と証券業』日本証券経済研究所
- 小川宏幸 (2012) 『金融商品取引法』新世社
- 小川宏幸 (2014) 『金融規制改革 銀行ガバナンスと証券投資勧誘規制の展開』日本評論社
- 小佐野広 (2001) 『コーポレート・ガバナンスの経済学』日本経済新聞社
- 落合大輔 (1999) 「明暗分かれる欧州のベンチャー証券取引所」『資本市場クォーターリー』1999 年春号
- 海道ノブチカ (2013) 『ドイツのコーポレート・ガバナンス』中央経済社
- 加賀谷哲之 (2016) 「日本企業のコーポレートガバナンス改革の現状と展望」『月刊資本市場』2016. 6  
(No. 370)4-12 項
- 神山哲也 (2014) 「新興市場」『図説 イギリスの証券市場 2014 年版』80-93 項
- 河村賢治 (2012) 「米国証券業の自主規制に関する調査・報告書」日本証券業協会 自主規制のあり  
方に関する検討懇談会委託研究
- 神作裕之 (2018) 「金融商品取引法とコーポレートガバナンス・コード」『金融商品取引法制に関する  
諸問題 (下)』日本証券経済研究所
- 神田秀樹監修 野村證券株式会社法務部/川村和夫編 (1997) 『注解証券取引法』有斐閣
- 神田秀樹監修 東京証券取引所編著 (2012) 『ハンドブック 独立役員の実務』商事法務
- 北川哲雄編著 (2015) 『スチュワードシップとコーポレートガバナンス』東洋経済新報社
- 木谷哲夫編著 (2010) 『ケースで学ぶ実戦起業塾』日本経済新聞出版社
- 木下信行 (2012) 『わが国企業の低収益性等の制度的背景について』日本銀行金融研究所
- 木村亮太/Sara, Beam (2016) 「株式市場 II 証券取引所」『図説 アメリカの証券市場 2016 年版』  
118-139 項
- 清田瞭 (2014) 「IPO 市場の現状と東証の取組み」『一橋ビジネスレビュー』62 巻 2 号 60-73 項
- 草野耕一 (2011) 『会社法の正義』商事法務

## 参考文献

- 草野耕一 (2016) 『数理法務のすすめ』 有斐閣
- 忽那憲治/山本一彦/上林順子編著 (2013) 『MBA アントレプレナー・ファイナンス入門』 中央経済社
- 忽那憲治 (2008) 『IPO 市場の価格形成』 中央経済社
- 忽那憲治 (2014) 「IPO 後の高成長と低成長企業」 『一橋ビジネスレビュー』 62 巻 2 号 6-21 項
- 久保田安彦 (2015) 『企業金融と会社法・資本市場規制』 有斐閣
- 経済産業省 (2014) 『伊藤レポート「持続的成長への競争力とインセンティブ～企業と投資家の望ましい関係構築～」プロジェクト「最終報告書」』
- 経済産業省 (2016) 『コーポレート・ガバナンスの実践 ～企業価値向上に向けたインセンティブと改革～』 経済産業調査会
- KPMG アジア上場アドバイザーグループ (2014) 『アジア上場の実務 Q&A』 中央経済社
- 国際連合 (2016) 『責任投資原則』
- 小林和子 (2014) 「戦時取引所統合から平時統合まで-取引所設立・解散政策の動と静-」 『証券経済研究』 第 88 号 (2014. 12) 1-15 項
- 小林秀之/神田秀樹 (1986) 『「法と経済学」入門』 弘文堂
- コリン・メイヤー著 (宮島英昭監訳/清水真人/河西卓也訳) (2014) 『ファーム・コミットメント 信頼できる株式会社をつくる』 NTT 出版
- 坂和秀晃 (2015) 「東京市場の国際的な魅力を高めるための、制度・規制改革や市場整備の諸施策についての理論的視座の構築」 金融庁金融研究センター ディスカッションペーパー DP2014-9 (2015 年 2 月)
- 酒巻俊雄 (1978) 「カナダ会社法の基本的構造と特色」 『早稲田法学』 第 54 巻第 1・2 号 187-216 項
- 佐々木隆雄 (2015) 『上場市場によって差異のある J-SOX の立法論的考察』 一橋大学修士学位論文
- 佐々木隆雄 (2018) 「国債店頭取引における銘柄後決め現先取引の概説」 『旬刊商事法務』 2173 号 38-43 項
- 佐々木隆文/佐々木寿記/胥鵬/花枝英樹 (2016) 「起業の資金成約—アンケート調査による分析—」 『証券アナリストジャーナル』 VOL. 54 No. 11 71-82 項
- 澤山陽平 (2017) 「日米の比較でみる「出口戦略」」 『月刊事業構想』 2017 年 10 月号 (第 61 号) 22-25 項
- J・マーク・ラムザイヤー/岩倉正和編著 (2015) 『ケースブック M&A ハーバード・ロースクールでの講義を基に』 商事法務
- CFA 協会 (2009) 『世界における株主権の現状 投資家のための手引き』

- 宍戸善一/常木淳 (2004) 『法と経済学 企業関連法のミクロ経済学的考察』 有斐閣
- 宍戸善一 (2006) 『動機付けの仕組としての企業 インセンティブ・システムの法制度論』 有斐閣
- 宍戸善一編著 (2010) 『ベンチャー企業の法務・財務戦略』 商事法務
- 宍戸善一/柳川範之/大崎貞和 (2010) 『公開会社法を問う』 日本経済新聞社
- 宍戸善一 (2011) 『「企業法」改革の論理』 日本経済新聞社
- 宍戸善一/大崎貞和 (2013) 『ゼミナール 金融商品取引法』 日本経済新聞社
- 宍戸善一/後藤元編著 (2016) 『コーポレート・ガバナンス改革の提言 -企業価値向上・経済活性化への道筋』 商事法務
- 静正樹 (2015) 「民間企業による上場ルール策定とエンフォースメント」『会社法罰則の検証』 191-206 項 日本評論社
- ジャン・ティロール (村井章子訳) (2018) 『良き社会のための経済学』 日本経済新聞出版社
- 神事直人/張星源/春名章二 (2011) 「トービンの  $q$  は企業のグローバル化戦略の選択にとって重要か？」 RIETI ノンテクニカルサマリー
- 杉田浩治 (2016) 『発足から 40 年を迎えるインデックスファンド』 日本証券経済研究所
- 杉田浩治 (2017) 『拡充をつづける世界の ETF』 日本証券経済研究所
- 菅野泰夫 (2014) 「英国コーポレートガバナンス・コード改訂の最新動向」『大和総研調査季報』 2014 年 秋季号 Vol. 16
- 鈴木健嗣 (2017) 「エクイティファイナンス 発行コストと発行タイミングについての考え方」『MBA チャレンジ 金融・財務』 78-102 項 中央経済社
- 鈴木興太郎/長岡貞男/花崎正晴編著 (2006) 『経済制度の生成と設計』 東京大学出版
- 生命保険協会 (2017) 『株式価値向上に向けた取り組みについて』
- 千家倫彦/藤原一平/マシューポジ (2012) 「企業年齢と株価」 日本銀行調査論文
- 高橋青天/北岡孝義 (2013) 『EViews によるデータ分析入門』 東京図書
- 瀧本哲史 (2010) 「出口戦略を常に意識する」『ケースで学ぶ実戦起業塾』 300-324 項 日本経済新聞出版社
- 武富義和 (2007) 「カナダ証券市場と鉱業の特徴」『金属資源レポート』 2007. 7 73-80 項
- 龍野滋幹/綱島康介 (2012) 「各国コーポレート・ガバナンス 第 11 回韓国」『監査役』 2012. 6. 25 (No. 600) 74-85 項
- 田中彰夫/倉田洋 (2011) 『新興企業とコーポレート・ガバナンス～オーナー系上場ベンチャー企業からの考察～』『産業能率大学紀要』 第 32 巻

## 参考文献

- 玉木俊明 (2012) 『近代ヨーロッパの形成 商人と国家の近代世界システム』 創元社
- 柳逸竹/中川裕茂 (2012) 「各国コーポレート・ガバナンス 第9回台湾」『監査役』2012.3.25  
(No. 597) 58-67 項
- 土本清幸 (2012) 「日本株市場の活性化～日本経済応援プロジェクト～」『月刊資本市場』2012.7  
(No. 323) 4-11 項
- 鶴光太郎 (2003) 「法制度と経済システム：「内生的法理論」によるアプローチ」経済産業研究所  
Economics Review No.12
- 鶴島琢夫 (2013) 「東証発展の歴史とともに-鶴島琢夫氏証券史談 (上)」『証券レビュー』第53巻第  
11号 151-180 項
- 鶴島琢夫 (2013) 「東証発展の歴史とともに-鶴島琢夫氏証券史談 (中)」『証券レビュー』第53巻第  
12号 95-121 項
- 鶴島琢夫 (2014) 「東証発展の歴史とともに-鶴島琢夫氏証券史談 (下)」『証券レビュー』第54巻第1  
号 85-114 項
- 東京証券取引所 (1974) 『東京証券取引所20年史』
- 東京証券取引所 (2002) 『東京証券取引所50年史』
- 東京証券取引所 (2012) 『東京証券取引所60年史』
- 東京証券取引所 (2016) 『新規上場ガイドブック2016 (市場第一部・第二部編、マザーズ編、J A  
SDAQ編)』東京証券取引所
- 東京証券取引所 (2017) 『新規上場ガイドブック2017 (市場第一部・第二部編、マザーズ編、J A  
SDAQ編)』東京証券取引所
- 東京証券取引所 上場部 (2010) 『最新 東証の上場制度整備の解説』商事法務
- トーマツ ベンチャーサポート (2016) 『起業家とつくれた起業の教科書』日経BP社
- 戸矢哲朗著 (青木昌彦/戸矢理衣奈訳) (2003) 『金融ビックバンの政治経済学』東洋経済新報社
- 永積昭 (2000) 『オランダ東インド会社』講談社学術文庫
- 南場智子 (2013) 『不格好経営 チームDeNAの挑戦』日本経済新聞出版社
- 西村高等法務研究所 (2011) 『会社法制見直しの論点』商事法務
- 日経トップリーダー編著 (2015) 『モーニングピッチ公式ガイド 未来を創るスゴいベンチャー101』  
日経BP社
- 日興リサーチセンター編 (2016) 『日本経済と資本市場』東洋経済新報社
- 日本取引所グループ (2017) 『日本経済の心臓 証券市場誕生!』集英社

- 日本証券経済研究所 (2012) 『図説 ヨーロッパの証券市場 2012年版』
- 日本証券経済研究所 (2013) 『米国 JOBS 法による証券規制の変革』金融商品取引法研究会研究記録第 40 号
- 日本証券経済研究所 (2014) 『図説 イギリスの証券市場 2014年版』
- 日本証券経済研究所 (2016) 『図説 アジアの証券市場 2016年版』
- 日本証券経済研究所 (2016) 『図説 アメリカの証券市場 2016年版』
- 日本総研 (2018) 「日本銀行のETF 買入政策が株価に与えた影響」『Research Eye』No. 2017-030
- 日本投資環境研究所 (2013) 「金融庁委託調査 調査報告書 「EU 大陸諸国におけるスチュワードシップ・コードの受止め・それに対する取組みの実態に関する調査」
- 日本貿易振興機構 (2004) 「EU 会社法 一概要と最近の動向」ユーロトレンド 2004. 7
- 沼知聡子 (2013) 「欧州上場企業従業員の4割を女性に」大和総研レポート
- 沼知聡子/菅野泰夫 (2014) 「欧州上場企業従業員の4割を女性に～指令案採択が近づく～」大和総研レポート
- 額田雄一郎 (2013) 「各国コーポレート・ガバナンス 比較編第1回 ヨーロッパ」『監査役』2013. 10. 25 (No. 618) 74-85 項
- 額田雄一郎/花水康/Nils Nostell/Emma Kratz (2013) 「各国コーポレート・ガバナンス 第21回 スウェーデン」『監査役』2013. 5. 25 (No. 613) 64-74 項
- 糠谷英輝 (2010) 「アジア株式市場のいま 第8回 台湾の株式市場」『月刊資本市場』2010. 4 (No. 296) 78-90 項
- 布井千博 (2011) 『会社法』新世社
- 野村證券 公開引受部 (2018) 『IPO は野村にきいてみよう。』ダイヤモンド社
- 林寿和 (2018) 「SDGs をめぐる潮流と株式投資の視点」『月刊資本市場』2018. 8 (No. 396) 4-12 項
- 林宏美 (2002) 「ノイア・マルクトの廃止を決めたドイツ取引所」『資本市場クォーターリー』2002 年秋号
- 早瀬巧/後藤潤一郎 (2015) 「国内新興市場の IPO の現状と制度について」『証券アナリストジャーナル』VOL. 53 No. 5 6-14 項
- 一橋大学大学院国際企業戦略研究科金融戦略・経営財務コース編 (2017) 『MBA チャレンジ 金融・財務』中央経済社
- 深見泰孝/二上季代司 (2017) 「新潟証券界の歴史を語る～新潟証券座談会 (下)」『証券レビュー』第 57 巻第 10 号

## 参考文献

- 福田慎一編 (2017) 『金融システムの制度設計』 有斐閣
- 福田順 (2012) 『コーポレート・ガバナンスの進化と日本経済』 京都大学学術出版会
- 福田徹 (2014) 「ニューヨーク証券取引所上場銘柄における取引市場の分散化と取引コスト」『証券経済研究』 第 85 号 (2014. 3)
- 藤倉孝行 (2014) 「金融システムと法系論」『社会イノベーション研究』 第 9 巻第 2 号 317-362
- 藤田勉 (2010) 『上場会社法制の国際比較』 中央経済社
- 藤田勉 (2013) 「世界の証券取引所改革と日本への示唆」『月刊資本市場』 2013. 1 (No. 329) 44-52 項
- 藤田勉 (2015) 「コーポレートガバナンスコードは機能するか」『月刊資本市場』 2015. 1 (No. 353) 52-60 項
- 藤田勉 (2016) 『コーポレートガバナンス改革時代の ROE 戦略』 中央経済社
- 淵田康之 (2014) 「わが国の小規模企業向け株式市場制度在り方について」『証券経済学会年報』 第 49 号別冊
- 船岡健太/北島孝博 (2016) 「マーケットのデフォルト・リスクが新規株式公開市場におよぼす影響」『証券経済研究』 第 94 号 (2016. 6) 93-104 項
- ベンチャーエンタープライズセンター (2016) 『ベンチャー白書 2016』
- 細野薫/滝澤美帆 (2015) 「非上場企業による IPO の動機と上場後の企業パフォーマンス」『RIETI Discussion Paper』 Series 15-J-005
- マーク・I・スタインバーグ著 (小川宏幸訳) (2008) 『アメリカ証券法』 レクシスネクシス・ジャパン
- 正井章箒 (2014) 「EU におけるコーポレートガバナンスをめぐる話題」『比較法学』 43 巻 1 号
- 松尾和廣 (2016) 「特設注意市場銘柄制度の実務と運用実績」『旬刊商事法務』 2092 号 38-46 項
- 松岡三郎 (2006) 「日本人の法意識について」『法律論業第』 第 78 巻第 2・3 合併号 125-169 項
- 宮島英昭編著 (2011) 『日本の企業統治—その再設計と競争力の回復に向けて』 東洋経済新報社
- 宮島英昭編著 (2017) 『企業統治と成長戦略』 東洋経済新報社
- 三好秀和編著 (2013) 『ファンドマネジメント大全 —資産運用会社の経営と実務』 同友館
- 三輪芳朗/神田秀樹/柳川範之編著 (1998) 『会社法の経済学』 東京大学出版会
- 三和裕美子編著 (2016) 『東アジアとアセアン諸国のコーポレート・ガバナンス』 税務経理協会
- 森田千里雄 (2018) 『どん底企業から東証 1 部へ』 ダイアモンド社
- 森田果 (2014) 『実証分析入門 データから「因果関係」を読み解く作法』 日本評論社
- 柳川範之/藤田友敬 (1998), 「会社法の経済分析, 基本的な視点と道具立て」『会社法の経済学』 東

- 京大学出版会 1-33 頁
- 柳川範之 (2006) 『法と企業行動の経済分析』 日本経済新聞社
- 柳良平 (2015) 『ROE 革命の財務戦略』 中央経済社
- 矢野誠 (2007) 『法と経済学 市場の質と日本経済』 東京大学出版会
- 山田泰弘/伊東研祐 (2015) 『会社法罰則の検証 会社法と刑事法のクロスオーバー』 日本評論社
- 吉井一洋 (2012) 「東証により高品質な市場創設をー東証プレミアム市場創設の提案ー」 『月刊資本市場』 2012. 6 (No. 322) 50-59 項
- 吉田和男 (1998) 『ベンチャー・ビジネスは日本の救世主だ』 東洋経済新報社
- 吉田隆 (2016) 「株式公開と資本構成ーインドの上場・非上場企業の比較分析ー」 『証券経済研究』 第 94 号 (2016. 6) 125-147 項
- 吉高まり (2018) 「企業経営としての SDGs」 『月刊資本市場』 2018. 11 (No. 399) 48-57 項
- 米倉誠一郎 (2017) 「企業の新陳代謝とクレイジーアントルプルヌアの排出」 『一橋ビジネスレビュー』 64 巻 4 号 68-77 項
- 李艶紅 (2015) 「イタリアの上場会社における支配権集中問題 現状と課題」 早稲田大学比較法研究所 「比較法学」 49 巻 2 号 55-98 頁
- ロナルド・H・コース著 (宮沢健一/後藤晃/藤垣芳文訳) (1992) 『企業・市場・法』 東洋経済新報社
- ロバート・E・ライタン編著 (木下信行/中原裕彦/鈴木淳人監訳) (2016) 『成長戦略論 イノベーションのための法と経済学』 NTT 出版
- 早稲田大学ファイナンス研究センター編/宇野淳/大崎貞和編著 (2012) 『証券市場のグランドデザイン』 中央経済社
- 和田宗久 (2005) 「北欧諸国における会社法制の概要と近時の動向」 早稲田大学 21 世紀 COE 《企業法制と法創造》 総合研究所 季刊 企業と法創造 1(4) 149-154 項
- 渡辺賢一 (2015) 『金融には、もっとできることがある。 新生 PI グループの挑戦』 ダイヤモンド社
- 渡邊浩司 (2013) 「特設注意市場銘柄の積極的な活用等のための上場制度の見直し」 『旬刊商事法務』 2008 号 28-35 項