

研究指導 平澤 賢一 教授

## 東証にて市場変更した企業の財務パフォーマンス —マザーズ市場から一部市場への変更事例から—

奥山 碧

### 1. 東証マザーズ市場とは

東証マザーズ市場とは東京証券取引所の市場区分の一つで、東京証券取引所では、「マザーズは、近い将来の市場第一部へのステップアップを視野に入れた成長企業向けの市場です。そのため、申請会社には高い成長可能性を求めています」としている<sup>1</sup>。

マザーズ市場は、高い成長可能性を有するハイポテンシャルな様々な企業が上場している。マザーズ市場は楽天やソフトバンクなど大企業を輩出した。その一方で、本則市場にステップアップできる企業は一部であり、2016年時点で一部市場に市場変更した企業は25%(119社)で、市場変更していない企業は54%(262社)であった<sup>2</sup>。市場変更することができる企業は東証の市場基準の優遇制度を受け、他の一部市場企業よりも、会社としてブランド価値が高くない状態で上場することを可能にしていた。

東京証券取引所は、このような流れを受けて、市場区分の再編を発表した。

### 1. 研究動機と目的

#### 1.1 東京証券取引所の市場再編

東京証券取引所は、2022年4月に東証一部、二部、マザーズ、ジャスダックと市場の区分があったものを再編し、プライム、スタンダード、グロースの3つの市場区分に分ける。市場区分を変更する理由を東京証券取引所に問い合わせたところ「新聞などにも出ている通り、東証一部の企業が2000社を超え、東証一部のブランド価値が落ちてしまっている。これを改善するために再編する」との回答を得た。<sup>3</sup> この東証一部の企業数が増えすぎってしまった原因のひとつとして、東証マザーズ市場や東証二部市場といった市場から東証一部市場に市場変更する際に、直接、東証一部市場に上場するよりも、緩い条件で東証一部市場にいけることが挙げられる。具体的には、東証一部市場に直接上場するためには、時価総額

が250億円以上必要なのに対して、二部やマザーズからの東証一部市場への市場変更であれば、時価総額の条件は40億円以上になる。このように、直接一部市場に上場するときと東証一部に二部やマザーズから東証一部へ市場変更する際の市場変更条件が大きく異なる。このことから東証マザーズ市場や東証二部といった市場から、市場変更で東証一部に行く方が容易であることが伺える。そのために東証一部に上場している企業の数が増加してしまい、結果的に東証一部のブランド価値を落とすことにつながり、今回の市場区分再編に踏み切った<sup>4</sup>。今回の市場再編では、新興市場から上位の市場に市場変更する際の優遇制度がなくなり、市場に上場する基準が統一化された。この基準の統一化により、東証マザーズなどに上場している企業は本則市場に市場変更しにくくなった。東証の市場変更優遇措置は、東証一部市場のブランド価値を落としただけなのか、または東証マザーズに上場している企業の成長の機会となっていたのか。

#### 1.2 研究目的と研究意義

本研究では、東証マザーズ市場から、東証一部に市場変更した企業の市場変更の効果と長期パフォーマンスの視点から検証する。

その意義としては、上位の市場に行くことが企業の財務的な成長につながることを明らかにすることができる点である。

また新興市場の視点から見ると、新興市場から東証一部市場に市場変更することは、知名度の向上、インデックス<sup>5</sup>運用の資金が流れてくること、内部規定の関係で新興市場に投資することができない大手の機関投資家の投資対象になることも考えられる。そのため、これらのことが関係する株価に対する市場変更の効果も明らかにできる。このような効果を明らかにすることで、企業が市場変更する際、または投資家の判断の助けになるだろうと考える。

<sup>1</sup> 日本証券取引所グループ「市場概要」より

<sup>2</sup> 琴坂研究室「東証マザーズから東証一部に市場変更した企業データ」(2017)を参考。(2022年2月アクセス)

<sup>3</sup> 2021年11月14日電話にて日本証券取引所グループへ電話にて問合せ

<sup>4</sup> 「東証プライム、1814社上場 基準厳格化で新陳代謝狙う」日本経済新聞。2022.1.11.を参考。

<sup>5</sup> インデックス…市場の動きを示す指数のこと。日経平均株価やTOPIXは日本の代表的なインデックス。

## 2. 市場変更に関する先行研究

### 2.1 上場市場変更と株価に影響

宇野ほか(2004,p.15)は、1999年から2002年の期間にジャスダックから東証に市場変更した企業を対象にしている。

東証一部移動銘柄では、インデックス運用からの需要もあり、上場変更によって売買代金がJASDAQ時代より増加するのに対してインデックス運用の対象になっていない東証2部移動銘柄では、上場変更は売買の活性化につながっていないという結果である。

以上より、東証一部市場への市場移動銘柄では、インデックスの需要が高まり売買代金が高まっていることがわかる。売買代金が高まることで取引が活発になれば、株価上昇を期待できる。

岡田・山崎(2005,p.27)は、1989年から2002年までに市場を移動した企業691社を対象に、市場変更の効果を検証している。この研究では、「日本市場では上場変更企業の正の有意な超過リターンが検出され、[中略] 基準緩和が上場変更企業のパフォーマンスに大きな影響を与えていることがわかった」としている。

これらの研究から、企業の市場変更は、株価に対してポジティブな影響を与えていることがわかった。

### 2.2 東証マザーズ市場から東証一部に市場変更する企業の特徴

花尾(2014,p.20)では、2013年度末までに東証マザーズに上場した企業326社を対象に、本則市場にステップアップした企業とそうでない企業の差を検証している。この研究では、市場変更する企業の特徴として、「積極的な投資がステップアップにプラスの影響を与えている」「公募比率が高いことが企業のステップアップにマイナスの影響を与える」「金融機関や金融商品取引業者の持株比率が高いことが、企業のステップアップに対しプラスの影響を与える」ことを挙げている。

高橋ほか(2012,p.350)では、2011年末までにマザーズに上場した企業を対象に、第一部市場に市場変更する企業の特徴を明らかにしている。そこでは、「市場変更条件を満たすには成長が必要であり、条件を満たす企業は成長性の源である収益性の良さが上場時点で現れている」としている。

これらの先行研究から、東証マザーズから東証一部市場に市場変更した企業は、収益性の良さが他の東証マザーズに上場している企業よりも、高いことがわかる。

東証マザーズから市場一部に市場変更するためには、市場変更基準を満たすために財務的な成長が必要である。成長できず、財務パフォーマンスを悪

化させている企業群は、十分な資金調達をできていない(柴原,2004,p.24)ため、収益性の悪さが伺える。

## 3. 仮説

前述した先行研究では、市場変更する企業は株価に対してプラスの影響があること、また市場変更する企業の特徴として収益性が良いことが挙げられていた。このことを踏まえて以下の2つの仮説をたてる。

<仮説1>

・東証マザーズ市場から東証一部市場変更すると、株価が上昇する。

先行研究では、より上位の市場に市場変更すると株価が上昇する傾向にあることを指摘していた。しかし前述した通り、これは店頭市場であったジャスダック市場から取引市場である東京証券取引所への市場変更を検証したものであるため、東京証券取引市場の中での市場変更の株価に対する効果は検証されていない。また、本則市場に市場変更することで、インデックス運用や大手機関投資家の資金などが流れてくることが考えられるため、株価の上昇につながるのではないかと。

<仮説2>

・東証マザーズ市場から東証一部市場に市場変更した企業は、収益性が高い傾向にある。

先行研究では、東証マザーズ市場で市場変更する企業の特徴として、収益性の高さがあるとしていた。東証一部市場に市場変更した後も収益性の良さが傾向としてあるのではないかと。

## 4. 分析

### 4.1 分析方法

本研究の対象は、2017年～2020年の東証マザーズから東証一部に市場変更した企業、102社(上場廃止3社を除外した)である。理由は、東京証券取引所で公開されているデータが2017年から2021年の5年分であったからである。

調査に使用した指標は、東証マザーズ市場に上場している株式会社ミンカブインフォノイドが運営する株探というサイトを参考にしている。

東証一部への市場変更に限定した理由は、先行研究より店頭市場から東証に市場変更した企業は、インデックス運用の資金が東証一部企業に流れていることにより、ポジティブな効果が表れていることがわかった。しかし、これは店頭市場であったジャスダックから東証への市場変更のことであったため、東証一部企業に限定して調査する。

また新興市場ではなく東証マザーズ市場に限定した理由として、前述したとおり東証マザーズから東証一部に市場変更すると、上場基準が緩い条件で

東証一部に上場することができるからである。

#### ○仮説1の検証

仮説1を検証するために、長期の株価に対するパフォーマンスを分析する。その指標として、超過収益率を検証する。先行研究で多く使われているCARとBHARの視点から分析する。(山崎,2008;野瀬・伊藤,2011:)

両指標ともに、各企業の月次リターンから市場リターンを控除することで超過リターンを計算した。

CAR(Cumulative Abnormal Return; 累積超過収益率)とは、サンプル企業の株式収益率からその期待収益率(ベンチマークの収益率)を引くことで求められる。本研究では、大橋(2018,p.70)を参考にベンチマークをTOPIXとし、市場変更企業の株式収益率(変化率)―TOPIXの株式収益率(変化率)で異常収益率(Abnormal Return:AR)を求める。調査対象期間ごとの各企業のARを累積し、累積し、累積異常リターン(Cumulative Abnormal Return:CAR)を求める。

BHAR(Buy-and-Hold Abnormal Return)とは、サンプルとする企業の株式を測定期間中に投資したときに得られる超過収益率のことである。この指標はCARよりも、より投資家に近い視点で検証できる。本研究では、「(終了月の株価÷投資開始日の株価)-同期間のTOPIXのリターン」で計算したものをBHARとする。

また、CARとBHARに対して市場変更が有意な評価につながっているかを検証するために、t検定を行う。帰無仮説を0 (TOPIXの平均と対象の間に差がない)として検証する。

#### ○仮説2の検証

東証マザーズ市場から東証一部市場に市場変更する前と後で収益性の良さが出ているかを調査するために、市場変更前の収益性、市場変更後の収益性、の2つの視点を使う。調査する指標は、ROE、ROAを使用する。また、数年後のパフォーマンスを見るために、上場の数年後の収益性を調査する。

亀田・高川(2003,p.3-4)では、ある時点で測る指標であること、株主の機会費用である資本コストを差し引く前の段階の指標といった限界があるとしたうえで、「企業収益、企業価値を分析する場合には、指標性の限界に留意しつつ、ROAやROEの中長期的なトレンドや動きの持続性を主に見ていくことが、現実的に最も適当な手段であろう」としている。このことからROA、ROEを使用して企業の収益性を分析する。

## 4.2 分析結果

図表1と図表2がTOPIXをベンチマークとして、市場変更企業の累積超過収益率を示したものである。

CAR平均が正に強い超過リターンがあることがわ

かる。またt検定において有意な差が見られることから、東証マザーズから一部市場に市場変更した企業群は、TOPIXの企業群と比べて、パフォーマンスが高いことが分かった。

図表3がBHARの分析結果である。この結果から、長期パフォーマンスの視点だと、1年で12.9%、2年で25.9%、3年で26.1%となり、TOPIXよりも株価のパフォーマンスがかなり高い傾向にあることが分かった。

しかし、t検定の結果において、有意な差が24か月時のみ見られたため、市場変更は株価が向上する可能性があるといえる。

図表4がROE、ROAを市場変更の前後と市場変更の数年後について見た分析の結果である。この結果から、市場変更の前年の方が市場変更後の収益性よりも高いことが分かった。また、市場変更後の数年もROE、ROA双方が市場変更前よりも低下することがわかった。

## 5. 結論と今後の課題

本研究では、東証マザーズ市場から一部市場に市場変更後のパフォーマンスについて研究した。分析の指標には、CAR・BHAR・ROE・ROAの4つを使用した。結論として、CARとBHARの2つの視点で超過収益率を計測した結果、正に超過リターンが観測された。t検定の結果では、CARでは有意な差が見られたが、BHARでは24か月時点でしか有意な差が見られなかった。これらのことから、市場変更後、長期的には株価に対するパフォーマンスが向上する可能性があることがわかった。

収益性 (ROE、ROA) の視点では、市場変更後とその数年にわたって数値が下がった。t検定でも有意な差が見られることから、マザーズから市場一部への市場変更は、収益性の面が低下する傾向にあるといえる。

今後の課題として、2つを挙げる。1つは、検証対象が数年分となってしまうサンプル企業数が少なくなってしまうことである。そのため、市場状況などを考慮できなかった。もう一つは、分析方法の改善である。山崎(2008,p.19)によれば、長期パフォーマンスの検証方法として、CTP方式を推奨している。また、同研究では、CTPでもわずかな特定の誤りがあるとした上で、一つの手法だけでなく、様々な角度での分析する必要性があるとしている。本研究では、多くの先行研究で使われているCARとBHARによる分析をしたが、山崎(2008,pp19-20)が言うように、多様な視点から分析をする必要があると考える。

## 参考文献

- [1] 阿部圭司(2005)「JASDAQにおける新規株式公開の長期パフォーマンス」高崎経済大学論集 Vol48, No1, pp.33-45

[2] 宇野 淳・柴田 舞・嶋谷 毅・清水 季子[2004] 「上場変更と株価:株主分散と流動性のインパクト」『金融研究』pp.37-60

[3] 大橋良生(2018)「会計上の保守主義と将来業績」『会津大学短期大学部研究紀要』No.75,pp.63-82

[4] 岡田克彦・山崎尚志(2005) 「上場変更と株価の長期パフォーマンス—Post Listing Puzzle の日本市場における検証—」『現代ファイナンス』No.18,pp.27-45

[5] 亀田製作・高川泉(2003)「ROA の国際比較分析-わが国企業の資本収益率に関する考察」pp.1-17

[6] 倉田洋(2012) 「新興企業の統治構造と企業パフォーマンス～オーナーシップからの考察～」『産業能率大学紀要』 Vol33,No1,pp1-16

[7] 栗原伸一「入門統計学」 株式会社オーム社

[8] 柴原啓司(2004) 「東証マザーズ上場企業における業績の成長と上場後の財務パフォーマンスと資金調達」 pp.1-36

[9] 高橋正子、澤田宗吾、壺井彬(2012) 「新興証券市場における企業の市場変更に関する研究」『経営情報学会 全国研究発表 大会要旨集』 pp.347-350

[10] 日本取引所グループ 東京証券取引所(2021) 「市場区分の見直しに向けた上場制度の整備について」(2022.01.25 アクセス)

[11] 日本取引所グループ 東京証券取引所 「市場概要」(2022.01.25 アクセス)

[12] 花尾恵理(2014) 「東証マザーズ上場企業における業績の成長と上場後の財務行動の関連性について」『慶應義塾大学学術情報リポジトリ』No2987

[13] 張止楓(2019)「日本企業の上場市場変更の効果に関する分析」 関西学院商学研究 pp.43-63

[14] 松田修一(1998) 『ベンチャー企業』 日本経済新聞社

[15] 山崎尚志 [2005], 「我が国株式市場における長期の異常収益率の分析」, 神戸大学経営学

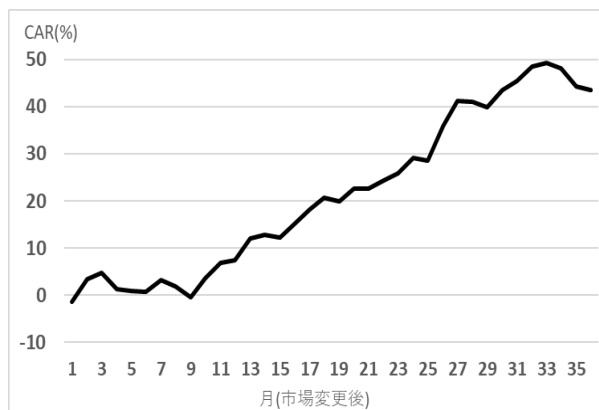
[16] 日本取引所グループ 東京証券取引所 「市場概要」(2022.01.25 アクセス)

図表1 CAR 平均

期間	CAR平均(%)	両側p値
t+12	12.8	0.055
t+24	28.7	0.0066**
t+36	43.6	0.0032**

(\*\*は1%有意水準、\*は5%有意水準を表す。)

図表 2 CAR (TOPIX 比)



図表 3 BHAR 平均

期間	BHAR平均	有意水準
t+12	12.9%	
t+24	25.9%	*
t+36	26.1%	

(\*\*は1%有意水準、\*は5%有意水準を表す。)

図表4 市場変更前後の ROE と ROA

期間	ROE		ROA	
	平均値 (標準偏差)	t-1期との差	平均値 (標準偏差)	t-1期との差
t-1 N=(102)	21 (10.65)	—	11.9 (7.06)	—
t N=(102)	17.76* (14.49)	-3.24	10.26 (6.40)	-1.64
t+1 N=(102)	11.55** (17.56)	-9.45	7.63** (9.42)	-4.27
t+2 N=(73)	12.2** (22.08)	-8.8	8.3** (11.45)	-3.6
t+3 N=(49)	13.89 (34.24)	-7.11	9.61 (11.45)	-2.29

(\*\*は1%有意水準、\*は5%有意水準を表す。)