The University of Osaka
Institutional Knowledge Archive

Title	東証市場再編に伴う経営者行動とその経済的帰結
Author(s)	岡田, 立子
Citation	大阪大学, 2025, 博士論文
Version Type	
URL	https://hdl.handle.net/11094/101524
rights	
Note	やむを得ない事由があると学位審査研究科が承認したため、全文に代えてその内容の要約を公開しています。全文のご利用をご希望の場合は、大阪大学の博士論文についてをご参照ください。

The University of Osaka Institutional Knowledge Archive : OUKA

https://ir.library.osaka-u.ac.jp/

The University of Osaka

様式３

論　文　内　容　の　要　旨

氏　名　（　　岡　田　立　子　　）	
論文題名	東証市場再編に伴う経営者行動とその経済的帰結

論文内容の要旨

本論文は、東京証券取引所（以下、東証という）による市場再編という外生的ショックによって誘発された経営者行動、及びその経済的帰結を実証的に分析したものである。第1章では、市場再編イベントの概要を注目すべき三つのフェーズに焦点を当てながら説明し、本論文の全体像を示した。第2章では、上場企業が強制的に規制に従わなければならないイベントに着目した先行研究をレビューし、本論文の先行研究に対する位置付けを確認した。

第3章以降は、市場再編イベントの各フェーズに焦点を当て、経営者がどのような行動に従事するのか、またそれに伴いどのような経済的帰結を迎えるのかを、データを用いて分析している。第3章では、情報公開フェーズに焦点を当てており、経営者が新しく設定された上場基準を満たすように行動するのかを調査した。その結果、上場基準の利益基準の閾値近辺にある企業経営者は、利益マネジメントに従事することが確認され、また、そのような企業の株価パフォーマンスは低下していた。

第4章では、移行フェーズに焦点を当て、基準未適合企業が新市場区分に留まるための開示行動に着目した。本章では、この開示を確認的情報開示と捉え、それが資本市場に与える影響を検証した。得られた結果は次のとおりである。第一に、効率的市場仮説と整合するように、この開示に対する株価反応は観察されなかった。第二に、情報環境が不十分な企業にサンプルを絞ると、ポジティブな株価反応が観察された。第三に、このポジティブな反応は、資本コストの低下と関連していた。以上の結果を要約すると、一部の基準未適合企業は、確認的情報開示を通じで、資本コストを低減し、企業価値の向上に寄与していた。

第5章では、改正フェーズに着目し、基準未適合企業が下位市場へ移行する、格落ちと呼ばれる経営者行動に焦点を当てた。本章では、早期に格落ちを決断した企業と、その決断を先延ばしにした企業を識別した。この意思決定タイミングの違いに対する投資家評価を分析した結果、格落ちの決断を遅延させるような企業は、早期に決断した企業と比較して、よりマイナスの異常リターンが得られた。これは、投資家は格落ちの判断が遅い企業を厳しく評価していることを示唆する結果である。第6章では、上記の得られた本論文での発見事項と今後の課題を記述し、市場再編に伴う経営者行動とその経済的帰結について要約している。

様式 7

論文審査の結果の要旨及び担当者

氏　名　（　岡田　立子　）		
論文審査担当者	（職）	氏　名
	主 査　教 授	村宮　克彦
	副 査　教 授	椎葉　淳
	副 査　准教授	三輪　一統

論文審査の結果の要旨

［論文内容の要旨］

東京証券取引所（以下，東証）は，日本市場の活性化を目的として，2022年4月に市場区分の再編を実施した．これにより，従来の上場基準は廃止され，新たに一層厳格な上場基準が導入された．この改革に伴い，企業の経営者は東証が提示する基準に依拠し，自社が属する新たな市場区分を選択することを求められ，結果として多様な経営者行動が誘発されたと考えられる．本論文の目的は，市場再編という外生的ショックによって誘発された経営者行動とその経済的帰結を明らかにすることである．

本論文は，序論に加え，以下に詳述する五つの章で構成されている．第2章では，外的要因による規制の導入により，上場企業が強制的に対応を求められるイベントに着目した先行研究をレビューし，本研究の位置付けを整理している．第3章以降では，市場再編を三つのフェーズ，すなわち，(1)情報公開フェーズ，(2)移行フェーズ，そして(3)改正フェーズへと分類し，各フェーズでの経営者行動と，それが企業，及び投資家に与えた経済的影響を詳細に分析している．

第3章では，市場再編に関する情報公開フェーズに焦点を当て，経営者が新たな上場基準を満たすために利益マネジメントを行ったか否か，及びその意図を明らかにするための分析を試みている．プライム市場の基準閾値近辺の企業を対象にした分析を通じて，市場再編が利益マネジメントを誘発し，それが経営者の機会主義的な意図に基づくものであることを明らかにしている．さらに，こうした利益マネジメントは将来の財務・株価パフォーマンスの双方に負の影響を与えたことも発見している．

第4章では，旧市場区分から新市場区分への移行フェーズにおいて，基準未適合企業が計画書を開示する行動に注目している．この計画書は既知の情報を記載した確認的開示とみなすことができ，投資家にとって新たな驚きとなる情報は含んでいない．そうした背景から，イベント・スタディの結果では，平均的には大きな異常リターンは観察されなかった．一方で，情報環境が乏しい企業群に限り，計画書の開示がポジティブな株価反応を引き起こし，その反応が資本コストの低下と呼応していることを明らかにしている．この結果は，一部の企業が確認的開示を通じて株式資本コストを削減し，結果として企業価値を向上させていたことを示唆している．

第5章では，上場規程の改正フェーズにおいて，市場再編後に基準未適合企業が下位市場へ移行する，いわゆる「格落ち」に着目し，そのアナウンスが株価に与える影響を検証している．分析の結果，格落ちのアナウンスメントに対して投資家はマイナスに反応し，特にその意思決定を遅らせた企業では，早期に決断を下した企業よりも累積異常リターンが大きく低下していた．さらに，事前の企業評判が高い企業ほど，意思決定の遅れによる投資家からの評価の悪化が顕著であり，築き上げた評判が格落ちの先延ばしによって大きく損なわれた可能性が示唆された．

最後に，第6章では発見事項を要約するとともに，今後の課題を論じている．

［審査結果の要旨］

本論文は，東証による市場再編が誘発した経営者行動とその経済的帰結を，再編にまつわるフェーズ毎に多角的に分析している．新たな上場基準を満たすべく経営者が機会主義的な利益マネジメントを行っていたことなど，既存の会計研究に新たな知見を複数追加した点で一定の学術的貢献が認められる．それに加えて，市場再編の是非を検討するための有益な証拠も提示されており，政策評価の観点からも本論文の意義は大きい．

以上より，この論文は博士（経営学）の学位を授与するに値するものであると判断する．