

海外株式市場上場後の日本企業パフォーマンス低下とその課題

胡起博、小野浩幸、野田博行、高澤由美(山形大学)

Keyword: 地域企業のグローバル化、海外株式市場上場、企業パフォーマンス

【問題・目的・背景】

産業活動の世界的なボーダーレス化が進むなかで、地域産業の成長プロセスも今後大きく変化することが予想される。従来であれば、地域での成長→商圏の全国展開→国際展開というプロセスが一般的であった。しかし、今後は、一足飛びに国際展開することも十分に想定すべき選択肢となる。国際展開するとなれば、現地での事業資金調達、市場における信用獲得などを目的とした海外株式市場への上場も視野に入れざるを得ないこととなる。

一方、日本企業の海外株式市場からの撤退が相次いでいる。海外投資家の日本市場参入が活発化し資金調達しやすくなったこと、会計基準などの海外との差異がなくなってきたこと等が理由として挙げられている。そのほか先行研究等によれば、海外株式市場上場後の企業の事業実績の低下傾向や海外市場上場に伴う負担の増加を指摘するものもある。

そこで、本研究では、海外株式市場上場後の日本企業の事業実績が本当に低下する傾向にあるのか、低下傾向にあるとしてそれはどのような原因によるものかを考察する。このことをもって、国際展開を目指す地域企業の資金調達戦略の一助とすることを目的とする。

具体的には、先行研究に基づいて、米国 NYSE における上場した日本企業を研究対象とし、同時期の同業界の国内企業の業績の変動情况进行を比較し、米国における重複上場の日本企業の上場前後の業績の変動の原因がどこにあるかについて分析を試みた。

【先行研究】

(1) 上場後の売上業績低迷

2007 年に発表された論文²によれば、海外上場した企業(日本企業に限らない)の平均売上増加率は上場後3年間に減少していることが指摘されている。

上場の本来の目的は、市場からの資金調達により事業投資を行い、業績を拡張させることにある。しかし、この論文の指摘するところによれば、上場後に業績が低迷するというパラドクスが生じていることになる。

表1: 海外上場した企業の平均売上増加率の変動

	Before Internationalization (Three-Year Effect)	Internationalization (Same-Year Effect)	After Internationalization (Three-Year Effect)	Number of Observations	Pseudo R-squared
All Countries					
Size					
Log of Total Assets	0.442 [12.740] ***	0.62 [13.081] ***	1.12 [32.419] ***	88,824	0.059
Growth					
Sales Growth	6.885 [15.520] ***	14.75 [23.879] ***	5.09 [12.881] ***	74,401	0.084
Performance and Valuation					

	Firm Characteristics			
	Total Assets (1)	Sales Growth (2)	Return on Assets (3)	Foreign Sales to Total Sales (4)
Before Internationalization Dummy (a)	3,666.7 *** [9,516]	0.060 *** [5.064]	0.021 *** [2,933]	0.116 *** [10.143]
After Internationalization Dummy (b)	5,858.1 ** [14,479]	0.022 *** [4.387]	0.001 [0.296]	0.146 *** [17.442]

世界銀行の調査報告より引用

(2) 海外上場機会仮説

いくつかの先行研究^{3,4,5}によれば、国内外の上場会社は重複上場前に強く異常な収益上昇が現れ、上場後には同様に異常な収益の低下が現れることが指摘されている。

2009 年に発表された論文⁶によれば、欧州が米国で重複上場している企業を対象にした研究で、これら欧州企業の上場前後の業績変動の原因には、海外上場の機会を意図的に選択している可能性を論じている。

【研究方法】

(1) 研究仮説

①海外上場機会仮説

上記の先行研究を踏まえると、日本企業も欧州企業と同じで、米国で重複上場した日本企業についても、投資者と企業の間には情報の非対称性が存在し、上場企業は、その情報優位な立場を利用して、高い市場評価を得るために上場と資金調達のタイミングを意図的に選択していると考えられる。

②上場企業属性仮説

上記の海外上場機会仮説のように、一律に業績上昇時に上場するため上場後に業績が鈍化するというので

はなく、個々の企業の属性によって状況が異なる可能性が考えられる。つまり、業種や売上規模、営業利益率、業界における上場のタイミングなどの企業属性によって、上場後の業績の成長が異なると考えることも可能である。

(2) 研究方法

前節で述べた2つの仮説の視点から以下の方法で検証を試みることにした。

① 上場機会仮説の検証方法

- 1) NYSE(ニューヨーク証券市場)、Nasdaq(ナスダック)に上場した日本企業 25 社の上場前後 3 年平均と上場当年の売上増加率の変動トレンド分析し、明らかな業績の低迷がみられるかどうかを検証する。
- 2) このような変動トレンドを国内同時期の同業者平均と比較し、業界内の変動に関わりない業績の低迷かどうかを検証する。

② 資金調達能力仮説の検証方法

- 1) NYSE や Nasdaq に上場する日本企業数は少ないため、OTC(店頭取引)市場に上場している日本企業全体 208 社を対象に、業種別にどの業種が最も多かったか、また業種別に 1 社あたりが調達した金額の状況を分析する。
- 2) 業種別の資金調達額の年次別推移を分析し、上場時期の業種別特徴を検証する。

【研究結果】

(1) 上場機会仮説の検証結果

NYSE と Nasdaq に上場した日本企業 25 社の上場前後 3 年平均と上場当年の売上増減率の変動トレンドを分析した。その結果を末尾の表1に示す。また、上場後の売上増減率が業績低迷といえるかどうかの判断指標とするため、同業種の売上増減率を表1の当該上場日本企業の下行に示した。

武田薬品工業を除く大部分の NYSE 上場日本企業に明らかな上場後の売上の減少がみられることが明らかになった。また、この売上の減少を国内同時期の同業平均と比較すると、入り上げ減少が同業界の状況と関連がなく、当該上場企業の業績低迷と判断することができることが明らかとなった。NYSE 上場の日本企業の業績低迷が上場の機会と関連があるとする上場機会仮説を肯定する結果となった。

(2) 上場企業属性仮説の検証結果

1) 業種別調達金額

1997 年から 2020 年までに OTC 市場に上場した 208 社の業種構成を図1に示す。業種別には製造業が最も多く、次いで金融業、情報通信業が続く。

上場企業のうち最も多い製造業の内訳を図2に示す。電気機械業が最も多く、次いで化学、機械と続く。

業種別の 1 社あたりの資金調達額を図 3 に示す。上場企業数が最も多い製造業が調達した金額は業種別でみれば平均的であり大きくはなく、鉱業、採石業、砂利採取業、サービス業、運輸業、郵便業の 1 社あたり資金調達金額が大きくなっていることがわかった。

2) 業種別資金調達額の年次推移

業種別の資金調達額の年次別推移を図 4 に示す。1997-2005 年の間に全体の募金額は小さくなり、2008,2009 年の資金調達金額は急激に大きくなっている。この時期、鉱業が最も大きく、次いで電気・ガスであった。2010 年、2013 年のサービス業の資金調達の伸び率は明らかである。2017 年には建設業がより市場に受け入れられた。

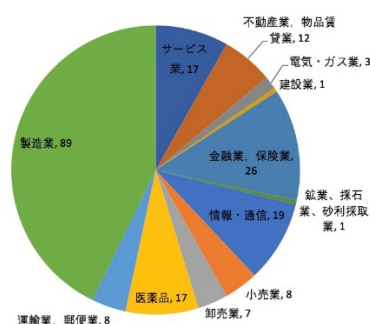


図 1: OTC 上場日本企業の業種構成

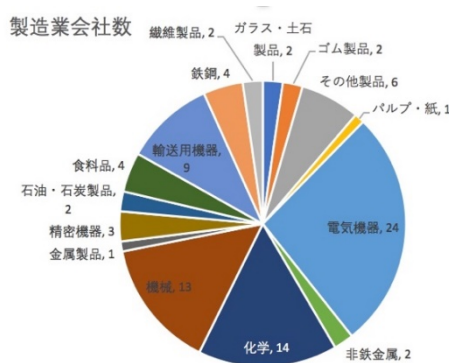


図 2: OTC 上場日本製造業の区分構成



図 3:1 社当たり資金調達金額

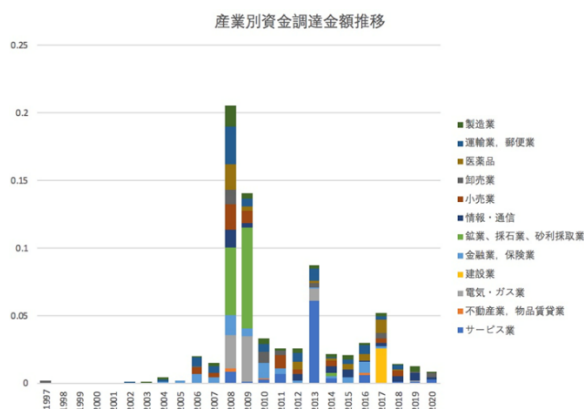


図 4: 産業別資金調達金額推移

【考察・今後の展望】

今回の分析結果から、欧州企業と同様に日本企業にあっても NYSE や Nasdaq 市場上場後に業績低迷の傾向があることが明らかとなった。また、それが上場機会の選択に由来する可能性も明らかとなった。一方で、上場企業の個々の属性や上場時期によって大きな影響の差も見られた。

海外株式市場上場後の日本企業のパフォーマンスが

表 1: 重複上場前後 3 年平均と上場当年の売上増加率の変動と同産業対比

	上場前3年 平均売上増加率	上場当年 売上増加率	上場後3年 平均売上増加率	上場年度	上場前または 上場後変動%
三井住友フィナンシャルグループ (SMFG)	-5%	21%	7%	2010	-70%
銀行業経常収益増減率	10%	0.4%	1%		-89%
LINE Corp (LN)	66%	21%	17%	2016	-74%
情報通信業・売り上げ増加率	5%	-3%	4%		-25%
みずほフィナンシャルグループ(MFG)	39%	3%	7%	2005	-82%
銀行業経常収益増減率	6%	7%	9%		62%
野村ホールディングス(NMR)	12%	24%	-6%	2001	-126%
証券業経常収益増減率	11%	-22%	12%		6%
武田薬品工業(TAK)	1%	2%	38%	2018	1597%
化学工業売り上げ増加率	3%	-1%			N/A
三菱UFJフィナンシャルグループ(MUFG)	13%	13%	3%	2005	-77%
銀行業経常収益増減率	4%	6%	12%		85%
アドバンテスト	11%	74%	-31%	2001	-142%
電気機械業売り上げ増減率	1%	-61%	15%		1384%

なぜ低下するのか、どのような企業が重複上場に有利であるのか、そのメカニズムを明らかにして、国際展開を目指す地域企業の資金調達戦略の一助としていきたい。

【参考文献】

1. <Accessing International Equity Markets: What Firms from Which Countries Go Abroad? > Chief Economist Office Latin America and the Caribbean Region World Bank(2003)
2. <International Financial Integration through Equity Markets: Which Firms from Which Countries Go Global? >World Bank Policy Research Working Paper 4146, March 2007
3. Dharan, B., Ikenberry, D., 1995. The long-run negative drift of post-listing stock returns. Journal of Finance 50, 1547-1574.
4. Foerster, S., Karolyi, A., 1999. The effects of market segmentation and investor recognition on asset prices: evidence from foreign stocks listing in the US. Journal of Finance 54, 981-1014.
5. Mittoo, U., 2003. Globalization and the value of US listing: revisiting Canadian evidence. Journal of Banking and Finance 27, 1629-1661
6. Franck Bancela,1, Madhu Kalimipallib,*, Usha R. Mittooc,2 2009. Cross-listing and the long-term performance of ADRs: Revisiting European evidence .Int. Fin. Markets, Inst. and Money 19 (2009) 895-923