

新規公開における上場・廃止基準がその後の市場変更に与える影響

一橋大学大学院生 中嶋 幹

本稿では、ヘラクレス市場におけるスタンダード基準とグロース基準の上場・廃止基準の違いに注目して、2000～2009年に新規公開した154社を対象に、上場・廃止基準と新規公開企業の市場変更の関係を分析する。先行研究によると、新興市場に定められる上場・廃止基準の程度が、新規公開費用に影響を与えることが知られている。従って、基準が緩い市場を選択すると、新規公開費用が高んで当初予定した資金調達が困難となる一方、基準が厳しい場合には、リスクの高い投資を実行するインセンティブが抑制されることや上場基準を満たせない可能性がある。それ故、投資資金を獲得するために新規株式公開を検討する企業にとっては、公開市場の選択が重要な意思決定問題となる。他方、規制当局側からみると、上場・廃止基準を厳しくした場合、新興市場の役割と異なり、業績の安定した成熟企業の上場が増える一方、上場・廃止基準を緩和した場合には、質の悪い新規公開企業が増える可能性があるため、上場・廃止基準を適切な水準に定めることが重要となる。これらの点を解明するとともに、新興市場の上場・廃止基準のあり方を検討する際の一助となることが本稿の目的である。

分析の結果、基準の厳しいスタンダードでは、資金制約及び流動性制約に晒されておらず、余剰資金の豊富な企業が市場変更する一方、基準の緩いグロースでは、資金制約及び流動性制約に晒されているものの、情報コストが低く投資機会の豊富な企業が市場変更する傾向がみられた。次に、IPO時点に限定して分析した結果、前述のスタンダードの傾向はIPO時点に比べて大きな変化がみられないのに対して、グロースの傾向はIPO時点と比べて異なることが確認された。Bharath/Dittmar[2010]が明らかにした知見と比較すると、スタンダードにおいては流動性制約が市場変更を抑制する点は整合的であるものの、情報コスト、資金需要、支配権は重要な役割を果たさない点が異なる。一方、グロースにおいては、情報コストが制約となること、旺盛な資金需要が市場変更の動機となる点は彼らの知見と整合的なものとなっている。

本稿の分析結果は、ヘラクレス市場における2つの異なる上場・廃止基準の特徴と整合的な傾向を示すものと考えられる。とりわけ、グロース基準は、新興企業のステップアップを促進するための成長機会を提供する重要な役割を果たしていると考えられる。その一方、スタンダード基準は、その基準の厳しさゆえに、事業の成熟した企業を選別する機能を有しており、そうした企業に対する流動性の供給を通じて企業成長をサポートする役割を担っていると考えられる。