

## 科学研究費助成事業 研究成果報告書

令和 4 年 6 月 8 日現在

機関番号：37102

研究種目：基盤研究(C)（一般）

研究期間：2016～2021

課題番号：16K03839

研究課題名（和文）中国の新規株式公開市場における過小値付けの要因に関する包括的研究

研究課題名（英文）The Determinants of IPO Underpricing in the Chinese Stock Market: A Comprehensive Study

研究代表者

船岡 健太（FUNAOKA, Kenta）

九州産業大学・商学部・教授

研究者番号：30615357

交付決定額（研究期間全体）：（直接経費） 3,400,000円

研究成果の概要（和文）：機関投資家のタイプ別入札情報が開示されている中国の創業板市場のデータを用いて、どの機関投資家が私的情報を用いて新規株式公開時のリターン（初期収益率）を得ているのかに関する検証を行った。検証結果については、証券会社の私的情報とセンチメントに関する変数が初期収益率に対して最も有意な影響力を持つというエビデンスを得た。この結果の解釈については、プライシングについて権限を有している主幹事証券会社と他の証券会社の共謀に関する可能性を指摘した。

研究成果の学術的意義や社会的意義

新規株式公開のブックビルディング時における機関投資家のタイプ別の入札行動は、データの制約もあり、研究の蓄積は少ない状況にある。この状況下における本研究の成果報告は、新規株式公開における機関投資家の入札行動に関する研究の進展に貢献するものと捉えている。

現在、日本における新規株式公開時の公開価格の過小値付けの程度が他国に比してあまりに大きいという議論が浮上しており、公開価格の決定方法の修正に関する検討が行われようとしている。本研究におけるエビデンスは、公開価格の決定方法に関する議論において、一つの示唆を提供するものであると考えている。

研究成果の概要（英文）：In this study, we analyze the bidding information related to five types of institutional investors in China's ChiNext market to examine the impact of private information and investor sentiment on first-day IPO returns. We provide new empirical evidence that certain institutional investors have private information that they use to profit from IPOs. The results show that private information and institutional investor sentiment are positively correlated with initial returns. The analysis of the different institutional sectors shows that some securities companies may profit from IPOs by using private information. This suggests that securities companies have more private information and presumably have a closer relationship with managing underwriters determine the final offer price.

研究分野：経営財務

キーワード：新規株式公開 過小値付け 中国の株式市場 機関投資家 投資家の私的情報 投資家のセンチメント

科研費による研究は、研究者の自覚と責任において実施するものです。そのため、研究の実施や研究成果の公表等については、国の要請等に基づくものではなく、その研究成果に関する見解や責任は、研究者個人に帰属します。

## 様式 C - 19、F - 19 - 1、Z - 19 (共通)

### 1. 研究開始当初の背景

中国の新規株式公開市場においては、公開価格決定時に重要な役割を果たすブックビルディング(機関投資家の需要を調査する仕組み)に参加する機関投資家の属性に関する情報が公表されている。大きな成長はないものの成熟した企業を好む機関投資家もあれば、リスクはあるものの高い成長可能性を有するベンチャー企業を選好する機関投資家も存在する。このようなブックビルディングに参加する機関投資家の属性の違いが、過小値付けの程度に影響をおよぼす研究は、データ取得の困難さにより、世界的に見ても研究の進展が進んでおらず、研究実施の意義は高い。

### 2. 研究の目的

新規公開株式の過小値付けは、 $(\text{初値} - \text{公開価格}) \div \text{公開価格}$ として計算され、公開価格と初値の乖離の水準を示すものであり、公開価格が初値を下回ることを指す。新規株式公開時において、主幹事証券会社は、新規公開企業の企業価値を評価し、価格算定能力が高いとされる機関投資家の評価や上場時の市場環境等を考慮しながら公開価格を決定する。しかし、公開価格の決定後に到来する新規公開日(売買開始日)において市場で決定される初値は、公開価格を上回ることが多い。

公開価格の過小値付けの水準が大きいくほど、新規株式公開企業の資金調達額は減少する。資金調達額の減少は、事業計画の遂行に影を落とし、企業の将来的な成長にマイナスの影響をおよぼすことより、新規公開企業にとって過小値付けの水準は小さいほうが望ましい。このような新規公開企業の成長に対して負の要因となる公開価格の過小値付けの是正を実現すべく、新規株式公開時の公開価格設定における制度設計の在り方に対してインプリケーションを提示することが本研究の目的である。

### 3. 研究の方法

新規株式公開時の公開価格を設定する際のブックビルディング方式のオペレーションの内容が、公開されていることは(通常は非公開である)中国市場の特徴の一つである。ブックビルディング方式は、主幹事証券会社が、投資家に新規公開を行う企業の株式をどれくらいの価格で何株購入する意思があるのかについてヒアリングを行い、この投資家の声を参考に公開価格を設定する方式であり、公開価格の設定方式として世界で最も多く採用されている。中国市場では、機関投資家の属性別(基金管理会社、証券会社、ファイナンス会社、信託投資会社、保険会社、外国適格機関投資家等)にどのような価格で何株購入を希望したのかという情報を公開している。このような投資家の入札情報を公開している例は世界的に中国市場のみであると思われる。

ブックビルディングを行う際にどのような投資家を参加させることが、過小値付けの低減に効果があるのかについては、新規公開時の価格設定における制度設計の在り方に関する議論における重要なトピックとして認識されているが、これまではデータの制約により、このトピックに関する先行研究は多くの蓄積が存在しなかった。そこで、本研究において、投資家の属性別にブックビルディング時の入札情報の整理を行い、この投資家別の入札情報が過小値付けにおよぼす影響について分析を行う。

### 4. 研究成果

ここでは、主に Funaoka and Nishimura (2019)の結果を記す。同研究では、中国のベンチャー企業向けの証券市場である創業板市場のデータを用いて、機関投資家が有する私的情報の有用性に焦点をあて分析を行った。一般に公表されている損益計算書等の誰もが閲覧可能な公的情報に対して、私的情報は新製品開発の進捗状況などの開示されていない情報を指す。証券投資では、成熟企業に比して、公的情報の蓄積が少ない業歴の浅い企業において私的情報の価値がより高いと考えられる。このことから、若いベンチャー企業が数多く上場する中国の創業板市場を用いて(かつ創業板市場では機関投資家のタイプ別入札情報が開示されている)どの機関投資家が私的情報を用いて初期収益率を得ているのかに関する検証を行った。初期収益率とは、公開価格で新規公開株式を取得し、売買開始日において売却を行った投資家が得られるリターンを示す。上述のように、初値は公開価格を上回ることが多い。この現象は新規公開企業からみると、公開価格の過小値付けが生じている状況と捉えられる。

投資家の合理的行動として、プラスの私的情報を有している際は目一杯の株式購入を試みるであろうと考えられることより、購入可能株式数の上限で購入申込が行われた株式数の比率を私的情報の保有度合いを示す代理変数として計量分析を実施したところ、証券会社のその比率が初期収益率に対して最も有意な影響力をもつというエビデンスを得た。この結果の解釈については、新規公開株式のプライシングについて権限を有している主幹事証券会社と他の証券会社の共謀に関する可能性を指摘した。さらに、QFII に代表される外国人投資家は、中国の株式市場において情報劣位である可能性も確認された。

Funaoka and Nishimura (2019)において注目したもう一つの変数である機関投資家のセンチメントが過小値付けにおよぼす結果は以下のとおりである。センチメントの代理変数として公

開株式の超過応募（投資家の申込株式数÷販売株式数）の数値を用いて分析を行ったところ、機関投資家のセンチメントが高まるほど、初期収益率が大きくなる一方で、個人投資家のセンチメントについては初期収益率に対する有意な影響を確認することができなかった。機関投資家のセンチメントが高いほど、私的情報を有している機関投資家が購入希望を出している可能性が高いと判断でき、その結果として初期収益率が高くなっていることが示唆される。このセンチメントに関する機関投資家のタイプ別の分析においても、証券会社のセンチメントが、他の機関投資家よりも初期収益率に大きな影響をおよぼしている結果が示された。

5. 主な発表論文等

〔雑誌論文〕 計3件（うち査読付論文 1件/うち国際共著 1件/うちオープンアクセス 1件）

1. 著者名 Kenta Funaoka, Yusaku Nishimura	4. 巻 55(8)
2. 論文標題 Private Information, Investor Sentiment, and IPO Pricing: Which Institutional Investors Are Better Informed?	5. 発行年 2019年
3. 雑誌名 Emerging Markets Finance and Trade	6. 最初と最後の頁 1722 ~ 1736
掲載論文のDOI (デジタルオブジェクト識別子) 10.1080/1540496X.2018.1484355	査読の有無 有
オープンアクセス オープンアクセスではない、又はオープンアクセスが困難	国際共著 該当する

1. 著者名 船岡健太・姚智華	4. 巻 117
2. 論文標題 ファミリー企業の新規株式公開におけるアンダープライシングの決定要因に関するサーベイ	5. 発行年 2022年
3. 雑誌名 証券経済研究	6. 最初と最後の頁 37 ~ 52
掲載論文のDOI (デジタルオブジェクト識別子) なし	査読の有無 無
オープンアクセス オープンアクセスとしている（また、その予定である）	国際共著 -

1. 著者名 船岡健太	4. 巻 57(1)
2. 論文標題 日中のベンチャー企業向け株式市場における新規公開の比較 マザーズと創業板の比較	5. 発行年 2016年
3. 雑誌名 商経論叢	6. 最初と最後の頁 1 ~ 13
掲載論文のDOI (デジタルオブジェクト識別子) なし	査読の有無 無
オープンアクセス オープンアクセスではない、又はオープンアクセスが困難	国際共著 -

〔学会発表〕 計2件（うち招待講演 0件/うち国際学会 1件）

1. 発表者名 Kenta Funaoka, Yusaku Nishimura
2. 発表標題 Investor Sentiment and IPO Pricing: Which Institutional Investors are Better Informed?
3. 学会等名 International Conference on Corporate Finance, Governance and Sustainability (organized by Delhi School of Business) (国際学会)
4. 発表年 2016年

1. 発表者名 船岡健太・西村友作
2. 発表標題 機関投資家のセンチメントがIPOにおける初期収益率におよぼす影響 中国の新興市場を対象とする実証研究
3. 学会等名 証券経済学会(九州部会)
4. 発表年 2016年

〔図書〕 計0件

〔産業財産権〕

〔その他〕

-

6. 研究組織

氏名 (ローマ字氏名) (研究者番号)	所属研究機関・部局・職 (機関番号)	備考

7. 科研費を使用して開催した国際研究集会

〔国際研究集会〕 計0件

8. 本研究に関連して実施した国際共同研究の実施状況

共同研究相手国	相手方研究機関		
中華人民共和国	对外経済貿易大学		