

令和 2 年 6 月 19 日現在

機関番号：17501

研究種目：基盤研究(C) (一般)

研究期間：2017～2019

課題番号：17K03882

研究課題名(和文) 東南アジアにおけるイスラム諸国の新規株式公開(IPOs)の特性と企業特性

研究課題名(英文) The Characteristics of IPOs and Corporation in Islamic Countries of ASEAN

研究代表者

鶴崎 清貴 (UZAKI, KIYOTAKA)

大分大学・経済学部・教授

研究者番号：20232811

交付決定額(研究期間全体)：(直接経費) 2,600,000円

研究成果の概要(和文)：本研究では、2014年から2015年に新規株式公開(IPOs)を行ったイスラム法準拠企業16社について、株価の長期パフォーマンスを分析した。Datastream Thomson Reutersのデータベースから株価を収集し、観察期間を、2015年12月から2018年12月末までとした。本研究、IPOsの長期的なパフォーマンスを分析するために、異常リターン(MABHR)法を用いた。この分析結果は、MABHRが-43.161%であった。これは、株価がマレーシア証券取引所の市場よりも低いことを示している。

研究成果の学術的意義や社会的意義

本研究の目的は、今日発展著しい東南アジア地域のイスラム諸国(マレーシア)におけるイスラム法準拠企業(Shariah-compliant company)と非イスラム法準拠企業(Non-Shariah-compliant company)の新規株式公開(Initial Public Offerings: IPOs)のアンダーパフォーマンスの発生を確認することであった。その結果、IPOsを行ったイスラム法準拠企業企業の株価が、マレーシア証券取引所の平均株価よりも低いことを示している。この結果は、投資家がより高いリターンを得る投資ポートフォリオを開発するために有用である。

研究成果の概要(英文)：We analyzed the long-term stock price performance of 16 Shariah-compliant company companies that made their initial public offerings (IPOs) from 2014 to 2015 in this study. Stock prices were collected from the Datastream Thomson Reuters database, and the observation period was set from December 2015 to the end of December 2018. We used the abnormal return (MABHR) method to analyze the long-term performance of IPOs in this study. The result of this analysis was MABHR of -43.161%. This indicates that the stock price is lower than that of the Malaysia Stock Exchange market.

研究分野：企業ファイナンス論

キーワード：IPOs 資金調達 マレーシア イスラム法準拠企業 MABHR

1. 研究開始当初の背景

新規株式公開 (IPOs) におけるアンダープライシングとアンダーパフォーマンスとの 2 つの現象は、IPOs パズルとして世界中の多くの研究者たちにより、長年議論されてきた。

- (1) アンダープライシング (Underpricing) とは、新規株式公開時における公開価格の過少値付け、すなわち新規株式公開の際の高い初期収益率 (公開価格と初値との差) を意味している。
- (2) IPOs のアンダーパフォーマンス (Underperformance) とは、IPOs 後 3 年から 5 年の期間にかけて、新規株式公開時の収益率が、市場インデックスや同業種の他の企業の株価収益率よりも平均して低くなっている、という現象である。

このようなアンダープライシングやアンダーパフォーマンスの現象は、日本やアメリカ等の先進諸国だけではなく、様々な国においても見られている。しかしながら、日本や欧米をはじめとする従来の欧米型の企業の新規株式公開についての研究は盛んにおこなわれているが、イスラム諸国における新規株式公開についての研究は、世界中でほとんど行われていない。

2. 研究の目的

本研究の目的は、今日発展著しい東南アジア地域のイスラム諸国 (マレーシア、インドネシアそしてシンガポール) におけるイスラム法準拠企業 (Shariah-compliant company) (イスラムの伝統的企業) と非イスラム法準拠企業 (Non-Shariah-compliant company) (従来の日米欧型企業) とを比較することにより、当該地域のイスラム諸国の新規株式公開 (Initial Public Offerings: IPOs) のアンダープライシングとアンダーパフォーマンスの発生を確認し、その原因を明らかにすることである。また、それにもとづく当該地域のイスラム企業の特性と資金調達行動も明らかにするものである。

3. 研究の方法

本研究は、2000 年-2015 年における東南アジア地域のイスラム諸国 (マレーシア、インドネシアそしてシンガポールの 3 か国) でのイスラム法準拠企業 (Shariah-compliant company) (イスラムの伝統的企業) と非イスラム法準拠企業 (Non-Shariah-compliant company) (従来の日米欧型企業) とを比較することにより、当該地域のイスラム諸国の新規株式公開 (Initial Public Offerings: IPOs) のアンダープライシングとアンダーパフォーマンスの発生を確認し、その原因を明らかにする。また、それにもとづくイスラム企業の特性と資金調達行動も明らかにする。

- (1) 2000 年 - 2015 年における東南アジア地域のイスラム諸国 (マレーシア、インドネシアそしてシンガポール) におけるイスラム法準拠企業と非イスラム法準拠企業とのデータベースを構築する。これらのデータは、Thomson Reuters のデータストリームや S&P Capital IQ などから構築する。しかしながら、Thomson Reuters のデータストリームや S&P Capital IQなどは、所属大学では利用不可能である。このため、これらデータベースを購入予定である。

- (2) 上記(1)で構築されたデータベースをもとに、当該諸国におけるイスラム法準拠企業と非イスラム法準拠企業とを比較し、実証研究を行う。それにより、新規株式公開 (IPOs) によるアンダープライシングとアンダーパフォーマンスの現象を確認し、その原因を明らかにする。これにより、当該諸国におけるイスラム法準拠企業と非準拠企業との資金調達行動を分析する。先行研究による理論を精査し、東南アジア地域におけるイスラム諸国のイスラム法準拠企業と非イスラム法準拠企業とを比較し、実証分析を行う。

4. 研究成果

本研究の目的は、今日発展著しい東南アジア地域のイスラム諸国 (マレーシア、インドネシアそしてシンガポール) におけるイスラム法準拠企業 (Shariah-compliant company) (イスラムの伝統的企業) と非イスラム法準拠企業 (Non-Shariah-compliant company) (従来の日米欧型企業) とを比較することにより、当該地域のイスラム諸国の新規株式公開 (Initial Public Offerings: IPOs) のアンダープライシングとアンダーパフォーマンスの発生を確認し、その原因を明らかにすることである。また、それにもとづく当該地域のイスラム企業の特性と資金調達行動も明らかにするものである。日本や欧米をはじめとする従来の欧米型の企業の新規株式公開 (IPOs) についての研究は盛んにおこなわれているが、イスラム諸国における新規株式公開 (IPOs) についての研究は、世界中でほとんど行われていない。

本研究では、3 本の国際論文と 1 本の国内紀要論文の成果を上げた。

- (1) “Robust Long Term Performance Analysis for Initial Public Offerings Using Market

Adjusted Buy and Hold Returns (MABHR) Model” (with Nashirah Abu Backar and Sofian Rosbi), The International Journal of Engineering and Science (IJES), Vol. 8, Issue 1, Series I, 8-15, 2019.

本論文において、マレーシア証券取引所に 2014 年と 2015 年に新規株式公開 (IPO) を行った 17 社の長期的なパフォーマンスを分析した。

市場調整累積異常リターン (MACAR) を用い、新規株式公開のパフォーマンスを分析した。同時に、Shapiro-Wilk 正規性テストを用い、データの正規性も確認した。17 社のシャリア準拠企業の MACAR 値は -46.0024% であった。したがって、IPO を発行した企業よりも市場のパフォーマンスが優れていたことを明らかにした。

(2) “Evaluating Forecasting Method Using Autoregressive Integrated Moving Average (ARIMA) Approach for Shariah Compliant Oil and Gas Sector in Malaysia” (with Nashirah Abu Backar and Sofian Rosbi), Journal of Mathematical and Computational Science, Vol. 1, Number 1, 19-33, 2018.

本論文は、マレーシア証券取引所の石油およびガス部門の株価パフォーマンスを予測するための自己回帰統合移動平均 (ARIMA) 法を用い分析を行った。本論文では、シャリア準拠会社である Sapura Energy Berhad を選び、ケース・スタディーを行った。この会社は、2012 年に新規株式公開 (IPO) を発行した石油およびガス会社の 1 つであった。予測モデルを ARIMA を用いることにより、予測値と実際の値の間の誤差が数% であった。そのため、Sapura Energy Berhad のパフォーマンスは、ARIMA モデルを使用して正確に予測できると明らかにした。2018 年 2 月の値は、Sapura Energy Berhad の 1 株あたり 1.387169 リンギットと予測されている。この研究は、投資家がマレーシアの石油およびガス部門のパフォーマンスを評価および予測するのに有用となる。さらに本研究は、投資家が利益を増やし、投資の損失を減少するための投資決定の判断方法として有効であることが明らかとなった。そのため、本研究は、マレーシアの石油とガスの現在の経済状況を評価する場合に有効であり、その結果、マレーシアの経済の発展に役に立つものと考えられる。

(3) “Islamic Finance Operational Transaction Framework: A New Insight Of Islamic Finance Implication in Malaysia and Japan” (with Nashirah Abu Backar and Sofian Rosbi), International Journal of Economics, Commerce and Management, Vol.V, Issue 11, 365-378, 2017.

1983 年に設立された現在のイスラム金融システムは、着実に成長している。現在ではイスラム金融だけでなく、日本のような非イスラム国からの需要もあり、イスラム金融は高い成長率で進化している。本研究は、マレーシアと日本における金融システムを比較し、イスラム金融システムの発展に関する新たな洞察を示した。本研究は、イスラム金融システムは、グローバル市場での独自の機会があり、より多くの投資家や企業が投資し、イスラム金融市場に参加することを示唆している。

(4) 「新規株式公開時における研究開発費 (R&D) の企業価値に及ぼす影響」『明治大学経営論集 坂本恒夫教授退職記念号』, 第 65 巻第 1 号, 99-114, 2018 年.

本論文は、イスラム企業の特性と資金調達を分析していないが、研究開発費 (R&D) が企業価値、特に新規株式公開の公開価格と初値にどのように影響を及ぼすかを分析した論文であり、本研究の基礎的で包括的な論文である。

しかしながら、これらの分析は、コロナウイルスの東南アジアでの感染の広がりもあり、マレーシアだけに限定されており、研究対象の数が限られている。そのため、本研究の当初の目的のように、今後他のイスラム諸国、例えばインドネシアやシンガポールの IPOs について分析し、より普遍的なイスラム企業の特性と資金調達行動を明らかにしたいと考えている。

5. 主な発表論文等

〔雑誌論文〕 計7件（うち査読付論文 6件/うち国際共著 6件/うちオープンアクセス 6件）

1. 著者名 Nashirah Abu Bakar , Sofian Rosbi and Kiyotaka Uzaki	4. 巻 8
2. 論文標題 Robust Long Term Performance Analysis for Initial Public Offerings Using Market Adjusted Buy and Hold Returns (MABHR) Model	5. 発行年 2019年
3. 雑誌名 The International Journal of Engineering and Science (IJES)	6. 最初と最後の頁 8-15
掲載論文のDOI (デジタルオブジェクト識別子) :10.9790/1813-0801010815	査読の有無 有
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 該当する

1. 著者名 Nashirah Abu Backar, Sofian Rosbi and Kiyotaka Uzaki	4. 巻 1
2. 論文標題 Evaluating Forecasting Method Using Autoregressive Integrated Moving Average (ARIMA) Approach for Shariah Compliant Oil and Gas Sector in Malaysia	5. 発行年 2018年
3. 雑誌名 Journal of Mathematical and Computational Science	6. 最初と最後の頁 19-33
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 有
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 該当する

1. 著者名 Nashirah Abu Backar, Sofian Rosbi and Kiyotaka Uzaki	4. 巻 Vol.V, Issue 11
2. 論文標題 “ Islaamic Finance Operational Transaction Framework: A New Insight Of Islamic Finance Implication in Malays and Japaan ”	5. 発行年 2017年
3. 雑誌名 International Journal of Economics, Commerce and Management	6. 最初と最後の頁 365-378
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 有
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 該当する

1. 著者名 鶴崎清貴	4. 巻 第65巻 第1号
2. 論文標題 新規株式公開時における研究開発費 (R&D)の企業価値に及ぼす影響	5. 発行年 2018年
3. 雑誌名 明治大学経営学研究所 経営論集	6. 最初と最後の頁 99-113
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0件

〔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
--	---------------------------	-----------------------	----