

科学研究費助成事業 研究成果報告書

平成 28 年 6 月 20 日現在

機関番号：12608

研究種目：基盤研究(C) (一般)

研究期間：2012～2015

課題番号：24510182

研究課題名(和文)日本のIPO市場における初期収益率の解明

研究課題名(英文)Determinants of underpricing in Japanese IPO market

研究代表者

永田 京子(NAGATA, KYOKO)

東京工業大学・社会理工学研究科・准教授

研究者番号：10345366

交付決定額(研究期間全体)：(直接経費) 4,300,000円

研究成果の概要(和文)：本研究は、新規株式公開(Initial Public Offerings, IPO)における高い初期収益率(アンダープライシング)の発生要因を新たな視点から実証的に解明することを目指し、日本市場に固有の特性を考慮しながら、理論的に推定される価値と発行市場で決定される公開価格、および流通市場で取引開始後に成立する価格との関係を検証した。その結果、IPO前の利益調整がアンダープライシングに影響していること、発行市場における機関投資家の参加の程度がIPO企業の過大評価に影響を与えている可能性があること等が明らかとなった。

研究成果の概要(英文)：This study explored the determinants of underpricing anomaly in IPOs (initial public offerings), using estimated fair value of IPOs. The results suggest that pre-IPO earnings management is one of the causes of underpricing, and limited institutional investors' participation in primary market are related with and overpricing of IPOs.

研究分野：社会科学

キーワード：新規株式公開 IPOアノマリー

1. 研究開始当初の背景

本研究を開始した当時、日本経済は、1990年代初頭のバブル崩壊以降「失われた20年」ともいわれる長期低迷状態に陥っていった状態から、政権交代を経て、いわゆるアベノミクスをスタートさせようとしていたところであった。それまでの数年間では、2007年末に金融庁から「金融・資本市場競争力強化プラン」が公表されたものの、その後のリーマンショックを経て平均株価は40%以上も下落した状態から抜け出せずにいた。なかでも株式公開を新規株式公開 (Initial Public Offerings, IPO) の件数は、2010年には22件とリーマンショック前の2割程度の水準にまで大幅に落ち込み、発行市場の低迷が続いていた。

一般に、新たな事業領域で創業するベンチャー企業は、初期段階から多額の投資を必要とする。しかし、創業間もない段階では経営基盤が脆弱で、担保として提供可能な資産も限定的であることから、銀行借入では十分な資金を確保することが難しい。ベンチャー・キャピタルは、資金調達手段の限られたベンチャー企業に対して、リスクをとって資金の提供を行う重要な役割を果たしている。リスク資金の提供を行ったベンチャー・キャピタルがその投資資金の回収を行う絶好の機会でもある、IPOの低迷は、高い潜在性をもつ企業に対してさえも、十分な資金が供給されないという深刻な問題をもたらす。新規株式公開市場を整備することで、ベンチャーの起業を促進し、新たなビジネスチャンスを創出し、真に活力ある経済を実現することが常にわが国の課題となっている。IPOをめぐる諸問題の解明は、こうした社会的課題に応えるものである。

2. 研究の目的

本研究は、IPOを行う企業の公開前の情報とその価格形成との関係を実証的に解明することを通じて、世界各国で進められているIPOアノマリーをめぐる研究への学術的貢献だけでなく、わが国のベンチャービジネス育成環境の改善のためのインプリケーションを得ることを目的とする。

IPOに関しては、(1)公開価格が上場初日の価格を下回るアンダープライシング、(2)公開後の一定期間経過後に株価が大きく低下するアンダーパフォーマンス、(3)IPOの件数やアンダープライシングの大きさが周期的に異なる、という3つのアノマリーが世界各国で共通して観察されている。なかでもアンダープライシングは、株式公開初日のわずか1日で獲得されるリターン (初期収益率) であることから社会的にも注目

を集める事象であり、IPO研究最大の課題として、1980年代後半からさまざまな仮説が提示され、実証がすすめられてきた。ベースとなる理論では、市場で株式が取引されたことのないIPO企業と投資家との間には大きな情報の非対称性が存在することから、発行市場ではその割り引いた公開価格が設定されることになり (過小評価)、結果的に取引開始後に流通市場で成立する価格 (初値) が公開価格を上回ることによって正の初期収益率が生じることを前提としている。これまでの実証分析でも、各国市場において情報の非対称性とアンダープライシングには正の相関があることが示され、理論と整合する結果が得られてきた。

しかし、IPOの理論価格と実際の公開価格との関係を検証した新たな研究によれば、むしろ過大評価となっているケースが少なくないことが指摘されている。このことは、情報の非対称性と初期収益率との間の相関関係が想定される一方で、高い初期収益率が生じるIPOであっても、それが必ずしも「真実」価値からのディスカウント (アンダープライシング) とはいえず、既存の理論的枠組みだけでは説明が難しいケースが相当数存在することを示している。こうしたケースでは、初期収益率を「アンダープライシング」とする前提から出発する、従来のアプローチでは限界がある。そこで、本研究では、基本理論を踏まえつつ、初期収益率を市場での取引に先だてて設定される公開価格と市場において決定される初値との相対的な関係としてとらえ直し、他国と比較しても高いと考えられる日本市場のIPOの初期収益率の要因解明に挑戦することとした。

3. 研究の方法

これまで自ら行った研究において、日本企業のIPOでは、IPO企業の利益調整行動はその目的によって異なること、わが国固有のガバナンス形態である系列関係がIPOプロセスに影響を与え、初期収益率の違いにつながることを確認していた。また、これらの研究のためのデータ収集および解析を行うなかで、利益調整が初期収益率の大きさに影響を与えていること、公開価格は市場環境に対して保守的に設定される一方で、流通市場での価格は市場全体の動向に大きく左右される傾向があるとの知見を得ていた。本研究では、まず、発行市場や流通市場で成立する価格が、各企業のファンダメンタル値に対してどのような関係にあるかを把握することが必要であるため、これまでの研究成果と諸外国で進められている関連研究の知見をもとに、

IPO企業の理論価値の推定モデルの改善を行った。そして推定された価格と実際に発行市場および流通市場において成立した価格との関係について分析を行った。検証方法としては、IPO企業およびIPO企業と類似の属性をもつ企業の財務データおよび株価データをさまざまな形で解析し、その統計的有意性を確認する方法をとった。

また、同時並行して、自らが行ってきた研究成果、これまでに構築していたデータベースの予備的分析から得られる知見を整理するとともに、改めて国内外で展開されているIPOや日本市場に関する研究を幅広くサーベイした。これにより、新たな仮説の設定、および実証モデルの構築を効率的に進めた。さらに世界各国から多くの研究者が参加する国際会議に参加し、最新の研究成果を収集するとともに、構築した仮説および実証モデルをもとに各国の研究者と議論し、研究内容のブラッシュアップを図った。

4. 研究成果

まず、これまで蓄積してきたデータに新たなサンプルに関する定量的情報に加えるとともに、アンダーライターなどに関する定量的情報やプライスレンジなどの情報も一部追加したデータベースを構築することができた。このデータベースを用いて、日本市場におけるIPOの理論価値の推定を行うとともに、これまでの知見から導きだされたいくつかの仮説の検証を行い、いくつかの興味深い点を明らかにすることができた。

具体的には、IPO前の利益調整がアンダープライシングに影響していること、発行市場におけるIPOの公開価格設定における機関投資家の関与と参加の程度がIPO企業の過大評価に影響を与えている可能性があること等を明らかにすることができた。これらの発見事項はすべて新規性の高いものであり、予備的な調査結果の段階から合計4回、国内外の学会において報告を行った。また、本研究における発見事項をまとめた論文2本を査読付きジャーナルに公表することができたことは大きな成果である。この他にも予備的な段階の発見事項をまとめたワーキングペーパーの執筆を行い、これらのワーキングペーパーをもとにワークショップや国際会議等で国内外の研究者らと積極的に意見交換し、貴重なコメントを得ることができた。これにより、本研究の範囲にとどまらず、今後の研究の展開に向けた新たな着想を得ることができたことも有意義であった。

5. 主な発表論文等

(研究代表者、研究分担者及び連携研究者に

は下線)

〔雑誌論文〕(計2件)

Nagata Kyoko, Does earnings management lead to favorable IPO price formation or further underpricing? Evidence from Japan, *Journal of Multinational Financial Management*, 査読有, Vol. 23, No.4, 2013, pp.301-313.
doi:10.1016/j.mulfin.2013.05.002

Nagata Kyoko, Makino Hiroyuki, "Earnings quality and valuation of IPOs," *経営財務研究*, 査読有, Vol.32, No.1-2, 2013, pp.77-90.
http://www.b.kobe-u.ac.jp/~keieizaimu/paper/d32_12/a32_5/nafull.pdf

〔学会発表〕(計4件)

Kyoko Nagata, Pascal Nguyen, Ownership Structure and Disclosure Quality: Evidence from Management Forecasts Revisions in Japan, "2014 Paris Financial Management Conference, IPAG Business School, Paris, France, December 2014.

Rhman Mian, Kyoko Nagata, Foreign Ownership and Corporate Cash Holdings in Japan, "Asian Finance Association 2014 International Conference, Bali, Indonesia, June 2014.

Kyoko Nagata, "Managing Earnings Using Classification Shifting: Evidence from Japan," *The Annual JCAE (Journal of Contemporary Accounting and Economics) Symposium 2014*, Monash University, Kuala Lumpur, Malaysia, January 2014.

Nagata Kyoko, Makino Hiroyuki, "Earnings Quality, Valuation, and underpricing in IPO," *日本経営財務研究学会第36回全国大会*, 専修大学(東京), 2012年10月.

Shirato Kazushi, Kyoko Nagata "Earnings Management through Classification Shifting under Japanese GAAP," *日本経営財務研究学会第36回全国大会*, 専修大学(東京), 2012年10月.

〔図書〕(計0件)

〔産業財産権〕
出願状況(計0件)

名称：
発明者：
権利者：
種類：
番号：
出願年月日：
国内外の別：

取得状況（計0件）

名称：
発明者：
権利者：
種類：
番号：
取得年月日：
国内外の別：

〔その他〕
ホームページ等

6. 研究組織

(1) 研究代表者

永田 京子 (NAGATA, Kyoko)
東京工業大学・社会理工学研究科・准教授
研究者番号：10345366

(2) 研究分担者

()

研究者番号：

(3) 連携研究者

()

研究者番号：