

令和元年6月15日現在

機関番号：34504

研究種目：基盤研究(C)（一般）

研究期間：2016～2018

課題番号：16K03838

研究課題名（和文）新規公開株の価格形成・流動性と新規公開企業のガバナンス構造に関する研究

研究課題名（英文）A Research on the pricing and liquidity of IPOs and the governance structure of IPO companies

研究代表者

岡村 秀夫（OKAMURA, Hideo）

関西学院大学・商学部・教授

研究者番号：70319606

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）：新規公開時の企業規模が大きくなるほど上場後時価総額が低迷する傾向が明らかになり、企業がライフサイクルのピークを乗り越えて成長することの困難さが示された。

また、IPO件数や新規公開株のパフォーマンスには周期的なブームが生じやすく、特にIPO人気が高まった時期には、ファンダメンタルズを超える価格が上場直後に形成されやすいことが明らかになった。背景としては、新規公開株の公募・売出を行う際の公開価格が低く抑えられやすい制度的要因が挙げられる。このような、上場時の過熱と長期パフォーマンス低迷は、時価総額が小さく、流動性が低い銘柄を多数生み出す一因と考えられ、株式市場活性化を阻害するものと考えられる。

研究成果の学術的意義や社会的意義

投資家からの需要積み上げ（ブックビルディング）を行う際の参考価格帯である仮条件（下限価格～上限価格の価格幅）が一旦設定された後に修正されないという慣行が、新規公開時の価格高騰と長期パフォーマンス低迷を生じさせる一因となっており、ひいては、時価総額が小さく流動性が低い銘柄を多数生み出すことにつながっていることが、本研究から示唆された。

上記の示唆をふまえ、改善案の一つとしては、米国のように需要状況に応じた仮条件の修正を容易なものとし、公開価格をより適切な水準に設定可能とすることが挙げられる。その上で、上場基準、市場区分等をより適切な形で見直し、市場再編を行うことが必要であると考えられる。

研究成果の概要（英文）：As the size of the company at the time of IPO became larger, the trend of post-listing market capitalization tended to become sluggish, and it was recognized that it was difficult to grow beyond the peak of the company's life cycle.

In addition, we find that periodic booms are likely to occur in the number of IPOs and the initial returns of IPO shares. We also find an institutional factor that makes the offering price low, that is the price range of filing may rarely change even after the roadshow and/or the bookbuilding that find high demand for the IPOs.

Such booms and poor long-term performances lead to many small-caps and low liquidity, and are considered to inhibit the stock market activation.

研究分野：企業財務論、証券論、金融論

キーワード：IPO 新規公開 新規上場 株式公開

## 様式 C - 19、F - 19 - 1、Z - 19、CK - 19 (共通)

### 1. 研究開始当初の背景

東証一部上場会社数は、1983年に1000社、2003年に1500社という推移からペースを速めての増加となっており、2016年中には2000社を超える勢いである。背景には、東証マザーズ(以下、マザーズ)、大証ナスダック・ジャパン(当時)をはじめとする新興市場の相次ぐ創設、大証とジャスダック証券取引所の合併、東証と大証の経営統合による日本取引所グループの誕生など、上場会社の裾野を広げる試みや証券市場統合の流れがあった。

上記の「一部上場会社2000社」は証券市場の歴史における一つの里程碑ではあるが、慶事として素朴に受け止めてよいのだろうか。新興市場創設によって、IPO件数は2000年代前半に大きく増加した。ただ、新興市場創設の評価は単にIPO件数のみではなく、「市場のねらい」が達成されているかどうかで測るべきではないだろうか。例えば、マザーズの東証における位置づけは「近い将来の市場第一部へのステップアップを視野に入れた成長企業向けの市場」とされている。そうであるなら、比較的緩やかな上場審査基準の下で、潜在力のある企業を証券市場にデビューさせ、その後の成長につなげることができているかどうか、という視点での考察が必要であろう。加えて、東証一部上場会社数が増加するとともに、時価総額の分布も50億円未満から10兆円以上まで非常に幅広くなっており、結果的に市場部門としての特徴が不明瞭になりつつあると考えられる。

時価総額分布が幅広いものとなっている背景の一つとして、新規公開株の価格形成の問題を指摘できる。新規公開株の価格形成に関しては、「短期のアンダープライシング」と「長期のアンダーパフォーマンス」が特徴的な事象として知られている。短期のアンダープライシング、すなわち公開価格から初値への上昇率が平均的に高いという現象は、国内外を通じて広く観察されている。後者の現象は、IPO後の中長期にわたって、インデックス等と比較した新規公開株の株価パフォーマンスが概ね低迷する傾向である。このような新規公開株の価格形成をめぐる諸問題を検討する上で、株価や流動性に関する分析に加えて、新規公開プロセス等の制度的問題、新規公開企業の属性等に関する問題をあわせて分析する必要性が高まっている。

### 2. 研究の目的

国内外を通じて1-2週間程度の短期間に平均して十数%から数十%の初期収益率(公開価格《新規公開直前に希望者に新規公開株を売り渡す際の価格》から初値《新規公開時に株式市場で初めて成立する株価》への上昇率)が得られるという事実は、IPOにおける“puzzle”として研究者・実務家等の間で幅広く知られている。また、新規公開株の収益率が長期的に低迷傾向を示すこともIPOをめぐる特徴の一つとして指摘されている。

株式市場で効率的な価格形成が行われていると想定するなら、公開価格は当該銘柄のファンダメンタルズに比べて過小な水準に設定されていることになる。公開価格の過小値付けを新規公開市場における様々な情報の非対称性によって説明しようと試みるものが、これまでの代表的な枠組みであった。

だが、新規公開企業が何らかの目的のために、あえて公開価格を過小値付けしている可能性はないのだろうか。IPO分野には多くの研究蓄積があるものの、このような視点から行われた研究はほとんど見受けられない。日本では一旦設定された仮条件は修正されず、実質的に仮条件上限価格と下限価格の間で公開価格が決定されることになっている。そのため、仮条件上限価格が低い水準に設定されれば、公開価格も過小な水準で決定されることになる。そして、過小な水準の公募・売出株を申し込むため投資家は殺到するだろう。応募過多は、公募・売出株の割当を通じた株式所有の分散化につながり、経営者へのモニタリング圧力を低下させる可能性、また公開後の流動性を向上させる可能性がある。

ところで、新規公開に際して、多くの公募・売出株が放出され、公開前後で株式所有構造は大きく変化する。だが、一旦公開された後は、短期間に大幅な株式所有構造の変化が生じるとは考えにくい。本研究計画では、新規公開プロセスの制度的要因、経営者の関与等が、IPO価格形成・流動性等に影響を与えている可能性を明らかにすることを目的としている。

加えて、株式市場における好況・不況の周期的な変化が、新規公開株の価格形成に与え得る影響を明らかにする。その際、制度的な要因等が初期収益率を増幅させている可能性についても検討を行う。その背景として、日本では、一旦設定された仮条件は修正されない慣行のため、ブックビルディングを通じて強い需要が観察されたとしても、公開価格は仮条件上限価格を超えて設定されることは極めて稀である。このような制度・慣行の影響によって、市場における需要が強い場合であっても、新規公開企業が仮条件上限価格を適切な水準よりも低めに設定せざるを得ないことが、高い初期収益率を生じさせているかもしれない可能性についても分析を

行う。

### 3. 研究の方法

本研究においては、初期収益率と株式所有構造ならびに流動性・公開後の価格形成の関係を明らかにするため、主に以下の6点を分析する計画であり、そのために(A)から(E)の順に着手・実施する予定である。

#### (主な分析項目)

新規公開時の有価証券届出書、株式公開白書等からデータを取得し、仮条件の設定、公開価格の決定、初値形成に至るプロセスにおける新規公開企業の関与について検証する。

大株主データ、株価データ、ならびに有価証券報告書等から収集したデータを用いて、初期収益率と株式所有の分散化の計測を行い、初期収益率と株式所有構造の関係を検証する。

ティックデータ(株価日中気配データ)を用いて、公開後の流動性に関する計測を行い、初期収益率との関係を検証する。

で用いたデータに加えてコーポレートガバナンス評価データを用いて、株主属性(個人、事業法人、金融機関など)やコーポレートガバナンス上の特徴を抽出し、初期収益率との関係を検証する。

公開後の価格形成に対して、株式所有構造、流動性等が与えた影響について検証する。

から得られた知見をふまえて、公開後の業績との関係、望ましい新規公開制度(公開価格決定方式・新規公開株配分方式、ならびに新規公開後の取引方法等)を検討する。

#### (分析の手順)

(A)新規公開時の届出書類から収集した情報を用いた公開価格決定プロセスの分析

(B)株式所有の分散度と初期収益率との関係の分析

(C)ティックデータを用いた流動性の計測、および初期収益率との関係の分析

(D)初期収益率と株主属性・構成の関係の分析

(E)流動性ならびに株式所有構造が、新規公開株の価格形成に与える影響

### 4. 研究成果

これまで、多くの先行研究がIPO後の株価・業績の長期パフォーマンスが低迷傾向にあることを明らかにしている。例えば、淵田[2014]は、時価総額が100億円に満たない銘柄、いわゆる「マイクロキャップ」が多数存在する問題を指摘している。これらの事実は、IPOを機に証券市場からの資金調達が可能となり、企業の成長を反映して時価総額が増加するという、企業・投資家双方にとって本来望ましいと考えられるストーリーにはそぐわないものである。ただし、淵田[2014]は特定時点における時価総額状況に基づく分析であり、本研究においては、新興市場の「ねらい」の達成度を評価するに、新規上場時と一定期間経過後の比較を行い、成長性の視点を加味した分析を行った。

東証マザーズ、ジャスダック等、新たな市場部門の創設の影響・効果については、日本の新規公開市場において大半を占めるマイクロキャップの成長性を市場創設の目的の達成度を評価する一つの尺度と想定した。具体的には、まず初期収益率の計測した上で、分布状況を確認した。次いで、公開価格に基づく時価総額を基準にして、公開後1年から5年の時価総額の推移を市場別に分析した。その結果、新規性・成長性に富む企業が相対的に多い東証マザーズ市場において、企業規模が小さいサンプル(公開時の時価総額50億円未満)に関しては、公開後1年~4年の期間について新規公開時を上回る時価総額となった企業が過半であった。一方、企業規模が大きいサンプル(同、300億円以上)に関しては、全期間について新規公開時を下回る企業が過半を占めていた。なお、マザーズに次いでIPO件数の多い東証ジャスダック市場に関しても、おおむね同様の結果が得られた。

上記の結果から、企業年齢・創業者年齢が相対的に若い小規模企業群の成長性が高いことが示唆される。加えて、小規模企業群においてはIPOによる資金調達環境改善の効果が顕著に表れている可能性も指摘できる。新興市場に関しては、本則市場に比べて質の悪化等の問題も指摘されていたが、上記の意味で「小さく産んで大きく育てる」ことができているとするなら、マザーズを始めとする新興市場創設の目的は一定程度達成されたとも考えられる。ただし、米国における市場間競争や特徴の異なる市場の併存ではなく、東証一部を目指す通過点としての新興市場となっている可能性に留意する必要がある。

以上を整理すると、新規公開時の企業規模が50億円未満の銘柄については、上場後に時価総額が増加する傾向が示され、市場のねらいが一定程度達成されたと考えられる。IPOによって

資本市場へのアクセスが可能となり、資金調達環境の改善を成長に活かしている可能性が示唆される。だが、公開時の企業規模が大きくなるほど、上場後の時価総額が新規公開時を下回る傾向もあわせて明らかになった。このことは、企業規模の拡大やライフサイクルのピークを乗り越えての成長が難しいことを表しているとも考えられる。

また、新規公開株の初値の過熱現象と公開後の株価パフォーマンスについて、企業属性等も考慮した分析を行った。IPO 件数や新規公開株のパフォーマンスには年により大きな変動があり、ある種のブームが周期的に生じやすいことが確認された。新規公開株の人气が高まった時期には、ファンダメンタルズに基づく価値を超える価格が上場直後に形成されやすいことが明らかになった。その背景の一つとして、新規公開株の公募・売出を行う際の公開価格が低く抑えられやすい制度的要因を挙げることができる。特に、投資家からの需要積み上げ（ブックビルディング）を行う際の参考価格帯である仮条件（下限価格～上限価格の価格幅）は、いったん設定された後は修正されることがなく、人気を集めた銘柄が上場時に高騰しやすいことにつながっていると考えられる。上場時の過熱と長期パフォーマンスの低迷は、時価総額が小さく、流動性が低い銘柄を多数生み出す一因とも考えられ、市場活性化を阻害していることが示唆される。

なお、改善案の一つとしては、米国のように需要状況に応じた仮条件の修正を（実質的にとして）容易なものとし、公開価格をより適切な水準に設定可能とすることが挙げられる。その上で、上場基準、市場区分をより適切な形で見直すことが必要であると考えられる。

## 5．主な発表論文等

〔雑誌論文〕(計1件)

岡村秀夫(2018)「IPO サイクルと新規公開株の「過熱」現象」『証券レビュー』第58巻第4号(査読無)。

〔学会発表〕(計2件)

岡村秀夫、松山大学金融研究会(招待講演)「IPO と証券市場」松山大学、2017年3月29日。

岡村秀夫、証券経営研究会(招待講演)「マイクロキャップとIPO」公益財団法人日本証券経済研究所、2017年3月24日。

〔図書〕(計1件)

岡村秀夫、証券経営研究会(編)(2018)『変貌する金融と証券業』、公益財団法人日本証券経済研究所(分担執筆、62-80ページ)。

〔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：

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：

国内外の別：

〔その他〕

ホームページ等

## 6．研究組織

(1)研究分担者

研究分担者氏名：

ローマ字氏名：

所属研究機関名：

部局名：

職名：

研究者番号（8桁）：

(2)研究協力者

研究協力者氏名：

ローマ字氏名：

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、研究者個人に帰属されます。