

令和 5 年 6 月 29 日現在

機関番号：25406

研究種目：若手研究(B)

研究期間：2017～2022

課題番号：17K13797

研究課題名（和文）新規公開における機関投資家と個人投資家の役割に関する実証研究

研究課題名（英文）The Roles of Institutional and Individual Investors: Evidence from Japanese IPO Market

研究代表者

高橋 陽二（Takahashi, Yoji）

県立広島大学・経営管理研究科・准教授

研究者番号：20566533

交付決定額（研究期間全体）：（直接経費） 2,300,000円

研究成果の概要（和文）：本研究課題は、日本の新規株式公開（以下、IPO）企業における機関投資家と個人投資家の役割に関する実証研究である。研究成果は、(1) IPOの株式配分（アロケーション）、(2) IPO企業の所在地、(3) 投資信託、(4) ストック・オプション、(5) 日本のIPO市場における今後の展望等に関するものである。上記のいずれの研究テーマについても、IPOの価格形成、機関投資家と個人投資家の役割について調査・研究している。先行研究では明らかにされてこなかった研究結果が明らかとなり、新たな発見がいくつかあったものと考えられる。

研究成果の学術的意義や社会的意義

新規株式公開（以下、IPO）は、一般投資家から市場を通じて資金調達を行う初めての機会であり、効率的な価格形成を実現しにくい特徴がある。本研究は、アンダーライター（引受証券会社）の行動を通じた機関投資家と個人投資家の役割について本格的に研究した日本で初めての取り組みであろう。研究成果からは、これまでの日本のIPOにおける実証研究に疑念も生じる結果が得られ、近年の実務上のIPOの価格形成プロセスの見直しに通じる議論が展開できたものと考えられる。投資信託研究でも、個人投資家の行動による市場の歪みも確認できた。今後、日本の証券市場を考察する上では、個人投資家の役割を十分考慮する必要があるものと考えられる。

研究成果の概要（英文）：Our research project is the empirical study on the roles of institutional and individual investors in Japanese IPO firms. The research findings relate to (1) IPO stock allocation, (2) the location of IPO firms, (3) investment trusts, (4) stock options, and (5) the future prospects of Japanese IPO market, etc. For each of these research topics, we have investigated and studied the pricing of IPOs and the roles of institutional and individual investors. We believe that our research results have not been clarified in previous studies, and that we have made several new findings.

研究分野：経営学

キーワード：新規株式公開 IPO アンダープライシング 機関投資家 個人投資家 株式配分（アロケーション）
ストック・オプション アンダーライター（引受証券会社）

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。

1. 研究開始当初の背景

新規株式公開(以下、IPO)は、一般投資家から市場を通じて資金調達を行う初めての機会であり、効率的な価格形成を実現しにくい特徴がある。そのため、発行会社、アンダーライター(引受証券会社)、投資家という主要なプレーヤーの行動を、十分に理解することが極めて重要である。本研究は、とりわけアンダーライターの行動を通じた機関投資家と個人投資家の役割に焦点を当てることに意味を見出している。日本のIPOは、個人投資家の果たす役割が大きい。また、学術的背景としても、情報の非対称性モデルと行動ファイナンスによる説明という、IPO時の価格形成における理論的研究を進展させるうえでも意義深いものであると考えていた。以下では、(1)なぜIPOの価格形成が効率的でなければならないのか、(2)なぜアンダーライターの行動を検討することによって、機関投資家と個人投資家の役割が明らかになるのか、について述べる。

(1)については、イノベーションを実現し、日本経済を活性化させ、成長させるためには、効率的にリスクマネーを供給することが必要不可欠であり、日本ではIPOが資金回収方法としてのプレゼンスが高いことから、IPOの価格形成が効率的であるかどうかは非常に大きな意味を持つ。

(2)については、類似会社比準方式、入札方式、ブックビルディング方式、それぞれの方式のもとで、アンダーライターの行動は異なり、機関投資家と個人投資家の役割は異なるものの、とりわけ、のブックビルディング方式が興味深い。簡潔に要約すると、アンダーライターによる情報生産プロセスでは、機関投資家の見解を参考にしながら、発行会社の企業価値が算出され、その後、主に日本では個人投資家から需要を受け、IPO株式のアロケーションが実施される。このアロケーションは、アンダーライターの裁量に委ねられているのが特徴である。

上記したような、日本のIPO市場における特徴的な状況や制度などが、本研究を扱う背景として意義深いものであると判断し、研究に着手した。

2. 研究の目的

本研究の目的は、IPO時の機関投資家と個人投資家について、実証的に分析することである。具体的には、

(1) アンダーライターによる情報生産プロセス

(2) アンダーライターによる株式のアロケーション

を通じて、機関投資家と個人投資家の役割を検討することにある。

ここでは、学術的背景を通じて本研究の独自性と意義について説明したい。本研究は、IPO研究において代表的な情報の非対称性モデルと、行動ファイナンスによる説明ができる研究として意義深い。

ブックビルディング方式における情報生産プロセスを説明する情報の非対称性モデルとして、情報顯示仮説がある(Benveniste and Spindt, 1989)。欧米の先行研究は、この仮説を支持する結果が出ている。しかしながら、日本ではIPO市場の状況はかなり異なる。日本の常時参加の投資家は、個人投資家である。日本証券業協会のデータを活用することによって、情報顯示仮説が妥当なのかどうかを明らかにすることが可能となる。また、入札情報における投資家のセンチメントのみならず、ブックビルディング方式のもとで行動ファイナンスによる説明を考慮する必要性は先行研究を通じて明らかになっている。上記した2つの研究テーマに取り組むことによって、情報の非対称性モデルと行動ファイナンスによる説明という2つの視点から、日本のIPO市場にアプローチすることができる大変意義深いものである。

3. 研究の方法

研究の方法は、データ分析を通じた実証研究を中心としている。具体的には、先述した日本証券業協会の「新規公開に際して行う株券の個人顧客への配分状況」に関するデータセットを構築したうえでデータ分析を進め、分析結果の報告を通じて研究の精緻化させた。さらに、発行会社、アンダーライターなどの業界関係者に対する聞き取り調査を通じて、実務かつ分析的にもフィットしたデータセットの構築を目指した。欧米でも統一的な見解がなく、日本のデータセットを用いた非常にチャレンジングな研究である。なお、研究遂行上の工夫として、積極的な報告を通じた研究の精緻化があったものの、COVID-19の影響を受け、必ずしも当初の予定通りには研究が進捗しなかった。

4. 研究成果

研究成果はいくつかあるものの、本研究と密接な関係にある5つについて紹介する。

(1) IPO株式のアロケーション

2006年8月-2018年のジャスダック市場のIPOを対象に、アンダープライシング(公開価格と初値の乖離)とアンダーライターによるIPO株式のアロケーションの関係を検証した。仮説として、情報の非対称性モデルに基づく情報顯示仮説、それに伴うブックビルディング方式への疑義、行動ファイナンスに基づく仮説について検証した。分析の結果、日本では、機関投資

家も個人投資家も情報生産に対して十分な対価は受け取っておらず、さらに個人投資家は機関投資家に比べてより低い対価を得ている状況が明らかになった。

(2) IPO 企業の所在地

2006-2013 年を対象に、IPO 企業の価格形成と所在地の関係について検証した。IPO 企業の都市部にあれば情報の非対称性が小さくなり、アンダープライシングの程度は小さくなる可能性が考えられる。しかし、日本の IPO 市場は、個人投資家が多く、市況の影響を強く受ける。そのため、活況期(不況期)では、都市部の IPO 企業は、投資家センチメントの影響を強く受け(受けずに)、アンダープライシングの程度が大きく(小さく)なることが考えられる。分析の結果、仮説とは異なり、不況期において東京都の IPO 企業のアンダープライシングが大きいことが明らかになった。

(3) 投資信託(関西学院大学の阿萬弘行教授と共同研究)

2010 年 1 月-2014 年の投資信託の資金フローを用いて、ファンド供給側の市場構造が個人投資家の購入・売却行動に与える影響を検証し、情報シグナリング仮説は購入では整合的なものの、売却では整合的な結果を得ておらず、日本特有のファンド乗り換え仮説が支持されている可能性を示した。日本における個人投資家の特異な購入・売却行動が、市場に大きく影響を与えていることが明らかとなった。

(4) ストック・オプション

IPO 企業のストック・オプションが、株価パフォーマンスに与える影響について実証的に分析した。ストック・オプション付与の株式比率が高い IPO はアンダープライシングが大きいという仮説を検証したものの、仮説は統計的に有意に支持されなかった。サンプルサイズが限定的であったことから、データセットおよび仮説を再構築したうえで、IPO とストック・オプションの関係性についてさらに研究を進展させたい。スタートアップ、ベンチャー企業のストック・オプション制度については、変化が著しいこともあり、制度変更を十分にフォローしたうえで、サンプルの充実を図る。

(5) 日本の IPO 市場における今後の展望

IPO 企業における研究課題、とりわけアンダープライシングについてレビューしたのち、日本の IPO における「本質的な」研究課題とは何かについて検討した。制度的な歪み、行動ファイナンス的解釈、日本特有の慣習などが、これまでの日本の IPO の価格形成を歪めていることは明らかとなった。今後、実施される予定である制度変更の進展や IPO 企業自身のファイナンスリテラシーの向上などの状況変化が IPO の価格形成に与える影響を注視する必要がある。

その他、ファイナンス初学者向けのテキストである『知識の基盤になるファイナンス』(石橋尚平、内木栄莉子と共著)、「地域ビジネススクールによる外部講座開設の取り組み」(磯貝日月と共著)などの課題にも取り組んだ。また、新聞や web 記事を通じた研究成果の社会への還元についても意欲的に取り組んでいる。

なお、これらの研究は、一定の成果を得たものの、必ずしも研究代表者自身が満足できる水準には達しておらず、今後もさらに研究を精緻化させたい。

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 0件/うちオープンアクセス 0件）

| | |
|--|----------------------|
| 1. 著者名 阿萬弘行、高橋陽二 | 4. 巻 第58巻第5号 |
| 2. 論文標題 日本における投資信託の資金フローと市場構造 | 5. 発行年 2020年 |
| 3. 雑誌名 証券アナリストジャーナル | 6. 最初と最後の頁 76-87頁 |
| 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 オープンアクセスではない、又はオープンアクセスが困難 | 国際共著 - |

| | |
|--|------------------------|
| 1. 著者名 阿萬弘行、高橋陽二 | 4. 巻 第41巻 |
| 2. 論文標題 投資信託の取引傾向と長期資産形成 | 5. 発行年 2020年 |
| 3. 雑誌名 信託研究奨励金論集 | 6. 最初と最後の頁 140-153頁 |
| 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 - |

| | |
|--|-----------------|
| 1. 著者名 阿萬弘行、高橋陽二 | 4. 巻 - |
| 2. 論文標題 投資信託市場に見る個人投資家の行動に関する分析 | 5. 発行年 2017年 |
| 3. 雑誌名 日本ファイナンス学会第25回大会予稿集CD-ROM | 6. 最初と最後の頁 - |
| 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13件（うち招待講演 3件/うち国際学会 1件）

| |
|-------------------------------------|
| 1. 発表者名 高橋陽二、磯貝日月 |
| 2. 発表標題 地域ビジネススクールによる外部講座開設の取り組み |
| 3. 学会等名 企業家研究フォーラム第20回年次大会 |
| 4. 発表年 2022年 |

| |
|--------------------------------------|
| 1. 発表者名 高橋陽二 |
| 2. 発表標題 日本の新規株式公開企業の現状と課題、今後の展望 |
| 3. 学会等名 日本証券経済研究所 日米資本市場研究会（招待講演） |
| 4. 発表年 2022年 |

| |
|------------------------------------|
| 1. 発表者名 高橋陽二 |
| 2. 発表標題 日本の新規株式公開企業の現状と課題、今後の展望 |
| 3. 学会等名 証券経済学会関西・中部合同部会（招待講演） |
| 4. 発表年 2023年 |

| |
|--|
| 1. 発表者名 高橋陽二 |
| 2. 発表標題 新規株式公開企業におけるストック・オプションの役割に関する実証研究 |
| 3. 学会等名 企業家研究フォーラム第19回年次大会 |
| 4. 発表年 2021年 |

| |
|---|
| 1. 発表者名 高橋陽二 |
| 2. 発表標題 日本のIPOの現状と課題 |
| 3. 学会等名 証券経済学会第93回全国大会共通論題・パネリスト（招待講演） |
| 4. 発表年 2021年 |

| |
|-----------------------------------|
| 1. 発表者名 高橋陽二 |
| 2. 発表標題 新規公開時の価格形成と証券会社による株式配分 |
| 3. 学会等名 証券経済学会第92回全国大会 |
| 4. 発表年 2020年 |

| |
|-------------------------------|
| 1. 発表者名 高橋陽二 |
| 2. 発表標題 新規公開時の価格形成と株式配分 |
| 3. 学会等名 企業家研究フォーラム第17回年次大会 |
| 4. 発表年 2019年 |

| |
|---|
| 1. 発表者名 高橋陽二 |
| 2. 発表標題 規公開時の価格形成とアンダーライターによる株式配分の特徴 |
| 3. 学会等名 2019年度先端経済分析研究会 |
| 4. 発表年 2019年 |

| |
|---|
| 1. 発表者名 高橋陽二 |
| 2. 発表標題 Why do not the Underwriters Favor any Individual Investors?: Evidence from Japanese IPO Market |
| 3. 学会等名 33rd Annual Meeting of the Academy of Finance Conference (国際学会) |
| 4. 発表年 2020年 |

| |
|-------------------------------|
| 1. 発表者名 阿萬弘行 |
| 2. 発表標題 投資信託の資金フローと個人投資家活動 |
| 3. 学会等名 RISS-CEEワークショップ |
| 4. 発表年 2019年 |

| |
|------------------------------------|
| 1. 発表者名 高橋陽二 |
| 2. 発表標題 投資信託市場に見る個人投資家の行動に関する分析 |
| 3. 学会等名 日本ファイナンス学会第25回大会 |
| 4. 発表年 2017年 |

| |
|---|
| 1. 発表者名 高橋陽二 |
| 2. 発表標題 IPO Pricing and Firm Location: Evidence from Japan |
| 3. 学会等名 企業家研究フォーラム第15回年次大会 |
| 4. 発表年 2017年 |

| |
|------------------------------|
| 1. 発表者名 阿萬弘行 |
| 2. 発表標題 投資信託の資金フローと市場構造要因 |
| 3. 学会等名 証券経済学会第87回全国大会 |
| 4. 発表年 2017年 |

〔図書〕 計1件

| | |
|------------------------------|-----------------|
| 1. 著者名 石橋 尚平、高橋 陽二、内木 栄莉子 | 4. 発行年 2018年 |
| 2. 出版社 中央経済社 | 5. 総ページ数 220 |
| 3. 書名 知識の基盤になるファイナンス | |

〔産業財産権〕

〔その他〕

| |
|--|
| <ul style="list-style-type: none">・「ベンチャー支援施策 起業家教育が不可欠」『岐阜新聞』2017年4月26日・「IPO株、日本ならではの課題は「価格決定プロセス」正しくIPO株を理解するポイントを取材」 https://hoken-room.jp/money/moneyfocus/acd008・「IPO株投資の魅力とは？」 https://emotional-link.co.jp/takahashi-prof/・「知っておきたいIPO投資のきほん」 https://world-academic-journal.com/takahashi/ |
|--|

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 |
|---------|---------|
|---------|---------|