

## 科学研究費助成事業（科学研究費補助金）研究成果報告書

平成 24 年 5 月 31 日現在

機関番号：12608

研究種目：若手研究(B)

研究期間：2009～2011

課題番号：21730363

研究課題名（和文）IPO アノマリーと個別企業リスク

研究課題名（英文）IPO anomaly and idiosyncratic risk

研究代表者

永田 京子（NAGATA KYOKO）

東京工業大学・大学院社会理工学研究科・准教授

研究者番号：10345366

研究成果の概要（和文）：

本研究は日本市場に特有の要素を取り込んだ新しい視点から、新規株式公開（Initial Public Offerings、IPO）を行う企業の個別リスクを推定し、アノマリー（市場における変動的な株価変動）との関係について実証的に検証した。その結果、IPO前の株主構成が、IPOにおける株式の売却や、アンダープライシングに影響を与えていることが明らかとなった。

研究成果の概要（英文）：

This study examines the relationship between idiosyncratic risk and IPO (initial public offerings) anomalies, focusing on the unique factors in Japanese IPO market. The results reveal indicate that pre-IPO ownership structure has a significant impact on IPO share offering and underpricing.

交付決定額

（金額単位：円）

	直接経費	間接経費	合計
2009年度	1,500,000	450,000	1,950,000
2010年度	1,200,000	360,000	1,560,000
2011年度	500,000	150,000	650,000
年度			
年度			
総計	3,200,000	960,000	4,160,000

研究分野：社会科学

科研費の分科・細目：経営学・会計学

キーワード：新規株式公開、利益調整行動、IPO アノマリー、株主構成、株式売出

## 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90年代初頭のバブル崩壊以降の「失われた10年」からようやく回復の兆しが見えてきたのも

束の間、リーマンショックによって世界同時不況が危ぶまれるなか、先行不透明な状況に陥っていた。このように不透明な環境で日本経済が真の活力を回復し、持続的な

成長軌道に乗るためには、政府主導のマクロレベルの「構造改革」だけでなく、さまざまな領域で直面する個々の問題の解決に取り組む必要がある。

そのひとつが、独自の製品・サービスやビジネスモデルをもち、高い成長性が期待されるベンチャー企業を数多く育成する環境の整備である。一般に、新たなビジネスチャンスに恵まれたベンチャー企業は多額の投資を必要とするが、経営基盤が不安定であり、担保となる資産も限られる。このため、銀行借入や少数の株主からの出資だけでは十分な資金を確保することが難しい。そこで、ある程度、将来の見通しが立った段階で、株式公開 (Initial Public Offerings、IPO) を行い、広く市場からの資金調達を目指すことになる。しかし、IPO を行おうとする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、外部者である投資家が資金を投下すべき質の高い企業を区別することは容易ではない。このため、そうした企業への投資を活発化するには、各企業の個別リスクをいかに適切に評価できるか鍵を握るといえる。

さらに株式公開を果たした場合も、新興企業では既存上場企業に比べて情報開示に対する意識が希薄なことも多く、情報の非対称性が解消されずに投資リスクが依然として高いままとなることが珍しくない。実際、これまでに少なからず情報開示を巡る事件が起こってきた。2006年初に発覚したライブドア社の不正会計事件は記憶に新しいが、こうした情報開示の不透明性は投資家の不信感を招き、信頼を失った新興市場は全体として低迷が続くこととなった。たとえば、東証マザーズの株価指数は2006年のピーク時点から8割も下落し、いまだ回復の気配も見られない。こうした市場全体の低迷は、新しいビジネスチャンスに恵まれ、高い可能性をもつ企業に対してさえも、効率的に資金が供給されないという深刻な問題をもたらしている。

こうしたベンチャー企業による新規株式公開 (Initial Public Offerings、IPO) をめぐる問題は、長年にわたり重要な社会的課題となっていた。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することで、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。本研究は、株式公開市場の問題を解明することを通じ、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、上述のような停滞状況を打開し、ダイナミックな IPO 市場を実現するために、潜在的成長力を持った未公開企業 (ベンチャー企業) の個別リスクを評価し、その価格形成および公開後のパフォーマンスを解明することを通じて、IPO 市場の整備へのインプリケーションを得ることを目的とするものである。

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) 公開後ある程度の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ることが知られている。現在、米国市場を中心としてその発生原因に関していくつかの仮説が提示、検証が進められているが、未だに解決されない課題も数多く存在している。本研究は、わが国市場や企業に固有の特性を考慮したうえで、各企業の個別リスクを推定し、特にアンダープライシングとアンダーパフォーマンスの2つのアノマリーの解明を目指すものである。

IPO アノマリーをめぐる研究は、主にファイナンス領域において精力的に進められてきた。他方、投資家の意思決定において重要な役割を果たすと考えられる会計情報と関連付けた研究は、ファイナンスにおける研究潮流とは別に、もっぱら経営者は機会主義的に過大な利益を報告するという前提にたち、「IPO 企業は公開価格の最大化を目指して増大型の利益調整を行う」という仮説の検証を中心として行われてきた。このため、会計行動が個別リスクに大きく影響するため、特にアンダープライシングの潜在的な要因と考えられるにもかかわらず、会計の視点から IPO アノマリーの解明に取り組まれてこなかったのが現状である。また、上場後の中長期的アンダーパフォーマンスに関しては、株式公開時の増大型の利益調整を前提として、そのリバーサルによって引き起こされるとされてきたが、最近になってこれらの研究の検証方法の誤りが指摘され、仮説自体の妥当性も含め問い直す必要が生じている状況にある。

こうした状況を受けて、本研究では情報の非対称性の程度 (リスク) とアンダープライシングとの間には正の相関があるという、ファイナンス領域における成果をベースにして、IPO 企業の会計行動を企業の個

別リスク要因として分析に組み込み、新たな視点からアナノマリーの解明を試みることにした。

### 3. 研究の方法

既に、わが国の IPO 企業の「利益調整行動」に関して自ら研究に着手し、(1) IPO 前の数期間に成長性を「演出」するような利益調整を行っていること、(2) 成長資金の調達と創業者利潤の実現という IPO の目的によって利益調整行動が異なること、(3) IPO 前の株主構成が利益調整行動に影響を与えていること等の知見を得ていた。さらに、海外の研究者と共同で進めていた研究のなかで、利益調整行動が評価リスクの増幅につながるなどの知見を得つつあった。各企業の会計行動の違いが各企業の個別リスクの差につながり、ひいては IPO アノマリー解明の糸口となる可能性があるという本研究の基本的な着想は、これまでの研究プロセスならびにその知見から得たものである。

本研究では、これらの研究成果をさらに発展させ、ガバナンス、利益調整をはじめとする各企業の会計行動を個別リスクの推定に利用し、公開価格の設定、アンダープライシングとの関係に関する独自のモデルを構築し、検証を行った。検証方法としては、財務データおよび株価データをさまざまなパターンで解析し、その統計的有意性を確認する方法をとった。信頼性の高い検証を行うために、まず基本となるデータベースの拡張に優先的に取り組んだ。具体的には、目論見書原本のデータを取り込み、個別企業に関する定性的、定量的情報の充実したデータベースを構築した。

また、同時並行して、自らが行ってきた研究成果、現在までに構築しているデータベースの分析から得られる知見を整理するとともに、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、主にファイナンス領域で蓄積されてきた IPO に関する研究成果、会計の領域で行われてきた研究成果、およびこれまで自ら進めてきたわが国における IPO 企業の利益調整行動の研究成果を融合させた仮説の設定、および実証モデルの構築を行った。さらに世界各国から多くの会計・ファイナンス分野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、日本市場における IPO アノマリーと IPO 企業の個別リスクをリンクさせた、独自の仮説の設定、および実証モデルを構築した。そしてオリジナルのデータベースを用いて、これらの仮説を予備分析に続いて具体的な検証作業を行った。その結果、いくつかの興味深い点が明らかとなった。

まず、一般事業法人の株式保有割合の高い企業の特徴的な行動である。わが国では、諸外国と異なり、親会社と子会社がともに証券取引所に上場するケースが多いという特徴がある。IPO に際して親会社が子会社を上場させること自体は世界各国で行われているが、こうした IPO では親会社が保有する子会社株式を売却し、所有権を手放すことがほとんどである。これに対し、わが国では IPO 後も親会社が支配株主として存続することを意図して行われるケースが多く、単純に親会社の資金調達手段とは異なる目的で実行されると考えられ、こうした形の IPO が日本市場におけるアノマリーにも影響すると予想される。本研究における分析結果は、親会社による IPO では、既存株式の売出しよりも新株式の発行の方が多く、子会社の資金調達が行われていること、アンダープライシングは他のケースと比べて小さいことを示唆するものであった。このことは、親会社の存在が、市場では知名度の低い子会社の質を保証する役割を果たしていることを意味していると考えられ、非常に興味深い結果である。これは、上場企業の子会社の株式公開がサンプルの相当多くを占めるという日本の IPO に特有の所有構造が、IPO アノマリーにも影響を与えているという、本研究の基本的な仮説と一致する結果である。

しかし、その一方で、親会社の存在が市場に与える「保証効果」は限定的であることも確認された。利益を大きく見せる会計行動が公開価格のディスカウントを増幅するという関係の緩和にはつながっておらず、子会社の情報の質の保証効果まではもたないことが明らかとなった。このことは、子会社の IPO でアンダープライシングが小さいことが、親会社による保証効果ではなく、流通市場での評価が相対的に低くなることによって生じている可能性を示唆している。

以上のような発見事項は、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審査を経て国際会議における発表が認められ、合計 4 回の英語による報告を行った。まず、2009 年 12 月にシドニーで開催された The 22nd Annual Australasian Finance and Banking Conference、2010 年 5 月にイスタンブールで行われた The 33<sup>rd</sup> annual congress

of European Accounting Association において、一次発見事項をまとめたワーキングペーパーの報告を行った。このうち、一部の成果として、わが国における株式所有構造の変化とその要因に関する分析について、査読付き国際ジャーナルに論文として公表することができた。さらに、本課題最終年度では、具体的な成果として論文（ワーキングペーパー）2本の執筆を行うことができた。また執筆したワーキングペーパーをさらに頑健なものとするために、国際的に活躍する研究者が出席する国際会議やセミナーで英語および日本語による口頭発表を3回行った。特に、2012年4月にローマで開催された The 34th annual congress of European Accounting Association、同7月に開催された Asian Finance Association 2011 International Conference において、査読により発表が採択され、質の高い発表の場で新たな視点から貴重なコメントや質問を受けることができた。これらのコメントをもとに再度、論文の構成から見直しを行い、このうち1本については、2012年3月に査読付き国際ジャーナルに投稿を行った。

#### 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1件)

- (1) Ramirez, P.G., Hachiya, T., K.Nagata, What Drives Foreign Ownership in Japan? Evidence from Before and After Japan's Financial Crisis, Journal of Asia-Pacific Business, 査読有, Vol.3, No.2, 2012, pp.86-113.

〔学会発表〕(計4件)

- (1) Kyoko Nagata, Keiretsu affiliation and IPO decisions, Asian Finance Association 2011 International Conference, 査読有, July 11, 2011, Macao, China.
- (2) Kyoko Nagata, S.G.Rhee, Ownership Structure, Earnings Management and Underpricing, The 34th annual congress of European Accounting Association, April 22, 2011, 査読有, Rome, Italy.
- (3) Kyoko Nagata, Earnings Management and IPO Underpricing: Evidence from Japan, The 33<sup>rd</sup> annual congress of European Accounting Association, 査読有, May 20, 2010, Istanbul, Turkey.
- (4) Kyoko Nagata, S.G.Rhee, Ownership, Control and Underpricing in Initial Public Offerings: Evidence from Japan,

The 22nd Annual Australasian Finance and Banking Conference, 査読有, Dec.16, 2009, Sydney, Australia.

#### 6. 研究組織

##### (1) 研究代表者

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

##### (2) 研究分担者

なし  
研究者番号：

##### (3) 連携研究者

なし  
研究者番号：