

科学研究費助成事業 研究成果報告書

平成 28 年 6 月 7 日現在

機関番号：17301

研究種目：若手研究(B)

研究期間：2013～2015

課題番号：25780256

研究課題名(和文)企業-銀行間関係がIPO後の企業パフォーマンスに与える影響

研究課題名(英文)The influence of firm-bank relationship on post-IPO performance

研究代表者

山田 和郎 (YAMADA, Kazuo)

長崎大学・経済学部・准教授

研究者番号：90633404

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)：IPO時における銀行の子会社VCとの関連性についての研究を行った。IPO以前の銀行あるいは銀行系VCの出資状況がIPO時点での主幹事証券会社の選定に影響するかを分析した。結果として、IPO前の段階で銀行からの出資を受けていた企業はより高い確率で同一銀行系列証券会社を主幹事に選択すること、さらに特に情報の非対称性が大きな小規模企業において、主幹事に対する手数料が比較的低いことが確認された。

研究成果の概要(英文)：This project focuses on the firm-bank relationship and the influence of several aspects at the IPOs. First we focus on whether the bank's financial health and find that IPOs the worse performance main banks raise more fund and use the proceeds for repaying the debt. Second, we focus on the bank-affiliated VCs and underwriters. Findings show that the investment by the bank VCs positively influence the underwriter choice. Additionally we find the underwriting fee declines when the underwriter is the affiliated security company of the main banks. Result shows that the underwriting fee declines when both the main VC and underwriter are the main bank's affiliated ones. This implies that the main bank use its private information for underwriting service.

研究分野：社会科学

キーワード：ベンチャーキャピタル 銀行

1. 研究開始当初の背景

金融危機以降、銀行部門で発生したショックの企業部門への波及効果を計測する研究が増加した。それを鑑みたうえで、本研究課題では企業-銀行間関係が IPO(新規株式公開)前後の企業の財務上の意思決定に与える影響を明らかにした。

IPO は特に成長期の企業に対する資金提供の場として役立つものとされている。直近の数値を挙げると、金融危機後には年間 20 件程度と低迷していた IPO 件数も、2015 年には 92 件と大きく増加し、増加傾向にある。さらには IPO 前のステージにある企業に対する資金提供者としての役割が期待される VC(ベンチャーキャピタル)の投資額は国内だけで 1000 億円を超えること、さらには一件あたりの投資額が 7 千万円とそれまでの 4 千万円程度の数値と比較しても大きく増加している(いずれも 2014 年の数値、ジャパンベンチャーリサーチの資料より)。これらより、数値上は IPO の役割である、成長期企業への資金提供の場としての役割を果たしていると考えられる。

振り返れば 1999、2000 年のマザーズ、NASDAQ JAPAN (当時)の設立など、ここ 20 年にわたり、成長性のある企業に対する投資環境、及びそれに関する制度は大きく改善した。例えば IPO 市場については 2000 年前後に上場基準の緩和や新市場の設立など、多くの規制緩和が実施された。

一見すると上述の数値面での向上は、これら規制緩和の成果であると考えられる。しかしながら、政策評価が綿密な形で行われているわけではない。とくに日本の特徴である銀行を中心としたシステムの中で株式発行環境の改善が果たして企業の生産性向上に影響したのかどうか、明確ではない。

それらを踏まえて本研究では規制緩和前後に IPO を行った企業の業績を比較することで規制緩和の効果を計測する。

2. 研究の目的

大きく 3 つの研究から成り立つ。これらを行うことにより、大きく変遷した直近 20 年における IPO 市場での銀行の役割を明らかにする。

分析 1: 2000 年に行われた規制緩和の影響を前後に IPO を行った企業の業績を比較することで規制緩和の効果を計測する。

分析 2: 銀行の財務健全性が企業の IPO 前後の意思決定に影響するかを明らかにする。

分析 3: 90 年代後半に許容された銀行による証券子会社の保有が IPO 時の主幹事の選任などに影響するかを明らかにする。

3. 研究の方法

まずはデータの整備を行った。具体的には 分析 1 を行うにあたっては 1980 年からのすべての IPO 企業の情報を複数の媒体から収集した。ただし 80 年代前半に店頭市場に新規店頭公開を行った企業については財務情報が手に入らないことから除外した。続いて、分析 2、3 を行うにあたってブックビルディング方式が採用された 90 年代後半以降の IPO のデータの収集を行った。同時に財務情報、メインバンク情報、主幹事証券会社の情報を各種情報ソースから取得した。

4. 研究成果

分析 1: 企業と銀行関係を分析する以前に、2000 年前後に行われた一連の IPO 制度改革の効果を確認した。[研究開始当初の背景] で書いたように、いわゆる新興市場の設立など、2000 年前後に大きな規制緩和が矢継ぎ早に行われた。結果として 2000 年後の IPO 案件は 1995 年以前の IPO 企業と比較して小規模化、若年化していることが確認された。ただし成長性について確認した所、変数によって結果が異なった。具体的には

企業規模(売上高)や従業員数と言った量的な変数についてはIPO後の一草の成長が確認された。一方で、収益性などの企業の質に関する変数については効果が確認されない、あるいは負の効果が確認された。

これらより、一連の規制緩和により、企業年齢が若く、規模の小さな企業がIPOを行うことができるようになり、それらの規模向上には役立っているものの、生産性の向上には必ずしも関連していないことが確認された。なお一部の実務家に対するヒアリングを行ったところ、IPOを行うことにより得た資金を、特に間接部門の人材増強などに用いていることが、規模拡大、収益性低下につながっているのではないかとの指摘を受けた。

分析 2: メインバンクの財務健全性が低いIPO案件ほど、IPO以前の段階での負債比率が高いこと、さらに公募規模が大きいことが確認できた。このことより、メインバンクへの利益提供のために過度に負債を借りたうえで、返済に回している可能性が示唆された。さらにそのようなIPO案件においてはIPO後の業績が低いことが確認された。これらより、銀行部門で発生したショックがIPOというメカニズムを通じたうえで実体経済に波及していることが示唆される。

分析 3: 日本では伝統的に銀行系ベンチャーキャピタルのシェアが高いことが特徴であるといわれている。ただこのことは必ずしも日本に独自の要因ではなく、たとえばHellmann, Lindsey, and Puri (2008)では米国のVC投資のうち10%強のシェアが銀行系VCによるものだと報告されている。本研究ではそのシェアは18%であったことから、日本の現状は米国のそれより高いことが確認できる。さらに日本においては、1999

年以降、銀行が子会社として証券会社を保有することが可能となった。このことにより、IPO前の段階で銀行が子会社を通じた出資を行うこと、さらにはIPOの段階で主幹事証券会社を務めることが可能となった。そのような状況において、銀行系VCによる出資が主幹事証券会社の選択確率に影響を与えるか、さらには主幹事証券会社に対する引受手数料に対して影響をもたらすかを明らかにした。

結果としては、IPO前の段階で銀行子会社VC、あるいは銀行から直接出資を受けている際は、銀行系証券会社が主幹事を務める確率が18%程度高まることが確認できた。

さらに引受手数料との関係を分析した。結果としてそのような案件においては、手数料が低下すること、特に情報の非対称性の程度が高いと考えられる小型企業、IPO時点での収益性が低い企業において顕著に手数料が低下することが明らかとなった。このことより、銀行は自身が保有する企業に関する私的情報を利用して、価格の低下に役立っている可能性が示唆される。ただしこの点については今後、追加的分析が必要になるであろう。

これらを勘案すると、メインバンク関係は主幹事証券会社の選択に対して影響を及ぼし、特に引受手数料の低下という、発行体にとっては正の効果をもたらしていることが明らかになった。

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] TAKAHASHI, Hidenori and YAMADA, Kazuo (2015) "IPOs, growth, and the impact of relaxing listing requirements" Journal of

Banking & Finance 59, 505-519,
doi:10.1016/j.jbankfin.2015.04.029 (査読有).

〔学会発表〕(計 3 件)

[1] KODA, Keiichiro and YAMADA, Kazuo
Role of banks in venture financing 日本経営
財務研究学会全国大会 2015/10/4 九州大
学(福岡県・福岡市)

[2] KODA, Keiichiro and YAMADA, Kazuo
Role of banks in venture financing World
Finance & Banking Symposium 2014/12/13
Singapore (Singapore)

[3] KODA, Keiichiro and YAMADA, Kazuo
Role of banks in venture financing IFABS
Annual Conference 2014/06/19 Bali
(Indonesia).

〔図書〕(計 1 件)

[1] YAMADA, Kazuo (2013) ``*How bank
health affects debt financing and performance
of IPO firms? Evidence from Japanese
financial crisis,*" (ed.) Mario Levis and Silvio
Vismara, Handbook of Research on IPOs
(Edward Edgar Publishers). pp. 552-567.

〔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

山田 和郎 (YAMADA, Kazuo)

長崎大学・経済学部・准教授

研究者番号: 90633404