

IPO における市場間の棲み分けと 主幹事証券会社間の同質化*

翟 林 瑜

要 旨

新規株式公開（以下 IPO）においては、IPO 企業と投資家間の橋渡し役を担う証券取引所が、上場基準と上場後の情報開示ルールの制定等を通じて、IPO 企業の質、従って、IPO 後の企業の経營業績と投資家の投資パフォーマンスに大きな影響を与える。日本では、IPO 企業の選択できる市場として、東証 I・II 部、大証 I・II 部等の本則市場以外に、ジャスダック、東証マザーズ、大証ヘラクレス、名証セントレックス、札証アンビシャスと福証 Q ボードといった 6 つもの新興市場が存在する（ジャスダックは 2007 年 11 月に新しい技術やビジネスモデルを持つ企業向けの新市場「NEO」を別に開設している）。世界でもまれに見る複数の IPO 市場の存在は、投資家と IPO 企業に多くの選択肢を提供しているように見えるが、果たして投資家と企業のためになっているのであろうか。

主幹事引受証券会社も IPO 企業と投資家間の橋渡しの機能を持っている。主幹事証券会社は、引受シンジケートの組成、IPO 企業の上場審査、ブックビルディング、公開価格の決定と IPO 株の販売等において主導的な立場にあり、そのかわり方は IPO 市場同様、IPO 企業の質を規定する。ところで、主幹事証券会社は期待通りの上場審査による企業選別の機能を果たしているのであろうか。

上述の 2 つの問題に答えを見出そうとする本稿では、2001～2006 年に IPO した企業の財務データと株価データを用いて分析した結果、主として以下の 2 つの結論が導かれた。第 1、複数の IPO 市場による IPO 企業の獲得競争が、市場間の棲み分けをもたらし、ジャスダック以外の新興市場における IPO 企業の質の低下を招いている。第 2、IPO 企業の引受において、大手 3 社の証券会社が半

* 本稿を執筆するに当たり、匿名レフェリーから貴重なコメントをいただいた。この場を借りて、感謝の意を表したい。

分以上のシェアを占めるが、その上場審査の質は、他の証券会社とは大差がなく、期待されている IPO 企業選別の機能が果たされていない。

目次

はじめに

- I. データと IPO に関する2つの定型事実
- II. 市場間の棲み分けと IPO 企業の質

III. 主幹事証券会社間の同質化
おわりに

はじめに

新規株式公開（以下 IPO）においては、IPO 企業と投資家間の橋渡し役を担う証券取引所が、上場基準と上場後の情報開示ルールの制定等を通じて、IPO 企業の質、従って、IPO 後の企業の経営業績と投資家の投資パフォーマンスに大きな影響を与える。日本では、IPO 企業の選択できる市場として、東証 I・II 部、大証 I・II 部等の本則市場以外に、ジャスダック、東証マザーズ、大証ヘラクレス、名証セントレックス、札証アンビシャスと福証 Q ボードといった6つもの新興市場が存在する（ジャスダックは2007年11月に新しい技術やビジネスモデルを持つ企業向けの新市場「NEO」を別に開設している）。世界でもまれな複数の IPO 市場の存在は、投資家と IPO 企業に多くの選択肢を提供しているように見えるが、果たして投資家と企業のためになっているのであろうか。まだきちんと実証分析されていないこの問題に光を当てるのは本稿の目的の1つである。

主幹事引受証券会社も IPO 企業と投資家間の橋渡しの機能を持っている。主幹事証券会社は、引受シンジケートの組成、IPO 企業の上場審査、ブックビルディング、公開価格の決定と IPO 株の販売等において主導的な立場にあ

り、そのかわり方は IPO 市場同様、IPO 企業の質を規定する。ところで、主幹事証券会社は期待通りの上場審査による企業選別の機能を果たしているのだろうか。この問題を分析するのは本稿のもう1つの目的である。

本稿では、実証分析を通して主として以下の2つの結論が導かれた。第1、複数の IPO 市場による IPO 企業の獲得競争が市場間の棲み分けをもたらし、ジャスダック以外の新興市場における IPO 企業の質の低下を招いている。第2、IPO 企業の引受において、大手3社の証券会社が半分以上のシェアを占めるが、その上場審査の質は、他の証券会社とは大差がなく、期待されている IPO 企業選別の機能が果たされていない。

I. データと IPO に関する2つの定型事実

1. データと記述統計

本稿で使われるデータは、2001～2006年に IPO した企業を対象にしたもので、その収集は二段階に分けて行われた。第1段階では、IPO 企業の公開日、公募・売り出し株式数、公開価格、主幹事証券会社と上場の証券取引所といった IPO 時のデータを、株式会社 T & C

フィナンシャルリサーチとYahoo!ファイナンスのサイトから入手した。日本でIPOした外国企業は除外された。

第2段階では、IPO企業の経営業績に関する財務データや株価データを日経NEEDS-Financial QUESTから集めた。財務データは金融・証券業企業を除いたデータであり、IPO前の財務データは有価証券報告書提出の企業に限る。株価データは株式分割や配当等の権利落ちで調整されたデータである。財務データと株価データのいずれも、IPO後に上場廃止した企業を含まない。

以上の方法で集められた主要なデータを公開年別に整理した記述統計は図表1に示されている。IPO時の状況を表す列では、公募と売り出しによる調達金額および初期収益率とともに、正の初期収益率の割合（初取引日の終値が公開価格を上回るIPO企業の割合）も記されている。2001～2006年にIPOした企業は936社あり、平均調達金額（中央値）は1200百万円、平均初期収益率（中央値）は40%であった¹⁾。正の初期収益率の割合は、全体では84.62%で、株式市場が好調だった2004年と2005年においてはそれぞれ94.29%と95.57%にも達した。

2. IPOに関する2つの定型事実

IPOに関しては2つの定型事実がある。1つは、IPOに向けて企業の経営業績が良くなるが、IPO後はその経営業績が低下するという「逆V字型経営業績」である。もう1つは、初取引日で実現される初期収益率は高いが、その後、IPO株が株価の下落傾向を強め、投資家の投資パフォーマンスが悪化する、という「幻の初期収益率」である。本格的な分析に入る前にまずこの2つの定型事実を確認しておこ

う²⁾。

(1) IPO企業の逆V字型経営業績

図表1の超過総資本営業利益率は、IPO年を起点(0年)として、その3年前(-3年)～3年後(3年)の7年間における総資本営業利益率の中央値がそれぞれの年次におけるジャスダック上場企業(金融・証券業を除く)の中央値をどれだけ上回ったかを示すもので、各年次におけるIPO企業の相対的経営業績を表す指標である。この指標の推移をIPO前後の14年間(-8年～5年)に拡張し、視覚的に示しているのが図表2である。図表1と図表2からわかるように、公開年前後の数年間において、この指標は、公開年別と全体のいずれも正の値になっている(すなわちジャスダック市場全体の中央値を上回る)が、IPO1年前(-1年)に向けて上昇し、その後時間が経つにつれて低下している。換言すると、IPO企業の経営業績は、IPO1年前(-1年)を頂点に逆V字型の推移を呈している、ということである³⁾。

IPO前後の逆V字型経営業績の背後にある原因としてはIPO企業の3つの機会主義的行動を挙げることができる。1つ目は、企業が費用の繰り延べや収益の繰り上げ計上でIPO前の業績をかさ上げするという「IPO前のお化粧」である⁴⁾。2つ目は、IPOによる創業者利益の実現と持ち株比率の減少で顕在化する経営者のインセンティブの低下、すなわちエージェンシー問題である。3つ目は、自社の経営業績または株式市場が低迷のときIPOを見送るが、好調のときにIPOを行うというタイミングの探索である。

図表1 2001～2006年にIPOした企業の記述統計 (調達金額は百万円, 企業数は社, 他は%)

年	統計量	IPO時の状況			超過総資本営業利益率							超過累積収益率			
		調達金額	初期収益率	正の初期収益率の割合	-3年	-2年	-1年	0年	1年	2年	3年	1年	2年	3年	4年
2001	中央値	1100	20.00	n/a	3.05	5.30	6.97	4.91	1.87	1.88	1.21	-17.82	-33.70	-39.99	-44.31
	平均値	4442	44.08	71.76	2.22	8.19	8.31	6.60	2.70	2.55	2.73	-21.18	-44.10	-40.94	-38.02
	企業数	170	170	170	132	135	141	143	143	143	143	145	144	143	133
2002	中央値	790	9.69	n/a	3.01	5.10	7.98	6.08	4.71	3.21	2.66	-22.94	-29.60	-25.85	-29.50
	平均値	3941	34.63	73.39	3.98	5.35	10.21	7.51	4.82	3.12	3.33	-26.06	-23.16	-24.82	-30.07
	企業数	124	124	124	97	105	110	110	110	110	110	110	109	106	95
2003	中央値	1056	28.57	n/a	3.01	6.53	6.24	5.37	3.73	2.67	1.27	-16.25	-19.95	-42.89	-37.93
	平均値	5481	52.91	85.95	5.12	7.61	10.09	7.81	4.46	2.27	1.30	-10.58	-20.13	-37.04	-64.11
	企業数	121	121	121	96	100	105	107	107	107	107	106	104	95	79
2004	中央値	1452	88.24	n/a	1.80	4.61	6.75	4.94	1.86	1.36	n/a	-27.49	-41.10	-63.65	n/a
	平均値	8154	100.91	94.29	2.16	7.19	8.39	6.30	2.85	1.21	n/a	-27.98	-38.58	-68.15	n/a
	企業数	175	175	175	149	156	161	161	161	161	n/a	162	159	145	n/a
2005	中央値	1178	100.00	n/a	1.73	5.49	7.08	5.50	2.64	n/a	n/a	-33.82	-62.95	n/a	n/a
	平均値	5220	134.44	95.57	-1.52	9.06	10.75	6.99	2.25	n/a	n/a	-40.98	-70.75	n/a	n/a
	企業数	158	158	158	143	150	152	153	153	n/a	n/a	156	146	n/a	n/a
2006	中央値	1314	36.42	n/a	1.82	3.97	6.07	4.32	n/a	n/a	n/a	-56.81	n/a	n/a	n/a
	平均値	8087	76.98	84.57	3.41	9.86	10.82	5.74	n/a	n/a	n/a	-55.25	n/a	n/a	n/a
	企業数	188	188	188	168	177	179	179	n/a	n/a	n/a	182	n/a	n/a	n/a
全体	中央値	1200	40.00	n/a	2.41	5.10	6.76	5.14	2.93	2.03	1.94	-29.67	-39.40	-43.12	-36.60
	平均値	6067	76.46	84.62	2.35	8.09	9.76	6.70	3.26	2.20	2.49	-32.57	-41.44	-44.76	-42.27
	企業数	936	936	936	785	823	848	853	674	521	360	861	662	489	307

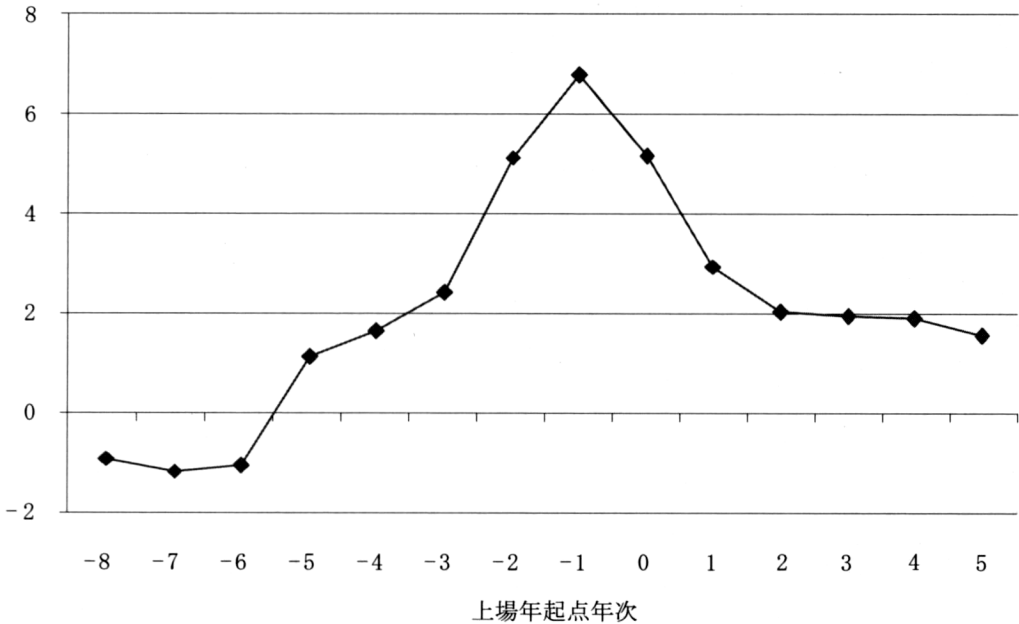
注：超過累積収益率はIPO後に上場廃止した企業を除くIPO企業の2007年末までの利用可能な株価データによるものである。超過総資本営業利益率はIPO後に上場廃止した企業と金融・証券業企業を除くIPO企業の2007年9月までの利用可能な財務データによるものであり、IPO前のデータは有価証券報告書提出の企業に関するものである。なお、IPO時の状況と超過累積収益率を示す列において金融・証券業企業をあえて除外しなかったのは、IPOに関してできるだけその全体像を示すためである。また、これから展開される本稿の分析においては財務データがその分析に用いられる限り、金融・証券業企業が含まれない。

(2) 投資家の「幻の初期収益率」

IPO株に投資する投資家の間では、IPO株を公開価格で買い、上場後すぐ売却すればほぼ間違いなく儲かるという認識が広く持たれている。この認識は、図表1に示したような正の初期収益率の比率と初期収益率の高さによって植え付けられたと考えられる。2001～2006年に

IPOした企業936社のうち、投資家が正の初期収益率を得たのは、その84.62%にも当たる792社で、936社の初期収益率の中央値は40%にも上っている。株式の購入から初取引日までに数日間しかなく、この短い期間で84.62%の勝率で平均的に40%の収益率を実現することができるということは、効率的市場仮説では説明できないパズルである。投資家にとっての高い収益

図表2 超過総資本営業利益率(中央値, %)の推移



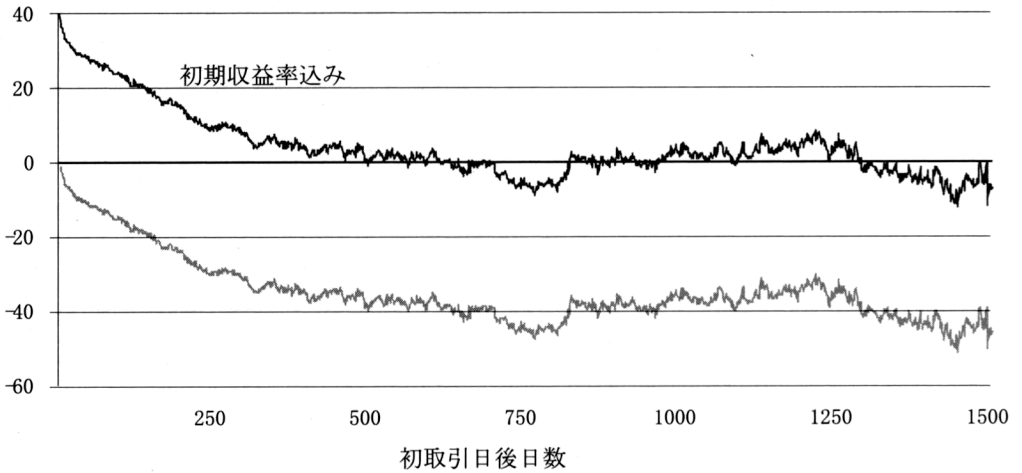
率は IPO 企業にとっては公開価格が過小に評価されたことを意味するので、このパズルが、アンダープライシング・パズルと呼ばれ、多くの研究者の関心を引き付けた⁵⁾。

初取引日で売り抜ける投資家の立場から見れば、IPO 株には大いに投資妙味があるわけだが、公開価格または上場直後の株価で株式を買い、その後ずっと保有していく長期投資指向の投資家の立場から見た場合、長期的投資パフォーマンスが重要になるはずである。これを検証するために、超過累積収益率を図表1に示した。この指標は、IPO 企業の主な上場市場であるジャスダック証券取引所のジャスダック指数を比較のベンチマークとした場合、初取引日の終値で IPO 企業の株式を買ってから1年(250取引日)、2年(500取引日)、3年(750取引日)と4年(1000取引日)が経過した時点の累積収益率の中央値と平均値がベンチ

マークをどれだけ上回ったかを示すもので、上場後の IPO 企業の相対的株価パフォーマンスを表す指標である。

この長期的投資パフォーマンスの日次的推移を視覚的に示すと、図表3となる。図表3では、図表1の超過累積収益率(中央値)を初取引日後の第1500取引日(6年間)まで拡張している。図表1と図表3からわかるように、初取引日の終値で IPO 株を買った投資家の超過累積収益率は、最初の1年間では大きく低下し、その後も悪化し続け、その中央値は3年後-43.12%で、その後少し好転し、4年(1000取引日)後-36.60%となるが、5年後からは再び悪化し、6年後は40%の初期収益率を帳消しにした。超過累積収益率の辿った軌跡は世間で言われる「初値天井」説を裏付けたもので、初取引日で実現される高い初期収益率は、「幻の初期収益率」に過ぎず、その裏返しアンダープラ

図表3 超過累積収益率(中央値, %)の推移



イシングも実は過大な初値によるオーバープライシングに過ぎない、ということの意味している。

長期的投資パフォーマンスの悪化と「幻の初期収益率」の背後には2つの原因があると考えられる。1つは、前述したIPO企業の「IPO前のお化粧」とIPO後のエージェンシー問題等によるIPO後の経営業績の悪化であり、この悪化は当然株価の低迷をもたらす。もう1つは、初取引日とその直後のIPO株に群がってそれを買い漁る投資家の盲目的な群集行動である。この群集行動のために、初取引日の株価がオーバープライシングされ、このオーバープライシングはその後の株価調整を招く。

II. 市場間の棲み分けとIPO企業の質

以上では、IPO企業の逆V字型経営業績と投資家の「幻の初期収益率」というIPOに関する2つの定型事実を確認した。われわれの次の関心は自然にこれらの特徴を持つIPO企業

と投資家間の橋渡し役を務める証券取引所や主幹事証券会社のかかわり方に移る。本節ではまずIPO企業の上場する証券取引所に焦点を当てる。

前述したように、IPO企業にとっては、東証や大証といった本則市場以外にジャスダック、東証マザーズ、大証ヘラクレス、名証セントレックス、札証アンビシャスと福証Qボードといった新興市場もある。この複数のIPO市場は企業の選択肢を広げた半面、IPO企業の数の獲得競争でIPO企業の質の低下をもたらす可能性がある。

この問題を見るために、上場基準の違い等を考慮して市場を東証・大証(東証I・II部と大証I・II部)、ジャスダック(旧店頭市場の時期を含む)とその他新興市場(東証マザーズ、大証ヘラクレス、名証セントレックス、札証アンビシャスと福証Qボード)という3つの市場属性に大別し、その属性別のIPO主要特性を図表4~6にまとめた。図表4からわかるように、東証・大証、ジャスダックとその他新興市場の順に、IPO年の総資産と調達金額が小さ

図表4 市場属性別 IPO 主要特性 (企業数は社, 金額は百万円, 他は%)

市場属性	統計量	上場年総資産	調達金額	初期収益率	日次収益率ボラティリティ
東証・大証	中央値	30405	4725	10.06	2.29
	企業数	115	139	139	125
ジャスダック	中央値	7059	1100	30.00	3.05
	企業数	390	419	419	396
その他新興市場	中央値	2961	978	92.29	4.29
	企業数	348	378	378	355
全体	中央値	5745	1200	40.00	3.46
	企業数	853	936	936	876

注：日次収益率ボラティリティは初取引日から2007年末までの日次収益率の標準偏差である。

くなり (すなわち降順であり), 初期収益率と日次収益率ボラティリティが大きくなる (すなわち昇順である)。

図表5は, 市場属性別超過総資本営業利益率の IPO 前後の推移を示している。パネル A は, IPO 前後の推移とともに3つの市場属性グループ間の差を検定するノンパラメトリック検定の結果をも与えている⁶⁾。パネル B は, IPO 前後の推移のみを図示したものである。図表5からわかるように, IPO 企業の超過総資本営業利益率は, IPO の1年前 (-1年) までは, 東証・大証, ジャスダックとその他新興市場の順で急速に良くなるが, IPO 年 (0年) からは低下に転じ, しかもその低下のペースは同じ順で大きくなっている。これらのことは, IPO 企業の「IPO 前のお化粧」と IPO 後のエージェンシー問題といった機会主義的行動がいずれの市場にも存在するが, その他新興市場において最も顕著であることを示唆している。また, 3つの市場属性グループ間の差の検定においても, 5%の有意水準では, IPO の4年前 (-4年) から4年後 (4年) にかけては, 3つの市場属性グループ間に有意な差が認められたが, その期間の前後においては有意な

差が検出できなかった。この有意水準の変化は別の側面から, 上述した「IPO 前のお化粧」と IPO 後のエージェンシー問題の市場属性グループ間の差異を強く示唆した。

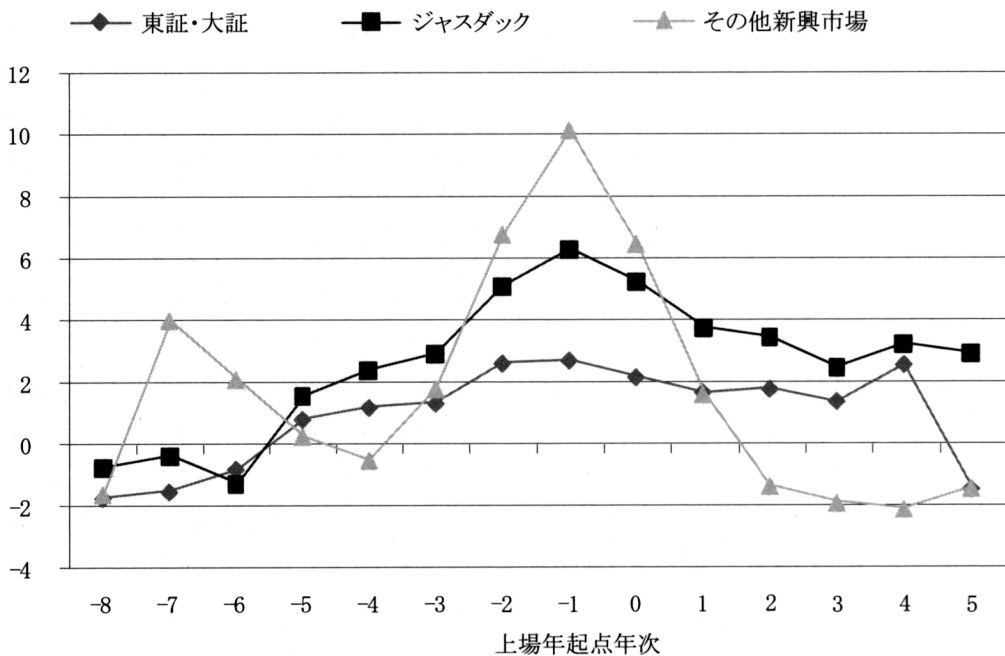
他方, IPO 後の超過累積収益率の推移を示す図表6⁷⁾においては, いずれの市場においても IPO 後の投資パフォーマンスが悪くなるが, その他新興市場の超過累積収益率が最も速いペースで持続的に悪化し, 東証・大証の IPO 企業は, IPO 後2年半まではジャスダック中央値とそれほど変わらないが, その後悪化し, 平均的なジャスダック企業との優劣がつかなくなっている。

図表6を図表5と照らし合わせて考えると, 市場属性間の超過累積収益率の違いに頷けるであろう。その他新興市場の IPO 企業においては, 超過総資本営業利益率の IPO 前の急上昇と IPO 後の急落に見合う形で超過累積収益率の低下が最も顕著である。東証・大証の IPO 企業においては, 超過総資本営業利益率の IPO 前の上昇と IPO 後3年目までの低下が最も緩やかで, それにつりあう形で最初3年間の超過累積収益率低下の程度も最も小さい。ジャスダックの IPO 企業に関してもその超過累積

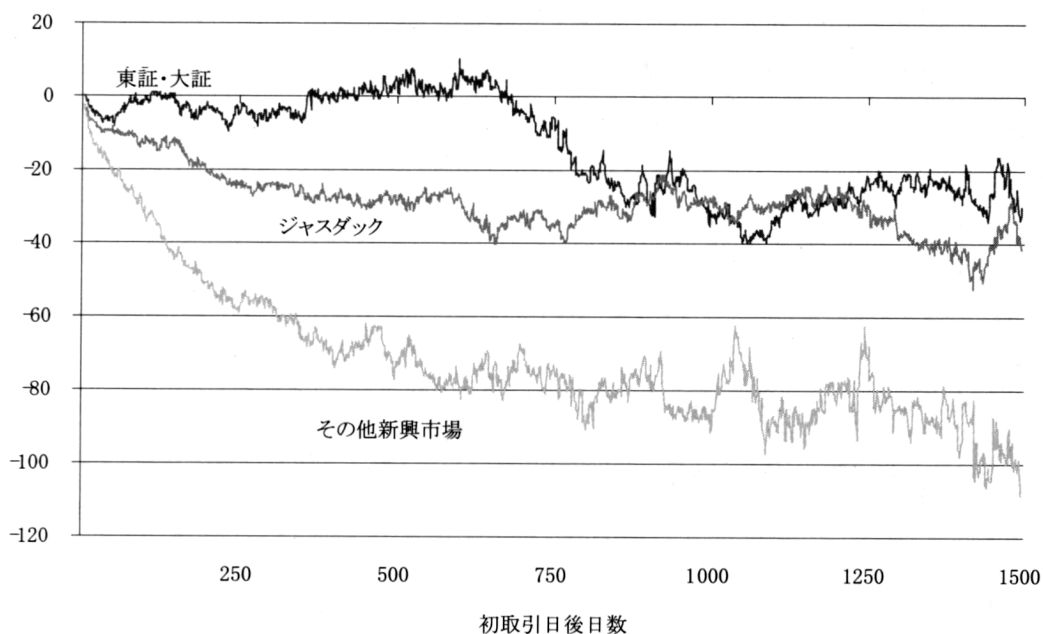
図表5 市場属性別超過総資本営業利益率 (中央値, %)
 パネルA: データとノンパラメトリック検定

上場年起点 年次	東証・大証	ジャス ダック	その他新 興市場	Kruskal Wallis 検定	
				χ^2	有意確率
-8	-1.66	-0.67	-1.54	1.28	0.35
-7	-1.45	-0.33	4.00	2.25	0.06
-6	-0.74	-1.22	2.13	1.44	0.12
-5	0.85	1.59	0.30	2.95	0.07
-4	1.23	2.42	-0.47	2.97	0.00
-3	1.35	2.93	1.81	2.77	0.01
-2	2.62	5.09	6.74	2.91	0.00
-1	2.71	6.30	10.04	8.32	0.00
0	2.18	5.23	6.43	0.02	0.00
1	1.70	3.79	1.64	2.34	0.00
2	1.80	3.46	-1.30	4.89	0.00
3	1.41	2.53	-1.84	0.64	0.00
4	2.58	3.25	-2.04	0.58	0.00
5	-1.39	2.94	-1.38	2.71	0.23

パネルB: 図



図表6 市場属性別超過累積収益率（中央値、%）の推移



収益率の推移が超過総資本営業利益率の推移に見合っている。

ところで、マザーズやヘラクレス等の新興市場がそもそも成長性の高いベンチャー企業向けの市場として位置付けられていることを想起すると、市場属性別 IPO 企業の成長性に違いがあるかどうかはわれわれの関心事の1つになるであろう。そこで、IPO 企業の売上高対前年増加率がジャスダック上場企業の中央値をどれだけ上回るかを表す超過増収率、および当期利益対前年増加率がジャスダック企業の中央値をどれだけ上回るかを表す超過増益率をそれぞれ用いて、市場属性別 IPO 企業の成長性を図表7で示した。

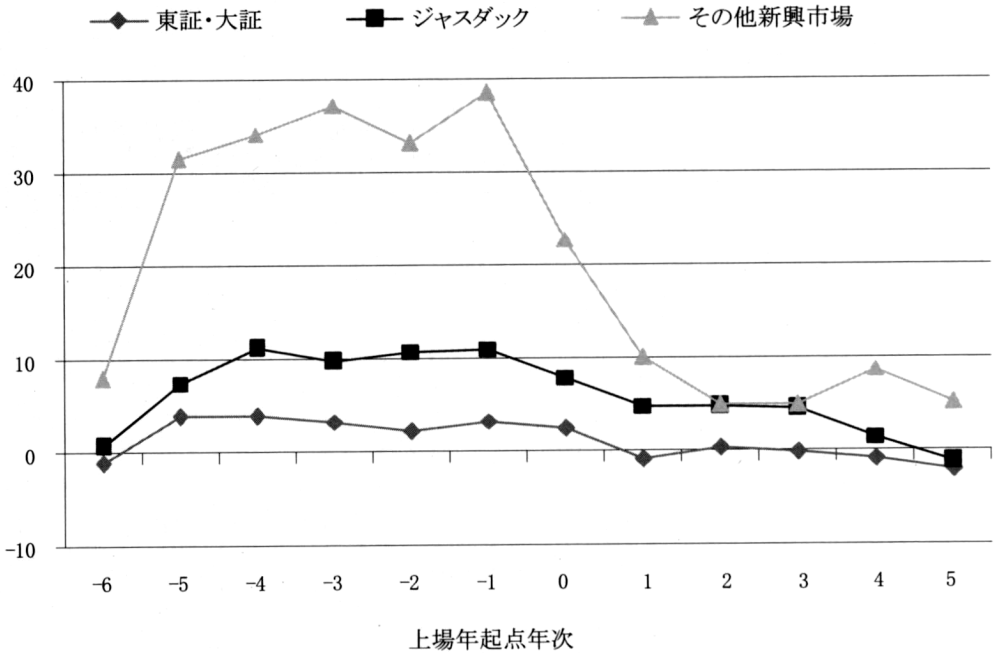
図表7のパネルAからわかるように、増収率においては、東証・大証、ジャスダックとその他新興市場の順で高くなり（すなわち昇順であり）、とくに IPO1 年前（-1年）まではそ

の他新興市場の IPO 企業の成長が著しい。しかしながら、IPO 後には、その成長性が急速に低下している。そのうえ、パネルBが強く示唆しているように、その他新興市場の IPO 企業の売上の伸びは必ずしも利益の伸びに結び付くとは限らない。これらのことは、成長の持続性と成長の質の視点から改めて上述した「IPO 前のお化粧」と IPO 後のエージェンシー問題の市場属性グループ間の差異を強く示唆した。

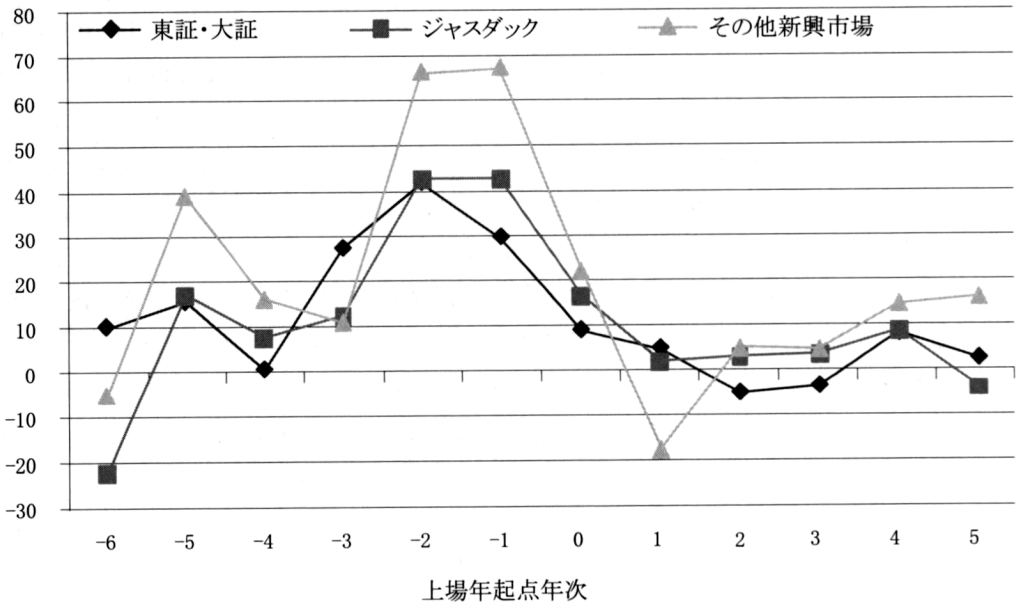
以上のことを要約すると、以下の通りになる。複数の IPO 市場の下では、比較的規模が大きく、質が良い企業は東証・大証とジャスダックに、比較的規模が小さく、質が低い企業はその他新興市場に、それぞれ IPO する形で、IPO 企業の棲み分けができています。この棲み分けは、上場基準が比較的に厳しい東証・大証とジャスダックによる IPO 企業の選別が

図表7 市場属性別成長性の推移

パネルA：超過増収率（中央値，％）



パネルB：超過増益率（中央値，％）



図表8 主幹事証券会社属性別 IPO 主要特性 (企業数は社, 金額は百万円, 他は%)

主幹事属性	項目	上場年総資産	調達金額	初期収益率	日次収益率ボラティリティ
大手3社	中央値	8328	1800	28.57	3.16
	企業数	460	513	513	476
中堅	中央値	4236	780	51.62	3.55
	企業数	286	308	308	291
中小その他	中央値	2586	825	75.96	4.17
	企業数	107	115	115	109
全体	中央値	5745	1200	40.00	3.46
	企業数	853	936	936	876

機能しており、上場基準の緩いその他新興市場が「レモンの市場」化していることを意味する。

Ⅲ. 主幹事証券会社間の同質化

本節は主幹事証券会社について考察する。図表8においては、主幹事証券会社を、大手3社、中堅と中小その他という3つのカテゴリーに分けてその属性別のIPO主要特性を示している⁸⁾。図表8からわかるように、大手3社、中堅と中小その他の順に、IPO企業の上場年総資産と調達金額が小さくなり(すなわち降順であり)、初期収益率と上場後の日次収益率のボラティリティが大きくなる(すなわち昇順である)。

この主幹事属性間の差は、一見すると、図表4における市場属性間の差と似ているようである。しかし、図表4と対比すればわかるように、主幹事属性間の初期収益率や日次収益率ボラティリティの差が総じて市場属性間のそれより小さい。これは、上場審査能力が比較的に高く、投資家やIPO企業の評判を比較的に重視するといわれる大手3社の上場審査による選別

が上場基準の厳しい東証・大証とジャスダックによる選別ほど機能しない可能性を示唆している。この可能性を詳しく見るために、主幹事属性別の超過総資本営業利益率と超過累積収益率をそれぞれ図表9と図表10に示した。

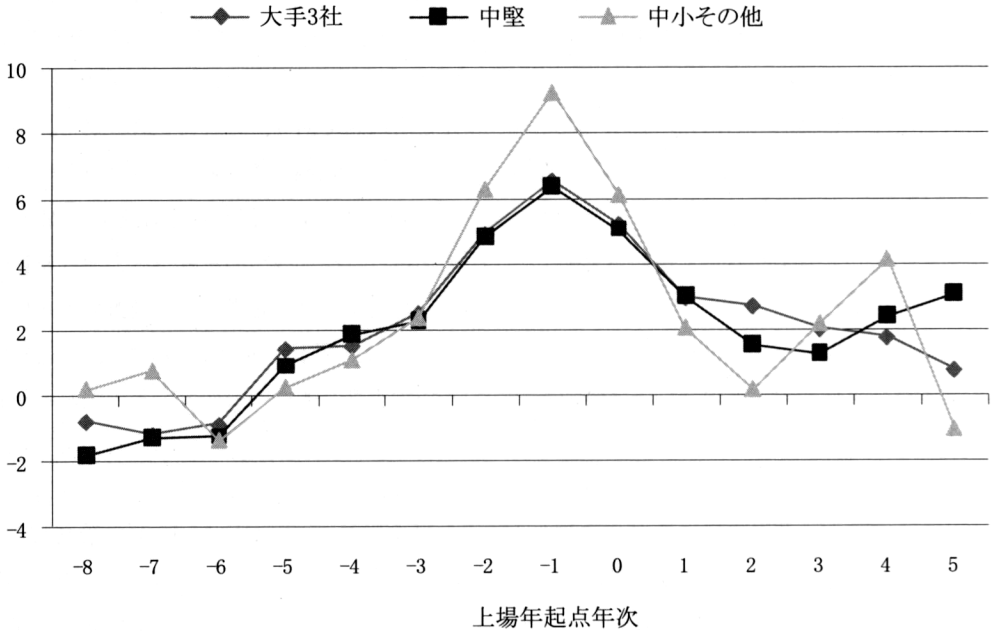
この2つの図表より以下の3点が要約できよう。第1、すべての主幹事属性にわたって逆V字型超過総資本営業利益率の推移と超過累積収益率の低下が共通に観察された。第2、中小その他の証券会社においては、IPO前の業績改善のペースとIPO後の業績悪化のペースがともに急であり、それに見合う形で、中小その他の証券会社が主幹事として引き受けたIPO企業の超過累積収益率の悪化が最も顕著である。第3、3つの主幹事証券会社属性別グループ間における超過総資本利益率の差は上場年起点のいずれの年次においても有意ではなく、大手3社と中堅の間ではその差がとりわけ小さい。

ところが、以下の分析でわかるように、これらの主幹事証券会社も、IPO企業同様、IPO市場に棲み分けしており、図表8～10に示された主幹事属性間の差は、主幹事証券会社間の機能の差というよりも、それぞれ棲み分けしてい

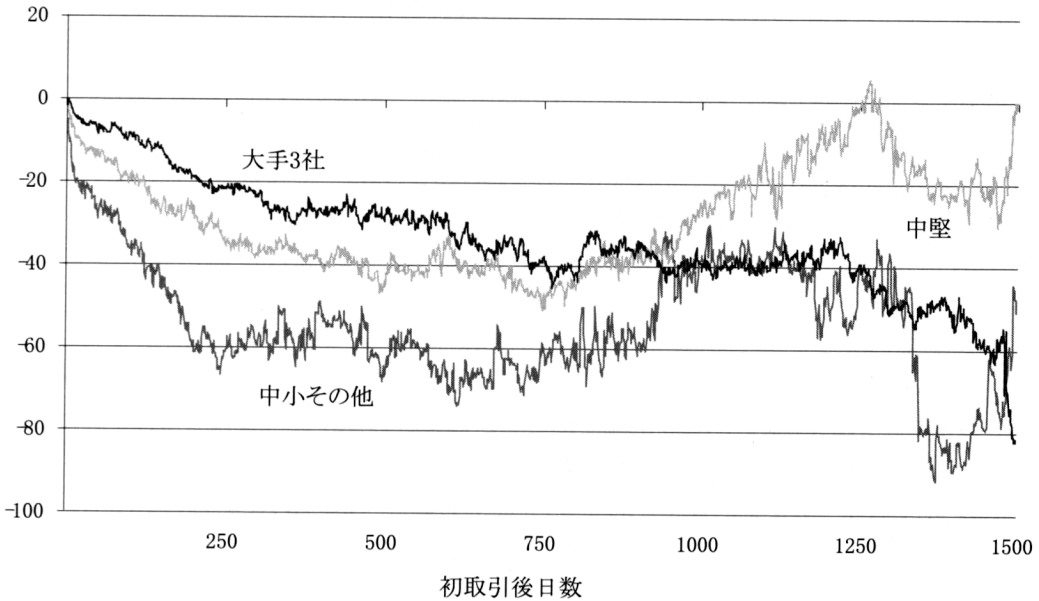
図表9 主幹事属性別超過総資本営業利益率 (中央値, %)
 パネルA: データとノンパラメトリック検定

上場年起点 年次	大手3社	中堅	中小	Kruskal Wallis 検定	
				χ^2	有意確率
-8	-0.77	-1.79	0.29	1.28	0.53
-7	-1.17	-1.24	0.84	2.25	0.33
-6	-0.87	-1.22	-1.25	1.44	0.49
-5	1.41	0.89	0.34	2.95	0.23
-4	1.50	1.83	1.16	2.97	0.23
-3	2.47	2.22	2.42	2.77	0.25
-2	4.84	4.75	6.27	2.91	0.23
-1	6.45	6.27	9.15	8.32	0.02
0	5.13	4.98	6.10	0.02	0.99
1	2.93	2.96	2.12	2.34	0.31
2	2.68	1.50	0.26	4.89	0.09
3	1.99	1.27	2.24	0.64	0.73
4	1.74	2.39	4.16	0.58	0.75
5	0.76	3.03	-0.94	2.71	0.26

パネルB: 図



図表10 主幹事属性別超過累積収益率（中央値）の推移



る市場間の差を反映しているに過ぎず、必ずしも大手3社の上場審査の質が高いことを意味しない。

まず、IPO市場における主幹事証券会社の棲み分けを、市場属性別と主幹事属性別のIPO企業数のクロス分布表である図表11で確認しよう。図表11を観察すると、IPO企業の引受において、全体の半分強を獲得している大手3社は、東証・大証のほとんど、ジャスダックの大半とその他新興市場の三分の一強を抑え、中堅は、ジャスダックとその他新興市場のそれぞれの三分の一強、中小その他は主として大手と中堅の取り残したその他新興市場の一角を獲得する、という形で一種の棲み分けができています。

次は、異なる主幹事属性間の差がそれぞれ棲み分けしている市場の差を反映しているに過ぎず、各市場の中において主幹事証券会社の差はあまりないことを、各市場の主幹事属性別

IPO特性を示す図表12で確認しよう。初期収益率については、東証・大証とジャスダックにおいては、大手3社の優位性がある程度観察されるものの、大手3社と中堅の差が小さく、その他新興市場においてはその差が逆転さえしていることは注意に値する。初期収益率の差は、上場審査の質の差を反映しているというよりも、単なる大手3社ほど、その名声と販売力が高いので、強気に公開価格を設定しても完売できるということを意味する可能性が高い。それを整合的に示唆しているのは、図表12の超過総資本営業利益率と超過累積収益率である。東証・大証においては、むしろ大手3社の方が、超過総資本営業利益率の逆V字型推移と超過累積収益率の低下のパターンがより顕著である。ジャスダック市場とその他新興市場においては、超過総資本営業利益率の逆V字型推移と超過累積収益率の低下のパターンが大手3社、中堅と中小その他の間では本質的違いはな

図表11 市場別と主幹事別 IPO 企業数のクロス分布表

		主幹事属性			合計
		大手3社	中堅	中小その他	
市場属性	東証・大証	120	17	2	139
	ジャスダック	246	150	23	419
	その他新興市場	147	141	90	378
合計		513	308	115	936

い。例えば、その他新興市場における主幹事属性別の超過総資本営業利益率を IPO 前後の5年間（-5年～5年）に拡張して視覚的に示すと、図表13になるが、主幹事属性間の差はほとんどないことが明らかである。

市場全体における主幹事属性間の差がそれぞれ棲み分けしている IPO 市場の差を反映しているに過ぎず、各市場において主幹事証券会社の間で本質的な差がなかったこと的主要原因として、証券会社が魅力的な引受手数料を手に入れるために⁹⁾、IPO 企業に対して横並び的で形式的にしか上場審査を行っていないことにある、と推察できる。主幹事証券会社間の上場審査の同質化と形式化は市場全体とくにその他新興市場の IPO 企業の質の低下に拍車をかけたと考えられる。

おわりに

経済が成熟化と低成長の時代を迎え、ベンチャー企業や中小企業による経済活性化の必要性が高まる近年においては、これらの企業の目指す目標でもあり、新たな飛躍のための資金調達的手段でもある IPO のあり方が極めて重要である。しかしながら、現実の IPO に目を転じると、ベンチャー企業や中小企業のための新

興株式市場であるジャスダック、東証マザーズと大証ヘラクレス等が長い間低迷しており、IPO 後の企業不祥事も後を絶たない。IPO 株に投資した多くの投資家は痛手を受け、新興市場に対して不信感を募らせている。このような状況下において、本稿の分析からは以下の政策的インプリケーションが得られる。

第1、複数の市場とくに新興市場の存在が IPO 企業の質の低下と玉石混淆をもたらす一因であるので、IPO 市場を集約化する必要がある。新興市場の間で繰り広げられている IPO 企業の獲得競争が IPO 企業数の獲得合戦になっており、肝心の IPO 企業の開示した情報の質に関してはむしろその低下、つまり「レモンの市場」化を招いている。IPO 企業の質の低下は、痛手を受けた投資家の新興市場に対する不信を募らせるばかりではなく、本当に成長性の高い良質の企業に IPO を断念させる恐れがある。今の情報化時代では地域ごとに証券取引所を開設する意味がもはやなくなり、責任不在下の取引所間の競争は投資家の保護にむしろマイナスに働く。ベンチャー企業や中小企業向けの IPO 市場を一本化することにより、責任の所在が明確になり、企業の開示した情報の質が良くなり、本当の意味において今は赤字だが将来は有望な成長企業に成長の道を開き、投

図表12 各市場の主幹事属性別IPO特性（企業数は社、金額は百万円、他は%）

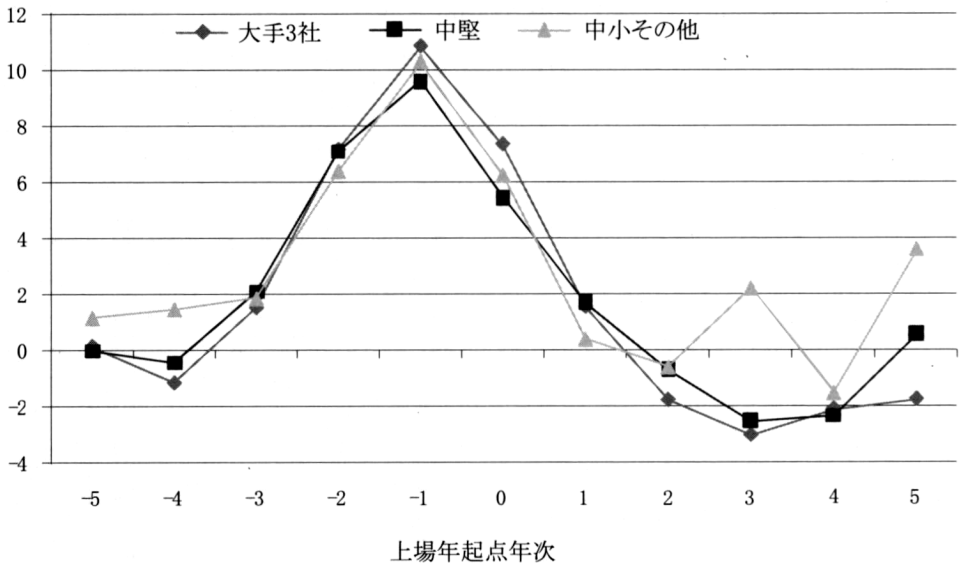
市場属性	主幹事属性	統計量	初期収益率 (%)	超過総資本営業利益率							超過累積収益率			
				-3年	-2年	-1年	-0年	1年	2年	3年	1年	2年	3年	4年
東証・大証	大手3社	中央値	9.47	2.06	2.75	3.61	3.01	2.12	2.37	1.82	-2.14	4.00	-22.23	-37.64
		企業数	120	92	94	97	99	73	59	44	106	77	61	43
	中堅	中央値	19.09	0.41	0.48	0.19	-0.34	0.48	-1.76	-1.46	-8.48	-4.80	8.57	-17.44
		企業数	17	14	14	15	15	13	11	3	16	13	11	4
	中小その他	中央値	37.37	-1.38	-1.39	1.05	1.57	2.12	3.00	4.20	-18.88	21.70	47.13	89.53
		企業数	2	1	1	1	1	1	1	1	2	1	1	1
	市場別計	中央値	10.06	1.35	2.62	2.71	2.18	1.70	1.80	1.41	-3.39	3.10	-5.81	-34.65
		企業数	139	107	109	113	115	87	71	48	124	91	73	48
ジャスダック	大手3社	中央値	25.75	3.16	5.09	6.77	5.14	4.25	4.03	3.20	-21.94	-28.45	-33.69	-29.50
		企業数	246	220	223	228	228	193	154	116	230	186	138	89
	中堅	中央値	33.58	2.87	4.37	5.23	5.41	3.70	2.71	2.07	-28.28	-30.80	-38.19	-17.62
		企業数	150	140	141	141	141	122	100	78	138	116	91	65
	中小その他	中央値	41.67	3.34	6.72	7.36	5.00	4.36	1.09	2.07	-30.43	-18.00	-8.00	-37.51
		企業数	23	19	20	21	21	20	16	12	21	20	15	11
	市場別計	中央値	30.00	2.93	5.09	6.30	5.23	3.79	3.46	2.53	-22.47	-28.45	-34.69	-26.57
		企業数	419	379	384	390	390	335	270	206	389	322	244	165
その他新興市場	大手3社	中央値	87.50	1.56	7.04	10.63	7.22	1.59	-1.65	-2.87	-48.70	-69.25	-70.33	-84.03
		企業数	147	116	125	131	133	101	75	52	134	100	73	45
	中堅	中央値	96.67	2.11	6.98	9.42	5.37	1.73	-0.59	-2.38	-49.40	-62.00	-71.45	-83.24
		企業数	141	112	124	129	130	89	65	32	130	89	62	28
	中小その他	中央値	93.04	1.89	6.28	10.07	6.14	0.47	-0.48	2.24	-65.99	-81.40	-78.84	-92.86
		企業数	90	71	81	85	85	62	40	22	84	60	37	21
	市場別計	中央値	92.29	1.81	6.74	10.04	6.43	1.64	-1.30	-1.84	-55.39	-70.60	-72.69	-84.42
		企業数	378	299	330	345	348	252	180	106	348	249	172	94
全体	大手3社	中央値	28.57	2.47	4.84	6.45	5.13	2.93	2.68	1.99	-21.94	-29.90	-39.33	-39.31
		企業数	513	428	442	456	460	367	288	212	470	363	272	177
	中堅	中央値	51.62	2.22	4.75	6.27	4.98	2.96	1.50	1.27	-35.02	-44.85	-50.77	-25.55
		企業数	308	266	279	285	286	224	176	113	284	218	164	97
	中小その他	中央値	75.96	2.42	6.27	9.15	6.10	2.12	0.26	2.24	-60.20	-63.70	-60.37	-39.25
		企業数	115	91	102	107	107	83	57	35	107	81	53	33
	市場別計	中央値	40.00	2.41	5.10	6.76	5.14	2.93	2.03	1.94	-29.67	-39.40	-43.12	-36.60
		企業数	936	785	823	848	853	674	521	360	861	662	489	307

資家も自己責任のもとで成長企業の発掘と育成に努めるであろう。

株式市場が低迷し、IPO数も劇的に減少する中、この乱立状態に終止符を打ち、新興市場

を統廃合する機運が高まっている。その幕開けともいべきか、大阪証券取引所によるジャスダック証券取引所の子会社化が正式に決まった。新興市場全体についても、日証協、ジャス

図表13 その他新興市場における主幹事属性別の超過総資本営業利益率 (中央値, %)



ダックと大証の間で、専門委員会を設置してそのあり方を検討しようとする動きもある。しかしながら、各証券取引所の思惑が様々だし、地元経済活性化の旗印を掲げる地方証券取引所の抵抗も根強いので、さらなる新興市場の改編が難しいかもしれないが、本稿からの示唆としては、IPO企業の質が比較的良好なジャスダックに新興市場を集約化した方が望ましいであろう。

第2、投資家の利益を保護し、新興市場に対する投資家の信頼を回復するには、「IPO前のお化粧」とIPO後のエージェンシー問題といった機会主義的行動を抑制しなければならないが、そのためには主幹事証券会社の上場審査と上場後の監督の機能を高める必要がある。しかし、上場審査に関する証券業協会の自主ルールや証券取引所の上場審査基準の強化に頼るだけでは限界がある。主幹事証券会社間の上場審査の同質化と形式化を改めて上場審査の質を高めるとともに、上場後のIPO企業のコーポ

レート・ガバナンスを改善するには、英国、カナダと香港で採用されているスポンサー制度が参考になる。この制度の眼目は、主幹事証券会社に、IPO時の目論見書や財務諸表の審査だけでなく、IPO後の一定期間内に情報開示やコーポレート・ガバナンスに対する指導と監督をも義務づけることにある。主幹事証券会社は、ある程度の連帯責任を負うようになるので、かなり真剣にIPO企業の事前審査と事後監督に当たるようになり、それにより、「IPO前のお化粧」による経營業績の水膨れが減り、IPO後のエージェンシー問題も緩和されるであろう。

注

- 1) 本稿は平均の尺度としてなるべく中央値を使うことにしている。その理由は、IPO企業のばらつきが大きく、平均値は極端値に影響されやすいからである。
- 2) 翟 (2009) は本稿と同じデータベースを用いてこの2つの定型事実について詳しく分析している。他の最近の研究としては、1番目の定型事実について1992年から2002年2月にかけてジャスダックに株式公開した企業を

- サンプルに分析した阿部 (2005)、2 番目の定型事実について1980年から1997年まで米国で株式公開した企業をサンプルに分析した Purnanandam and Swaminathan (2004)がある。
- 3) 本稿では、IPO 企業の経営業績の指標として本業の収益性を示す総資本営業利益率を使用しているが、自己資本利益率、増収率と当期利益増益率を使っても同じ傾向が見られた。なお、本稿では、IPO 企業と比較するためのベンチマークであるジャスダック上場企業の両方において上場廃止した企業が除かれているために、そのいずれにもサバイバルバイアスが存在している。したがって、本稿における IPO 企業のパフォーマンスには若干の過大評価がある。
- 4) 「IPO 前のお化粧」については多くの研究が行われてきた。永田 (2007) と Teoh et al. (1998) を参照された。
- 5) アンダープライシングに関する研究のサーベイとしては Ritter and Welch (2002) と翟 (2006) がある。
- 6) ノンパラメトリック検定として Kruskal Wallis 検定を使用した。この検定は2つ以上のグループ間の差の検定に用いられるものであり、2つのグループ間の差の検定に使われる Mann-Whitney 検定の拡張版である。
- 7) 3つの市場属性別グループ間における超過累積収益率の差がほとんどの時点において有意であるが、紙幅の関係でそれに関する検定を省いた。後述する主幹事属性別グループ間の差に関しても同様である。
- 8) 大手3社(カッコ内は引き受けたIPO数、以下同)は、野村 (207)、大和 (173) と日興 (133) である。大手3社以外については、2001-2006年というサンプル期間中、証券会社間の合従連衡が繰り返されてきたことを踏まえたうえで、その証券会社の規模(サンプル期間中に引き受けたIPOの実績等)と沿革(3メガバンク系、新興系と外資系等)を総合的に考慮した形で、中堅と中小その他に分類した。中堅(308)に分類されたのは、新光(109)、みずほ(37)、みずほインベスターズ(24)、東京三菱(1)、東京三菱UFJ(1)、三菱UFJ(19)、三菱(22)、UFJ(40)、東海(1)、東海東京(14)、国際(19)、SMBCフレンド(7)と東洋(14)である。中小その他(115)に分類されたのは、HS(27)、いちよし(14)、KOBE(11)、ディー・ブレイン(11)、コスモ(9)、明光ナショナル(8)、HSBC(6)、マネックス(4)、GS(1)、楽天(4)、FB(4)、つばさ(3)、SBIイー・トレード(2)、メリルリンチ(2)、NIS(2)、UBS(1)、イー・トレード(1)、コメルツ(1)、さくらフレンド(1)、ライブドア(1)、岡三(1)と丸八(1)である。なお、IPOを引き受けた時点の主幹事証券会社の状況を反映させるために、主幹事証券会社の名

前をあえてIPO時の証券会社名で記し、再編後の現社名については紙幅の関係で省いた。

- 9) 新規株式公開目録見書における公開価格(すなわち発行価格)と引受価格の差を公開価格で割ることによって求められる引受手数料率は、大体5-9%の間に分布しており、最も多いのは6%前後である。

参 考 文 献

- 阿部圭司 (2005) 「JASDAQ 市場における新規株式公開の長期パフォーマンス」『高崎経済大学論集』第48巻第1号, pp.33-44。
- 翟林瑜 (2006) 「IPO 市場に関する“賢者君子の世界観”と“俗人の世界観”(上)、(下)」日本証券経済研究所『証券経済研究』第53号 (pp.147-159)、第54号 (pp.43-68)。
- 翟林瑜 (2009) 「IPO における逆 V 字型経営業績と『幻』の初期収益率」『証券アナリストジャーナル』第47巻第2号, pp.80-92。
- 永田京子 (2007) 「新規株式公開における利益調整とプライシング」『証券アナリストジャーナル』第45巻第9号, pp.56-67。
- Purnanandam, A. and B. Swaminathan (2004), “Are IPOs Really Underpriced?” *Review of Financial Studies* 17(3), 811-848.
- Ritter, J. and I. Welch (2002), “A Review of IPO Activity, Pricing and Allocations,” *Journal of Finance* 57(4), 1795-1828.
- Teoh, S., I. Welch and T. Wong (1998), “Earnings Management and the Long-Run Market Performance of Initial Public Offerings,” *Journal of Finance* 53(6), 1935-1974.

(大阪市立大学大学院経営学研究科教授
中国湘潭大学商学院客員教授)