

学位論文題名

Underpricing, Underwriter Reputation and Venture Capital :
Evidence from the Japanese IPO Market

(アンダープライシング, アンダーライターの名声,
ベンチャーキャピタル: 日本の IPO 市場における実証分析)

学位論文内容の要旨

Abstract

This dissertation investigates underpricing of the Japanese IPO (initial public offering) markets. Changes in the internet, communication and technology industries give driving forces to make initial returns higher than expected. Extreme earnings in the IPO markets cause changes of the relationships among issuing firm, underwriter and investor. This dissertation examines the determinants of underpricing in Japan. It looks at how underwriter reputation, venture capital and high-tech companies affect the level of underpricing. A large sample from TSE, Jasdaq, Mothers, Hercules and regional markets from 1998 to 2001 is empirically analyzed. The sample period is associated with high level of underpricing. In this dissertation, a new method for measuring underwriter reputation is developed and applied it to the Japanese IPO market. The findings suggest that the relationship between underwriter reputation and underpricing depends on where the IPO is priced, reflecting the level of demand for the issue. When there is high (low) demand there is a positive (negative) and significant relationship between underwriter reputation and the level of underpricing. Moreover, this dissertation focuses on the presence of venture capitalists as investors in a firm going public and examines the impact of venture capital involvement on the IPO underpricing. The results show that heavily underpriced IPOs have shifted towards technology stocks and venture capital investment has no significant impact on the level of underpricing.

Keywords: Initial Public Offering, Underpricing, Underwriter Reputation, Venture Capital

学位論文審査の要旨

主査 教授 濱田 康行
副査 教授 岡部 洋實
副査 教授 町野 和夫

学位論文題名

Underpricing, Underwriter Reputation and Venture Capital : Evidence from the Japanese IPO Market

(アンダープライシング、アンダーライターの名声、
ベンチャーキャピタル：日本の IPO 市場における実証分析)

本論文は日本の IPO (Initial Public Offering) すなわち株式公開にかかる諸問題を検証したものである。

日本の IPO は先進国の中では後発で、アメリカなどと比べて事例も少なく、また研究も少ない分野である。1985 年の店頭市場の制度改革を契機に、またベンチャーキャピタルの発展を支援材料に、日本の IPO は増加した。しかし、その主な舞台は、東証一部市場ではなく、店頭市場（現在のジャスダック市場）とその後の様々なジュニアマーケットであった。このため、IPO は学会からも注目されることが少なく、それに係わる諸問題は比較的未開拓の領域として残されたのである。本論文はこうした学会領域の間隙を埋めるひとつの試みである。

本論文の全体を貫くキーワードはアンダープライシング (underpricing) である。これは、IPO 前に示される公募価格と当該株式の公開日の初値または終値の差が顕著なプラスの値を示す現象を示している。つまり、発行者からみて公募価格 (Offer Price) が低すぎることを言う。この現象は、株価の公正性という観点から IPO の盛んなアメリカにおいて問題視され議論の対象となったのである。このキーワードをめぐって本論文は以下のような構成で書かれている。

第 1 章では、IPO をめぐる基本的な事象を説明している。IPO については三人の主要なプレーヤーがいる。発行会社、引受業者 (アンダーライター) そして投資家であるが、それぞれの基本的な役割が示された後、IPO をめぐる標準的なモデルや諸説が紹介される。この章の後半では主要各国 (アメリカ、カナダ、ヨーロッパ諸国、アジア諸国) の IPO の様子が概観され、アンダープライシングが恒常的であることが確認され、最後の日本の IPO が紹介され諸論文が検討されている。ここで表 1 が示され、これまでの諸論文が扱ったサンプル数、対象

期間、そして平均初期収益率が一覧されている。アンダープライシングについて最も流布されている説明は三者間の情報非対称であるが、これだけでは説明できないという批判を持ちつつ以下の独自の展開に移る。

第2章は本論文の核心を成す章である。ここでは、アンダーライター（証券引受業者）の名声に注目している。この考え方はアメリカの研究者（Beatty と Welch）が1996年に発表したものであるが、その後、様々な論者によって精緻化された。多くの論者は、引受業者の名声と初期収益（公募価格と初日の株価の差）に有意の関係があると主張した。このモデルを利用して日本でもいくつかの計測が行われ、同様な結果を得たのであるが、ここにひとつの問題があった。それは、名声とは何か、そしてそれをどう数量化するかということである。

本論文では1998年～2002年までの687のIPOをサンプルとしている。1998年を始点にしたのは、ブックビルディングという公募価格決定方式が1997年9月から開始されたからである。対象は東京証券取引所のみならず、ジャスダック、1999年スタートの東証マザーズ、2000年スタートのナスダックジャパン（現ヘラクレス）そして地方市場を含んでいる。

本論文では、名声を計測するために“引受業者名声指数”（Underwriter Reputation Index）を作成している。その原型は、アメリカの研究者カーターとマナスターが開発しており、これは証券募集に際して発展されるいわゆる墓石広告（tombstone announcements）に依拠している。日本では証券業界の慣習の違いから、これを利用できないので、本論文では独自のインデックスを作成している。それが表2として要約されているのであるが、引受業者の順位（特に主幹事の地位）と引受株数のシェアを勘案して過去の実績から順位付けをするという方法である。計算のみならず、証券業界の近年の再編を考慮に入れ、計算結果の丹念な集約を行っている。結論として日本でも引受業者の名声は公募価格の設定に際して影響を及ぼし、その結果、初期収益率の大小を決めていることを明らかにしている。さらに公募価格が、ブックビルディングの上限、下限、中間のどこに位置するかでケースを三分し、それぞれ名声と初期収益率の関係を解析している。

第3章は、アンダープライシングとベンチャーキャピタル活動の関係を扱っている。ベンチャーキャピタルはIPOの不可欠のプレーヤーではないが、その成否を握る重要な存在である。発行企業にベンチャーキャピタルが投資しているケースをベンチャーバックリング（venture-backing）と呼んでいる。こうであるケースとないケースで、初期収益に違いが出るかどうかを日本のサンプルで検証した。この分野の研究もアメリカではかなり行われているが、大方の結論は逆の相関を認めている。つまり、ベンチャーキャピタルは初期投資者であるから、会社の所有者と同様の行動パターンをとるとされ、そのため公募価格は高いことを望み、結果として初期収益が低くなるというのである。

ところが本論文によれば、ベンチャーキャピタルの存在の有無と初期収益には

有意な関係が認められなかった。つまり、ここではアメリカと日本では違った結論が出たのである。これについて、本論文は、アメリカではベンチャーキャピタルの対象に IT 等のいわゆるハイテク企業が多いのに対して、日本では投資先が小売業から様々な業種に拡散していること、日本とアメリカのベンチャーキャピタルの行動様式の違いなどを説明要因としてあげている。

第4章は本論文で明らかにしたことをまとめ研究の今後の方向性を展望している。

以上のように本論文は、いくつかの功績を示している。①日本における IPO について現在可能な最大限のサンプルを集めていること、②証券取引業者の名声を計算するための日本的方式を示し実際に計算したこと、③ベンチャーキャピタルと初期収益の関係については日本とアメリカでは異なった結論を得たことである

もちろん、本論文にも不足する諸点はある。

引受業者のインデックスが実際のところ順位付けに留まっていること。名声の計算に使用する要素がやや単純で日本の証券業界の歴史や風土を反映したものではないこと。ベンチャーキャピタルの投資が会社の発展過程のどこで行われたか（初期か中期か公開直前か）を考慮していないこと、などである。

しかし、これらの問題点は本論文に固有ではない。この方面の研究が日本ではまだ少なく、研究者の層も薄いことも考慮しなければならない。また、証券業界の慣習という外国人の研究者には極めて困難な対象も含んでいるのである。

以上の所見を総合すると、本論文は、執筆者が自立した研究者としての資格と能力を十分に有することを示しており、本審査委員会は全員一致で本論文を博士（経済学）の学位を授与するに値するものと判断した。