

新興市場と新規株式公開を巡る論点整理

－内外既存研究のレビューと制度設計への示唆－

岩井 浩一*

概 要

本稿は新興市場と新規株式公開に関するレビュー論文である。内外の既存研究を概観することを通じて、本邦市場の制度設計への示唆を引き出すこと、及び、今後の研究課題を整理することを目的としている。

この目的のために、本稿は幅広い論点に亘り新興市場や新規株式公開を考察している。議論は2つの柱から成る。第一は新規株式公開を巡るアノマリーを通じた考察である。具体的には、過小値付け問題（アンダープライシング）、中長期アンダーパフォーマンス、IPO サイクルに注目する。これらアノマリーの発生原因に関する理論・実証分析を概観することを通じて、制度設計上の課題を浮き彫りにする。第二の柱は、新興市場と新規株式公開に係わる各種法制度に関する考察である。価格決定・割当方式、上場基準・上場手数料、新規公開時の情報開示制度、需給調整制度、売買制度、上場廃止制度が本稿の分析対象である。各制度について、それが果たす経済的な機能、その機能が発揮されているかに関する実証的分析を点検することを通じて、制度設計上の留意点を整理する。こうした作業を経たうえで、最後に、今後の制度設計に対する示唆と研究課題を取り纏める。

キーワード：新興市場（junior market）、新規株式公開（IPO）、制度改革

* 金融庁金融研究研修センター研究官

本稿の執筆に当たっては、神戸大学大学院経営学研究科 忽那憲治 教授、慶応義塾大学経済学部 吉野直行 教授（金融庁金融研究研修センター長）、新日本有限責任監査法人 高橋正好 氏、日本証券経済研究所 船岡健太 氏、東京証券取引所 飯田一弘 氏、マネックス・ハンブレクト株式会社 松澤修一 氏から有益な御意見を頂戴した。また、関西学院大学 岡村秀夫 教授、及び、筆者が参加する財団法人日本証券経済研究所 ベンチャーキャピタル研究会のメンバー各位との議論が参考になった。記して感謝を申し上げる。但し、本稿は、執筆者の個人的な見解であり、金融庁及び金融研究研修センターの公式見解ではない。

なお、本稿の内容の多くは、岩井・保田（2010）に依るところが大きい。更に詳細な議論については同論文を参照されたい。

1. はじめに

企業が証券発行を通じて円滑に資金を調達できることは、証券市場を通じた資金仲介及び資源配分が機能するために不可欠である。しかしながら、現実の証券市場において証券発行が円滑に機能しているかについては、相対立する2つの見解が存在することに如実に表れているように、必ずしもコンセンサスは得られていない¹。即ち、証券発行に係わる規制が厳しいために企業の資金調達が実質的に制限されているという見方がある一方で、厳格な規制は資本市場の健全性確保や投資家保護にとって不可欠であるという見解もある。こうした見解の対立は、情報の非対称性が大きい中小・ベンチャー企業の資本市場へのアクセスや新規株式公開の在り方を巡って、一層顕著になる。

本稿では、このトレードオフ問題が顕著となる新興市場²と新規株式公開 (IPO) に着目する。本稿の最終的な目的は本邦新興市場や新規株式公開の問題点とその改善策を考察することである。そのために本稿では、内外新興市場における新規株式公開に関する理論・実証分析を概観する。但し、既に新規株式公開に関して優れたレビュー論文が数多くある³ことを踏まえ、本稿では、これら既存レビューでは余り注目されていない、新興市場や新規株式公開に関する各種法制度の機能、及び、これら制度が市場価格や市場参加者の行動に与える影響に特段の注意を払うことにする。こうした視点から既存研究を概観することによって、制度設計上の課題がより鮮明になると考えられる。

本稿の構成は次の通りである。続く2章では、それ以降の準備作業として、新規株式公開の費用と便益に関するファイナンス理論の考え方や、新規株式公開の一連の実務プロセスを整理し、また、情報の非対称性やエージェンシー問題が具体的にどのようにして発生するかについて考察を加える。そのうえで、新興市場や新規株式公開の望ましい姿について、本稿の立場を明確にする。「望ましい姿とは何か」という議論は、制度改革を議論するうえで欠くことの出来ない論点でありながら、既往の議論では必ずしも明確になっていないと思われる。本稿では、伝統的なファイナンス理論の考え方を援用しながら、この望ましい姿を整理している。具体的には、「資金制約の緩和」、「情報効率性」、「情報の非対称性の緩和」、「取引効率性」、「エージェ

¹ 例えば、Friedman and Grose (2006), Eckbo et al (2007), Carpentier and Suret (2008), 瀧田 (2002)等を参照。

² 新興市場の定義は論者によって異なるものである。例えば、日本証券業協会・新興市場のあり方を考える委員会(2009)は、「新興市場とは、一般的に創業から間もないため財務基盤が十分ではなく新規の資金ニーズのある企業や、成長性のあると思われる企業、一定規模の収益性・継続性のある企業など、多種多様な企業のための取引所市場」と位置付けている。本稿では、より一般的に、中小・ベンチャー企業向けの市場や市場区分を指すものとして用いている。具体的には、本邦については主に、ジャスダック市場 (含む NEO)、東証マザーズ、大証ヘラクレス、福証 Q-Board、名証セントレックス、札証アンビシャスを念頭に置いている。他方、諸外国については、本文では米国 NASDAQ や OTCBB、カナダの TSX Venture Exchange 等の一部の市場 (区分) に関する既存研究を紹介することになるが、一般に junior markets, new markets と呼称される市場 (区分) 全般を想定している。

³ 新規株式公開 (IPO) を巡る既存のレビュー論文としては、例えば、Ibbotson and Ritter (1995), Ritter (1998), Ritter and Welch (2002), Schwert (2003), Ritter (2003a), Ljungqvist (2007), 翟 (2006a,b), 忽那 (2007, 2008)等がある。また、辰巳 (2006a,b,c)は新規株式公開に係わる諸制度も含めて、既存研究をレビューしている。

ンシー問題の抑制」、「投資家保護」、「逆選択・外部不経済性の緩和」、「制度間の整合性」、「国際競争力」というキーワードから整理する。3章と4章は内外市場に関する先行研究のレビューである。3章では、新規株式公開を巡る3つのアノマリー現象（アンダープライシング、中期アンダーパフォーマンス、IPO サイクル）に注目する。これらアノマリー現象を引き起こしている経済主体に着目しつつ、既存の理論研究を紹介し、併せて、内外の実証分析を整理する。他方4章では、新興市場や新規株式公開に係わる各種制度に関する既存研究を概観する。具体的には、「価格決定・割当方式」、「上場基準・上場手数料」、「新規公開時の情報開示制度」、「需給調整制度」、「売買制度」、「上場廃止制度」に注目する。各制度について、それが果たすと期待されている機能を明確にしたうえで、そうした機能が現実に発揮されているかに関する実証分析を紹介する。最終章では、新興市場や新規株式公開に関する未解決の論点のうち、特に重要であると考えられるトピックを整理し、併せて、今後、本邦市場の制度改革を進めていくうえでの留意点を取り纏める。

2. 新興市場と新規株式公開の機能と特徴

2. 1 新規株式公開の費用と便益

実証的な裏付けは必ずしも十分ではないが、企業が何故、新規上場を目指すかを巡って理論的な研究が進んできた。理論研究の基本的な発想は、企業は新規株式公開によるネット便益と株式公開を行わない場合のネット便益を比較衡量して、新規株式公開の意思決定を行っている、というものである。従って、企業の上場意思行動を理解するには、新規株式公開から得られる便益と新規株式公開に要する費用とは何かを理解することが必要となる。

既存研究は費用と便益を概ね次のように整理している（表1参照）。まず便益としては、資本コスト引き下げ、ガバナンス改善、ポートフォリオ分散化、認知度向上、等がある。他方、費用としては、逆選択コスト、各種手数料（直接的コスト）、アンダープライシング（間接的コスト）、秘匿性の喪失、経営権の自由度喪失、等がある。また、上場先市場（区分）の意思決定に関しても同様に、企業はネット便益が最大となる市場（区分）に上場することを選択していると考えられる。但し、企業が上場先市場を比較する際には、上記の費用・便益に加えて、各市場（区分）の有する専門性や投資家層の特性等も考慮しているという報告が見受けられる。

表 1 新規株式公開の便益と費用

便益	
①資本コスト引き下げ	○資本コストの低下は、情報の非対称性の緩和、流動性プレミアムの低下、投資家層の拡大、等を通じて、実現される。
②ガバナンス改善	○上場準備段階における社内管理体制の整備、取引所や投資家等からの規律付け等を通じて、コーポレート・ガバナンス面での改善が実現する。
③ポートフォリオ分散化	○既存株主が上場時に持ち分を売却することを通じて、自らの資産ポートフォリオを分散化・流動化できる。
④認知度向上	○上場によって、製品市場・労働市場における企業認知度が向上する。
費用	
①逆選択コスト	○上場したとしても、企業と投資家間の情報の非対称性が存在する場合には、質の高い企業は自らの質の高さを投資家に十分に理解してもらえないためにコスト（株価のディスカウント、流動性の悪化等として顕現化）を負担する。
②各種手数料（直接的コスト）	○上場を実現させるには、各種手数料・事務経費等（主要なものとして、引受手数料、上場審査手数料、監査費用、人件費、等）を負担する必要がある。
③アンダープライシング（間接的コスト）	○公開価格が市場価格（初値）を下回ることに伴う、資金調達額の減少分（あるいは、資本コストの増加分）を負担しなくてはならない場合がある。
④秘匿性の喪失	○上場に伴い制度開示対象となることにより、競合他社との競争上、公表すると不利になる情報を開示しなくてはならなくなる。
⑤経営権の自由度喪失	○外部株主比率の上昇に伴い、経営権の自由度低下や敵対的買収リスクが生じる場合がある。

（出所）筆者作成

2. 2 新規株式公開の実務フローと利害対立

新規株式公開の一般的な実務フローを概観する。但し、新規株式公開の実務フローは、国によって異なっているほか、利用する価格・割当方式によっても相違する。そこで、ここでは、新規株式公開における利害対立が最も顕著に発生すると考えられているブックビルディング方式に着目し、各国に概ね共通する実務フローを確認しておく。図1は、IOSCO(2007)を参考に、内外各国のブックビルディング方式の平均的な流れを示したものである。一連の手続きのなかで、証券発行を仲介する金融機関（引受証券会社やそのグループ会社）が複数の役割を果たし、また、複数の顧客を相手にすることが確認できる。具体的には、上場前の時点において新規公開予定企業との間で貸借関係を有する銀行が引受業務も担う場合、引受証券会社が公開価格と割当先の両者を決定する状況、ロードショーに参加する機関投資家と参加しない一般投資家が共に引受証券会社の顧客である場合、引受証券会社が上場後の価格安定化策を実施するために自己勘定で市場に参加する状況、等である。

主要プロセスの流れ	利益相反問題に関して注目される状況
上場前	銀行が未公開企業と長期的な取引関係を構築。
上場の検討	未公開企業が上場を検討。その際、取引銀行が引受業務を担う引受仲介者（証券会社）を紹介。取引銀行は自グループ傘下の証券会社を紹介するインセンティブを持つ。
引受仲介業者のアドバイス	引受仲介業者は、上場を希望する企業にとって最適な資金調達方法等に関してアドバイスを提供。
引受条件等の合意	上場希望企業と引受仲介業者の間で、引受仲介業者の役割、手数料等について契約を取り交わす。
デューデリジェンス	引受仲介業者は上場希望企業の財務・事業内容を精査し、その内容を踏まえて、法定開示書類等の作成・準備に協力する。
マーケティング・ロードショー	上場希望企業への投資家の関心を引き出すために、引受仲介業者は機関投資家を中心にしてロードショーを実施する。
需要動向の評価	引受仲介業者はロードショーから得られた情報等を基に、投資家の需要動向を評価し、公募価格・発行株式数等の妥当性を検討する。その際、引受仲介業者は、自グループ内の市場部門（ブローカー・ディーラー）からも需要動向に関する情報を入手する。
ブックビルディングの実施	引受仲介業者がブックビルディング（需要申告）を実施。
公開価格の決定	引受仲介業者が（上場希望企業と協議のうえ）ブックビルディングから得られた情報等を基に公開価格を決定。引受仲介業者は公開価格を機関投資家等に伝達し、機関投資家からの応募数等に目途が立った時点で、引受契約を締結する。
割当の実施	引受仲介業者は割当先・割当数量を決定する。
価格安定化策（market stabilization）の実施	上場後暫くの間は、極端な価格変動が発生しないように、引受仲介業者やそのグループ会社の市場部門（ブローカー・ディーラー）が価格安定化のための取引を行う。

（資料）IOSCO (2007)を基に筆者作成。

図1 新規株式公開プロセスの全体像

次に、ブックビルディング方式において、情報がどのように生産され、価格にどのように反映されるかを確認する。表2は、日本、米国、欧州について、これを示したものであるが、次の諸点が注目される。第一に、仮条件価格（本邦では想定発行価格）から初値が決定される一連の流れのなかで、総じていえば、引受証券会社と機関投資家が新規公開企業や一般投資家と比べて情報面で優位に立つ傾向がある点である。図1でみた通り、引受証券会社は複数の顧客

に対して異なる機能を提供していた。引受証券会社は情報面で優位に立っているのであるから、この優位性を利用して利益相反的な行為を行い得る機会に直面することになる。第二の注目点は、国を問わず、ブックビルディング方式の狙いは、機関投資家から私的情報を収集し、それを価格形成に活かしていく点にあるということである。そして、機関投資家からの情報収集を担うのが引受証券会社となっている。つまり、引受証券会社が情報優位に立つことは、ブックビルディング方式の目的に照らせば当然のこととなる。換言すれば、新規公開企業が引受証券会社に期待している大きな役割の一つは機関投資家から精度の高い情報を集めることにある、と言ってもよい。しかし、やや繰り返しになるが、引受証券会社がこうした役割を果たすほど、引受証券会社や機関投資家という情報優位な市場参加者と新規公開企業や一般投資家という情報劣位な市場参加者間の情報格差が拡大することになり、潜在的な利益相反余地も大きくなるのである。第三に、欧州独特の制度として、グレイ市場の存在を挙げることができる。グレイ市場はブックビルディングの需要申告とはほぼ同じ局面で情報を生産する役割を担っており、この意味で、ブックビルディング方式を補完・代替する効果を持つことになる。つまり、グレイ市場での取引情報は一般に観察できるために、グレイ市場が存在する状況においては、情報優位な市場参加者が利益相反的な行為を取る機会やそのインセンティブが減じると予想される。最後に、我が国独特の価格情報として想定発行価格がある。但し、含まれている情報という意味では、米国の仮条件価格にほぼ相当すると考えることができる。従って、次章以降で紹介する既存研究を解釈する際には、日米両国のこの違いを念頭に置かなくてはならない。

情報の非対称性の議論から類推されるのは、情報優位の市場参加者がその優位性を活かして、利益相反的な行為を行う可能性である。典型的な利益相反行動（利害対立）としては、例えば次のような状況を想定すればよい。第一は、新規公開企業と引受証券会社との利害対立である。新規公開企業の上場目的が資金調達額の最大化である状況において、引受証券会社（主幹事証券会社）が公開価格を最大化するのではなく、割安に設定された新規上場銘柄を得意客（発行市場の投資家）等に優先的に割り当てること等を通じて、収益機会を得ようとする場合が該当する。第二は、新規公開企業と投資家との利害対立である。一般的にいえば、新規公開企業は、自社の事業リスク等に関して、（一般）投資家よりも情報面で優位な立場にある。ここで例えば、公開価格を極力高くしたいと望んでいる新規公開企業が引受証券会社と共謀する等して、公開価格をファンダメンタル価値よりも高い水準（オーバープライシング）に設定したとする。情報劣位の一般投資家が、このことを正確に把握できないまま投資したとすれば、割高な投資から経済的に損失を負うことになる。つまり、情報面で優位な立場にある新規公開企業は、情報劣位の投資家を利用して利益を獲得する誘因を持っていると考えることができるのである。

表2 ブックビルディング方式における各種価格に含まれる情報

		日本	米国	グレイ市場の存在する欧州 ¹
想定発行価格	価格に含まれる情報	公開企業と主幹事証券会社が協議のうえ決定。実態としては、主幹事証券会社が、類似会社の株価等の情報を基に算出した価格からディスカウントして設定している可能性がある。	-	-
	情報格差	主幹事証券会社が公開企業に対して想定発行価格の算定根拠の詳細を伝達していない場合には、主幹事証券会社が想定発行価格の水準の妥当性に関して情報優位となる。上記の伝達の有無にかかわらず、主幹事証券会社は（公開企業を除く）その他の市場参加者に対して、想定発行価格に関して情報優位となる。	-	-
仮条件価格	価格に含まれる情報	プレヒアリングを通じて得られた機関投資家の私的情報が反映される。	主幹事証券会社が決定 ³ 。機関投資家の私的情報は反映されない。仮条件を変更する事例も散見される。	プレヒアリングを通じて機関投資家の私的情報が反映される。
	情報格差	主幹事証券会社が公開企業に対してプレヒアリングで収集した機関投資家の情報を十分に伝達していない場合には、主幹事証券会社は仮条件価格の妥当性に関して情報優位となる。上記の伝達の有無にかかわらず、主幹事証券会社と機関投資家は一般投資家に対して、公開企業の事業内容や企業価値に関して情報優位となる。	主幹事証券会社は他の市場参加者に比べて、仮条件価格の水準の妥当性に関して、情報面で優位に立つ。	主幹事証券会社とプレヒアリングに参加した機関投資家は、仮条件価格の水準の妥当性に関して、他の市場参加者に比べて情報面で優位に立つ。
グレイ市場の取引価格？	価格に含まれる情報	-	-	幅広い機関投資家や個人投資家の取引を通じて決定される。最終取引日の取引価格でより顕著であるが、取引価格は多くの場合、初値と同水準となる。
	情報格差	-	-	グレイ市場の取引情報は一般に公表されるので、全ての市場参加者に等しく情報は行き渡る。この結果、仮条件価格に関する主幹事証券会社の情報面での優位性は、グレイ市場での取引開始と共に減退すると考えられる。
公開価格	価格に含まれる情報	需要積み上げを通じて得られた機関投資家や個人投資家の情報が反映される。但し、主幹事証券会社が何らかの理由から、需要積み上げ等から得られた情報を公開価格に十分に反映しない状況も発生し得る。なお、実態としては、公開価格は多くの場合、仮条件の上限で設定され、仮条件の上限を超えることはほとんどない。	ロードショーや需要積み上げを通じて、機関投資家や個人投資家の情報が反映されていると期待されている。公開価格が仮条件（上限）を超えて設定される事例が散見される。	需要積み上げを通じて、機関投資家や個人投資家の情報が反映されていると期待されている。公開価格が仮条件の上限を越えて設定されることは、ほとんど生じない（仮条件の下限を下回る事例は散見される）。
	情報格差	主幹事証券会社が想定発行価格や仮条件価格の設定に際して収集・利用した各種の情報、あるいは、需要積み上げのなかで入手した情報を公開企業に伝達していない場合には、公開企業に対して、公開価格の妥当性に関して情報優位に立つ。このほか、一般的には、主幹事証券会社やプレヒアリングに参加した機関投資家は、その他の市場参加者（特に一般投資家）に対して、公開価格の妥当性に関して情報優位に立つ。	主幹事証券会社が公開価格の設定に際して収集・利用した情報を公開企業に対して伝達していない場合には、主幹事証券会社やロードショーに参加した機関投資家は公開価格の水準の妥当性に関して、公開企業よりも情報優位に立つ。一般に、ロードショーに参加していない一般投資家は他の市場参加者に比べて情報面で劣位に置かれる。	主幹事証券会社が公開価格の設定に際して収集・利用した情報を公開企業に対して伝達していない場合には、主幹事証券会社やロードショーに参加した機関投資家は公開価格の水準の妥当性に関して、公開企業よりも情報優位に立つ。但し、ロードショーに参加していない一般投資家は、公開価格の水準の妥当性を、グレイ市場の取引価格を参考にすれば、ある程度判断できると考えられる。
初値	価格に含まれる情報	流通市場の投資家の評価が反映される。	流通市場の投資家の評価が反映される。	流通市場の投資家の評価が反映される。
	情報格差	主幹事証券会社やプレヒアリングに参加した機関投資家は、初値の妥当性に関して、その他の市場参加者（特に一般投資家）に対して情報優位に立つ。	主幹事証券会社やロードショーに参加した機関投資家は、初値の妥当性に関して、その他の市場参加者（特に一般投資家）に対して情報優位に立つ。	全ての市場参加者がグレイ市場の取引価格を参考にすることができるので、初値の妥当性に関する情報の非対称性はほとんど発生しないと予想される。

(注) 1. グレイ市場はドイツやイタリア等に存在するが、ここでの記述は主にドイツ市場を念頭に置いている。

2. グレイ市場は、ほとんどの場合、仮条件設定後に開始され、公開価格の設定翌日（上場前日）まで取引される。

3. プレヒアリングは1933年証券法の規制があり実施できないため、機関投資家の私的情報は反映されない。

(出所) 各種資料より筆者作成

2.3 望ましい姿

新興市場や新規株式公開の諸制度は、中小・ベンチャー企業に対してエクイティ・ファイナンスを提供する社会インフラであり、経済全体のイノベーションの源泉の一つとして期待されている。また、欧米諸国では、新規株式公開は資本市場全体の国際競争力を測る一つの目安になるという考え方も広まっているように窺われる。しかしながら、新興市場や新規株式公開が円滑に機能しているか否かをどのように計測するか、あるいは、これら市場の望ましい姿とはそもそもどのようなものか、といった論点については、必ずしも明確な考え方が共有されていないわけではない。そこで本稿では、次章以降で紹介する先行研究の議論と伝統的なファイナンス理論の概念を踏まえて、以下9つの視点で、新興市場と新規株式公開の「望ましき」を捉えることにする。

2.3.1 資金制約の緩和

一般に中小・ベンチャー企業が利用できる資金調達手段は限られている。そして、この資金制約が中小・ベンチャー企業の成長を阻害する要因の一つとして認識されている。とりわけ、研究開発投資が旺盛な企業や事業から産み出されるキャッシュ・フローの不確実性が高い企業では、負債調達だけでは資金制約に直面し易いと考えられるため、新興市場へ新規上場する等してエクイティ・ファイナンスを獲得できることが、事業を継続させ成長させるうえで非常に重要になる。以上より、新興市場や新規株式公開制度の一つの存在意義は資金制約を緩和することにあるといえるだろう。

2.3.2 情報効率性

新興市場に上場する企業は多くの場合、既上場大企業と比較すると、事業内容に関する情報量が少なく、また、事業リスクを評価することが難しいという特徴を有する⁴。新興市場や新規株式公開を通じて発見される価格が、こうした特性を十分に反映できない場合には、価格情報を通じた資源配分に歪みが発生することになる。従って、新興市場や新規株式公開の諸制度が情報効率的であることは、効率的な資源配分を達成するうえで不可欠と思われる。ここで注意を要するのは、新規株式公開における情報効率性という考え方は上場前と上場後の二つの局面で共に成立している必要があるという点である。上場前の情報効率性が確保されるには、市場参加者による情報生産や情報開示制度が機能することが必要となる。他方、上場後の情報効率性が維持されるには、新興市場に上場する企業の諸特性に適した売買手法が選択されていること等が求められる。

2.3.3 情報の非対称性の緩和

既に触れた通り、新規株式公開に際しては、新規公開企業と投資家の間、あるいは、投資家

⁴ 一つの理由は、若い企業の企業価値には成長性等といった無形資産が占める比率が大きいためである（例えば、Ibbotson and Ritter 1995）。本稿では、このような考え方の真偽は問わないで議論を進める。

同士の間等、様々な形で情報の非対称性が発生する。情報の非対称性が存在する場合には、逆選択問題やエージェンシー問題が発生し、最悪の場合には、新規株式公開が機能不全に陥る可能性すらある。従って、新興市場や新規株式公開の諸制度には、この問題を緩和するための仕組みが内在していることが望ましい。なお、情報の非対称性が緩和される具体的なメカニズムとしては、金融仲介者が情報生産を行い、しかも、エージェンシー問題が発生していないこと、制度開示が整備される等し情報生産コストが十分に低いこと、各種のシグナル機能が発揮されていること等がある。

2. 3. 4 取引効率性

新規株式公開が多く、の制度や手続きから構成されるために、新規株式公開を進める企業は様々な外部サービス（引受手数料、監査費用、上場手数料）を利用する必要があり、その結果、各種の費用を負担することになる（前掲表1参照）。企業が上場から得るネット便益は、これらの費用負担が大きいほど減少するのであるから、新規株式公開が円滑に機能するためには、これらの取引費用が極力低いことが望ましい。取引費用が十分に低い水準となるためには、これら外部サービスが競争的に決定されていることが必要となる。また、より多くの投資家が新規公開企業に関心を持つためには、流通市場の投資家が負担する取引費用（売買コスト）が十分に低い水準であることも必要となろう。

2. 3. 5 エージェンシー問題の抑制

前述の通り、新規株式公開に関しては、市場参加者間の利害対立が様々な形で顕現化する。新規公開企業と引受証券会社は引受契約を通じてプリンシパル・エージェントの関係となるが、引受証券会社が、プリンシパルである新規公開企業の意向に沿わない場合には、エージェンシー問題が発生する。典型的な状況としては、引受証券会社が私的利益を優先して、公開価格や新規発行株式の割当先を決定する場合を想起すればよい。こうしたエージェンシー問題が深刻化すると、企業が新規株式公開を手控える、あるいは、新規株式公開に対する投資家からの信任を失うといった事態に陥ることもあり得る。以上を踏まえると、新規株式公開の諸制度や実務慣行において、エージェンシー問題を抑制するメカニズムが内在していることが望ましい。

2. 3. 6 投資家保護

繰り返しになるが、新規株式公開に際しては、様々な情報の非対称性が存在する。この結果、情報優位の立場にある者と情報劣位者の間において、利益相反行為が発生する。一般的にいえば、個人投資家は情報劣位となることが多いため、利害対立が表面化した場合には、一般投資家が不利益を蒙る可能性が高い。従って、新規株式公開の諸制度においては、情報の非対称性を緩和させると共に、投資家保護が確実に担保されていることも必要となろう⁵。

⁵ 同様の問題意識は IOSCO (2007), Kumpan and Leyens (2008)にみられる。

2. 3. 7 逆選択・外部不経済性の抑制

新興市場において上場企業の質に大きな格差が生じることは、十分に想像できる事態であろう⁶。質の異なる企業が混在する結果、逆選択問題や外部不経済性が発生する可能性がある。逆選択問題や外部不経済性は、上場前と上場後のそれぞれの局面で発生し得る。上場前においては、質の悪い企業は、質の高い企業の便益を考慮するインセンティブを持たないのであるから、例えば、引受証券会社や投資家が企業の質を十分に見極められないならば、典型的な逆選択問題が発生する可能性がある。質の高い企業はこの逆選択問題を回避するためにコストをかけて自らの質を示すための努力を強いられるであろう⁷。

他方、上場後にも逆選択問題と外部不経済性が発生する可能性がある。流通市場の投資家が企業の質を見極められない場合には、投資家は全ての銘柄に対して、あるいは、特定の属性を持つ銘柄に対して、追加的なリスクプレミアムを求めることになろう⁸。その結果、企業の質の程度に必ずしも符合しないような形で、株価や流動性（気配スプレッド、デプス、等）の低下が発生したとすれば、これは逆選択・外部不経済性といえる現象であろう。逆選択問題や外部不経済性は資源配分に悪影響を与えるものであるから、新興市場や新規株式公開の諸制度において、これらの問題を解決できるメカニズムが備わっていることが望ましい。なお、これらの問題を緩和するには、情報開示や市場区分等を通じたシグナル効果、上場基準等を通じたスクリーニング、第三者による保証機能、取引所手数料等を通じた制約メカニズム、等を適切に組み合わせることが必要となろう。

2. 3. 8 制度間の整合性

新規株式公開を進めるには、証券・投資家保護法制をはじめ、様々な制度・手続きに則る必要がある。また、新興市場では、その上場対象企業の属性を勘案して、メイン市場とは異なる制度設計（上場基準、売買制度、自主規制、等）が利用されることもある。このように、様々な制度や手続きが錯綜していることを勘案すると、新規株式公開の各種制度が「規制を巡る裁定行動（regulatory arbitrage）」を助長しないように設計されている必要がある。規制を巡る裁定行動が広範化すると、当該裁定行動から不利益を蒙る市場参加者が出てくる恐れがあるだけでなく、これらの市場参加者が市場から離れてしまう可能性も発生するからである。

2. 3. 9 国際競争力

⁶ 例えば、新興市場をメイン市場と比較した場合に、新興市場の方が、企業としての発展段階が大きく異なる企業が上場している、あるいは、多様な業種に属する企業が上昇している、と考えられる場合もある。

⁷ 具体的には、質の高い企業は、(1)（逆選択問題がない状況に比べて）より大きなアンダープライシングを許容する、(2) 高い引受手数料を支払ってでも名声の高い引受証券会社に引受業務を依頼する、(3) 追加的な情報開示を行う、(4) ロックアップ契約を利用する、等という対応を、コストをかけて実施することになろう。なお、これらの対応が、質の悪い企業が存在するために発生しているならば、この状況を一種の外部不経済性として捉えることもできよう。

⁸ 例えば、ある企業の不祥事が市場全体の不信感や、当該企業と似た属性を持つ企業群への不信感に繋がる場合等が、こうした逆選択問題や外部不経済性の事例として考えることができよう。

本邦新興市場が直面する市場間競争は、近年になって、対欧米市場のみならず、対新興国市場（アジア・南米諸国）という性格も帯びてきている。つまり、本邦新興市場は、以前にも増して多くの市場と、上場企業や投資家の獲得競争に直面している。新興市場を資本市場全体の競争力に直結する市場と位置付けるならば、本邦新興市場や新規株式公開に係わる諸制度が新興諸国も含めた国際的な水準からみた場合に、十分競争的であり、魅力的である必要がある。

3. アノマリーを巡る先行研究

3. 1 アンダープライシング

3. 1. 1 アンダープライシングの原因

新規公開企業について最も注目を集めてきた現象はアンダープライシングである。アンダープライシングとは、新規上場銘柄の上場後間もない時点の株価（通常は上場日の終値、初値と呼称される）が公開価格を上回る現象であり、ファイナンス研究者は、この現象を効率的な価格形成への反証（アノマリー）の一つとして長らく注目してきた。アンダープライシングは時期、国、取引所、市場区分を問わず、広範囲に確認されている。また、公開価格の決定方式によって、アンダープライシングの水準が異なるという指摘もある。一般的には、ブックビルディング方式が利用されている場合の方が、入札方式や固定価格方式に比べて、アンダープライシングが大きくなり、また、アンダープライシングの銘柄間の格差も大きくなる傾向があると報告されている。

アンダープライシングの発生・変動原因を巡り、多くの研究が進められてきた⁹。特に、ブックビルディング方式を利用した場合にアンダープライシングが顕著となる傾向があるため、既存研究の多くは、ブックビルディング方式において何故アンダープライシングが大きくなるのかという見地から進められている。以下では、アンダープライシングを引き起こしていると考えられる市場参加者に着目して、アンダープライシングを巡る先行研究を分類し、その概要を紹介する。アンダープライシングを引き起こす市場参加者として、主幹事証券会社、新規公開企業、（流通市場の）投資家の3者に注目する。市場参加者による分類は必ずしも一般的なものではないが、このような分類を行なうことで、本稿の目的の一つである、制度設計へのインプリケーションが幾らか鮮明になると考えられる¹⁰。

(ア) 主幹事証券会社が原因とする見解¹¹

⁹ アンダープライシングに関する代表的なレビュー論文として Ljungqvist (2007), Ritter and Welch (2002), Ritter (2003a), Tinic (1998), 忽那 (2008), 鈴木 (2009), 翟 (2006a,b)等がある。

¹⁰ 以下の議論は、特定の市場参加者の行動だけによってアンダープライシングが発生することを主張するものではない。また、以下で紹介する既存研究がそのような主張を行なっているわけでもない。アンダープライシングは複数の市場参加者の相互作用の結果として生じていると考えるべきあり、ここで紹介する仮説が同時に成立することも十分にあり得ることである。なお、本稿の分類方法に近い考え方をとっている Löffler et al (2005) は、「どの市場参加者が、どのような情報を、何時入手したか」という視点で既存研究を分類している。

¹¹ 以下、(ア)、(イ)、(ウ)で紹介する各仮説の詳細、及び、その参考文献については、岩井・保田 (2010)を参

- エージェンシー仮説
主幹事証券会社と新規公開企業間のプリンシパル・エージェンツ関係に着目し、主幹事証券会社が代理人として引受業務を受託しているにもかかわらず、自らの私的利益のために、価格や割当先を決定する。
- 情報顕示仮説
主幹事証券会社が、適正な公開価格を設定するために必要となる情報を一部の投資家から入手するために、アンダープライシングを利用している。
- 引受リスク回避仮説
主幹事証券会社が、引受業務に関して負うリスク（売れ残りリスク）を引き下げるために公開価格を低水準に設定する結果、アンダープライシングが発生する。
- 訴訟リスク回避仮説
主幹事証券会社が、主幹事を務めた企業の上場後の株価パフォーマンスが悪いことを理由に訴訟を起こされるリスクを減じるために、公開価格を低水準に設定する結果、アンダープライシングが発生する。
- 流動性対価仮説
主幹事証券会社が投資家が要求する流動性プレミアムを勘案し、上場後の流動性が低くなると予想される銘柄に対して、割安な価格に公開価格を設定し、アンダープライシングが発生する。
- 興行主仮説
主幹事証券会社が、自社が販売推奨する新規公開株式では利益が出るという評判（人気）を投資家の間に作り出すために、公開価格を割安な水準に設定する結果、アンダープライシングが発生する。
- ラダリング仮説
主幹事証券会社が割当先の投資家に対して、割安な株式を割り当てる条件として、上場後に買い注文を出すことを求めている（ラダリング）とする仮説。
- プロスペクト理論仮説
主幹事証券会社が、株主や経営者の行動特性（公開価格が仮条件価格よりも上方修正された場合に、自らの富が増加したと考える習性）を考慮に入れ、アンダープライシングを作り出している。

（イ）新規公開企業が原因とする見解

- 勝者の災い仮説
新規公開企業の真の企業価値について、一部の投資家が情報優位な状態にある状況では、当該情報優位投資家とその他の情報劣位の投資家が共に市場に参加するためには、情報劣位の投資家も正の期待収益を抱ける必要があり、そのためにアンダー

照。

プライシングが利用（必要と）される。

- シグナリング仮説
質の高い企業が、自らの質の高さを市場（投資家）に伝えるために、割安な公開価格というコストを支払って、シグナルを送る。
- ガバナンス仮説
新規公開企業の経営者が、上場後の株主構成を自らにとって有利（有益）なものとするために、アンダープライシングを利用する（超過需要を作り出し、割当先投資家一人当たりの割当株数を低位に抑え、外部大株主が発生することを回避する）。
- アナリスト・ガバレッジ仮説
新規公開企業が、引受証券会社から上場後にアナリスト・ガバレッジを受ける（アナリストに好意的なレポートを書いてもらう）ことの対価として、引受証券会社に対して、引受手数料とは別に、アンダープライシングを支払っている。
- スピニング仮説
新規公開企業の内部者（既存株主、経営者）の一部が主幹事証券会社から割安な他社株式を個人的に割り当ててもらい見返りに、自社の引受案件を委託しているという仮説。

（ウ）投資家センチメントが原因とする見解

- 投資家センチメント仮説
センチメント投資家（楽観的な投資家）と情報投資家（ファンダメンタル価値を把握している投資家）が存在する状況において、新規公開企業が公開価格をファンダメンタル価値よりも高く、センチメント投資家が抱く適正価格よりは低く設定する結果、アンダープライシングが発生する。
- 情報カスケード仮説
投資家が新規公開株への投資を判断する際には、他の投資家が購入しているかどうかを参考にしながら投資判断を下す傾向があると考えられる。新規公開企業が、この投資家特性を考慮に入れ、公開価格を割安な水準に設定する結果、アンダープライシングが発生する。

3. 1. 2 諸外国の先行研究

前述の通り、アンダープライシングは、時期、国、取引所、市場区分を問わず広範囲に発生していることが確認されている。表3は世界各国のアンダープライシングを一覧にしたものである。但し、アンダープライシングの発生原因については、過去30年以上に亘り、理論・実証の両面で数多くの研究が進められてきたものの、未だにコンセンサスが得られているわけではない。特に、新規公開企業が何故アンダープライシングを認めているかについては、分析対象とする国や時期によって異なった実証結果が得られており、統一的な理解の障害になっている。こうしたなか、Loughran and Ritter (2004)は、新規公開企業が上場に際して重視する目的が時期

によって変化してきた可能性に注目している。彼等は、企業の目的関数が次式のように、新規株式公開時の調達額、上場後の追加資金調達額、そして、スピニング等により経営者等が得る追加収入（サイドペイメント）の3つの構成要素から成ると定式化し、各要素のウェイト（ α ）が時間と共に変化している可能性を指摘している。

$$\alpha_1 * \text{調達額} + \alpha_2 * \text{将来の調達額} + (1 - \alpha_1 - \alpha_2) * \text{サイドペイメント}$$

表3 世界各国のアンダープライシング¹

国名	期間	対象企業数	アンダープライシング
オーストラリア	1976-1995	381	12.1%
オーストリア	1984-2002	83	6.3%
ベルギー	1984-1999	86	14.6%
ブラジル	1979-1990	62	78.5%
カナダ	1971-1999	500	6.3%
チリ	1982-1997	55	8.8%
中国	1990-2000	432	256.9%
デンマーク	1984-1998	117	5.4%
フィンランド	1984-1997	99	10.1%
フランス	1983-2000	571	11.6%
ドイツ	1978-1999	407	27.7%
ギリシャ	1987-2002	338	49.0%
香港	1980-2001	857	17.3%
インド	1992-1993	98	35.3%
インドネシア	1989-2001	237	19.7%
イスラエル	1990-1994	285	12.1%
イタリア	1985-2001	181	21.7%
日本	1970-2001	1,689	28.4%
韓国	1980-1996	477	74.3%
マレーシア	1980-1998	401	104.1%
メキシコ	1987-1990	37	33.0%
オランダ	1982-1999	143	10.2%
ニュージーランド	1979-1999	201	23.0%
ナイジェリア	1989-1993	63	19.1%
ノルウェー	1984-1996	68	12.5%
フィリピン	1987-1997	104	22.7%
ポーランド	1991-1998	140	27.4%
ポルトガル	1992-1998	21	10.6%
シンガポール	1973-2001	441	29.5%
南アフリカ	1980-1991	118	32.7%
スペイン	1986-1998	99	10.7%
スウェーデン	1980-1998	332	30.5%
スイス	1983-2000	120	34.9%
台湾	1986-1998	293	31.1%
タイ	1987-1997	292	46.7%
トルコ	1990-1996	163	13.1%
イギリス	1959-2001	3,122	17.4%
アメリカ	1960-2001	14,840	18.4%
合計	—	27,953	0.0%

(注) 1. アンダープライシングは、対象企業の平均。

(資料) Ritter (2003)より筆者作成

3. 1. 3 わが国の先行研究

諸外国と同様に本邦においても、アンダープライシングが過去ほぼ一貫して発生し、また、時期に応じて変動していることも確認されている。例えば、代表的な研究である忽那（2008）によれば、本邦のアンダープライシングを新興3市場についてみると、ジャスダック市場では1984年から2005年までの平均値で33.4%、マザーズ市場及びヘラクレス市場では市場創設から2005年までの平均値で、それぞれ110.7%、87.7%であったと報告されている。阿部（2006）は、1999年から2004年にかけてジャスダック市場に上場した企業を対象にアンダープライシングの発生原因を考察し、(1) 勝者の災い仮説が成立している、(2) 主幹事証券会社やベンチャー・キャピタルによる保証機能は確認できない、と報告している。

利益調整とアンダープライシングに関する研究としてNagata and Hachiya (2006a, b)等がある。Nagata and Hachiya (2006a)は1989年から2000年を分析期間として、新規公開企業の利益調整の度合いが公開価格の水準に与えた影響を検証している。分析の結果、利益調整を積極化した企業の公開価格は必ずしも割り引かれているわけではないが、保守的な利益調整に留めた企業の公開価格は総じて高い水準になることを確認している。こうした結果について同論文は、主幹事証券会社は利益調整を積極的に実施した企業の公開価格をディスカウントするよう行動しているが、上場前に利益が成長し続けている企業の利益調整までは十分に識別できていないのではないかと解釈している。他方、Nagata and Hachiya (2006b)は創業者利得とガバナンス仮説に着目した分析を行っている。経営者が創業者利得の最大化を目的にして行動している場合には、積極的な利益調整を行うと予想される一方で、ガバナンス仮説が正しいならば、利益調整を積極的に行うインセンティブはないと考えられる。同論文は、分析の結果、創業者利得に伴う企業（経営者）のインセンティブが利益調整を生み出す主因である可能性を指摘している。

3. 2 中長期アンダーパフォーマンス

3. 2. 1 中長期アンダーパフォーマンスの原因

中長期アンダーパフォーマンスとは、新規株式公開後の株価収益率が市場インデックスや類似企業に比べて悪化傾向を辿る現象を指す。新規株式公開に係わるアノマリーの一つとされるこの現象は、米国を始め幾つかの国で実証的に確認されている。中長期アンダーパフォーマンスに類似の現象として、ロックアップ解除後に株価が下落する傾向も確認されている。ロックアップ契約の中身（契約対象者、対象株数、売買禁止期間、等）は法定開示等によって、ロックアップ契約の解除日より前に公表されている。従って、市場参加者がロックアップ契約解除に関する情報を事前に把握しているはずであるにもかかわらず、ロックアップ解除とその後暫くの間、株価下落（マイナスの超過リターン）や売買高の上昇（超過売買高）が傾向として発生しているのである。この現象は、米国・英国市場では、ベンチャー・キャピタルの投資先企業で一層顕著であるとされ、その一因として、ロックアップ期間の満了時点で企業内部者の売出しが集中すること等が指摘されている。中長期アンダーパフォーマンスの発生原因を巡る主要な仮説は次の通りである。

(ア) 主幹事証券会社が原因とする見解¹²

- 公開価格割高仮説
公開価格がファンダメンタル価値よりも割高に設定されていることが中長期アンダープライシングの一因であるとする考え方。
- ラダリング仮説（再掲）
上場直後に相場操縦によって一旦は市場価格が上昇するものの、その後、企業のファンダメンタル価値に関する投資家の認識が改まるにつれて、市場価格が下落し、中長期アンダーパフォーマンスが生じる。

(イ) 新規公開企業が原因とする見解

- 機会の窓仮説（マーケットタイミング仮説）
新規公開企業が、上場し易い時期を上手く捉えて上場するために、上場直後の株価は高水準になるが、その一方で、上場後に収益悪化が顕現化するにつれて、株価が下落基調を辿り、中長期アンダーパフォーマンスが発生する。
- 利益調整仮説
新規公開企業（経営者、既存株主）が上場基準を満たすため、あるいは、なるべく高い公開（市場）価格を実現させるために上場前に利益調整を行うが、投資家は上場時点では、こうした利益調整を十分に識別できていないため、上場直後の株価が割高となる。しかし、時間の経過と共に、投資家が企業の真の収益力を認識するにつれて、株価が徐々に下落し、中長期アンダーパフォーマンスが発生する。
- ガバナンス変化仮説
上場前後のコーポレート・ガバナンスの変化が上場後の事業パフォーマンスの悪化を引き起こし、それが中長期アンダーパフォーマンスに繋がる。

(ウ) 投資家センチメントが原因とする見解

- 楽観的な投資家仮説
市場環境や企業属性等によっては、投資家が新規公開企業のファンダメンタル価値よりも楽観的な判断（過大評価）を行う傾向があり、こうした楽観的投資家が存在する場合には、市場価格が一時的に割高な水準になる。
- 投資家センチメント仮説（再掲）
センチメント投資家（楽観的な投資家）と情報投資家（ファンダメンタル価値を把握している投資家）が存在するために、中長期アンダーパフォーマンスが発生する。
- 投資家の相互依存仮説
投資戦略の異なる複数の投資家（合理的投機家、パッシブ投資家、順張り投資家）

¹² 以下、(ア)、(イ)、(ウ)、(エ)で紹介する各仮説の詳細、及び、その参考文献については、岩井・保田(2010)を参照。

が市場に参加しているなかで、これら投資家の投資行動の結果として、中長期アンダーパフォーマンスが発生する。

(エ) 市場メカニズムの結果とする見解

- ローリスク仮説
上場前後で、財務構成（レバレッジ比率）や事業リスクが変化し、それが中長期アンダーパフォーマンスに繋がる。
- 需要曲線仮説・価格圧力仮説
ロックアップ解除後のアンダーパフォーマンスに関する仮説であり、ロックアップ解除日以降に内部者が持ち株を市場で大量に売却する結果、株価が下落する（需要曲線仮説）、あるいは、ロックアップ解除以降に内部者が持ち株を市場に供給するが、その際に、買い手を惹きつけるために株価の一時的な下落が必要である（価格圧力仮説）という考え方。

3. 2. 2 諸外国の先行研究

中長期アンダーパフォーマンスは欧米諸国、一部アジア諸国等、世界的に確認されている。例えば、この現象を確認した初期の分析の一つである Ritter (1991)は、1975年から1984年にかけて米国市場に新規株式公開した企業の株価パフォーマンスが、規模や産業を揃えた比較対象企業に比べて、公開後3年間で約30%アンダーパフォームしていると報告している。Loughran and Ritter (1995)も、同じく米国市場を対象に、1970年から1990年までの新規公開企業について検証し、上場後5年間のパフォーマンスが同じ規模の企業群に対して30%アンダーパフォームしていると報告している。また、Ritter (2003a)は1970年から2000年までについて同様の分析を行い、新規公開企業は上場後の5年間で同じ規模の企業よりも年平均3.8%アンダーパフォームすることを指摘している。このほかにも、フランスについては Derrien and Womack (2003)が、価格決定方式を問わず、中長期アンダーパフォーマンスが発生していると報告している。

しかし、この現象に関しては、計測上の課題が数多く指摘されている。最大の問題点は、期待リターンをどのように計測するかという点である。既存研究の多くはBHAR (Buy and Hold Abnormal Return)、CAR (Cumulative Abnormal Return)、CTAR (Calendar Time Abnormal Return)の3種類を利用してきたが、いずれの指標が望ましいかについて、コンセンサスは得られていないようである。例えば、BHARは市場インデックスやウエイトの選択方法から影響を受けてしまう点が課題とされており、それゆえにCARやCTARの方が望ましいとの指摘がある。しかしその一方では、株価リターンの変動が大きい場合にはCARは不適切な指標になるため、BHARの方が望ましいという意見もある¹³。

¹³ 詳細は、Barber and Lyon (1997), Kothari and Waner (1997), Lyon et al (1999), Fama (1998), Mitchell and Stafford (2000), Gompers and Lerner (2003)を参照。

3. 2. 3 わが国の先行研究

(ア) 中長期アンダーパフォーマンスの存在

本邦においても中長期アンダーパフォーマンスが発生しているとの指摘がある。例えば、忽那 (2008)は、ブックビルディング方式の導入後の時期について、新興 3 市場 (ジャスダック、マザーズ、ヘラクレス) に上場した銘柄の上場後 3 年間の株価パフォーマンスをジャスダック指数と比べ、中長期アンダーパフォーマンスを確認している。阿部 (2005)は、1992 年から 2002 年にかけてジャスダック市場に上場した銘柄について、上場後 3 年間の分析対象とし、日経平均や TOPIX を基準にした場合にはオーバーパフォーマンスとなるが、ジャスダック指数を基準にした場合にはアンダーパフォーマンスになることを確認している。また、鈴木 (2009)は、1998 年から 2006 年にかけて新興 3 市場に上場した銘柄の上場後 1 年間のパフォーマンスを、TOPIX を基準に計測し、アンダーパフォーマンスしていることを指摘している。翟 (2009a,b)は新興 6 市場の新規公開企業について、初値で買い付けた場合の投資リターンがジャスダック指数に対してアンダーパフォーマンスすることを示している。

このように、本邦に関する既存研究のいずれもが中長期アンダーパフォーマンスを報告しているが、以下の理由から、これらの分析結果を根拠に、本邦でアンダーパフォーマンスが発生していると断定することには慎重であるべきだろう。第一の理由は、分析対象の銘柄と比較対象のベンチマークが異なっている場合が多いことである。忽那 (2008)と鈴木 (2009)は新興 3 市場の銘柄を対象に、それぞれジャスダック指数と TOPIX をベンチマークとし、上場先市場と異なるベンチマークを採用している。阿部 (2005)はジャスダック上場銘柄に限定し、ベンチマークとしてジャスダック指数、日経平均、TOPIX を用いた分析であり、やはり分析対象銘柄の上場先とベンチマークが異なっている場合が含まれている¹⁴。市場によって上場企業のリスク・リターン特性に差があるとすれば、こうした計測手法は適切とはいえない¹⁵。二つ目の理由は、これら研究の全てが株価指数をベンチマークとしている点である。株価指数には、上場廃止銘柄がその都度、指数から除外されていくという意味で、セクション・バイアスが内在するが、その一方で、分析対象となる上場銘柄にはこうしたバイアスは存在しない¹⁶。従って、両者を比較してパフォーマンスを比較した結果は、指数のセクション・バイアスの影響を受けていると考えられるため、分析結果を解釈するうえでは慎重であるべきと思われる。また、指数インデックスとの比較分析では、上場後に公開企業のリスク・リターン特性が変化している可能性を調整できていない点も、分析を不正確にする要因であろう。第三は、研究によってアンダーパフォーマンスの計測方法が異なっており、分析結果を比較することが不適切と思われる点

¹⁴ 前述の米国市場を対象にした研究では、株価指数をベンチマークとした分析に加えて、規模や産業、スタイルを揃えた企業群との比較も行なっているが、筆者の知る限り、本邦市場を対象にした分析では、こうした手法は採用されていない。

¹⁵ Cai and Wei (1997)はベンチマークの選択がもたらす問題点を回避するために 8 つのベンチマークを用いた検証を行い、ベンチマークに依らず中長期アンダーパフォーマンスが発生していると報告している。但し、同論文の分析は 1971 年から 1992 年であり、少々古い。

¹⁶ 翟 (2009a,b)は、上場廃止企業を除いた比較を行っており、この批判からは免れる。

である。初値を基準に株式リターンを計測する場合と、初値以降の価格や公開価格を用いる場合では、結果は大きく異なる。忽那 (2008)、翟 (2009a,b)は初値を基準に、阿部 (2005)は公開月の月末終値を基準にした分析である¹⁷。初値を基準としてパフォーマンスを計測すれば、アンダープライシングが発生している局面においては、当然、株価パフォーマンスは低く算出される(中長期アンダーパフォーマンスが顕著となる)。また、新規上場銘柄の平均値で評価するのか、中央値で評価するのかによっても、結果は全く異なるものとなる。実際に、忽那 (2008)や鈴木 (2009)は平均値と中央値では結果が異なることを示しつつも、中央値を用いた結果を根拠に中長期アンダーパフォーマンスが確認されたと主張している。他方、阿部 (2005)は平均値を用いた結果を報告している。最後に、計測時期が異なっている点である。忽那 (2008)や阿部 (2005)が指摘するように、公開年によってはベンチマークに対してオーバーパフォーマンスしている年もあり、どの時点の公開企業をサンプルとするかによって、分析結果は異なると考えられる。

(イ) 上場後の業績推移との関係

Kutsuna et al (2002)はジャスダック市場への新規上場企業を対象に、上場前後の持ち株比率の変化と業績変化の関係を検証している。分析の結果、上場後の営業利益率の低下等の業績悪化が上場前の大株主の持ち分の低下度合いと相関していることを指摘している。また、ベンチャー・キャピタルの上場後の持ち分比率が業績向上と関係しており、ベンチャー・キャピタルを通じたモニタリングが機能していることを示唆している。

松本 (2004)はブックビルディング方式の導入初年度である 1997 年度を分析対象とし、新規株式公開時の利益調整が、上場後の会計利益や中長期アンダーパフォーマンスに与える影響を検証している。分析の結果、上場時に利益増加型の利益調整を行った企業ほど、上場後の税引き前当期純利益や営業キャッシュ・フローが低下し、また、株価パフォーマンスが悪くなる傾向があることを確認している。また、営業年数が長い企業ほど株価パフォーマンスが悪化することも報告している。利益調整と中長期アンダーパフォーマンスの負の関係は、投資家が上場時の財務諸表に記載された情報を信じ易いことを示唆するものである、と述べている。

阿部 (2005)は、1992 年から 2002 年にかけてジャスダック市場に新規上場した企業を対象に、公開前後の業績変化の特徴と、業績変化と中長期アンダーパフォーマンスとの関係を検証している。その結果、公開直前では高い収益性を示すものの、公開後に収益性が低下する傾向があること、及び、公開後の収益性の低下が中長期アンダーパフォーマンスの一因になっていることを指摘している。

翟 (2009a,b)は、中長期アンダーパフォーマンスを確認すると共に、新規公開企業の上場前から上場後までの財務パフォーマンスの推移を比較対象企業と比べ、新規公開企業の財務パフォーマンスが上場前年を頂点とする「逆 V 字型」となることを指摘している。こうした逆 V 字型の業績推移と中長期アンダーパフォーマンスが発生する原因として同論文は、本稿で紹介した

¹⁷ 鈴木 (2009)については、アンダーパフォーマンスの計測方法の詳細は不明である。

利益調整仮説、ガバナンス仮説、機会の窓仮説を挙げている。翟 (2006c)は、中長期アンダーパフォーマンスへの影響を分析したものではないが、新規株式公開時に、費用項目の繰り延べや利益項目の繰上げ等が広範に行われている可能性がある」と指摘している。

(ウ) ロックアップ契約解除後のアンダーパフォーマンス

ロックアップ契約解除後の株価下落は欧米諸国では広く観察されているが、本邦市場については異なった分析結果が報告されている。船岡 (2007)は、新興3市場を対象に、Field and Hank (2001)と同様の手法に依拠した分析である。なお、同論文は、ロックアップ解除に加えて、公開前規制の売却制限期間の終了も分析対象にしている。また、ロックアップ契約は、ベンチャー・キャピタルが関与するものに限定されている。分析の結果、売却制限解除日を含む3日間においてマイナスの超過リターンが生じていること、及び、解除日を含めその後数日間に亘って超過売買高が発生していることを確認している。これらを踏まえて、同論文は、本邦では「価格圧力仮説」が成立している可能性があり、「需要曲線仮説」が発生しているとみられる米国とは異なる結果が得られた、と報告している。これに対して、ジャスダック市場に限定する一方でベンチャー・キャピタル以外の内部者が関与するロックアップ契約も含めた鈴木 (2005)によれば、ロックアップ解除時に株価も売買高も有意な変化を示していないと報告している。

3. 3 IPOサイクル

3. 3. 1 IPOサイクルの原因

新規上場件数や初期収益率が時期によって大きく変動していることが以前から確認されている¹⁸。これらの現象は「IPO サイクル」と呼称されている。新規上場件数がピークとなる時期あるいはアンダープライシングが顕著な時期は「ホット IPO (ホットは発行市場)」と呼ばれることもある。なお、IT バブル期が顕著な例であるが、両期間が往々にして一致することも指摘されている。更に最近では、上場後の株価収益率の銘柄間のバラツキにも周期性があることが確認されている。

IT バブル期にかけて新規上場件数やアンダープライシングが過去に例を見ない水準にまで増加・拡大し、バブル崩壊後に急減したこともあり、「何故、新規上場件数、アンダープライシングのそれぞれが強い自己相関を示すのか」、また「アンダープライシングと新規上場件数が正の相関関係にあるのは何故か」、「ホット IPO において公開企業は何故割安な公開価格を受け入れるのか」といった論点が、未だに研究者の注目を集め、IPO サイクルは新規株式公開を巡るアノマリーの一つとして認識されている。

なお、アンダープライシングに関する既存の理論モデルだけでは、IPO サイクルを説明することができないとの指摘もある。アンダープライシングを引き起こしている原因自体が何故時間と共に変動するかが解明されない限り、IPO サイクルという時系列上の変動を説明することにはならないからである。以下は、IPO サイクルの発生メカニズムに関する主要な仮説である。

¹⁸ 古くは Ibbotson and Jaffe (1975), Ritter (1984)において指摘されている。

(ア) 主幹事証券会社が原因とする見解¹⁹

- エージェンシー仮説（再掲）

主幹事証券会社と新規公開企業間のエージェンシー問題によって、アンダープライシングや新規上場件数が変動すると考える。

(イ) 新規公開企業が原因とする見解

- （可変的な）逆選択コスト仮説

新規公開企業と投資家間の情報の非対称性が逆選択問題を引き起こす点に着目した議論であり、逆選択コストが時間と共に変動（平均回帰）するために、IPO サイクルが発生すると考える。
- シグナリング仮説（再掲）

ホット IPO 期には、投資家の投資意欲も高く、株価も高水準である場合が多い。こうした状況では、アンダープライシングを通じてシグナルを伝達するコスト（シグナルコスト）が小さくなる。質の高い企業が、株価が相対的に高くシグナルコストが低い局面に相次いで上場する結果、IPO サイクルが発生する。
- 機会の窓仮説（再掲）

企業が同業他社の株価が割高に評価されているタイミングを捉えて相次いで上場する。この結果、IPO サイクルが発生する。
- リスク特性変化仮説

何らかの理由から、事業リスクの高い企業が、ある局面で数多く上場するために、その時期に、顕著なアンダープライシングが同時発生するという仮説である。
- 製品市場の競合仮説

製品市場で他社と競合関係にある企業は、競合他社が上場で得た調達資金を用いて製品市場での市場シェアを拡大する可能性を考慮に入れ、仮に、自らの資金が不足していない状況であっても、他社が上場したタイミングで敢えて上場する。こうした企業行動の結果として、IPO サイクルが発生する。

(ウ) 投資家センチメントが原因とする見解

- 楽観的な投資家仮説（再掲）

投資家のなかに過度に楽観的な投資家が存在する場合、あるいは、投資家が楽観的になった場合に、IPO サイクルが発生する。

(エ) 市場メカニズムの結果とする見解

- 景気変動仮説・生産性ショック仮説

¹⁹ 以下、(ア)、(イ)、(ウ)、(エ)で紹介する各仮説の詳細、及び、その参考文献については、岩井・保田 (2010) を参照。

外生的な生産性ショックや景気変動に着目した見解である。例えば、景気拡張期において、資本コストの低下や企業の期待収益率の上昇が生じること等を通じて、新規株式公開が活発化すると考える。

- 情報スピルオーバー仮説

ある企業の新規株式公開に関する意思決定が別の企業に対して有益な情報を与える（情報のスピルオーバー）ために、IPO サイクルが発生する。

3. 3. 2 諸外国の先行研究

景気変動仮説、逆選択コスト仮説、投資家センチメント仮説（楽観的な投資家仮説）のいずれが IPO サイクルを最もよく説明できるかという視点で検証した論文に Lowry (2003) と Ivanov et al (2008) がある。両者とも、景気変動仮説と投資家センチメント仮説を支持する一方、逆選択コスト仮説は重要ではないと報告している。まず、Lowry (2003) は 1970 年代前半から 1990 年中盤までの米国における新規株式公開を対象に分析し、産業全体あるいは産業別の上場件数の時系列変動を説明するうえで、景気循環と投資家センチメントが重要である一方、逆選択コストは重要ではないと報告している。他方、Ivanov et al (2008) も米国の長期時系列データ (1970 年から 2001 年) を用いて上記 3 つの仮説を検証している²⁰。分析の結果、(1) 新規上場件数には持続性がある、(2) 予想資本コストが低下する、あるいは、期待収益率が上昇すると新規株式公開が活発化することが確認され、景気変動仮説は支持される、(3) 投資家センチメント仮説も成立している、(4) 他方、逆選択コスト仮説については、実証的に棄却されたほか、経済的なインパクトも大きくない、と報告している。

これに対して Helwege and Liang (2004) は投資家センチメント仮説を主張している。1975 年から 2000 年をホット IPO 期とコールド IPO 期に分けたうえで、それぞれの期間に上場した企業の企業属性に違いがあるかを検証した。同論文の主たる狙いは、前述の諸仮説との関係で言えば、主にシグナル仮説やガバナンス仮説の真偽を確認する点にある。分析の結果、ホット IPO 期とコールド IPO 期を比較したところ、(1) 両期間共に、多くの産業から新規上場が発生している、(2) 企業年齢や収益力、成長余力等の面で大差はない、(3) ホット IPO 期に上場した企業では上場後に機関投資家の持分比率が上昇する傾向がある、等を確認している。以上を踏まえ、ホット IPO は、情報の非対称性の変化、経営者のエージェンシー問題、特定産業の技術革新を原因として発生しているのではなく、投資家センチメントによって生じていると主張している。但し、投資家センチメント仮説それ自体を検証したのではなく、云わば消去法として投資家センチメント仮説を支持している点には留意が必要である。

生産性ショックに着目した研究に Yung et al (2008) がある。同論文は 1973 年から 2004 年まで

²⁰ 正確に言えば、同論文では、逆選択仮説それ自体ではなく、投資家が利用可能な情報の質が時間と共に変化していること (time-varying information quality) に注目し、この情報の質の変化を、「逆選択コスト」と「将来の企業の成長見通しに関する事前の不確実性」に分けて議論している。後者は、企業の将来における成長余地について不確実性が高い局面では、企業は競合他社に先駆けて新規上場するインセンティブを持つという考え方と関連する。詳細は併せて Pástor and Veronesi (2005) も参照。

の長期時系列データを用いて、次の諸点を確認している。第一に、ホット IPO 期に上場した企業間の長期株価リターンのバラツキは、コールド IPO 期に上場した企業群のバラツキに比べて大きい。第二に、ホット IPO 期に上場した企業は、そうでない期間に上場した企業に比べて、その後上場廃止になる頻度が高い。同論文は、これらの結果は次のメカニズムを支持するものと解釈している；「生産性に正のショックが加わり、資本への需要が増加する→資本需要の増加が上場件数の増加として顕現化する（ホット IPO 期が発生する）→上場件数が増加するにつれて、上場企業の限界的な質は、生産性ショック前の平均的な水準に比べて低下する→上場企業の質のバラツキが拡大する→上場企業と投資家間の情報の非対称性が拡大する→その結果、ホット IPO 期にアンダープライシングが拡大する」。即ち、同論文は、ホット IPO 期にアンダープライシングが拡大する一因を、生産性ショックを起点に情報の非対称性が拡大することに求めているといえる。

Lowry et al (2010)は主に新規公開企業の属性に注目した研究である。1965 年から 2005 年の長期時系列データを基に、アンダープライシングの水準とクロスセクションでみた標準偏差の変動を解明しようと試みている。同論文の貢献の一つは、上場件数やアンダープライシングの平均値だけではなく、アンダープライシングの標準偏差にも周期性があり、また、相互に正相関していることを発見したことである。この観察結果を踏まえ、まず、アンダープライシングの水準とその標準偏差が上場企業の属性や案件特性（主幹事会社の名声等）によって説明できるかをクロスセクション分析によって実証的に検証し、これらの説明変数が概ね有意であることを確認している。これは前述のリスク特性変化仮説を支持する結果といえよう。次に、市場環境の変化等も取り込んだ時系列モデルによる検証を行い、アンダープライシングの水準や標準偏差は、株式市場全体の動向からも影響を受けていることを指摘している。これらの結果について同論文は、主幹事証券会社は情報の非対称性の大きい上場企業についての的確な公開価格を設定できておらず、また、株式市場の変動が激しい時期には、主幹事証券会社の価格設定能力は更に低下する、と解釈している。なお、Pástor and Veronesi (2005)の指摘する企業収益に関する事前の不確実性が上場を促すという仮説については、仮説自体は成立しているが、これが IPO サイクルの主因ではない、とも指摘している。

以上、主要な実証結果を見る限り、IPO サイクルの背景については、景気循環と投資家センチメントが果たしている役割は概ね支持されているとはいえそうであるが、逆選択コストについてはコンセンサスが得られていない。リスク特性変化仮説については、従来の実証結果と最近の研究成果の間で見解に開きがある。その他の仮説の説明力については、余り研究が進んでいない。更に、既存研究が専ら米国市場に限られているため、その他の国で観察される IPO サイクルがどのようなメカニズムで発生しているかについては、現時点ではほとんど理解されていない。

3. 3. 3 わが国の先行研究

筆者の知る限り、本邦市場に関して IPO サイクルの有無やその原因を詳細に検証したものは

存在しない。敢えて例外を挙げるならば、忽那 (2008)、阿部 (2006)の分析となる。忽那 (2008)は新興3市場を対象に、(1) 上場件数や初期収益率が周期的に変動している、(2) 初期収益率が大きい時期の後に上場件数が増加する傾向が、マザーズ市場においてのみ、かろうじて確認される、等と報告している。他方、阿部 (2006)は IPO サイクルをアンダープライシングの系列相関で評価する立場から、1999年から2004年にかけて IPO サイクルが発生していたことを示唆している。

なお、本邦新興市場では上場企業の業種が偏っていることが知られている²¹ので、IPO サイクルの原因を巡る諸仮説のなかでも、業種別の特性に関連する「製品市場の競合仮説」、「生産性ショック仮説」、「情報スピルオーバー仮説」に着目した考察が興味深いものではあるが、今のところ、こうした視点の研究は進んでいない。

4. 制度に係わる先行研究

4. 1 価格決定・割当方式

4. 1. 1 価格決定・割当方式の機能

(ア) 価格決定・割当方式の機能

新規株式公開とはそもそも、それまで証券市場で評価されてこなかった資産に価格を発見し、当該価格をもって取引を可能ならしめることであるから、新規株式公開が機能するかは、適正価格を如何にして発見できるかに依存することになる。また、新規株式公開時には、価格決定と同時に公募・売出し株式の割当（販売）先も決定する必要がある。世界各国では、これまで価格決定・割当方式として、大別すれば「固定価格方式」、「入札方式」、「ブックビルディング方式」の3つの手法が採用されてきた。また、これら手法を適宜組み合わせた「ハイブリッド方式」も利用されている。世界的に最も一般的な方式はブックビルディング方式であるが、比較的多くの国が、複数の手法からの選択制を採用している。

(イ) 各方式の優劣を巡る議論

各種の価格決定・割当方式のうち、いずれが最適な手法であるかを巡っては、理論・実証の両面から様々な研究が進められてきた。特に、新規株式公開で主流の方法であるブックビルディング方式を入札方式と比較して優劣を論ずる研究が目立って多い。

理論研究からは、両方式にはどちらにもメリットとデメリットがあり、一概に優劣は付け難いという結論が得られているように窺われる。その一方、実証分析からは、新規公開企業の負担するコストという面で評価した場合には、入札方式の方が相対的に優れているとの結果が多く示されている。

²¹ この点は岩井・保田 (2010)を参照。

4. 1. 2 諸外国の先行研究

(ア) アンダープライシング・手数料との関係

まずアンダープライシングについては、入札方式におけるアンダープライシングの方が小さくなる傾向が世界的に確認されている²²。但し、多くの国において、入札方式はブックビルディング方式が導入される以前に利用されなくなった経緯がある。このため、既存研究の多くは、入札方式とブックビルディング方式のアンダープライシングを同時点で評価することは出来ていない。この点については、ブックビルディング方式、入札方式、固定価格方式が同じ時期に利用されてきたフランスの実証結果が有益である。Derrien and Wamack (2003)は価格決定方式とアンダープライシングの大きさ（及びアンダープライシングの変動度合い）の関係を、これら3手法に分けて分析し、アンダープライシングの大きさ及びその変動は入札方式を利用した場合に最も小さくなることを報告している。他方、手数料に関しては、多くの国において、ブックビルディング方式の引受手数料が最も高く、固定価格方式と入札方式は概ね同水準か、固定価格方式の方が幾らか低い傾向が報告されている²³。

このように、アンダープライシングと手数料に関する実証結果を踏まえると、新規株式公開に要する直接的費用も間接的費用も入札方式の方が低いことになる。それにもかかわらず、コストの面で優位に立つ入札方式が利用されず、コストが高く利益相反の余地のあるブックビルディング方式が新たに導入され多用されてきた理由は何であろうか。残念ながらこの点については、入札方式におけるフリーライド問題、アナリスト・カバレッジ、引受証券会社の交渉力等からの説明が試みられているが、現時点でコンセンサスは得られていない。

(イ) ブックビルディング方式における機関投資家による情報生産

上記の通り、平均的に言えば、ブックビルディング方式におけるアンダープライシングは相対的に大きい。しかし、アンダープライシングの発生原因を巡る幾つかの理論研究（例えば、情報顕示仮説）は、ブックビルディング方式でアンダープライシングが発生するのは、機関投資家から私的情報を得るために必要な対価であると主張していた。従って、ブックビルディング方式のアンダープライシングが相対的に大きいからといって、同方式の機能を直ぐに否定することができるわけではない。このため、既存研究はブックビルディング方式においてどの程度の情報生産が行われているかを検証することを通じて、同方式における相対的に大きなアンダープライシングの妥当性を評価してきた。しかし、ブックビルディング方式における情報生産活動については、現状では、肯定的な見解と否定的な見方が混在しており、一致した結論は得られていない。

まず、肯定的な見方としては、情報顕示仮説の初期の研究である Hanley (1993)や、それに続

²² 米国市場に関する最近の研究では Lowry et al (2010)が、ブックビルディング方式に比べて、入札方式の方がアンダープライシングが小さく、また、そのバラツキも小さい点を指摘している。

²³ 欧州と米国の手数料水準の違い等も含めて、詳細は Ljungqvist et al (2003), Jagannathan et al (2009), Torstila (2001), Chahine (2002)を参照。

く Hanley and Wilhelm (1995)がある。いずれも米国市場を対象にした分析である。まず Hanley (1993)は、仮条件価格の仲値を主幹事証券会社が想定する公開価格の期待値と看做し、実際の公開価格とこの期待値の乖離幅が、機関投資家の情報生産活動の代理変数（機関投資家の持株比率）と相関しているかを検証した。分析の結果、両者の間には正の相関があり、また、乖離幅とアンダープライングの大きさにも正の相関関係があることを見出した。同論文では、これらの結果は情報顕示仮説を支持するものであると解釈している。次に、機関投資家への割当データを用いた Hanley and Wilhelm (1995)は、乖離幅と機関投資家向けの割当比率の間に正の相関があることを確認し、情報顕示仮説を基本的には支持する立場をとっている。このほか、Aggarwal et al (2002)も情報顕示仮説を部分的に支持している。

他方、懐疑的な見方としては、まずアンケート調査を通じた指摘が幾つかある。例えば Shiller (1990)は、新規公開株式へ投資する投資家への調査を通じて、公開価格と企業価値に関して分析を行っている投資家が 26%に過ぎないと報告している。また、英国市場における機関投資家等へのヒアリング調査を基にした Jenkinson et al (2006)は、英国の機関投資家が新規公開企業について私的情報を活発に生産しているわけではないと指摘している。更に、前述の Lowry et al (2010)は、ブックビルディング方式の公開価格が流通市場の価格の予測値であるとの立場にたつと、その予測力が極めて低いことを示し、企業価値評価を行うことが難しい企業に対してブックビルディング方式（買取り引受）を用いることは望ましくなく、入札方式を利用することを推奨している。

(ウ) グレイ市場の情報生産

欧州グレイ市場の取引価格データを用いて、ブックビルディング方式の情報生産について検証した分析も、同方式における情報生産に対して否定的な見方を示している。例えば、ドイツを対象にした Löffler et al (2005)は、ブックビルディング方式による情報生産は機能していないと指摘し、情報顕示仮説を否定している。同じくドイツを対象にした Aussenegg et al (2006)は、グレイ市場の取引開始前では、引受証券会社が情報投資家から有益な情報を得ており、それが仮条件価格に反映されるとして、ブックビルディング方式について一定の効果を認めている。但し、グレイ市場の取引が一旦開始されると、最早ブックビルディング方式からは有益な情報を得られていないとも指摘しており、ブックビルディング方式の情報生産機能はグレイ市場の取引が開始すると消滅することを示唆している。

(エ) ブックビルディング方式における価格算定の実態

ブックビルディング方式の情報生産の有無を詳細に評価するには、主幹事証券会社が公開価格を初値よりも低水準になるように意図的に設定しているか否かが重要なポイントになる²⁴。主幹事証券会社が公開価格だけでなく、仮条件価格も決定していることを踏まえると、主幹事

²⁴ 米国では、主幹事証券会社は、需要が供給を上回るように、意図的に公開価格を低位に設定している、との指摘がある (Comelli and Goldreich 2001、等)。

証券会社は、仮条件価格を決定する際に、その後決定する公開価格や初値の水準を見越したうえで、価格水準を決定していると予想される。従って、主幹事証券会社が、公開価格を予想される初値よりも低水準に設定しようと考えているならば、仮条件価格も同様に初値よりも低水準に設定していると予想される。他方、価格決定実務においては、主幹事証券会社は新規公開企業が上場した場合に成立すると予想される価値（ファンダメンタル価値）を自ら計測していると指摘されている。その際に、主幹事証券会社は様々な企業価値手法²⁵を組み合わせてファンダメンタル価値を算出している。従って、ここで解明されるべきは、主幹事証券会社がファンダメンタル価値に始まり、仮条件価格、そして公開価格までの一連の価格を、一体どのように設定しているかという点である。つまり、主幹事証券会社は、(1) ファンダメンタル価値をどのような判断材料を用いて、どのような手法で計測しているのか、(2) 算出されたファンダメンタル価値を基にして、仮条件価格や公開価格をどのように設定しているかが注目されることになる。

まず、米国の研究を概観する。Kim and Ritter (1999)は過去の実績値を基にしたマルチプルを用いてファンダメンタル価値を計測した結果、これらファンダメンタル価値は初値をほとんど説明できないことを報告している。また、主幹事証券会社が決定した公開価格と類似会社のマルチプルから予測される新規公開企業のファンダメンタル価値を比較すると、前者の方が初値を予測する能力が高いことも指摘している。この分析結果は、分析対象数が多くない点には留意が必要ではあるものの、主幹事証券会社が新規公開企業の企業価値を算定する際に、類似会社のマルチプルに含まれている新規公開企業に関する情報以外にも、独自に情報を生産していることを示唆するものである。Purnanandam and Swaminathan (2004)も類似会社のマルチプルから算出した新規公開企業のファンダメンタル価値と公開価格を比較している。分析の結果、1980年から1997年まで一貫して、公開価格がファンダメンタル価値に比べて割高な水準に設定される傾向があったことを報告している。但し、同論文の分析期間がITバブル期前であり、アンダープライシングや主幹事証券会社の利益相反行為が特に問題視されたITバブル期以降を分析していない点には注意が必要となる。これに対してHouston et al (2006)は、ITバブル期を跨ぐ期間を対象に、公開価格が類似会社から推定されたファンダメンタル価値に比べて割高か割安かを検証している。分析の結果、公開価格とファンダメンタル価値の相対関係は時期によって変化していることを報告している。具体的には、ITバブル期以前は、公開価格が割高に設定されていたが、ITバブル期には、公開価格は顕著にディスカウントされていたと指摘している。つまり、上記Purnanandam and Swaminathan (2004)の結果を支持しつつも、ITバブル期には、全く逆の現象が発生していたことを発見している。また、上場後のアナリスト・レポートに記載されているターゲット株価は、公開価格よりも2倍以上高い水準に設定される傾向があり、更に、このプレミアムがITバブル期に上昇していたことも報告している。これらの観察結果を基

²⁵ 一例を挙げれば、各種マルチプル (PER, PBR, 等)、割引キャッシュフローモデル (Discount Cash Flow Model, DCF 法)、割引配当モデル (Discount Dividend Model, DDM)、割引フリーキャッシュフローモデル (Discount Free Cash Flow Model, DFCF)、経済的付加価値法 (Economic Value Added Method, EVA 法) 等である。

にして、同論文は、IT バブル期に公開価格が意図的にディスカウントされていた可能性がある
と結論付けている。

他方、欧州については、米国よりも充実したデータが利用可能な国もあり、主幹事証券会社
が新規公開企業の企業価値をどのように算定しているかについて、詳細な検証結果が報告さ
れている。特に、ベルギーとイタリアを対象にした研究が注目される。この2カ国では、主幹
事証券会社のファンダメンタル価値に関する情報が一般に入手可能であり、従って、主幹事証
券会社の価格算定行動を直接観察できるからである。まず、ベルギーを対象とした Deloof et al
(2009)は、1993年から2001年に Euronext Brussels に上場した49社を対象に、公開価格が企業
評価手法で算出された価値よりもディスカウントされた水準で決定されていることを指摘して
いる。また、イタリアを分析した Cassia et al (2004)は、主幹事証券会社が仮条件価格や公開価
格を設定する際に、(1) PER と PBR を重視していること、(2) 仮条件価格を設定した後
に得られる投資家の需要動向に関する情報を公開価格にある程度反映させていること、(3) 仮条件価
格や公開価格を低水準に設定するため、類似会社を恣意的に選択している可能性があること、
等を指摘している。最後の指摘は主幹事証券会社の利益相反行為を示唆するものといえよう。
このほか、フランスを対象とした Roosenboom (2007)は、(1) 引受証券会社は、企業属性、市場
環境に応じて、企業価値評価手法を使い分けており、各手法をどの程度重視させるかも上場案
件毎に変化させていること、(2) 引受証券会社は自らが算出した企業のファンダメンタル価値
に比べ意図的に低い水準に仮条件価格（公開価格）を設定しており、そのディスカウント率が
平均で約18%であること、等を報告している。

(オ) ブックビルディング方式における割当の実態

ブックビルディング方式への批判の一つは、主幹事証券会社が裁量的な割当権限を悪用すれ
ば、他の市場参加者（特に、新規公開企業）の利益を犠牲にして私的利益を追求できるという
ものであった。従って、ブックビルディング方式における情報生産機能が発揮されていたとし
ても、引受証券会社が情報生産を促すこと以外の目的に、この裁量権を利用しているならば、
こうした行為は問題視されるべきかもしれない。こうした問題意識から、ブックビルディング
方式における割当の実態に関する研究も蓄積されてきている。

主幹事証券会社の割当行動に利益相反的な問題はないとする研究として Cornelli and
Goldreich (2001)がある。同論文は、ブックビルディング方式を利用した39件のグローバルな株
式公募案件（IPO と SEO を含む）を対象に、欧州系投資銀行の割当行動を検証した。同論文の
特徴として、注文を注文形態別に3種類（strike bid, limit bid, step-up bid）に分類し、注文形態と
割当量の関係を分析していること、投資家を公募案件への参加頻度に応じて3種類に分け、投
資家の参加頻度と割当量の関係を分析していることを挙げられる。分析の結果、主幹事証券会
社は有益な情報を提供した投資家に優先的に割当を行っている、と報告している。Ljungqvist and
Wilhelm (2002)は、米国、英国、フランス、ドイツを対象として、(1) 機関投資家への割当比率
が上昇するほど、公開価格の仮条件価格からの価格改定幅が拡大する傾向がある、(2) 主幹事

証券会社の裁量権が制約されるほど、機関投資家への配分比率も低下し、また、価格改定幅が小さくなること等を確認し、主幹事証券会社へ裁量的な割当を認めることは、新規公開企業にとっても、公開価格がより情報を反映した価格に近付くという意味において、便益があると主張している。このほかにも、Aggarwal et al (2002)も主幹事証券会社の割当行動を肯定的に捉えている。

反対に、主幹事証券会社の割当行動には否定的な見解もある。Liu and Ritter (2009)は1996年から2000年の新規公開企業56社を対象に、主幹事証券会社のスピニング行為とアンダープライシングの関係、及び、スピニング行為が主幹事証券会社の追加公募時の受注にどのような影響を与えたかを検証し、スピニングを行った主幹事証券会社やスピニングを受けた経営者が新規公開企業の株主の意向に背いて行動していることを示唆している。また、Jenkinson and Jones (2004)は上記のCornelli and Goldreich (2001)とは異なった結果を報告している。彼等はヨーロッパの27の新規公開案件を対象に、情報量をより多く含むと考えられる注文を出した投資家に優先的に割当が行われていることは確認できないと報告している。むしろ、長期投資家と看做される投資家に優先的に割当が行われている可能性を指摘し、情報顕示仮説に対して否定的な見解を示している。そのほか、主幹事証券会社と傘下のミューチュアル・ファンド運用会社との関係に着目した研究もある。Reuter (2006)は、主幹事証券会社が、自らのブローカレッジ・ビジネスに有利になるように、割安な新規公開株式を特定の投資家に割り当てているか否かを検証するために、ミューチュアル・ファンドへの新規公開株式の割当を分析している。具体的には、ミューチュアル・ファンドから主幹事証券会社に支払われた売買手数料と割当株数の関係を分析している。分析の結果、次の点を確認している；(1) 主幹事証券会社にブローカレッジ手数料を支払っているミューチュアル・ファンドは当該主幹事証券会社の新規公開案件をより多く保有している、(2) ブローカレッジ手数料と割当株数の正の関係はアンダープライシングが大きい銘柄ほど顕著であり、(3) オーバープライシング銘柄では、手数料と割当株数の間には有意な関係はない、(4) 主幹事証券会社の系列ミューチュアル・ファンドに対する割当行動と非系列ミューチュアル・ファンドに対する行動には違いはない。同論文は情報顕示仮説を否定するものではないが、割当における利益相反問題を指摘したものである。Ritter and Zhang (2007)は、米国の主幹事証券会社の多くが傘下にミューチュアル・ファンド運用会社を保有している点に着目し、親証券会社が潜在的に持つ2つの利益相反行為を検証している。一つ目の利益相反行為は、主幹事証券会社がコールド IPO 銘柄を系列運用会社へ押しつけるという行動である (Dumping Ground Hypothesis)。これは主幹事証券会社が引受リスクを回避しようとする場合 (引受リスク回避仮説)、あるいは、ホット IPO 銘柄を割り当てる代わりにブローカレッジ・ビジネスの獲得を目論む場合に発生する (エージェンシー仮説)。二つ目の利益相反行為は、主幹事証券会社が系列運用会社にホット IPO を優先的に割り当てるものである (Nepotism Hypothesis)。これは系列ミューチュアル・ファンドの運用パフォーマンスを改善させることを目的としたものである。分析の結果、(1) 時期による違いはあるが、Dumping Ground Hypothesis が広範化しているという事実は確認できず、むしろ (2) IT バブル期において、主幹事証券会

社がホット IPO 銘柄を系列運用会社に優先的に割り当てていた可能性がある (Nepotism Hypothesis)、と報告している。

4. 1. 3 わが国の先行研究

(ア) アンダープライシングとの関係

価格決定・割当方式とアンダープライシングの関係を巡る既存研究を概観しておこう。Kaneko and Pettway (2003)は、ブックビルディング方式が導入される前後の時期を含む 1993 年から 2001 年までを対象に、企業属性や市場環境等を調整したうえで、入札方式とブックビルディング方式を比較している。分析の結果、1997 年以前の入札方式ではアンダープライシングが 11.4%であったのに対して、1997 年以降のブックビルディング方式では 47.6%にまで拡大していると報告している。入札方式が採用されていた時期を対象とした研究に金子 (2006)がある。同論文は、1993 年 1 月以降の入札方式において、主幹事証券会社が落札加重平均価格を割り引いて公開価格を設定できるようになった点に着目し、主幹事証券会社が公開価格を需給均衡価格(初値)から乖離させて設定しているのか、あるいは、需給均衡価格と等しくなるように設定しているかを検証した。分析の結果、入札方式下において主幹事証券会社はアンダープライシングを発生させているのではなく、公開価格を適正に値付けしていることを確認している。本邦でブックビルディング方式が導入された一つの理由として、入札方式では公開価格が高くなり過ぎる傾向(オーバープライシング)が挙げられていた経緯があるが、同論文の結論は、こうした議論に疑問を呈するものといえるだろう。

これに対して Kutsuna and Smith (2004)はやや異なった主張をしている。1995 年から 1999 年までのジャスダック市場に新規上場した企業を対象に両方式を比較した研究である。同論文の特徴は、ブックビルディング方式(入札方式)を利用した企業については入札方式(ブックビルディング方式)を利用した場合に発生したであろう上場総費用(直接的コストとアンダープライシングの合計)を推定し、企業属性によって有利な価格決定・割当方式が異なっているかを考察している点である。分析の結果、次の諸点を報告している；(1) アンダープライシングの大きさを比較すると、ブックビルディング方式の方が大きい、(2) しかし、(発行規模で加重すると)両方式の上場総費用に大差はない、(3) ブックビルディング方式は企業規模が大きく業歴の長い企業で、入札方式は小規模で業歴が短い企業で、それぞれコスト面で有利になる傾向がある、(4) 入札方式では、小規模な企業が新規公開することを阻害していた可能性がある、等を指摘している。特に最後の点に関しては、入札方式では、質の高い企業がシグナルを送ることができなくなるため、逆選択問題が発生する可能性があるとの見解を示している。

(イ) ブックビルディング方式において価格に反映される情報

本邦ブックビルディング方式を利用した場合に、価格にはどのような情報が含まれているのであろうか。換言すれば、主幹事証券会社は、ブックビルディング方式を通じて、機関投資家等から私的情報を収集できているのであろうか。ブックビルディング方式の仕組みだけに注目

すれば、この方式で決定される各種の価格に織り込まれると考えられる情報は表2の通りと考えられる。しかし、プレ・ヒアリングや需要申告の過程でどの程度の情報が収集され、それが価格にどの程度織り込まれているかは、実証的な問題である。

ブックビルディング方式が有益な情報を生産しているかという論点に関する既存研究の多くは、同方式の情報生産は必ずしも期待通りではないという見解を示しているように窺える。鈴木(2004)²⁶は1999年から2003年までのジャスダック市場への新規公開企業を対象に、情報顕示仮説に否定的な見解を示している。Kutsuna et al (2009)もブックビルディング方式を利用した新規公開企業を対象とした分析のなかで、想定発行価格から仮条件価格への変更幅が小さく、また、公開価格が仮条件の上限に張り付くケースが多いことを確認し、ブックビルディング方式において需要動向が全て反映しきれていない可能性を指摘している。これに対して、ブックビルディング方式における情報生産に肯定的な立場を示した代表的研究に船岡(2008)がある、同論文は、機関投資家が情報生産に関与する可能性があるプレ・ヒアリングと需要申告の2つの期間に着目した分析を行っている。具体的には、想定発行価格から仮条件(仲値)までの変化幅と、仮条件(仲値)から公開価格までの変化幅のそれぞれが機関投資家への割当比率と相関しているかを計測し、前者の変化幅と機関投資家向け割当比率に有意な正相関があることを確認している。これらの結果から、プレ・ヒアリングを通じて、機関投資家の私的情報が価格に反映されている可能性があると主張している。

4. 2 上場基準・上場手数料

4. 2. 1 上場基準・上場手数料の機能

上場基準の機能は、新規公開企業と投資家間の情報の非対称性の緩和、外部不経済性の回避、投資家保護に求めることができる。つまり、上場基準によって一定以上の質を満たした企業が選別されれば、投資家は上場企業のなかに質が極端に悪い企業が混在しているリスクを恐れる必要がなくなる。逆に言えば、投資家が質の悪い企業が混在しているリスクを意識している場合には、質の良い企業の市場価格がディスカウントされる可能性がある。従って、上場基準は質の悪い企業が質の良い企業に与える外部不経済性を回避する機能も担っているといえよう。なお、現実の上場制度をみると、市場区分毎に異なる上場基準が設定されているが、これは企業の質を一定の範囲内に収めて、外部不経済性が発生することを回避しているものと捉えることができる。但し、上場基準がこうした機能を発揮するためには、少なくとも2つの条件が必要となる。第一は、取引所のエンフォースメントが確実に実施されることである。あるいは、取引所のエンフォースメントに対する投資家の信頼が確保されていることが最低減必要である。第二は、上場基準が他の代替手段よりも低コストでこれらの機能を提供できることが必要である。上場基準よりも割安なコストでシグナルを伝達できる方法が存在するならば、上場

²⁶ 同論文には幾つかの誤植があるように思われる。本稿執筆に際しては、例えば、p677「(略)ブックビルディング前の想定価格から、ブックビルディング後(略)」の下線部は「仮条件」に、p679「(略)Herfindahl indexの符号は正で有意(略)」の下線部は「負」に、それぞれ読み替えている。なお、同論文に言う「情報生産仮説」をここでは「情報顕示仮説」と読み替えている。

基準のシグナル効果は減退すると考えられる。

他方、上場手数料は、言うまでもなく、取引所が新規公開企業に提供する各種サービスの対価と位置付けられる。従って、新規公開企業にとってみれば、上場手数料に見合うだけの対価が得られない状況では、新規株式公開への意欲が減退していくことになる。この点について、最近の米国市場については、取引所が提供する各種サービスのほとんどの存在意義が失われつつあるとの指摘がみられ、注目される場所である²⁷。

4. 2. 2 諸外国の先行研究

(ア) 上場基準・上場手数料の決定要因

取引所は自らの利潤を最大化するように上場基準や上場手数料を決定すると考えられるが、この取引所の最適化行動の結果、上場基準や上場手数料はどのように設定されるのであろうか、また、その結果、他の経済主体にどのような影響を与えるのであろうか。以下では、これらの点に関する最近の研究成果を簡単に紹介する。

Foucault and Parlour (2004)は、2つの取引所が上場企業の獲得競争を行っている状況において、取引所の上場基準や売買制度がどのように決定されるかを考察している。取引所の最適化行動（差別化戦略）の結果、取引所間で上場基準や上場手数料が異なった水準に決定される可能性があること、また、取引所が選択した上場基準や上場手数料が、上場企業や投資家にとって望ましい水準になるとは限らないことを示唆している。Chemmanur and Fulghieri (2006)や Chemmanur et al (2008)は次の点を指摘している。第一に、情報生産を行う投資家が多くなるほど、質の良い企業の調達額が増加する。換言すれば、情報分析を低いコストで行える投資家が多く存在する市場（取引所）では、質の良い企業は調達額を最大化できるという意味で便益を享受できる。第二は、企業は上場基準が厳しく且つ情報分析を低いコストで行える投資家が多く存在する取引所への上場を選択する。また、上場基準が厳しくなるほど、情報分析に要するコストが低下するので、情報分析を行う投資家の数は増加する。第三に、取引所が長期的な利潤最大化を図る場合には、取引所間の競争が全ての取引所における上場基準の緩和に繋がるわけではない。

(イ) 上場基準のシグナルを巡る見解

上場基準を通じたシグナル効果の存在を示唆する実証結果は数多くある²⁸。例えば、厳格な上場基準を課す取引所へ上場することを公表した企業は、市場から高い評価（プラスの超過リターン）を受け一方で、上場基準の緩い市場へ上場することを公表した場合には、逆に、市場から低い評価を下されるという研究成果がある。また、多くの米国外企業が米国市場に上場している一因にシグナル効果がある、との指摘もある。米国外企業は自国市場で上場の方が新規株式公開に要する費

²⁷ Macey and O'Hara (2002)。

²⁸ Grammatikos and Papaioannou (1986), Hwang and Jayaraman (1993), Cheung and Lee (1995), Blass and Yafeh (2001)等を参照。理論的な議論については、例えば Fürst (1998)を参照。

用を節約できるが、米国市場に上場することから得られるシグナル効果を狙って、敢えて割高な米国市場に上場しているのである。また、シグナル効果と関連する議論として、上場（維持）基準が厳しい市場ではアンダープライシングが小さくなるとの指摘もある。これは、厳しい上場（維持）基準を満たせば、企業の質に関する不確実性が低下し、引受証券会社が公開価格を高めに設定できることを示唆するものである。なお、上場基準のシグナル効果を代替する各種の手段（引受証券会社・会計監査人の保証効果、等）が割安に利用できるようになってきたため、上場基準のシグナル効果が減退している可能性も指摘され始めており、今後、実証的な検証が進んでいくものとみられる。

（ウ）上場先市場の意思決定との関係

企業はネット便益が最も高くなる市場（区分）に上場すると考えられる。表1に示した上場に伴う費用・便益の各項目の大きさは、企業や上場時期によっても異なるものであるから、どの項目が上場意思決定に最も影響力を持つかを一概に決めることはできない。しかしながら、上場の主目的は資金調達であると考えられるから、大多数の企業は資本コストが最も割安となる市場（区分）を選択しているはずであると考え、決して非現実的ではないだろう。実際に、既存研究の多くが、こうした企業行動を支持する結果を報告している。例えば、Pagano et al (2002)は、欧州企業のうち米国市場へ重複上場する企業と欧州域内に重複上場する企業を対象に分析し、取引コストが高い、会計基準が緩い、投資家保護が不十分といった特徴を持つ取引所は、海外企業の誘致に失敗しているだけでなく、当該取引所の所在国の企業ほど海外取引所に上場する傾向があると指摘している。Blass and Yafeh (2001)は、イスラエルのハイテク企業は上場に要する諸費用が高いにもかかわらず、米国での上場を敢えて選択しており、その理由として、米国市場に上場することによって、投資家からの認知向上があると指摘しており、企業が資本コストを重視していることを示唆するものといえよう。また、Corwin and Harris (2001)は、NYSE と NASDAQ の両取引所の上場基準を満たす企業を対象に、企業が上場先をどのように決定しているかを検証している。分析の結果、企業が新規公開市場を選択するうえでは、取引所の専門性、上場廃止リスクと上場廃止に伴う予想コスト、流動性の水準が影響していると報告している。これらの結果が示すように、企業が資本コストの低い市場を選好するなかでは、取引所は資本コストを引き下げようとする各種の取組み（取引コスト引き下げ、流動性向上、多様な投資家層の確保、上場廃止コストの引き下げ）を求められることになるといえるだろう。

（エ）質の悪い企業の上場増加

1990年代に世界的に利益基準の緩い市場（区分）が相次いで開設されたこともあり、この時期に上場した企業の質を巡る研究も進展している。上場前の質に着目した研究として例えば Peristiani and Hong (2004)がある。同論文は、ITバブル期に上場した企業の上場前のパフォーマンスが顕著に悪化していたことを示している。但し、質の低下は、ITバブル期に始まったもの

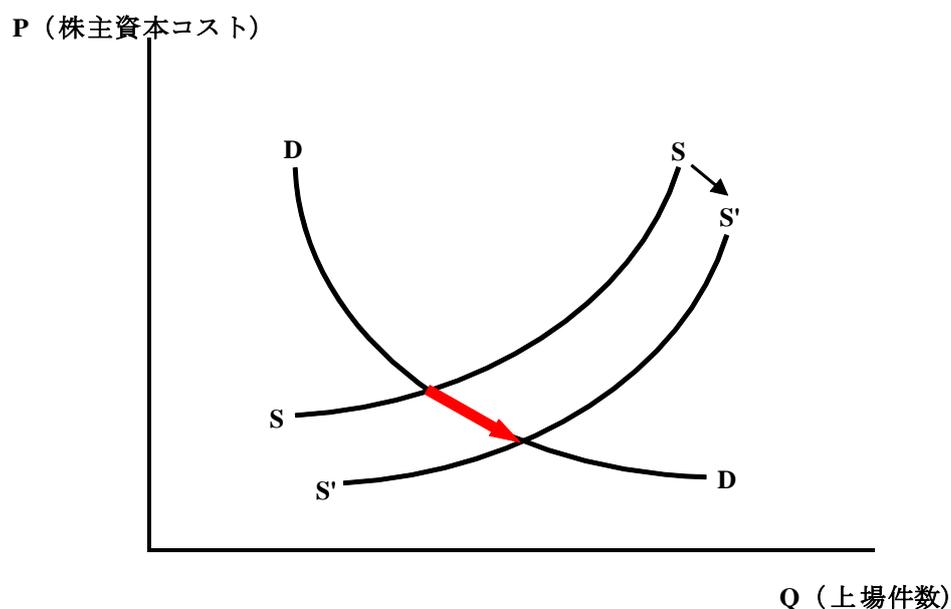
ではなく、1980年代初頭から観察されるとしているほか、NYSE、NASDAQの両取引所で質の悪化が観察されていると報告している。更に同論文は、財務力を含む上場前の企業属性が上場後の上場廃止リスクと関連していることを見出している。Ritter and Welch (2002)は、1980年から2001年までの上場企業を対象に、上場企業に占める上場前に赤字であった企業の比率を算出し、1980年代に19%であったが、その後、1990年から1994年に26%、1995年から1998年に37%、1999年から2000年に79%に上昇していることを確認している。また、上場前に赤字であった企業において、相対的に大きなアンダープライシングが発生していたと報告している。

他方、上場基準の違いと上場企業の質の関係を検証した研究もある。Klein and Mohanram (2006)はNASDAQの上場基準として、時価総額を重視した基準（以下、時価総額基準）と利益を重視した基準（利益基準）が併存していたことに着目し、上場基準の違いが上場後のパフォーマンスの違いと関係があるかを考察している。まず、1997年から2000年にかけて時価総額基準で上場する企業が増加する一方、利益基準で上場する企業が減少していることを確認し、そのうえで、次の点を指摘している。第一に、時価総額基準で上場した企業のアンダーパフォーマンスが相対的に大きい。第二に、上場後のバイ・アンド・ホールド・リターンは、上場後3四半期は時価総額基準の企業の方が高いが、その後逆転する。第三に、時価総額基準を利用して上場した企業は、上場後の財務パフォーマンスが悪く、上場廃止に至る事例が多い。これらを踏まえて、上場基準においては利益基準を利用することが重要であり、時価総額基準は「バブル」を熟成しかねないと指摘している。Alimov and Mikkelsen (2009)は、上場時の市場環境と上場後の企業パフォーマンスの関係に係わる2つの相対立する見解のどちらが成立しているかを検証している。第一の仮説は、市場環境が良い時期に上場した企業は、収益見込みの低い事業に投資するので、上場後のパフォーマンスが悪化するという見解である。もう一方の立場は、企業部門が有望な投資機会を多数有している状況だからこそ市場環境が良くなるのであるから、市場環境の良い時期に上場した企業の上場後のパフォーマンスが悪化することはないという見方である。同論文は1980年から2004年までの米国市場の上場企業のデータを用いた分析を行い、第一に、市場環境が良い時期に上場した企業は、相対的にみれば、上場後に設備投資を積極化させている、第二に、こうした積極的な設備投資が営業パフォーマンスの悪化や上場廃止リスクの上昇には繋がっていない、と報告している。こうした分析結果を基に、上場時の市場環境や株式市場における評価が新規公開企業の上場意思決定、上場後の経営判断に悪影響をもたらしているわけではないとしている。

米国以外の実証研究として上場基準が極めて緩いという特徴を持つトロント証券取引所のベンチャー企業向け市場区分（TSX Venture Exchange）を分析したCarpentier and Suret (2009)がある。同論文は、上場（最低）基準が上場後の上場廃止確率と関係しているかについて、ペニー・ストックIPOを対象に検証し、次の点を指摘している。第一に、カナダ市場の上場廃止発生比率は米国に比べて低水準であり、その理由として、上場廃止基準が緩いこと、及び、収益を計上していない企業でも資金調達が比較的容易であることが影響していると述べている。第二に、上場前の財務力が弱い企業や若い企業ほど上場廃止確率が高くなる。第三に、知名度の高い証

券会社や監査法人を利用している企業は、上場廃止リスクが低下する。また、Locke and Gupta (2008)は、ニュージーランド取引所の上場企業を対象とし、緩い上場基準で上場した企業への投資リターンは厳しい上場基準を満たした企業への投資リターンよりも低いこと等を報告している。

このように、一部には否定的な見解もあるが、IT バブル期に質の悪い企業が多数上場し、その結果、上場廃止が頻発した可能性が指摘されている。では何故上場廃止リスクの高い企業に対して資金が提供されたのであろうか。この点については、Fama and French (2004)の議論が一つの回答を示している。同論文は米国における新規株式公開の動きを長期的な視点から検証し、IT バブル期に資金供給が増加し株式資本コストが低下した結果、それ以前であれば上場できなかった企業が多く上場するようになり、それら企業が結果的に破綻に至ったと主張している。つまり、新規株式公開企業への需要と供給の動きを考えた場合に、1980年代以降に供給曲線が下方シフトした可能性が高いと指摘している（図2）。



（資料）Fama and French (2004)より筆者作成

図2 新規株式公開市場の需要・供給曲線

（オ）利益調整行動

上場基準に利益基準が利用されており、上場を検討中の企業にとって当該基準が制約になっている場合には、当該企業には利益調整を行う誘因が働くであろう。また、利益基準が制約ではない状況においても、新規公開企業が調達額を最大化することを目的としている場合や経営者が極力多くの創業者利得を確保しようとしている場合等においては、企業が上場前に利益調整を行う蓋然性が高まる。いずれにせよ、新規株式公開時における利益調整は必然的に発生すると言っても言い過ぎではあるまい。

実際に、上場時における利益調整は世界的に確認されている。例えば、Teoh et al (1998)は、1980年から1992年までの米国における新規公開企業を対象に、(1)多くの企業が、新規株式公開前に、公表利益を増加させるために裁量的発生高を操作している、(2)裁量的発生高を大きく操作した企業は、上場後に負の異常株価リターンを示す傾向がある、等と報告している。DuCharme et al (2004)は公募企業及び新規公開企業の裁量的発生高と上場後の株価リターンの間に負の関係があることを再確認したうえで、こうした関係は、上場後に株主代表訴訟を起こされた企業において一層顕著であること、及び、裁量的発生高と和解金額の間に正の関係があること等を指摘している。このほか、詳細には触れないが、欧州についても新規公開時に利益調整が発生しているとの結果が数多く報告されている²⁹。これら一連の研究成果は、直接的に上場基準と利益調整の関係を検証したものでは必ずしもないが、企業が私的利益を極大化するために公表利益を嵩上げする等していることを示すものであり、上場基準を通じた企業の選別が機能していないことを示唆するものでもある。また、新規公開企業の場合には、企業と投資家の間に情報の非対称性が大きいために、投資家は新規公開企業の利益調整行動を必ずしも見抜けておらず、開示された利益情報を投資判断にそのまま利用している可能性を示唆するものともいえよう。

4. 2. 3 わが国の先行研究

(ア) 上場基準と上場企業の質

翟 (2009b)は、東証・大証、ジャスダック市場、及び、「その他新興市場」に分けて、新規公開企業の上場前後の業績変化を比較し、次の点を報告している。即ち、「その他新興市場」に上場する企業は、(1)総資産や調達規模が相対的に小さい、(2)総資本営業利益率が顕著な逆V字型となる、(3)中長期アンダーパフォーマンスが顕著である、(4)上場前の売上成長率が高いが、上場後には売上成長率は急速に悪化する、という特徴を持つ。同論文は、この結果は、質の高い企業は東証・大証、ジャスダック市場に上場し、規模が小さく質の悪い企業が「その他の新興市場」に上場するという意味で、新規公開企業が棲み分けている可能性に言及したうえで、「上場基準の緩い新興市場がレモン市場化している」と主張している。

(イ) 利益調整行動

利益調整行動を指摘したものに翟 (2009a,b)がある。このほかにも、永田・蜂谷(2004)が、本邦新規公開企業は、上場時の調整前利益が前期利益あるいは上場後翌期の予想調整前利益を大きく下回って(上回って)いるほど、増加型(減少型)の利益調整を行うことを確認し、企業が「成長を演出する」ために利益調整を行っている、と指摘している。同論文は、上場基準と利益調整の関係を直接的に関連付けしているわけではないが、上場基準(形式、実質)が企業の利益調整行動に影響を与えていることを示唆するものといえよう。

²⁹ Tykvova (2006)はドイツ、Pastor-Llorca and Poveda-Fuentes (2006)はスペインについて分析している。

4. 3 新規公開時の情報開示制度

4. 3. 1 情報開示制度の機能

(ア) 情報開示制度の機能

情報開示制度には様々な役割が期待されている。代表的な考え方を示せば、第一の機能は、情報開示を通じて投資家のなかでもとりわけ情報面で劣後する一般投資家を保護する点にある。二つ目の役割は、企業（経営者）と投資家間の情報の非対称性やエージェンシー問題を緩和し、投資家が十分な情報に基づいて投資判断ができるようにし、効率的な資源配分を達成することにある。第三の機能は、情報開示を通じて資本コストが低下し、企業にとって便益をもたらす点に求めることができる。なお、情報開示が資本コストを低下させるメカニズムには、(1) 開示情報が増加すると、投資家が当該銘柄の価値評価を行う際に利用できる情報の精度が高まり、その結果、投資家の要求するリスクプレミアムが低下する³⁰、(2) 情報開示を充実させると、流通市場の売買コストの低下や投資家層の拡大を通じて、流動性が向上する³¹、(3) ある企業の情報開示が他の企業の企業価値を評価するうえで有益な情報となる（情報開示の外部性）³²、があるとされる。

(イ) 情報開示範囲

筆者の知る限り、新規公開時の開示範囲の国際間比較や望ましい開示範囲について、体系的に議論した研究はない。一般論として言えば、開示情報が多く、その信憑性が高いほど、新規公開企業と投資家間の、あるいは、投資家間の情報格差が軽減され、それが資本コストの低下等の便益に繋がるであろう。こうした考え方がおそらく根底にあって、多くの国は、開示範囲を定める基準として「重要性（materiality）」の原則を採用している。表4に示したIOSCOの開示原則は新規公開時の法定開示範囲として望ましいと一般に考えられている内容を概ね捉えていると思われる。

なお、先行研究を概観すると、業績予想情報とファンダメンタル価値を開示するか否かが、新規株式公開時の価格形成や情報の非対称性に強い影響を与えているように思われる。尤も、これら情報に係わる開示制度は、国によって、また、時期によっても異なっている。例えば、業績予想情報についてみると、米国とマレーシアを例外として、その他の国々では、企業の自主的な判断で業績予想情報を目論見書等に記載することが可能となっているが、開示情報の範囲にはかなりの開きがある。他方、ファンダメンタル価値については、ブックビルディング方式を採用する国々のなかで、主幹事証券会社の価格算定根拠やファンダメンタル価値を開示しているのは、イタリアと嘗てのベルギーに限定されている。

³⁰ 関連する議論は、Botosan (1997)やその参考文献を参照されたい。

³¹ Amihud and Mendelson (1986)は企業が私的情報を開示すれば、気配スプレッドに含まれている逆選択問題に伴うスプレッド部分を低下させ、資本コストを引き下げることができると指摘している。また、Diamond and Verrecchia (1991)は、情報開示が拡大すれば大口取引が持つ価格情報（価格インパクト）が低下し、その結果、より多くの投資家の取引を促し、株価の上昇等に繋がることを示している。

³² 情報開示の持つ外部性を論じたものに Foster (1979)がある。

表4 IOSCO情報開示原則（クロスボーダー株式発行時）

情報開示基準	内容
1 取締役、経営陣（執行役）、アドバイザー	
a 取締役、経営陣（執行役）	: 氏名、役割、等
b アドバイザー	: 株式発行、上場にかかわる財務アドバイザー、法務アドバイザー
c 監査法人	: 過去3年間の監査法人の名称、等
2 発行概要とスケジュール	
a 発行の概要	: 発行手法、予想発行総額、予想公募価格、価格決定手法、発行予定株数
b 発行方法・発行スケジュール	: ターゲット顧客別の発行スケジュール、応募先、応募期間の延長・短縮の可能性、支払い方法、発行結果の公表方法、等
3 主要な情報	
a 主要財務情報	: 直近5年間（または3年間）の財務情報、及び、必要に応じて半期財務情報（営業収益、営業利益、当期利益、一株あたり利益、総資産、純資産、発行株式数、一株当たり配当金、等）
b 資本、負債の状況	: 60日以内の直近の状況と新株発行後のPro Formaベースのものを提出 ¹
c 新株発行の理由、資金使途	: 資金使途別の金額内訳と概要。資産買取や買収の場合には、その内容及び買取価格。負債返済の場合には、返済予定負債の金利、満期。過去1年以内に発生した負債への返済に充当する場合には、当該負債の利用使途
d リスク要因	: 自社及び自社の属する業界に特有のリスク情報、等
4 会社概要	
a 沿革・最近の状況	: 最近の状況には主要な資産の処分状況、直近3年間の資本的支出の内容を含む
b 事業概要	: 事業説明、競合状況、季節性、資源調達安定性、販売手法、特許の内容、等
c 組織構成	: 企業グループに属する場合には、関連会社の情報
d 設備の状況	: 主要な固定資産の内容、主要な投資案件の概要、等
5 事業、財務内容報告、見通し	
a 業績結果について	: 財務成果及びその変動の説明。収益の振れが大きい場合は詳細な背景説明 ²
b 手元流動性、資金調達の状況	: 運転資金・投資資金の確保、キャッシュフローの状況、有利子負債の満期・金利、等
c 研究開発、特許、ライセンスの状況	: 直近3年間の研究開発方針および各年度の発生費用
d 最近のトレンド情報	: 直前年度からの生産、売上、コスト、在庫、販売価格に関するトレンド情報
6 取締役、経営陣（執行役）、従業員	
a 取締役、経営陣（執行役）	: 取締役、経営陣のそれぞれの役割、経験、社外での活動、等
b 報酬	: 原則として、個人ベースで開示 ³
c 取締役会の状況	: 各取締役の任期、監査委員会・報酬委員会の構成員や任期等の開示
d 従業員の状況	: 直近あるいは直近3年間（平均）の従業員数（含む事業別内訳、等）。労働組合の状況
e 株式の保有状況	: 取締役、経営陣の株式保有状況、ならびに保有ストックオプションの内容
7 主要株主・関係者取引	
a 主要株主について	: 5%以上を保有する主要株主の保有状況（直近3年間の変化も含む）
b 関係者取引について	: 直近3年間の関係者取引の概要
c 外部専門家との関与	: 企業に関与する外部専門家の株式保有状況、等
8 財務情報	
a 連結財務諸表および付随情報	: 直近3年度分の貸借対照表、損益計算書、キャッシュフロー計算書、及び、同期間の監査報告書。直前期終了から9ヶ月以上経過している場合には、半期報告書も必要
b 会計方針の主な変更点	: 直前期以降に重要な会計方針の変更があったか否かを記載
9 新株発行および上場の概要	
a 新株発行および上場の詳細	: 公募価格、価格決定手法、発行株式の種別。既上場株式の株価推移、売買停止の有無、等
b 株式の販売計画	: 引受証券会社の名称等。特定投資家群への配分枠を確保する場合はその概要 ⁴ 。ターゲットとする投資家群の明示。
c 上場先市場の概要	: 上場予定先の市場、上場予定日、等
d 売り出し株主	: 売り出し株主の概要・発行企業との関係、売り出し株数とパーセンテージ
e 希薄化	: 希薄化率、および希薄化前後の株主の持分割合の変化
f 発行に要する費用	: 引受主幹事に支払う手数料、及び、調達総額に占める比率。その他の各種費用
10 その他	
a 資本金	: 授権株数、潜在株数、自己株数、直近3年間のエクイティファイナンス状況、等
b 定款	: 事業目的、取締役の職務、議決権等の制限、株主総会に関する事項、等
c 経営上の重要な契約	: 直近2年間における重要な契約内容、等
d 資本の国際間移動制限	: グループ内での国際間資金融通制限、海外在住者への配当支払制限の有無
e 租税	: 源泉税の取扱、等
f 配当取扱機関	: 配当制限、配当の権利発生日、支払い方法、等
g 外部専門家からの書面	: 専門家の概要、等
h 資料開示、閲覧場所	: 閲覧場所等の情報
i 子会社、関係会社の状況	: 子会社情報

(注) 1. 負債は債務保証や偶発的債務を含む。

2. インフレ、為替、マクロ経済動向等も含む。

3. 本国の規制で個別開示が必要とされていない場合は除く。利益連動型報酬、将来への繰延報酬、ストックオプション等も開示。

4. オーバーアロットメント、グリーンシュエーションの内容を含む。

(資料) IOSCO (1998)を基に筆者作成

4. 3. 2 諸外国の先行研究

(ア) 自発的情報開示行動と法定開示の必要性

企業の自発的な情報開示行動を考察した Hughes (1986)は、投資家が企業の質を見極められないという意味での逆選択問題に直面している質の高い企業は、質の悪い企業が出来ないような形でシグナルを送ることによって、この逆選択問題を自ら解消できると考え、新規株式公開に際しては、既存株主の持ち分と自発的な情報開示が企業価値に関するシグナルとなり得ると指摘している。また、Graham et al (2005)は企業経営者へのアンケート調査を通じて、経営者が自発的情報開示や会計操作を行う主たる理由は、市場の評価を極力高める（市場の評価を失わない）ことにあると報告している。ここで注意が必要なのは、上場後に公募増資を行う予定がない企業や、経営者が上場時の創業者利得の獲得だけを目的にしている企業は、上場後の資本市場からの評判を気にかける必要性が低いので、自発的な開示を行うインセンティブを持たない、あるいは、楽観的な情報を開示するインセンティブを持つと考えられる点である。つまり、経営者の情報開示行動は必ずしも株主価値最大化行動と一致するわけではなく、自発的情報開示行動については、経営者と株主（既存株主も潜在株主も）の間にエージェンシー問題が内在する場合があるのである。企業が都合の良い情報だけを開示し、都合の悪い情報を開示しない状況は、その典型例である。

こうした状況下では、何らかの方法で開示情報の量を拡大させる、あるいは、情報の信憑性を高める必要性が生じる。その仕組みの一つが法定開示である³³。なお、法定開示が有する便益としては、情報量の増加や信憑性の確保という機能の他にも、共通の開示項目（例えば、会計基準）を設定することによって、開示情報の生産コストを低減させる効果や、比較可能性を確保する効果等も考えることができる。

(イ) 情報開示が資本コストへ与える影響

情報開示が資本コストに与える影響を考察した研究としては、例えば Schrand and Verrecchia (2005)がある。同論文によれば、上場前に自発的な情報開示を頻繁に行う企業ほど、アンダープライシングが小さくなるほか、上場後の流動性が高いことを確認している。このほかにも、情報開示の充実度合いが国によって異なっていることに着目し、開示の充実度がアンダープライシングに与える影響を国際比較した分析もある。Hopp and Dreher (2007)は、本邦を含む 29 カ国を対象に、法制度や株式市場の発展度合い等がアンダープライシングに与える影響を検証している。分析の結果、会計情報の透明性が高い国ほどアンダープライシングが小さくなる関係があると報告しており、情報開示の充実が発行企業にとっては便益を生み出す可能性を示している。また、Boulton et al (2010)も世界 35 カ国を対象に、質の高い収益情報を公表している国ほどアンダープライシングが小さい傾向があると指摘しており、情報開示を充実させることが発行企業にとって便益をもたらすことを示唆している。また、新規公開企業ではなく、上場企

³³ Kumpan and Leyens (2008)は、名声効果等を通じた市場規律が機能しない状況において、市場の失敗（逆選択問題、モラルハザード）を回避するために法定開示が必要である、と指摘している。

業を分析対象とした実証研究においても、情報開示が企業と投資家との情報の非対称性を緩和させる等し、資本コストの低下に繋がっていることは確認されている³⁴。

(ウ) 開示情報のバイアスを巡る議論

経営者が開示する情報の範囲や開示のタイミングを操作している可能性は、数多くの実証結果が指摘している。例えば、米国市場においては、経営者予想利益が実際の利益と比較して楽観的であるか悲観的であるかは時期によって異なっており、景気の拡大（後退）局面では楽観的（悲観的）となる傾向があること、財政状態が悪化している企業では楽観的な予想利益が公表される傾向があること等が指摘されている³⁵。また、米国企業の配当と収益予想のアナウンスを対象にした Kothari et al (2009)は、経営者は良い情報を速やかに公表する一方で、悪い情報の公表を遅らせること、良い情報ほど事前にリークされている可能性が高いこと等を指摘している。

次に、新規株式公開時の自発的な情報開示に着目した研究を概観しておこう。先行研究の着眼点は、(1) どのような企業（経営者）が自発的に情報を開示しているのか、(2) 自発的に開示された情報は企業の真の価値を示しているのか、あるいは、バイアスのある予測となっているか（予測精度が低い）、(3) 投資家は自発的に開示された情報を信頼しているのか、また、市場価格はこれらの情報に対してどのように反応しているか、である。

まず第一の論点である、どのような企業が自発的に情報を開示しているかに関しては、自らの質の高さを示すために自発的な情報開示を行っているという研究成果（Mak 1996）と、事業リスクの高い企業や情報の非対称性が大きい企業ほど、予想収益を実現できなかった場合に発生するコストを回避するために、情報開示には消極的になるとする見解（Bilson et al 2007）等があり、対象国や分析期間によって異なる結果が得られている。これら先行研究からは、自発的な情報開示に伴う便益と費用は企業属性によって異なるものであることを確認できるといえるだろう。

第二の論点については、自発的な業績予想情報が保守的な見通しとなる傾向（Chan et al 1996, Jaggi 1997, Cheng and Firth 2000）も楽観的となる傾向（Clarkson et al 1992）もあることや、業績予想の予測期間が長いほど、企業が詳細な情報開示を行う傾向（Cazavan-Jeny and Jeanjean 2007）があること等が確認されている。また、国による違いも検証されており、収益予想が法定（規則化）されている国の方が、そうでない国に比べて、収益予測情報の予測精度が高いことが報告されている。

第三の自発的に開示された情報が投資家や市場からどのように評価されているかに関しては、例えば、前述の Clarkson et al (1992)によれば、市場は予測情報の楽観的なバイアスを見抜いている、とされる。また、Jog and McConomy (2003)は 1983 年から 1994 年のカナダのトロント証

³⁴ 例えば、Botosan (1997), Botosan and Plumlee (2002), Healy et al (1999), Leuz and Verrecchia (2000)等を参照。

³⁵ 例えば、Chong and Ho (2007), 太田 (2007), Leuz and Wysocki (2008), Kothari et al (2009)、及び、これらの参考文献に当たられたい。

券取引所における新規公開企業を対象に分析し、結果的に楽観的な収益見通しを公表した企業は、慎重な収益予想を公表した企業に比べて、アンダープライシングが小さくなる一方で、上場後の株価パフォーマンスが顕著に劣後すると報告している。オーストラリアを対象とした Shi et al (2008)も、収益予測情報を開示した企業は、開示していない企業に比べて、アンダープライシングが小さい点を報告している。

(エ) 開示情報の信頼性を高める仕組み

開示情報の信憑性を高めるための仕組みとして、法定開示以外にも、第三者の保証機能、事後的な制裁、シグナルの発信等が利用されており、これらのメカニズムを通じて、開示情報の信頼性が向上したかについても検証が進められている。まず、第三者の保証機能については、引受証券会社や会計監査人の名声効果が開示情報の信頼性を向上させているという見解が示されている一方で、証券アナリストによる保証効果については否定的な見解が散見される³⁶。

他方、法的制裁が開示情報の信憑性向上や開示内容の充実に繋がっているかについては定まった結論があるわけではない。例えば、新規公開時の情報開示に際して企業が負う民事責任リスクが大きいとされる米国では、訴訟リスクという事後的制裁のメカニズムが企業に対して情報開示を積極化させるという指摘と消極化させるという指摘の両者があるほか、開示された情報が利益操作されている可能性も指摘されている (DuCharmen et al 2004, Spindler 2009, Miller 2009)。

最後に、シグナルの発信について、Chong and Ho (2007)が興味深い分析を報告している。同論文は、ロックアップ契約のシグナル機能を評価したものであり、具体的には、1990年から2000年にシンガポール証券取引所のメインボードに上場した195社を対象に、ロックアップ契約が収益予測情報の信頼性を高めているかを検証した。分析の結果、次の点を確認している；(1) 対象企業の58%が自発的に収益予想を公表していたが、これら自発的開示企業のほとんどが相対的に長いロックアップ期間（収益実績値を開示する時期よりも後に契約満了となる）を設定してしている、(2) 自発的情報開示企業のなかでは、ロックアップ期間が長いほど、収益予測値が保守的であった、(3) 情報の非対称性が低いと考えられる企業（時価総額が大きい、規制対象業種、等）は自発的な情報開示を行わない傾向があり、他方、情報の非対称性が大きい企業（名声のある監査法人・引受証券会社を利用していない企業、等）は自発的情報開示を実施する傾向がある。以上の結果は、ロックアップ契約が自発的に開示した業績予想情報の信頼性を高めるうえで一定の役割を果たしていることを示唆するものである。

(オ) 上場・上場廃止の意思決定に与える影響

情報開示の便益とコストが、企業の上場市場の選択や上場廃止の意思決定に如何なる影響を与えているのであろうか。Angel et al (2004)は、NASDAQ 上場廃止企業が上場廃止後の売買市

³⁶ Carter and Manaster (1990), Beatty (1989), Menon and Williams (1991), Michaely and Shaw (1995), James and Karczeski (2006)を参照。

場として、情報開示規制の異なる OTCBB と Pink Sheets 市場のいずれを選択するかに注目し、情報開示に伴う便益とコストが企業の上場先市場の選択に影響を与えるほど重要な要因となっていることを示唆している。Bushee and Luez (2005)は、OTCBB 銘柄に対して法定開示が課せられた後の OTCBB 登録企業について、市場価格の反応を検証し、開示規制強化が企業へ与える便益とコストの相対的な大小関係は、企業属性や外部経済性から影響を受けることを示している。特に、開示規制強化によって正の外部性を享受する企業が確認されたことは、規制強化前の時期には、これら企業が負の外部性を負担していたことを示唆するものであり、興味深い結果といえるだろう。

4. 3. 3 わが国の先行研究

(ア) 本邦の情報開示制度（業績予想情報、ファンダメンタル価値）

情報開示制度のうち、新規株式公開の機能を考えるうえで重要となる論点に限定して、本邦の現行制度と実務実態を整理しておく。まず、業績予想情報の開示については、既上場企業の業績予想情報は法定開示の対象ではないが、取引所の自主規制の対象とされ³⁷、決算短信（定期公表）や適時開示（修正公表）によって公表されている³⁸。既存研究によれば、本邦では、ほぼ全ての企業がこれらの方法によって業績予想情報を発表しており、他国に比べて、情報量が多いと考えられている³⁹。しかしながら、新規公開企業の業績予想情報は、既上場企業とは少々異なる取扱いがなされている。即ち、本邦新興市場への新規公開企業（除くジャスダック NEO）は、取引所の要請を受けて、上場承認日（上場の約1カ月前）に業績予想値を公表している。この公表は、上場規則や上場審査基準等に明文化されているものではなく、飽くまでも取引所からの要請であり、新規公開企業の自主的な判断に任されているものと考えられる⁴⁰。実際に公表されている業績予想情報を確認すると、例えば東証マザーズでは、ほぼ全ての企業

³⁷ 東京証券取引所における既上場企業の業績予想情報の開示制度を振り返ると、業績予想情報は「要請」による公表から「自主規制」による公表へと変遷してきたとされる（太田 2008）。即ち、嘗ては取引所の要請に企業が自主的に応じるという体制であったものが、1999年9月に「上場有価証券の発行者の会社情報の適時開示等に関する規則（適時開示規則）」の施行に伴って正式に制度化され、2007年11月には「有価証券上場規程」に反映され、現在に至っている。

³⁸ 定期公表は長らく本決算と中間決算の年2回であったが、2008年4月以降には、四半期決算の導入に伴い年4回となっている。他方、修正公表の基準は概ね次の通りである；(1) 売上高の予想値が10%以上変動した場合、(2) 経常利益の予想値が30%以上変動しており、且つ、その変動額が純資産額の5%以上の場合、(3) 当期純利益の予想値が30%以上変動しており、且つ、その変動額が純資産額の2.5%以上の場合、(4) 配当の予想値が20%以上変動した場合。なお、これらの基準はインサイダー規制の一環として導入されたものであるので、修正公表は金融証券取引法に基づくものである。

³⁹ 例えば太田 (2006)は「わが国では、他国に先駆けて経営者予想開示制度が古くから確立されており、企業が公表する予測情報に関しては、その頻度や量において、米国のみならず他の諸外国を圧倒している。」としている。また、太田(2008)も「(中略) 経営者利益予想とは、企業の内部者である経営者自らが公表する利益予想のことであり、わが国ではその開示を上場企業に事実上義務付けている。(中略) この経営者予想の開示を制度化しているのが、わが国の財務開示の最大の特徴である」と述べている。このようにみると、一般的に言えば、本邦の業績予想情報は諸外国に比して充実している、といえそうである。

⁴⁰ 実務家へのヒアリングによる。なお本稿では、業績予想情報が取引所の「要請」によるものなのか、「自主規制」によるものなのかを厳密には確認できていない。

において、上場日を含む決算期の決算末日時点の売上高、営業利益、経常利益、当期利益、一株当たり利益、一株当たり配当金に限定した情報を公表している。因みに、ジャスダックのNEOでは、マイルストーン開示が導入されており、上場承認日に、一定の将来期間に亘る事業計画、収益計画を開示することになっている。

他方、本邦では、ファンダメンタル価値やその算定根拠については開示されていない。法定開示において、想定発行（売出）価格、発行（売出）価格、仮条件（上限、下限、平均）、引受価額が記載されているが、これらの算定根拠については、仮条件や公開価格の決定の際に考慮した事項に関する定性的な記述が見られる程度で、具体的な算出手法や参照指標等は記載されていない。また、仮条件や公開価格自体に関する記述も、画一的な文言が利用されているのが実態であり、投資家の投資判断に役立つものではないと思われる⁴¹。特に本邦の場合には、想定発行価格が事実上、仮条件価格や公開価格の水準決定の際の一つの基準になっている可能性があるにもかかわらず、想定発行価格の算定根拠について何らの情報開示もなされていないことになる。

（イ）新規公開時の業績予想情報

既上場企業の業績予想情報に注目した研究は数多くあり、これら企業の業績予想情報には概ね次のような特徴があるとされている⁴²；(1) 経営者予測は全体的に楽観的であるが、景気拡大期にはその度合いが弱まり、景気後退期には強まる、(2) 小規模企業の方が、予測精度が低く、また、楽観的な予想をする傾向がある、(3) 店頭市場や新興市場の業績予想は、一部・二部上場企業に比べて、楽観的である、(4) 成長企業の予想は悲観的となる傾向がある、等。

既上場企業の分析が進む一方で、新規株式公開時の業績予想情報に注目した分析は、筆者の知る限り、音川 (2001)のみである。同論文は店頭市場への新規公開企業を対象に、次の興味深い分析結果を報告している；(1) 新規公開企業の業績予想情報は、売上高については楽観的であるが、経常利益や当期純利益等の会計利益については悲観的な傾向がある、(2) 海外の新規公開企業や本邦の既上場企業の予想情報と比べた場合に、新規公開企業の予想が不正確であるということはない、(3) 過去の会計情報を基にした時系列モデルによる予測値と比べると、経営者による業績予想情報の方が予測精度が高い。但し、同論文は1991年から1999年を対象に

⁴¹ 例えば、仮条件の算定に関しては、プレ・ヒアリングで機関投資家から寄せられた評価について記述がなされた後に、「当該仮条件は、当社の事業内容、経営成績及び財政状態、当社と事業内容等の類似性が高い上場企業との比較、価格算定能力が高いと推定される機関投資家等の意見及び需要見通し、現在の株式市場の状況、足許の新規上場株の株式市場における評価並びに上場日までの期間における価格変動リスク等を総合的に検討して決定した」等と記載されることが多い。他方、公開価格の算定に関しては、「ブックビルディングの状況については、(1) 申告された総需要株式数は公開株式数を十分に上回る状況であったこと、(2) 申告された需要件数が多かったこと、(3) 申告された需要の価格毎の分布状況は、仮条件の上限価格に集中していたこと、といった特徴があり、上記ブックビルディングの結果、公開株式数以上の需要が見込まれる価格であり、現在のマーケット環境等の状況や最近の新規上場株に対する市場の評価、上場日までの期間における価格変動リスク等を総合的に勘案して決定した」等という記述が一般的である。

⁴² 既存研究としては、太田 (2006, 2007, 2008), 円谷 (2008), 大鹿 (2008), 須田・他 (2007), 須田・首藤 (2001) 等が参考となる。

しているため、例えば、IT バブル期以降に上場件数が増加した IT 系ベンチャー企業の業績予想情報の特徴や、ライブドア等による虚偽記載の前後における業績予想情報の特徴や市場の反応等、現下の新興市場を考察するうえで必要となる諸点を分析できていないという限界がある。

(ウ) 第三者の保証機能

第三者による保証効果についてはまず、主幹事証券会社の保証効果に関しては、前述の鈴木(2004)が肯定的な結果を報告している。即ち、同論文は、大手証券会社の引受割合が上昇するほど、アンダープライシングが小さくなる傾向が観察される、と報告している。他方、翟(2009b)は引受証券会社の保証効果を直接検証したものではないが、引受証券会社が上場審査等を通じて未公開企業の質をどの程度識別できているかを考察し、大手証券会社の選別能力は取引所の上場基準による質の区分に比べると高くなく、また、中堅以下の証券会社の選別能力とも大差ないと主張している。即ち、主幹事証券会社間による選別能力の差は、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る市場間の差に過ぎず、大手証券会社の上場審査能力が高いことを意味しないと指摘している。そのうえで、証券会社の引受審査が横並び的で形式的なものに止まっている可能性に警鐘を鳴らしている。

4. 4 需給調整制度

4. 4. 1 需給調整制度の機能

上場時の需給に影響を与えると考えられる制度や実務慣行として、オーバーアロットメント・オプション(以下 OAO)、グリーンシュエー・オプション(GSO)、シンジケートカバー取引、ロックアップ契約(以上4つを「需給調整制度」と呼称)、及び、各種の内部者売却制限規制がある。それぞれの概要と機能を簡単に整理すれば、次の通りである。

(ア) OAO

OAOとは、主幹事証券会社が既存株主等から株式を借り受け、当初の売出し予定株式数を超過して、募集・売出しと同一条件で追加的に投資家に販売することを指す。OAOの存在理由は需要動向に応じた資金調達を可能にすることにあるとされる。特に、主幹事証券会社にとって引受リスクの高い新規公開企業や、事業リスクが高い等のために情報の非対称性が大きい企業にとっては、OAOを利用することで、資金調達額を増加させる機会を得られると期待する向きもある。

(イ) GSO・シンジケートカバー取引

GSOもシンジケートカバー取引も、主幹事証券会社がOAOにより借り受けた株式を調達するために利用されるものである。即ち、両者はショートポジションの解消手段として機能するものであり、この意味で、OAOの機能を側面支援しているといえる。なお、GSOは、主幹事証券会社が発行会社や株式を借り受けた株主等から引受価額と同一条件で追加的に株式を取得する権利を指す。他方、シンジケートカバー取引とは、主幹事証券会社の自己売買ポジション

による流通市場での買い付けを指す。主幹事証券会社は、上場後の市場価格の水準に応じて、GSO とシンジケートカバー取引を使い分けることになる。即ち、上場後の市場価格が GSO の行使価格よりも上回っている状況であれば、主幹事証券会社は GSO を行使する。他方、市場価格が GSO の行使価格よりも低水準である場合には、主幹事証券会社は GSO を行使せず、自己勘定で市場から必要な株式を買い付け、当該買付株式をもって株式を借り受けた株主に返還する。なお、このシンジケートカバー取引は、市場価格の下落局面で発生するため、株価を安定化させる効果があると考えられている。

(ウ) ロックアップ契約

ロックアップ契約とは、主幹事証券会社と企業内部者間で取り交わされる契約であり、株式公開後の一定期間、企業内部者が保有する株式の売出しを制限することに両当事者間で合意することを指す。この契約の結果、企業内部者は公開時の売出しを除き、ロックアップ契約の満了時点までは、主幹事証券会社の承認を得ない限り、保有株式を売出すことができないことになる。ロックアップ契約は一部の国を除き、契約当事者間のみで締結される私的契約であり、その内容は案件毎に異なる。また、国によって、一般的な実務慣行に違いがある。例えば、米国や英国ではロックアップ期間は柔軟に設定されているが、本邦では 180 日間で一定であること等が確認されている⁴³。

(エ) 内部者売却制限規制

幾つかの国では、市場の公正性確保の観点等から、内部者の持ち株売却を制限する規制が利用されている。代表的な制度として、米国の Rule 144 や本邦の公開前規制がある。このほか、取引所の上場規則によって、企業内部者の持ち株売却を制限する仕組みを採用する国もある。例えば、シンガポールの新興市場であるカタリスト市場では、上場後 6 カ月間のロックアップ契約が義務付けられているほか、その後の 6 カ月間についても、売却株数や売却金額に上限が設定されている。また、Cheng and Firth (2000)によれば香港でも、証券取引所の規則によって、支配株主は上場後 6 カ月以内に持ち株を売却することができないほか、上場後 7 カ月から 1 年後までの間についても、支配株主が支配株主の地位を失うほどの持ち株売却が禁止されている。

⁴³ 但し、細かくみれば、本邦におけるロックアップ期間の起点となる日は、元引受契約締結日や売買開始日等、主幹事証券会社によって異なる定義が利用されている模様である（船岡 2007）。他方、米国のロックアップ期間については、180 日間が一般的であるが、90 日間～1,000 日超までバラツキがあり（Brav and Gompers 2003）、また、英国では平均 561 日間、最大日数は 1,000 日を超える（Espenlaub et al 2001）と報告されており、本邦とは異なる状況にある。また、ロックアップ契約を利用する企業数にも違いがある。本邦では、新規公開企業のうちロックアップ契約を利用した企業の比率は、2000 年に 8.7%であったものが、2006 年には 43%にまで上昇しているものの、欧米諸国に比べると依然として低水準であることが知られている（船岡 2007、等）。米国では全ての新規公開企業がロックアップ契約を利用している模様であり、また、上場後の発行済株式総数に占めるロックアップ契約の対象株式数の割合は 63%（1988 年 1997 年）に上ると言われている（Field and Hanka 2001）。また、英国では、1992 年から 1998 年の新規公開企業のうち約 79%の企業がロックアップ契約を利用している（Espenlaub et al 2001）。

4. 4. 2 諸外国の先行研究

需給調整制度に関しては、新規公開企業にとって有益な効果をもたらしているとの指摘が散見される。例えば、Aggarawal (2000)は需給調整制度による価格安定化効果を指摘している。また、Benveniste et al (1996), Chowdhry and Nanda (1996)等は、主幹事証券会社による需給調整行動がアンダープライシングを縮小させる効果を持つと報告している。Brav and Gompers (2003)は、ロックアップ契約が企業内部者のモラルハザードを防止し、上場後の経営へのコミットメントを確保するために利用されていることを報告している。

他方、需給調整制度が主幹事証券会社の利益に繋がっている点を示した研究に Ellis et al (2000)がある。1996年から1997年のNASDAQへの新規公開企業を対象に、主幹事証券会社が上場後の市場売買において、ほとんどリスクを負うことなく、利益を得ていることを報告している。Zhang (2004)は、米国において、主幹事証券会社が OAO を超えてショートポジションをとる理由について、主幹事証券会社が価格安定化以外に、大きなショートポジションを取ることによって利益を最大化しようとしているためである、と指摘している。これに対して、Brav and Gompers (2003)は、主幹事証券会社が一連の価格安定化取引から得られる利益はビッドアスク・スプレッドから発生するものと捉え、その最大額が僅か4万ドル強に過ぎない点を指摘し、主幹事証券会社が自らの利益最大化のために価格安定化取引を行っているという可能性を否定している。

4. 4. 3 わが国の先行研究

(ア) OAO の利用実態

本邦新興市場における OAO の利用実態を詳細に検討した船岡 (2007)は次の特徴を報告している；(1) OAO は規模の大きな企業を中心に利用されている。このことは追加売出しを行える可能性が高いリスクの低い企業が OAO を利用していることを示唆している、(2) 3大証券会社が主幹事証券を務めている案件の方が、そうでない案件に比べて、OAO の採用比率が高い、(3) これは、名声のない証券会社が OAO を用いて顧客との関係強化を図るという米国にみられる仮説に反する結果である。また、Kutsuna et al (2009)は、OAO と価格決定に関して、次の特徴があることを確認している；(1) OAO が利用されるかどうかは、主幹事証券会社の市場シェアや発行規模等から影響を受けている、(2) OAO を利用した場合には、仮条件の価格幅が縮小する傾向があり、また (3) アンダープライシングも小さくなる傾向がある。

既存の実証結果が少ないこともあり、本邦において OAO がどのように利用されているかについて断定的なことは言えないが、本邦では、OAO が利用されるか否かは、OAO に対する新規公開企業のニーズというよりも、主幹事証券会社の属性によって規定されている可能性があるように窺われる。

(イ) 価格安定化効果

上記船岡 (2007)は、仮条件仲値から公開価格への修正率を新規公開案件の需要の強弱を示

す変数として捉え、(1) 需要の強弱と OAO の設定数量の間には統計的に有意な関係はないこと、(2) 需要の弱い案件の場合にはショートカバーが相対的に積極的に実施されていることを報告している。前者の結果は米国における実証報告と異なるが、後者は同様であると指摘している。更に、(3) ショートカバーが実施された企業は、実施されていない比較対象企業と比べると、上場後 3 日後辺りから、株価リターンが相対的に高い、(4) 主幹事証券会社は上場後 2 日目に最も頻繁にショートカバーを行う(ショートカバーは最大で上場後 19 日目まで観察された)、また、(5) 大部分のショートカバーは、市場価格が引受価格の 90%以上の水準で実施されている、(6) 市場価格が引受価額を上回る株価水準では、ショートカバーは発生していない、等を確認している。上記 (5) と (6) の結果は、主幹事証券会社が自らの利益を重視して行動していることを示唆するものである⁴⁴。

(ウ) ロックアップ契約の利用目的

鈴木 (2005)は、本邦においてロックアップ契約が利用されている理由が米国と異なることを指摘している。即ち、米国ではロックアップ契約が企業内部者のモラルハザードを防止するために利用されているとの報告があるのに対して、同論文は、本邦では質の高い企業が自らの質の高さを市場に伝えるために利用している(シグナル効果)可能性が高いことを報告している。また、ロックアップ契約満期以降の株価下落が発生していないことも指摘し、その理由として、本邦の場合には、企業内部者が新規株式公開時に売り出すことが多く、ロックアップ満了時には企業内部者による放出株が少ないことを挙げている。他方、船岡(2007)は、本邦のロックアップ契約の利用状況について、ロックアップ契約を利用した新規公開案件が同じ年の全新規公開案件に占める比率を計測し、この比率が 2000 年以降毎年上昇しており、2006 年には約 4 割に達していることを報告している。このように上昇傾向を辿ってはいるものの、本邦ではロックアップ契約に同意しない株主が多いという特徴があることも指摘している。更に、公開前規制の対象株式数とロックアップ契約の対象株式数を比較し、前者の方が高水準であることを確認している。こうした基礎的な調査結果を踏まえて、同論文はロックアップ契約が情報の非対称性の緩和に役立っているかを、2000 年から 2002 年の新興 3 市場を対象に分析し、次の結果を報告している。第一に、特に経営陣がロックアップ契約に合意した場合には、公開価格は仮条件仲値から上方修正された水準で設定される傾向がある。この点について同論文は、ロックアップ契約が企業の質の高さを示すシグナルとして機能しており、この意味で、情報の非対称性を緩和する効果を有していると指摘している。第二に、ベンチャー・キャピタルのロックアップ契約はシグナルとして機能しているとはいえず、情報の非対称性を緩和しているとは言えないとしている。

4. 5 売買制度

⁴⁴ ここでの解釈は船岡 (2007)と異なる点に留意されたい。また、(5) 及び (6) の背景として、主幹事証券会社の行動以外にも、取引所制度が関係している可能性もある。詳細は岩井・保田 (2010)の 5 章 2 節を参照。

4. 5. 1 売買制度の機能

(ア) 売買制度の機能

売買制度の機能は価格発見と流動性の提供である。新規公開企業や上場廃止銘柄は一般に、その事業内容や経営リスク等についての情報が少ないという意味において、企業と投資家の間における情報の非対称性が大きい。また、企業規模が小さいほか、発行株式数も少なく、流通市場の流動性に自ずと限界が生じるという性質もある。上場後の流動性が低いと予想される株式については、公開価格がディスカウントされる傾向があるとの報告もあり、流動性の水準はアンダープライシングの大きさとも密接に関連しているとみられる⁴⁵。更に、新規公開企業は、成熟した企業に比べれば、事業リスクが大きく、実際に倒産や上場廃止に至る事例も相対的に多く、ハイリスクな資産でもある。従って、新規公開企業や未公開株式の取引市場には、これら諸特性（情報の非対称性、低流動性、ハイリスク）に合った売買制度が選択されることが望ましい。

この間、マーケット・マイクロストラクチャー研究の分野では、売買制度がスプレッドや価格インパクトといった市場流動性に影響を与えることが知られている⁴⁶。従って、流動性を高めるような売買制度面での工夫を取り入れれば、新規公開企業に便益をもたらすと期待できる。更に、取引所に多様な投資家層が集まるほど株価を押し上げる効果を持つ、あるいは、上場企業数が増加するほど情報生産の外部経済性を通じて資本コストが低下するという指摘もある⁴⁷。つまり、投資家や企業にとって利便性の高い売買制度を整備することは、最終的に上場企業の企業価値や資本コストに好影響を与えると期待することもできるのである。

(イ) 欧米取引所の売買制度⁴⁸

欧米取引所の最近の動向で注目されるのは、オーダードリブン方式とマーケット・メーカー方式を併用するハイブリッド型の売買制度を利用する動きが散見される点である。ハイブリッド型に分類される取引仕法としては例えば、自己勘定による注文によって流動性を供給する者が取引所から手数料の割戻を受ける制度（リクイディティ・プロバイダー制度）⁴⁹や、特定の証券会社が流動性提供の対価を直接、上場企業から受け取る仕組みがある（指定マーケット・メーカー制度、Designated Market Maker）⁵⁰。更に、ECN市場を中心に、指値注文の出し手に流

⁴⁵ 例えば、Ellul and Pagano (2006)等を参照。

⁴⁶ Amihud and Mendelson (1986)等。

⁴⁷ Merton (1987), Subrahmanyam and Titman (1999), Foster (1979)。

⁴⁸ 本稿では、諸外国の売買制度を詳述することはしない。この点については、Charitou and Panayides (2009), Jain (2003), Comerton-Firde and Rydge (2004), 井上(2006)が詳しい。

⁴⁹ リクイディティ・プロバイダー制度の最近の例としてNYSEにおけるSupplemental Liquidity Provider (SLP)制度がある。同制度は2008年のリーマンショック後に（試験）導入された制度であり、SLP（多くの場合、高速注文を行うプライムブローカー等とされる）が最良気配値（National Best Bid or Offer）を一定時間以上提示した場合に、その約定高に応じてNYSEが手数料を還元する。

⁵⁰ Menkveld and Wang (2009)によれば、指定マーケット・メーカーは、上場会社から年間手数料を受ける以外にも、取引所からの手数料免除、上場会社からの投資銀行業務の受託という形で報酬を得ていると指摘している。

動性提供の見返りとして割戻金を支払う一方で、成行注文の出し手には流動性を需要したことに伴う手数料を課す仕組み（メイカー・テイカー制度、Maker-Taker Model）も利用されて始めている点も注目に値しよう⁵¹。

また、市場区分の見直しを進める動きも散見される。例えば、NASDAQ 市場は 2006 年に、従来までの NASDAQ National Market と NASDAQ Smallcap Market という 2 区分から、NASDAQ Global Select Market、NASDAQ Global Market、NASDAQ Capital Market の 3 区分に拡大している。また、2007 年にはピンクシートが、主に発行企業の情報開示の程度とその信頼性に依拠して、幾つかの市場区分を創設している⁵²。各取引所が市場区分の見直しを進めている背景は必ずしも明らかではないが、市場区分を明確化し、質の異なる企業が同一の市場区分に混在することに伴う逆選択問題・外部不経済性を回避する狙いが、その背景にあるのではないかと推察される。

4. 5. 2 諸外国の先行研究

（ア）低流動性銘柄への影響

流動性の低い銘柄に対しては、マーケット・メーカー方式、あるいは、リクイディティ・プロバイダー制度を用いた方が、市場流動性の向上に繋がるという指摘が一部にある。Jain (2003) は、世界 51 カ国の取引所を対象に、売買制度が株式の流動性に与える影響等を検証し、ハイブリッド制度は、オーダードリブン制度やマーケット・メーカー制度に比べて、流動性を向上させ得ると指摘している。Nimalendran and Petrella (2003) も、流動性の低い銘柄では、オーダードリブン方式よりもスペシャリストを介在させたハイブリッド型の方が、個別銘柄の流動性が改善すると報告している。また、Anand et al (2009) は、ストックホルム証券取引所の上場株式を対象に分析し、取引量の少ない銘柄、スプレッドの大きな銘柄、情報の非対称性の大きい銘柄では、流動性提供義務を負ったリクディティ・プロバイダーを利用することによって、資本コストの低下、流動性改善を享受できると指摘している。Venkataraman and Waisburd (2007) もリクイディティ・プロバイダー方式を支持している。Menkveld and Wang (2009) は、リクイディティ・プロバイダー制度を採用することにより、流動性が改善し、株価は平均 3.5% の超過リターンを示したと報告している。

このほかにも、公開予定企業が売買制度のメリットとデメリットを比較して上場先市場を決定しているとの議論もある。例えば、Aggarwal and Angel (1998) は、Merton(1987) と Amihud and

⁵¹ 筆者の知る限り、リクイディティ・プロバイダー制度、指定マーケット・メーカー制度、メイカー・テイカー制度のそれぞれについて正確な定義が定まっているわけではないように思われる。本稿では便宜的に、NYSE の売買制度のように、流動性提供者が取引所のみから報酬（手数料の割引）を受ける場合をリクイディティ・プロバイダー制度、ユーロネクストのように上場会社から手数料も受ける場合を指定マーケット・メーカー方式と呼称している。これら用語の使い方が別の文献と異なっている可能性がある点には留意されたい。なお、マーケット・マイクロストラクチャーの理論研究では、流動性提供者が誰から手数料を得るかによって、そのインセンティブや市場取引の方法が異なってくる点に注意が払われるが、本稿では、この点には深く立ち入らない。

⁵² 詳細は大崎 (2007) のほか、Pink OTC Markets Inc のウェブサイトを参照。また、岩谷 (2003) は欧州取引所の市場区分の見直しについて詳しい。

Mendelson(1986)の議論を踏まえて、小規模で知名度の低い企業は、マーケット・メーカーからの流動性提供を受けるためにわざわざ NASDAQ を上場先市場として選んでいると指摘している。そのほか、必ずしもコンセンサスが得られているわけではないようだが、新規公開銘柄に関して空売り制約がある場合には、アンダープライシングを大きくするという指摘も散見され、空売り制約の有無が、投資家の当該銘柄に対する評価に影響を与えることも十分に考えられる。

(イ) 上場廃止後の流動性

上場廃止後の取引市場が整備されており、その市場の流動性が高いほど、上場廃止銘柄の株主にとっては望ましいはずである。例えば米国では、OTCBB やピンクシートの気配情報を通じて、NYSE や NASDAQ を上場廃止となった銘柄も含めて多数の未公開株式が取引されている。特に、過去数年のピンクシートの取引高の拡大は顕著であり、現在ピンクシートの取引量は金額ベースでNYSE、NASDAQ 市場に次ぐ地位にあるとされる⁵³。また、ピンクシートでは、NASDAQ 上場銘柄の気配情報も提示されている。このように価格情報が取引所市場とピンクシートの双方で利用可能な状況では、仮に、ある銘柄が取引所から上場廃止になりピンクシートに移行した場合に、ピンクシートでの価格は、上場廃止前の価格と連続性をもつことになると予想され、ピンクシートでの流動性を高める効果があると考えられる。Harris et al (2006)は、OTCBB とピンクシートという 2 つの取引の場が存在するが故に、NASDAQ 上場廃止銘柄は、自らの企業属性に適した市場を選択できていると指摘している。この点は、Bushee and Leuz (2005)の考察に通じるものである。Bushee and Leuz (2005)は、情報開示の厳格さの異なる複数の市場がある場合には、企業が自らの質に適した市場を選択するようになり、その結果、逆選択問題や外部不経済性が回避され得ることを示した。両論文の考察結果は、異なる市場区分が存在する場合には、市場区分を通じたシグナル効果が発揮されることを示すものといえよう。

4. 5. 3 わが国の先行研究

(ア) 本邦の売買制度

本邦新興市場の売買制度は、ジャスダック市場がマーケット・メーカー制度とオーダードリブン制度の選択制を採用していた⁵⁴ことを除き、基本的にはオーダードリブン制度が利用されている。欧米市場で近年採用されているハイブリッド型の売買制度は利用されていない。また、本邦新興市場に関する特徴として、空売りを行うことが相対的に難しい可能性も指摘できる。他方、取引所における上場廃止に係る制度としては、上場廃止基準に抵触するおそれがある上場有価証券については監理銘柄制度が、上場廃止が決定された銘柄については、決定後 1 カ月間の整理売買のための整理銘柄制度がある。このほか、取引所市場を上場廃止になった銘柄の

⁵³ ピンクシートの取引高（金額ベース）は 2004 年から 2007 年にかけて 3 倍以上増加し、その結果、2008 年第一四半期の OTC 市場の全取引高のうちピンクシートのシェアは 86%に達するとされる。例えば、Pink OTC Markets, “Connecting the OTC Market with Innovative Technology and Data Solutions,”を参照。

⁵⁴ 2008 年 4 月以降は、リクイディティ・プロバイダー制へ移行している。但し、大証ヘラクレスとの統合に向けて、リクイディティ・プロバイダー制は見直される計画にある。

うち、一定の要件を満たす場合には、フェニックス銘柄制度へ移行することが可能となっている。こうした一連の制度的手当てによって、投資家は上場廃止リスクが高まった状況以降においても、一定の換金の場が用意されている。

(イ) 売買制度の効果

新興市場の売買制度を考察した既存研究は極めて少ない。リクイディティ・プロバイダー制が導入される以前を分析した宇野・他（2002）は、マーケット・メーカー採用銘柄はオーダードリブン方式銘柄に比べて、取引可能な時間が長いこと、ボラティリティやスプレッドが安定的事であることを確認し、マーケット・メーカー方式がオーダードリブン方式を補強または代替する売買手法として定着することが、投資家の取引手法に関する選択肢の拡大等の点から望ましい、と主張している。また、脇屋（2009）は、新規公開企業の上場後の流動性を約定未成立日数を用いて評価し、新興市場に上場した企業の流動性が、東証（一部、二部）上場企業に比べて、相対的に低いこと等を報告している。

4. 6 上場廃止制度

4. 6. 1 上場廃止制度の機能

(ア) 上場廃止制度の機能

上場廃止制度を通じて質の悪い企業が排除されることは、取引所が投資家に対して上場企業の質を保証していることを示す。また、上場企業が上場廃止基準に服しているということが、投資家に対して上場企業の質についてシグナルを送っているとも考えることもできる。いずれにせよ、投資家がこうした効果を信頼しているならば、上場廃止制度は逆選択問題を緩和するうえで役立つことになる。また、上場廃止制度が外部不経済性を緩和しているとみることでもできよう。投資家が上場銘柄の質を必ずしも正しく評価できない場合には、投資家が質の悪い企業へ投資することから不測の損失を蒙る、あるいは、質の良い企業の価格形成が質の悪い企業が存在することから影響を受けることになろう（一種の外部不経済性）。上場廃止基準によって、質の悪い企業を排除することができれば、この外部不経済性を回避することに繋がる可能性がある。

(イ) 最適な上場廃止制度を巡る議論

上場廃止は市場参加者（公開企業、既存株主、潜在的投資家、取引所、等）に対して異なる影響を与える⁵⁵。つまり、上場廃止制度に対する考え方は市場参加者によって異なることが予想され、最適な上場廃止制度を一意に決めることは難しいことになろう。どの市場参加者の便益を優先するかによって、最適な基準は変化するからである。では、上場廃止制度をどのよ

⁵⁵ このほかにもマーケット・メーカーやスペシャリスト等へも影響を与える。マーケット・マイクロストラクチャーの標準的なモデルに従えば、上場廃止によって質の悪い企業が淘汰されることは、マーケット・メーカーがマーケットメイキングを行なう際のリスクを減じることになろう。例えば、Biais et al (2005), Madhavan (2000), Macey et al (2008)等を参照。

うに設定すればよいのであろうか。この点について Marcey et al (2008)は、「取引所が収益を生むことができる、あるいは、損失を回避することができ、且つ、既存株主と潜在的投資家を保護できる制度設計が望ましいが、具体的な基準を策定することは極めて難しい」と述べている。

現実の各国上場廃止制度をみると、その数値基準や運用の仕方に類似点と相違点がある。例えば、多くの取引所は、上場廃止基準のなかに、時価総額基準等の企業規模に係る数値基準、株主数・浮動株式数等といった流動性に係る数値基準、債務超過の発生等のクレジットイベント、更には、コーポレート・ガバナンスに関する規範等を規定しているが、他方では、NYSEの1ドル基準のように独特の基準を採用する事例も見られる。また、上場基準に抵触した場合に、取引所がどの程度裁量的に上場廃止を決定できるか、当局がどの程度関与するか、については、国や取引所による違いがある。

4. 6. 2 諸外国の先行研究

(ア) 上場廃止が株主に与える影響

上場廃止企業の市場価格等に着目した研究は、上場廃止が既存株主に損害をもたらしていることを確認している。Harris et al (2006)は、企業がNASDAQからOTCBBやピンクシートに移行する場合に、株価下落や流動性低下が発生しており、株主に膨大な損害を与えていると主張している。同論文は、上場廃止の約50%が例えば最低ビッド価格基準のような”non-core requirement”によるものに過ぎないとし、上場廃止後に株主が負担するコストの大きさに鑑みると、NASDAQの上場廃止基準は見直しが必要であると提言している。また、Sanger and Peterson (1990)はNYSEとAMEXから上場廃止になった銘柄では、平均的に8.5%のマイナスの超過リターンを示していると報告している。

(イ) 利益基準の弊害

上場廃止基準に利益基準を採用することの弊害を指摘する向きがある。中国について分析したJiang and Wang (2008)は、4期連続で会計上の赤字を計上すると上場廃止とする制度が、上場企業に利益調整を行うインセンティブを与えている点を報告している。同論文は、この上場廃止制度は投資家保護を目的に導入されたものであるが、企業が利益調整を行う結果、企業の長期的な成長を抑制する(企業価値を損なうような場合すら発生)、あるいはまた、健全な企業を市場から退場させ投資機会を減じる等、むしろ投資家利益に反する結果を招いたと指摘している。同様の指摘はYang (2006)にもみられる。同論文は、最低株価基準による上場廃止リスクに直面した企業が、裁量的会計発生高を操作するだけでなく、研究開発投資を抑制する、また、資産売却を行う等して、株価の引き上げを行っている点を報告している。

4. 6. 3 わが国の先行研究

上場基準や上場廃止基準の経済的機能に着目した研究に鈴木(2005)がある。同論文は、新興市場の上場基準・上場廃止基準の相対的な厳格さが、投資家や主幹事証券会社に対して企業の

質に関する保証効果（シグナル効果）を持つ可能性に着目している。具体的には、これら基準の厳しさが引受手数料やアンダープライシングに如何なる影響を与えているかを検証している。分析の結果、基準が厳しい市場で公開した企業ほど、引受手数料やアンダープライシングが小さくなる傾向があることを確認し、保証効果を支持している。この分析結果は、主幹事証券会社の上場審査は機能しておらず、上場基準が新規公開企業の質を見極めていと主張した翟(2009b)の議論に通じるものといえよう。また、宇野・他(2004)は、上場廃止に着目したものではないが、上場先市場の変更が株価等に与える影響を考察している。1999年から2002年の間にジャスダック市場から東証に上場先市場を変更した企業について、上場先市場変更前後の累積超過収益率を計測し、東証1部への上場変更は、取引の活発化等を通じて、株価にプラスの影響を与えることを報告している。また、梅本(2005)は、自主的上場廃止に伴う既存株主保護に関する制度が十分に整備されているとは言い難く、また、制度のあり方について議論が深まっているわけでもないとは主張し、上場廃止制度に関して問題提起している。

5. わが国への示唆

5. 1 研究課題

本邦新興市場や新規株式公開を対象にした研究は、近年徐々に蓄積されつつあるとはいえ、欧米市場に関する先行研究に比べ非常に少ないほか、関連制度の在り方を考察するには残念ながら不十分と言わざるを得ない。そこで、以下では、未解決の論点のうち、新興市場や新規株式公開に係わる制度設計を今後進めていくうえで、とりわけ注目される研究課題を整理する。

5. 1. 1 本邦新興市場の国際競争力の評価

そもそも市場の「国際競争力」をどのように測るかについては、必ずしも定まった考え方はない。既存研究の評価基準は大きく二つに分かれており、一つは、上場件数・金額等の増勢や世界シェアに着目するものであり、他方は、重複上場企業の市場価格から上場先市場の信頼感（プレミアム）等を計測するものである。既存研究を見る限り、評価手法によって得られる結論にはやや開きがあるようである。従って、本邦（新興）市場の国際競争力を幾つかの評価基準で計測・評価し、現時点における市場の競争力を把握し、また、市場間競争を勝ち抜くための戦略を考察することが求められよう。

5. 1. 2 中小・ベンチャー企業が新規株式公開を望まない理由

わが国の中小・ベンチャー企業の多くが新規株式公開をそもそも望んでいないことが指摘されている。その背景については、中小企業の多くが創業者やその一族が株式の大半を占め、経営の自由度を重視する傾向にあること、金融機関からの借り入れで十分な資金調達が可能であ

ること等が指摘されてはいる⁵⁶が、いずれの要因がどの程度影響を与えているのか、また、新規株式公開を活性化させるために制度面でどのような対応が可能か等については、よく知られていない。この原因を解明することが求められよう。

5. 1. 3 新規公開企業への需給動向

IPO サイクルの議論に典型的にみられるように、新規株式公開の動向は時間と共に大きく変動している。我が国でもこれは同様とされるが、その原因については必ずしも明らかではない。図3は、Fama and French (2004)に倣い、新規株式市場の需要曲線と供給曲線の動きによって、新規公開企業数と期待リターン（株主資本コスト）がどのように変化するかを示したものである。この分析枠組みを用いて、本邦市場について2000年以降の動きを示したグラフも記載してある。これらを見ると、近年の新規株式公開の背後には次のようなメカニズムが働いていたことが推察される。第一は、ITバブル崩壊直後に概ね該当する2000年から2003年にかけて、供給曲線が左へシフトした可能性である。第二は、2003年から2005年頃にかけての景気持ち直し期であるが、この時期には、供給曲線が右にシフトしたことを窺わせる。最後に、ライブドアショック以降の時期にあたる2006年から2008年にかけては、以前にも増して、供給曲線が左にシフトした可能性がある。無論、簡易な分析故に、断定的なことは言えないが、2006年以降の新規公開企業数の激減と株主資本コストの上昇が、ライブドアショック等も含めて、新興市場に対する「不信感」が高まったとされる時期と符合する点は注目に値しよう。仮に、この図が示唆する通り、ライブドア等の一部の新興企業の問題が、市場全体の供給曲線を左にシフトさせたとするならば、これこそが外部不経済性とも呼ぶべき現象のように思われるからである。このような外部不経済性が本当に生じていたとすれば、制度設計上は、「市場の信頼感」の回復を最大の目的に掲げて、対策を取る必要があるといえる。ここで示した仮説に関する、厳密な検証が待たれるところである。

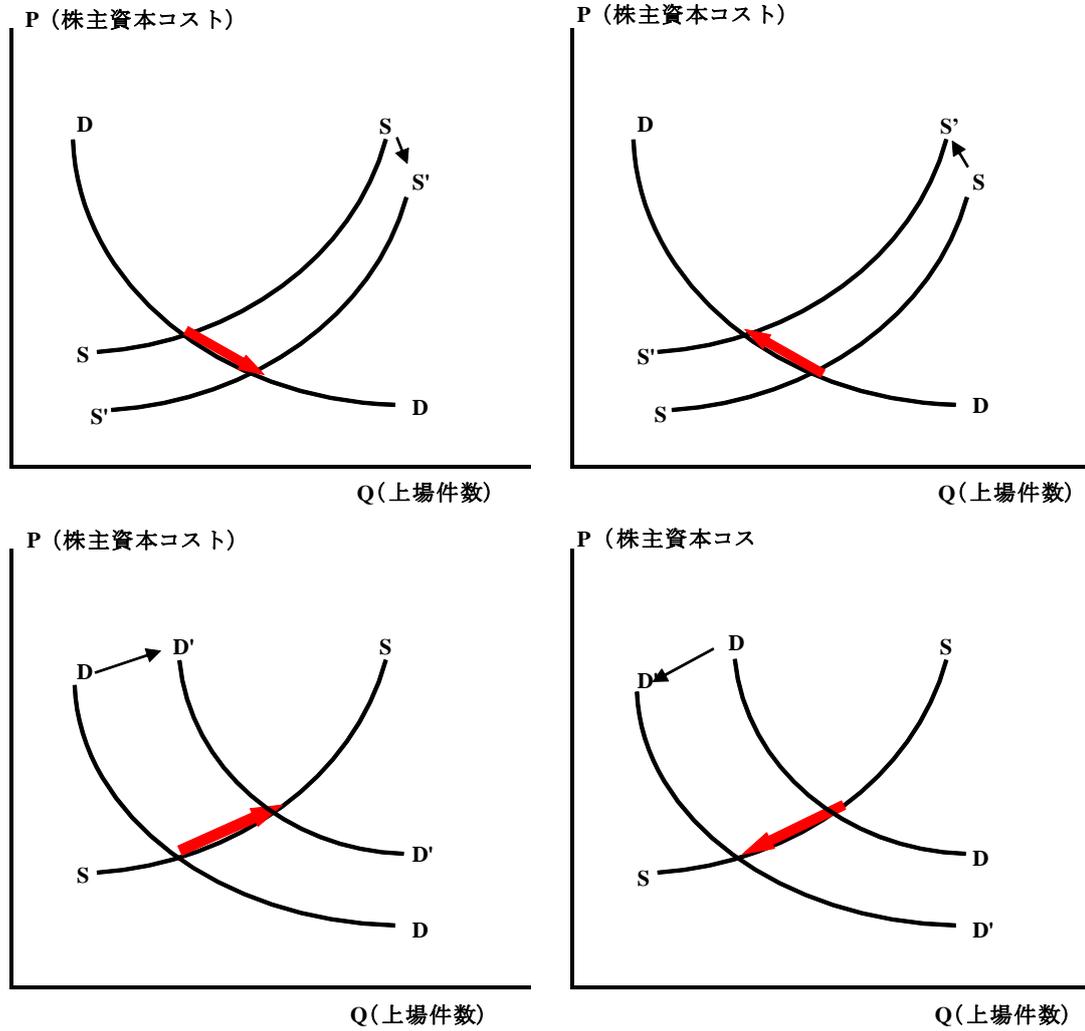
5. 1. 4 ブックビルディング方式における情報生産の実態

本邦ブックビルディング方式を用いた新規株式公開では、想定発行価格、仮条件価格、公開価格、そして市場価格（初値）の4つの価格が決定される。先行研究を踏まえると、これら価格の相対的な大小関係は、平均的には図4のような関係にある。ここで注目されるのは、想定発行価格が仮条件価格や公開価格の水準をほぼ決定しているようにみえる点である。換言すれば、プレ・ヒアリングや需要の申告を通じて機関投資家等から私的情報を得た後に決定される仮条件価格や公開価格が、実は、想定発行価格とそれほど異なる水準に決定されているのである。これは、主幹事証券会社が想定発行価格を決定する際に、その後決定することになる仮条件価格と公開価格の水準を、実質的に決めていることを示唆する⁵⁷。

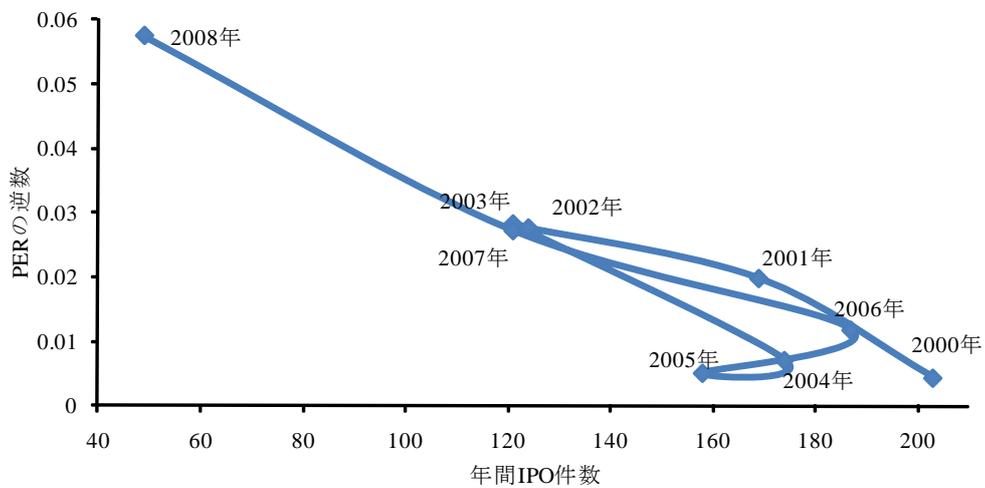
⁵⁶ 例えば、中小企業庁（2008）、Honjo and Kutsuna（2005）を参照。

⁵⁷ 実務家へのヒアリングによれば、主幹事証券会社が一連の価格決定作業のなかで最も時間と注意を払うのは想定発行価格である、との声が聞かれた。これは、この仮説を支持する見解であろう。

(1) 需要・供給曲線のシフト (概念図)



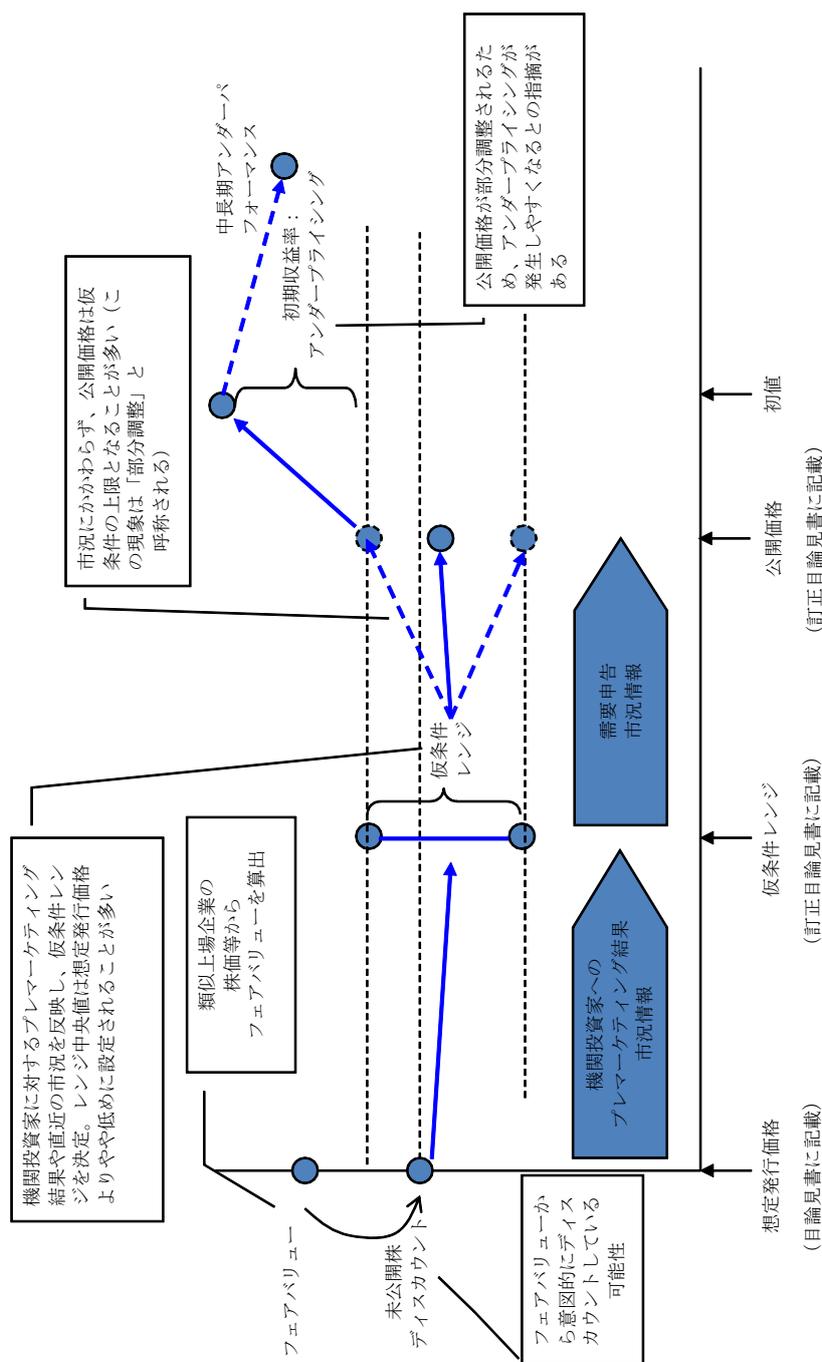
(2) 本邦新規公開市場の需給動向



(資料) Tokyo IPO等を基に筆者作成

図3 本邦新規株式公開の需給動向

仮に、主幹事証券会社の現実の価格設定行動がこのようなメカニズムに従っているとすれば、プレ・ヒアリングや需要の申告を行うことの意義は低下するといえるだろう。このように考えると、主幹事証券会社が、どのようにして想定発行価格を決めているのか、また、プレ・ヒアリングや需要の申告を通じた情報収集が実態として、どれだけの意味を持っているのか、実態把握を行う必要があると思われる。



(出所) 筆者作成

図4 本邦ブックビルディング方式における典型的な価格推移

5. 1. 5 投資家行動と価格形成の関係

アンダープライシングや中長期アンダーパフォーマンスを投資家行動の観点から考察する必要がある。その際には、発行段階における投資家層と流通市場の投資家層の違いを考慮し、それぞれの投資家層がどのような投資行動に従っているかを明らかにすることが重要なポイントとなる。発行市場の投資家については、(1) そもそもどのような投資家が割当を受けているかに加えて、(2) 割当を受けた投資家がその後どのような売買行動を取る傾向があるのか、また、投資家層（機関投資家と個人投資家、等）によって売買行動に相違があるかが、解明される必要がある。他方、流通市場の投資家については、(1) 初値で買う投資家とは、どのような投資家なのか、(2) 当該投資家はどのような投資行動に従っているのか、(3) 当該投資家やその他の流通市場の投資家と、発行市場の投資家は異なっているのか、等が明らかにされると、制度設計への示唆は大きい。

5. 1. 6 企業の質と逆選択・外部不経済性との関係

新興市場にどの程度の質の企業が上場されるべきかについては、相対立する見解がある。一つの立場は、そもそも新興市場がリスクの高い企業へ資金を提供する場である点を重視し、質の悪い企業が上場することを完全に排除すべきではないという考え方である。他方は、質の低い企業の上場が、投資家の新興市場への不信感を醸成させていると判断し、例えば、上場（廃止）基準の厳格化や、メイン市場等との市場統合の必要性を主張する立場である。これに対して本稿では、質の悪い企業が排除されるべき目安として、逆選択問題や外部不経済性が一つの判断基準になることを指摘した。但し、既存研究と同様に本稿も、質の悪い企業の増加が逆選択問題や外部不経済性をどの程度引き起こしたかについては全く検証していない。この点を厳密に計測・評価すれば、今後の制度設計に対して、示唆を与えることができると思われる。

5. 1. 7 業績予想情報のバイアス

新規公開企業の業績予想情報が、どのようなバイアスを持つのか、また、投資家がどのような情報を重視しているか等については、研究が余り進んでいない。特に、IT バブル前後に、企業の情報開示スタンスに変化が生じていたかについては、全く知られていない。更に、2000年代以降に利用され始めたロックアップ契約と業績予想情報の関係についても、本邦市場に関する研究成果は今のところない。諸外国の研究成果は、業績予想情報やロックアップ契約が新規株式公開時の情報の非対称性を緩和させていると報告している。本邦において、これらの制度を上手く活用していくためにも、業績予想情報のバイアス等に関する実証的検証が必要である。

5. 1. 8 シグナル・保証機能の比較

主幹事証券会社の上場審査は機能しておらず、上場基準が新規公開企業の質を見極めているという指摘があった。また、新規株式公開時には、様々なシグナルや保証機能（アンダープライシング、名声の高い引受証券会社・監査法人、自発的情報開示、ロックアップ契約、等）が

発揮されるとする立場もあった。しかしながら、本邦市場に関しては、これらシグナル・保証機能のどれが最も有効であるのか、企業はどの手法を重視しているのか、それぞれの手法は互いにどのような関係にあるのか等については、十分な解明が進んでいない。その結果、シグナル・保証機能を強化するために、法制度や実務慣行等をどのように修正することが効果的であるかについても、よく判っていない。こうした論点を明らかにすることができれば、不要な機能を排除して、新規株式公開の各種取引コスト（手数料等）を削減することに寄与するかもしれない。

5. 2 制度設計への示唆

今後の制度改革に際しては、何よりもまず、新興市場や新規株式公開の望ましい姿とは何かを明確にし、幅広い市場参加者で共有する必要がある。新規株式公開の一連の取引においては、市場参加者の間で様々な利害対立が発生し得るため、望ましい市場の姿も各参加者の立場によって異なるものとなる。こうした違いを相互に理解し合ったうえで、市場メカニズムで解決できない問題を認識し、多くの市場参加者が経済的便益を得られるような仕組みについて理解を深める必要がある。

以下では、前章までの議論を踏まえ、制度改革に際して特に注目すべきと思われる論点を、本稿冒頭で提示したキーワードに則して、整理する。

5. 2. 1 資金制約の緩和

上場希望・予定企業のごく一部だけが上場を実現できているに過ぎず、また、新規公開企業の業種分布が偏っている現状を克服する必要がある⁵⁸。そのためには、企業・業種特性を十分に考慮した上場基準・上場審査を検討する必要がある。とりわけ研究開発型企业のように、企業属性としてエクイティ・ファイナンスが適した企業に対して、企業・業種特性を考慮することなく一律の上場基準を適用すると、これら企業の資金調達を顕著に阻害する可能性がある点には留意が必要となろう。また、取引所による実質基準（取引所審査）が恣意的に運用されると、新規株式公開の実現可能性に関して不確実性が高まり、それが企業の上場意欲を低下させる恐れがある。実質基準の客観的な運用と透明性の向上も必要である。このほかにも、上場基準における利益基準については、そもそもこれが実態として制約（binding）になっていないという可能性はあるものの、利益操作を助長するという悪影響に鑑みると、市場区分の在り方を検討するなかで、その存否も含めて再検討する価値があるのではないかと。

資金制約の緩和には、新規株式公開時の資本コストを引き下げるための努力も不可欠である。これには取引効率性の向上やエージェンシー問題の抑制等も有効と思われるが、それ以外にも、投資家層の拡大に向けた対策が必要である。特に本邦新興市場における機関投資家の参加が限定的である現状を如何にして克服できるかについて、機関投資家の運用実態（運用制限、等）や投資ニーズ等を十分に把握したうえで、考察していく必要がある。

⁵⁸ 詳細は岩井・保田（2010）を参照。

また、企業の上場目的は資金制約の緩和に限ったものではなく、例えば、知名度・ブランド力の向上等を優先する企業も存在するであろう。企業が上場を通じて様々な目的を達成できるよう、環境整備を進める必要がある。例えば、多様な価格決定・割当方式を制度的に認め、企業が複数の選択肢の中から自らの目的に照らして最適な手法を自由に選択できるようにすることも一考に値する。なお、その際には、引受証券会社等、企業へ助言をする立場の市場参加者が利益相反的な行動を起こさないように併せて手当てすることも肝要となろう。

5. 2. 2 情報効率性

情報効率性を高めるためには、開示情報や情報開示間隔の見直し、入札方式の利用価値の周知、また、売買制度の再検討が必要である。まず新規公開企業の自発的情報開示を促すために、自発的情報開示を阻害するような制度・実務慣行を見直す必要がある。具体的には、取引所が業績予想情報の範囲を事実上決定している実務慣行の見直し等が考えられる。その際には、どのような予測情報を制度開示の対象に含めるべきかについても検討することが必要である。即効薬は見出し難いものの、アナリスト・カバレッジを拡大させていくことも肝要であろう。

また、投資家が十分に情報を収集・分析したうえで投資判断を下せる環境を確保するために、情報開示間隔が適正であるかを再検討することもあってよかろう。具体的には、有価証券届出書（含む訂正届出書）の提出日、募集開始日、上場日の間隔が適正かという視点からの検討が必要と思われる。

次に、入札方式は価値評価の容易な企業の価格発見に優れた手法であるとの指摘があるにもかかわらず、本邦ではこうしたメリットは意識されていない。従って、このメリットも含めて、入札方式の存在等を新規公開企業や投資家に対して十分に周知する必要がある。最後に、上場後の価格発見機能を向上させるという視点から、現行の売買制度が新興市場に上場する企業属性に照らして適切なものかを検討することも、引き続き必要である。売買制度の在り方を考える場合には、個別銘柄や市場全体の流動性を如何にして高めるかという視点だけではなく、仮にそれが流動性を犠牲にする可能性があるとしても、情報生産を向上させるために望ましい売買制度はどのようなものかという点にも注意を払う必要がある。また、グリーンシート市場から新興市場へ移行する際の取引連続性の確保や欧州におけるグレイ市場のようなメカニズムを取り入れることの是非、及び、その方策についても検討することが望ましい。

5. 2. 3 情報の非対称性の緩和

情報の非対称性を緩和させるためには、まず機関投資家と一般投資家間の情報格差を、これら市場参加者の情報生産インセンティブを損なわないように留意しつつ、解消することが必要である。具体的には、プレ・ヒアリング等において機関投資家が入手した情報を一般に公開すること、あるいは、機関投資家以外の投資家が入手できる機会を確保することを検討する価値がある。加えて、主幹事証券会社が算定したファンダメンタル価値を、少なくとも新規公開企業に対して、あるいは一般投資家も含めた広い投資家層に対して、何らかの形で公表・開示

させることも有効な対策となろう。

5. 2. 4 取引効率性

新興市場や新規株式公開の取引効率性を向上させるには、新規公開企業が株式上場において利用する各種の外部サービスの手数料が競争的に決定される必要がある。また、新規公開企業の企業属性や上場ニーズに適した価格決定・割当方式が自由に選択できる環境整備と共に、価格決定・割当方式の取引コストを引き下げるという視点も重要となろう。その際には、インターネット技術等を積極的に利用すること等も検討されて良からう。他方、上場後の取引コストの引下げには、前述の売買制度の見直しに加えて、上場廃止後の取引制度（フェニックス銘柄制度）の充実や取引所間（市場区分間）の統廃合も検討される必要がある。

5. 2. 5 エージェンシー問題の抑制

引受証券会社の行動に内在するエージェンシー問題を抑制するには、なによりもまず引受証券会社の忠実な行動が求められるが、そのほかにも、現行の利益相反管理態勢制度の実施状況を踏まえて、必要があれば、利益相反情報を顧客（新規公開企業）に対して開示することの是非も検討するべきかもしれない。また、ブックビルディング方式における価格と割当先の裁量的な決定権がもたらす弊害を減じるためにも、諸外国で取り入れられている各種の価格決定・割当方法（例えば、ブックビルディング方式と固定価格方式のハイブリッド方式、Competitive IPO、等）を本邦に導入することを検討する必要がある。特に、価格決定と割当先の決定をどのように分離することが適切かについて、金融仲介業者だけでなく、中小・ベンチャー企業からのニーズを聴取したうえで、議論を深める必要がある。更に、引受業務における証券会社間の競争がより競争的になるように、引受業務に係わる参入障壁を見直すこと等にも検討価値を見出すことができる。

他方、新規公開企業の株主や経営者の情報開示インセンティブに伴うエージェンシー問題を抑制するには、利益相反行為が発生しやすい状況においてロックアップ契約等が積極的に且つ柔軟に利用できるように環境を整備することが望ましい。また、仮に開示情報の信頼性を一層高める必要があると判断されるならば、現行法における制度開示情報に関する発行体、監査法人、引受人の法的責任のあり方を再考する必要があるかもしれない。特に、引受人の民事上の責任に関しては、そもそも「引受人の責任」という観念そのものが希薄であるとの指摘が一部にみられるように、開示情報の信頼性を高めるうえで工夫の余地があるように思われる。

5. 2. 6 投資家保護

前述の価格決定と割当先決定の分離、上場廃止後の取引制度の見直しは投資家保護の観点からも必要である。このほかにも、上場基準・上場廃止基準として企業が操作可能な数値基準を採用すると、企業の利益相反行為（利益調整行動、等）を助長しかねない点には留意する必要があるだろう。また、現在、資金使途に関する情報が目論見書等に記載されているが、この情

報の正確性を確認することも求められよう。記載された資金使途とは異なる用途に資金が利用・流用されると、投資家が期待（許容）していた投資パフォーマンス（リスクとリターン）が実現しないことになるからである。類似の議論として、どの程度の予測情報を制度開示に含めるべきかについても議論を深める必要があるのではないか。更に、公開価格の適正さに関する行政当局、あるいは、法律上の解釈を明確にすることも必要と考えられる。

5. 2. 7 逆選択・外部不経済性の抑制

逆選択問題や外部不経済性は上場前にも上場後にも発生し得るため、それぞれの局面に適した対応が必要となる。まず上場前の対策としては、企業の「質」を高い精度で識別できるような制度設計が必要であり、そのためには、上場基準の見直しのほか、明確な市場区分を利用すること、あるいはまた、そうした市場区分の狙いを市場参加者に理解してもらうことが肝要である。また、既に東証 AIM で導入された J-NOMAD のように、第三者が上場企業（銘柄）の質を常時監視・管理する制度を事前に用意しておくことも、理屈のうえでは、有効と考えられる。

他方、上場後に発生する逆選択・外部不経済性への制度面での対策としては、例えば、外部不経済性の原因となっている企業に対して何らかの制裁を課す（外部不経済性を与えている程度に応じて上場手数料を増減させる仕組みや、不祥事を起こした企業に対して抑止力を有する程度の制裁金を課す、等）ことを検討する余地があろう。

5. 2. 8 制度間の整合性

制度の一貫性を確保するという観点からは、特に次の諸点について政策目的及び法的な議論を整理する必要がある。第一は、新規株式公開の一連の制度において生じ得る「有利発行」に類似の取引について、政策目的の一貫性を確保する必要があるように思われる。例えば、「有利発行」を防止するために公開前規制が存在する一方で、実態としては、公開価格が初値を下回る状況（アンダープライシング）が頻繁に発生している。アンダープライシングがどのような理由で発生しているかにもよるが、既存研究の一部はアンダープライシングに有利発行的な要素が含まれていることを報告している。第二は、新規株式公開の諸制度の狙いの一つは中小・ベンチャー企業のエクイティ・ファイナンスの容易化にあるはずであるが、公開前規制はむしろ企業の株式資本コストを高めるように作用している可能性がある。この視点に立つならば、公開前規制の存否も含めた検討が求められることになる。第三は、ブックビルディング方式で決定される公開価格の「適正さ」について、行政当局及び法律上の一貫性のある見解を何らかの形で市場参加者に示していく必要があるように思われる。現在までのところ、公開価格がオーバープライシングとなった事例については、投資家保護の観点から行政処分が下されているが、アンダープライシングとなった事例については、アンダープライシングが極端に大きかった事例も含めて、行政処分の対象にはなっていない。アンダープライシングの発生メカニズムが必ずしも明らかではないという事情があるにせよ、アンダープライシングが既存株主に対して経済的不利益をもたらす可能性がある点に鑑みると、これまでの行政当局の対応やその背

後の考え方がどのようなものであったか、また政策目的・法的解釈として整合的なものであったかについて再検討してみる価値はあろう。ここで重要なことは、市場参加者（特に引受証券会社）が、当局がアンダープライシングを許容していると認識してしまうと、アンダープライシングの発生を助長し、その結果、新規株式公開の株式資本コストを押し上げてしまう可能性がある点である。

5. 2. 9 国際競争力

国際的な市場間競争のなかで本邦新興市場の競争力を高めるには、市場運営に係わる技術（売買・証券決済制度、等）や実務慣行（価格決定・割当方式、等）の面で諸外国に遅れを取ることのないようにする必要はあるほか、同時に、海外取引所等との提携や差別化を戦略的に使い分けていく必要性もあろう。例えば、アジア諸国において新興市場や新規株式公開に係わる制度をグローバル・スタンダードに揃えようとする動きがあるが、こうした流れのなかでは、これら諸外国と本邦法制度との相互承認等の中長期的な視点で検討していくことも一考に値すると思われる。また、本邦新興市場の株式資本コストが国際的にみて魅力的な水準になるように、各種の取引コスト（直接的コスト、間接的コストの各項目）の引下げ、投資家層の充実、上場企業数の増加を追求する必要もある。但し、これらの目的を達成するうえで、どのような手法が効果的であるかについては判断が難しい。この点は今後、幅広い市場参加者が積極的にアイデアを出していく必要がある。

5. 3 結語

新興市場や新規株式公開制度は、我が国経済のイノベーションの源泉の一つとして期待されている。こうした社会的要請を背負った制度がその機能を存分に発揮できるために、何が必要であるかを考察することが本稿の究極的な目的であった。

新規株式公開は多くの市場参加者が関与しながら、様々な制度・制約のなかで、幾つもの段階を経ながら漸く達成されるものである。このため、一連の手続きのなかで、多様な利害対立が連続的に発生することになる。これが、新規株式公開の最大の特徴であろう。従って、新規株式公開の望ましい姿は、市場参加者によって当然異なってくる。本稿では、こうした利害と見解の対立を踏まえ、新興市場や新規株式公開の「望ましい姿」をできる限り「公平な」立場から明らかにし、その上で、どのような制度設計が今後求められるかについて、現時点で利用可能な情報を基に、考察し整理を行った。また併せて、本邦市場に関して十分な検証が進んでいない研究分野のうち、制度設計を進めるうえで特に重要な論点を、今後の研究課題として整理した。

こうした作業を経て明確になったことの一つは、新興市場や新規株式公開の制度改正を議論していく際には、市場参加者によって望ましい制度のあり方が異なるという事実を踏まえて、極力多くの市場参加者から意見を聞き、それを集約する必要があるという点である。多様な立場からの意見は、当然にして、意見の対立に繋がりがやすくなる。従って、議論を集約し、多

くの市場参加者にとって便益が行き渡るような制度を構築していくには、市場全体を俯瞰できるコーディネーターがどうしても必要となろう。この仲介者が市場参加者間の様々な利害対立を上手く調整することができれば、市場全体の規模を拡大させ、多くの市場参加者がその便益を享受するという、云わば、最適な戦略を目指すことも視野に入ってくるのではないかと期待される。

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 33-44 頁.
- (2006)「ジャスダック市場における新規公開企業の公開価格と初期収益率について－幹事証券会社による公開価格と仮条件価格の予測能力－」高崎経済大学論集 第 48 巻 第 4 号 89-103 頁.
- 井上武 (2006)「取引所における株式売買手法の多様化」『資本市場クォーターリー2006 年冬』野村資本市場研究所.
- 岩井浩一・保田隆明 (2010)「新興市場と新規株式公開のレビュー」金融庁 金融研究研修センター ディスカッションペーパー DP2009-13 (2010 年 3 月) .
- 岩谷賢伸 (2003)「欧州主要取引所の市場区分見直し」『資本市場クォーターリー2003 年春』野村資本市場研究所.
- 宇野淳・嶋谷毅・清水季子・万年佐知子 (2002)「JASDAQ 市場のマーケット・マイクロストラクチャーとスプレッド分布」『金融市場局ワーキングペーパーシリーズ』2002-J-2、日本銀行.
- 宇野淳・柴田舞・嶋谷毅・清水季子 (2004)「上場変更と株価：株主分散と流動性変化のインパクト」『日本銀行ワーキングペーパーシリーズ』No.04-J-03.
- 梅本剛正 (2005)『現代の証券市場と規制』商事法務.
- 大崎貞和 (2007)「市場区分を導入したピンクシート－英国 AIM をモデルとした制度改革－」『資本市場クォーターリー2007 年春』野村資本市場研究所.
- 大鹿智基 (2008)「情報開示に対する経営者の姿勢と株式市場の反応－株主総会活性化と会計情報有用性－」『証券アナリストジャーナル』、2008 年 5 月、82-91 頁.
- 太田浩司 (2006)「経営者予想に関する日米の研究：文献サーベイ」『武蔵大学論集』第 54 巻第 1 号、2006 年 7 月、53-94 頁.
- (2007)「わが国の予測情報研究について」『証券アナリストジャーナル』2007 年 12 月、

92-99 頁.

- (2008) 「利益予想情報の有用性と特性」『企業会計』2008 Vol.60, No.7, 55-63 頁.
- 音川和久 (2001) 「新規株式公開と経営者の業績予想」『産業経理』第 61 巻第 3 号、50-58 頁.
- 金子隆 (2006) 「引受主幹事の公開価格設定行動：部分入札方式下の謎」『三田商学研究』第 49 巻第 6 号、2007 年 1 月、103-119 頁.
- 忽那憲治 (2007) 「IPO 市場のアンダープライシング現象と価格決定方式」『証券アナリストジャーナル』2007.9 月号、35-44 頁.
- (2008) 「IPO 市場の価格形成」中央経済社.
- 鈴木健嗣 (2004) 「引受シンジケートの構成が新規公開価格に与える影響」『一橋論叢』132(5), 669-688 頁.
- (2005) 「日本におけるロックアップ契約の役割」『経営財務研究』第 24 巻第 2 号、99-115 頁.
- (2005) 「上場・廃止基準が新規公開費用に及ぼす影響：新興三市場の比較」『現代ファイナンス』No.17, 2005 年 3 月、3-25 頁.
- (2009) 「エクイティファイナンス」『現代の財務経営／3 資本調達・ペイアウト政策』.
- 須田一幸・首藤昭信 (2001) 「経営者の利益予測と裁量的会計行動」産業経理 Vol.61, No.2, 47-56 頁.
- 須田一幸・山本達司・乙政正太 (2007) 『会計操作 その実態と識別法、株価への影響』ダイヤモンド社.
- 瀧田節 (2002) 「新興企業向け市場の在り方」『市場改革の進展と証券規制の課題』、財団法人 日本証券経済研究所.
- 辰巳憲一 (2006a) 「IPO 初取引日前後の株価推移と投資家の行動：米国の研究の展望」『学習院大学経済論集』第 42 巻 第 4 号、231-249 頁.
- (2006b) 「IPO における引受証券会社と発行企業の行動：米国の研究の展望」『学習院大学経済論集』第 43 巻 第 1 号、53-71 頁.
- (2006c) 「米国 IPO と証券発行規制について」『学習院大学 経済論集』第 43 巻 第 2 号、223-245 頁.
- 翟林瑜 (2006a) 「IPO 市場に関する“賢者君子の世界観”と“俗人の世界観”（上）－IPO のアンダープライシングに関する情報非対称性理論的説明と現実直視的説明－」『証券経済研究』第 53 号、147-159 頁.
- (2006b) 「IPO 市場に関する“賢者君子の世界観”と“俗人の世界観”（下）－IPO のアンダープライシングに関する情報非対称性理論的説明と現実直視的説明－」『証券経済研究』第 54 号、43-68 頁.

- (2006c) 「日本の新規株式公開から見る世界共通の現象」『国際金融』、1171号、30-35頁.
- (2009a) 「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』、2009.2月号、81-92頁.
- (2009b) 「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」『証券経済研究』第66号、2009年6月、21-37頁.
- 日本証券業協会 (2009) 「新興市場のあり方を考える委員会報告書～新興市場の機能と信頼の回復に向けて～」.
- 船岡健太 (2007) 「新規公開時のベンチャーキャピタルの役割」中央経済社.
- (2008) 「新規公開株式のプライシングにおける機関投資家の役割ー日本とアメリカの比較ー」『証券経済研究』第63号、1-27頁.
- 松本守 (2004) 「新規株式公開における利益マネジメントと長期パフォーマンス」『経済論究』第119号、115-131頁.
- 円谷昭一 (2008) 「経営者業績予想の駆け込み修正の研究ーその実態と実証会計学への影響ー」『証券アナリストジャーナル』、2008年5月、71-81頁.
- 脇屋勝 (2010) 「制度信用銘柄の選定基準と市場流動性及びボラティリティー新興市場のデータを用いた実証分析ー」神戸大学大学院経営学研究科専門職学位論文.
- Aggarwal.R., and Conroy.P. (2000), “Price Discovery in Initial Public Offerings and the Role of the Lead Underwriter,” *The Journal of Finance*, Vol.55, No.6, pp.2903-2922.
- Aggarwal.R., Prabhala.R.N., and Puri.M. (2002), “Institutional Allocation in Initial Public Offerings: Empirical Evidence,” *The Journal of Finance*, Vol.57, No.3, pp.1421-1442.
- Alimov.A., and Mikkelsen.W. (2009), “Do Favorable Market Conditions Lead to Costly Decisions to Go Public?,” working paper. (<http://odin.lcb.uoregon.edu/wmikkels/homepage.html#workingpapers>)
- Amihud.Y., and Mendelson.H. (1986), “Asset Pricing and the Bid-Ask Spread,” *Journal of Financial Economics*, Vol.17, No.2, pp.223-249.
- Anand.A., Tanggaard.C., and Weaver.D.D. (2009), “Paying for Market Quality,” *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, Vol.44, Issue.6, pp.1427-1457.
- Angel.J., Harris.H., Panchapagesan.V., and Werner.M. (2004), “From Pink Slips to Pink Sheets: Liquidity and Shareholder Wealth Consequences of Nasdaq Delistings”, (<http://www.cob.ohio-state.edu/fin/dice/papers/2004/2004-22.pdf>).
- Aussenegg.W. (2006), “Underpricing and the Aftermarket Performance of Initial Public Offerings: the Case of Austria,” Chapter 13, in *Initial Public Offerings- An International Perspective*, Edit by Greg N. Gregoriou, Elsevier.

- Barber.B.M., and Lyon.J.D. (1997), "Detecting Long-run Abnormal Stock Returns: The Empirical Power and Specification of Test Statistics," *Journal of Financial Economics*, Vol.43, No.3, pp.341-372.
- Beatty.P.R. (1989), "Auditor Reputation and the Pricing of Initial Public Offerings," *The Accounting Review*, Vol.64, No.4, pp.693-709.
- Benveniste.L., Busaba.W., and Wilhelm.J.W. (1996), "Price Stabilization as Bonding Mechanism in New Equity Issues," *Journal of Financial Economics*, Vol.42, pp.223-255.
- Biais, B., Glosten, L., Spatt, C. (2005), "Market Microstructure: A Survey of Microfoundations, Empirical Results, and Policy Implications," *Journal of Financial Markets*, Vol.8, No.2, pp. 217-264.
- Blass.A., and Yafeh.Y (2001), "Vagabond Shoes Longing to Stray: Why Foreign Firms List in the United States," *Journal of Banking and Finance*, Vol.25, pp.555-572
- Botosan.C.A. (1997), "Disclosure Level and the Cost of Equity Capital," *Accounting Review*, Vol.72, No.3, pp.323-349.
- Botosan.C.A., and Plumlee.M.A.(2002), "A Re-examination of Disclosure Level and the Expected Cost of Equity Capital," *Journal of Accounting Research*, Vol.40, No.1, pp.21-40.
- Boulton.T.J., Smart.S.B., and Zutter.C.J. (2010), "IPO Underpricing and International Corporate Governance," *Journal of International Business Studies*, Vol.41, No.2, pp.206-222.
- Brav.A., and Gompers.A.P. (2003), "The Role of Lockups in Initial Public Offerings," *The Review of Financial Studies*, Vol.16, No.1, pp.1-29.
- Bushee.B.J., and Leuz.C. (2005), "Economic Consequences of SEC Disclosure Regulation:Evidence from the OTC Bulletin Board," *Journal of Accounting and Economics*, Vol.39, pp.233–264.
- Cai.J., and Wei.K.C.J. (1997), "The Investment and Operating Performance of Japanese Initial Public Offerings," *Pacific Basin Finance Journal*, Vol.5, No.4, pp.389-417.
- Carpentier.C., and Suret.J-M. (2008), "The Economic Effects of Low Listing Requirements: An Analysis of Reverse Merger Listing," *CLEA 2008 Meeting Paper*.
(http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1129980).
- , and ----- (2009), "The Survival and Success of Canadian Penny Stock IPOs," *Small Business Economics*, forthcoming, 2009. (http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1070855).
- Carter.R., and Manaster.S. (1990), "Initial Public Offerings and Underwriter Reputation," *The Journal of Finance*, Vol.45, No.4, pp.1045-1067.
- Cassia.L., Paleari.S., and Vismara.S. (2004), "The Valuation of Firms Listed on the NUOVO MERCATO: The Peer Comparables Approach," in Giudici.G., and Roosenboom.P.,eds, *The Rise and Fall of Europe's New Stock Markets*, pp.113-129, Emerald.

- Cazavan-Jeny.A., and Jeanjean.T. (2007), “Levels of Voluntary Disclosure in IPO Prospectuses: an Empirical Analysis,” *Review of Accounting and Finance*, Vol.6, No.2, pp.131-149.
- Chan.A.M.Y., Sit.K.L.C., Tong.L.M., Wong.K.D.C., and Chan.Y.W.R. (1996), Possible Factors of the Accuracy of Prospectus Earning Forecasts in Hong Kong,” *The International Journal of Accounting*, Vol.31., No.3., pp.381-398.
- Chahine.S. (2002), “Mispricing in IPO Methods and the Predictive Ability of Investors' Interest for New Issues,” (http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=297055).
- Charitou.A., and Panayides.M. (2009), “Market Making in International Capital Markets Challenges and Benefits of its Implementation in Emerging Markets “, *International Journal of Managerial Finance*, Vol.5, No.1, pp.50-80.
- Chemmanur.J.T., and Fulghieri.P. (2006), “Competition and Co-operation among Exchanges: A Theory of Cross Listing and Endogenous Listing Standards,” *Journal of Financial Economics*, Vol.82, pp.455-489.
- Chemmanur.J.T., He.J., and Fulghieri.P. (2008), “Competition and Cooperation among Exchanges: Effects on Corporate Cross-Listing Decisions and Listing Standards,” *Journal of Applied Corporate Finance*, Vol.20, No.3, pp.76-90.
- Cheng.Y.T., and Firth.M. (2000), “An Empirical Analysis of the Bias and Rationality of Profit Forecasts Published in New Issue Prospectuses,” *Journal of Business Finance & Accounting*, Vol.27, No.3, pp.423-446.
- Cheung.S., and Lee.J. (1995), “Disclosure Environment and Listing on Foreign Stock Exchanges,” *Journal of Banking and Finance*, Vol.19, No.2, pp.347-362.
- Chong.S.B., and Ho.W.K. (2007), “Lockup and Voluntary Earnings Forecast Disclosure in IPOs,” *Financial Management*, Vol.36, No.3, pp.63-80.
- Chowdhry.B., and Nanda.V. (1996), “Stabilization, Syndication and Pricing of IPOs,” *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, Vol.31, pp.25-42.
- Clarkson.P., Dontoh.A., Richardson.G., and Sefcik.S. (1992), “The Voluntary Inclusion of Earnings Forecasts in IPO Prospectuses,” *Contemporary Accounting Research*, Vol.8, No.2, pp.601-626.
- Comerton-Forde.C., and Rydge.J. (2004), “A Review of Stock Market Microstructure: A study of market microstructure in eighteen of the world’s largest and most influential stock markets,” SIRCA.
- Corwin.S.A., and Harris.J.H. (2001), “The Initial Listing Decisions of Firms that Go Public,” *Financial Management*, Vol.30, No.1, pp.35-55.
- Cornelli.F., and Goldreich.D. (2001), “Bookbuilding and Strategic Allocation,” *The Journal of Finance*, Vol.56, No.6, pp.2337-2369.
- Deloof.M., De Maeseneire.W., and Ingelbrecht.K. (2009), “How Do Investment Banks Value Initial Public

- Offerings?," *Journal of Business Finance and Accounting*, Vol.36, No.1-2, pp.130-160.
- Derrien.F., and Womack.K.L. (2003), "Auctions vs. Book-building and the Control of Underpricing in Hot IPO Markets," *Review of Financial Studies*, Vol.16, No.1, pp.31-61.
- Diamond, D., Verrecchia, R. (1991), "Disclosure, Liquidity, and the Cost of Capital," *The Journal of Finance*, Vol.46, pp.1325-1359.
- DuCharme.L.L., Malatesta.H.P., and Sefcik.E.S. (2001). (2004), "Earnings Management, Stock Issues, and Shareholder Lawsuits," *Journal of Financial Economics*, Vol.71, pp.27-49.
- Dunbar.G.C. (1998), "The Choice Between Firm-Commitment and Best-Efforts Offering Methods in IPOs: The Effect of Unsuccessful Offers," *Journal of Financial Intermediation*, Vol.7, No.1, pp.60-90.
- Eckbo.E.B., (2007), "Security Offerings," Chapter 6 in *Handbook of Corporate Finance: Empirical Corporate Finance, Volume 1*, North-Holand/Elsevier.
- Ellis .K., Michaely.R., and O'Hara.M. (2000), "When the Underwriter Is the Market Maker: An Examination of Trading in the IPO Aftermarket," *The Journal of Finance*, Vol.55, No.3, pp.1039-1074.
- Ellul.A., and Pagano.M. (2006), "IPO Underpricing and After-Market Liquidity," *Review of Financial Studies*, Vol.19, No.2, pp.381-421.
- Espenlaub.S., Goergen.M., and Khurshed.A. (2001), "IPO Lock-in Agreements in the UK," *Journal of Business Finance & Accounting*, Vol.28, pp.1235-1278.
- Fama.E.F., and French.K.R.(2004), "New Lists: Fundamentals and Survival Rates," *Journal of Financial Economics*, Vol. 73, pp. 229-269.
- Field.L.G., and Hanka.G. (2001), "The Expiration of IPO Share Lockups," *The Journal of Finance*, Vol.56, pp.471-500.
- Foster.G. (1979), "Externalities and Financial Reporting," *The Journal of Finance*, Vol.35, No.2, pp.521-533.
- Foucault.T., and Parlour.C.A. (2004), "Competition for Listings," *The RAND Journal of Economics*, Vol.35, No.2, pp.329-355.
- Friedman.F.B., and Grose.C. (2006), "Promoting Access To Primary Equity Markets : A Legal And Regulatory Approach," *World Bank Research Working papers*, December 2006 , pp. 1-38.
- Fürst.O. (1998), "A Theoretical Analysis of the Investor Protection Regulations Argument for Global Listing of Stocks," (http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=139599).
- Gompers.P.A., and Lerner J. (2003), "The Really Long-Run Performance of Initial Public Offerings: The Pre-Nasdaq Evidence," *The Journal of Finance*, Vol.58, No.4, pp.1355-1392.
- Graham.R.J, Harvey.R.C., and Rajgopal.S. (2005), "The Economics Implications of Corporate Financial Reporting," *Journal of Accounting and Economics*, Vol.40, pp.3-73.

- Grammatikos.T., and Papaioannou.J.G. (1986), “The Informational Value of Listing on the New York Stock Exchange,” *Financial Review*, Vol.2, pp.485-499.
- Hanley.K.W. (1993), “The Underpricing of Initial Public Offerings and the Partial Adjustment Phenomenon,” *Journal of Financial Economics*, Vol. 34, No.2, pp. 231-250.
- Hanley.K.W., and William.W.J.Jr. (1995), “Evidence on the Strategic Allocation of Initial Public Offerings,” *Journal of Financial Economics*, Vol. 37, No. 2, pp.239-257.
- Harris.H.J., Panchapagesan.V., and Werner.I. (2006), “Off But Not Gone: A Study of Nasdaq Delistings,” *Fisher College of Business Working Paper Series*, WP 2008-03-005.
- Healy.P., Hutton.A., and Palepu.K. (1999), “Stock Performance and Intermediation Changes Surrounding Sustained Increases in Disclosure,” *Contemporary Accounting Research*, Vol.16, pp.485-520.
- Helwege.J., and Liang N. (2004), “Initial Public Offerings in Hot and Cold Markets,” *The Journal of Financial and Quantitative Analysis*, Vol.39, No.3, pp.541-569.
- Honjo.Y., and Kutsuna.K. (2005), “An Empirical Analysis of the Initial Public Offering Intention: Evidence from Start-up Firms in Japan” *Discussion Paper Series (Chuo University)*, No.15.
- Hopp.C., and Dreher.A. (2007), “Do Differences in Institutional and Legal Environments Explain Cross-Country Variations in IPO Underpricing?,” *CESifo Working Paper*, No.2082.
- Houston.J., James.C., and Karceski.J. (2006), “What a Difference a Month Makes: Stock Analyst Valuations Following Initial Public Offerings,” *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, Vol.41, No.1, pp.111-137.
- Hughes.P. (1986), “Signalling by Direct Disclosure Under Asymmetric Information,” *Journal of Accounting and Economics*, Vol.8, pp.119-142.
- Hwang.C.Y., and Jayaraman.N. (1993), “The Post-listing Puzzle, Evidence from Tokyo Stock Exchange Listings,” *Pacific-Basin Finance Journal*, Vol.1, pp111-26.
- Ibbotson.R. (1975), “Price Performance of Common Stock New Issues,” *Journal of Financial Economics*, Vol.2, No.3, pp.235-272.
- Ibbotson.R., and Ritter.R.J. (1995), “Initial Public Offerings,” Roger G. Ibbotson and Jay R. Ritter, Chapter 30 (pp. 993-1016) in *Handbooks of Operations Research and Management Science: Finance* edited by R. Jarrow, V. Maksimovic, and W. Ziemba, Amsterdam: North-Holland.
- IOSCO (1998), “International Disclosure Standards for Cross-Border Offerings and Initial Listings by Foreign Issuers,”.
- (2007), “Market Intermediary Management of Conflicts that Arise in Securities Offerings: Final Report,”.

- Ivanov.V., and Lewis.C.M. (2008), "The Determinants of Market-wide Issue Cycles for Initial Public Offerings," *Journal of Corporate Finance*, Vol.14, No.5, pp.567-583.
- Jagannathan.R., Jirnyi.A., and Sherman.A. (2009), "Why Have IPO Auctions Failed the Market Test?," (http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1330691)
- Jaggi.B. (1997), "Accuracy of Forecast Information Disclosed in the IPO Prospectuses of Hong Kong Companies," *International Journal of Accounting*, Vol.32, No.3, pp.301-319.
- Jain.P. (2003), "Institutional Design and Liquidity at Stock Exchanges around the World," *SSRN Working Papers (id 869253)*.
- James.C., and Karceski.J. (2006), "Strength of Analyst Coverage Following IPOs," *Journal of Financial Economics*, Vol.82, No.1, pp.1-34.
- Jenkinson.T., and Jones.H. (2004), "Bids and Allocations in European IPO Bookbuilding," *The Journal of Finance*, Vol.59, No.5, pp.2309-2338.
- Jenkinson.T., Morrison.A.D., Wilhelm.Jr.W.J. (2006), "Why are European IPOs so rarely Priced outside the Indicative Price Range?," *Journal of Financial Economics*, Vol.80, No.1, pp.185-209.
- Jog.V., and McConomy.B.J. (2003), "Voluntary Disclosure of Management Earnings Forecasts in IPO Prospectuses," *Journal of Business Finance and Accounting*, Vol.30, pp. 125-167.
- Kaneko.T., and Pettway.R.H. (2003), "Auctions versus Book Building of Japanese IPOs," *Pacific Basin Finance Journal*, Vol.11, No.4, pp.439-462.
- Kim.M., and Ritter.R.J. (1999), "Valuing IPOs," *Journal of Financial Economics*, Vol.53, No.3, pp.409-437.
- Klein.A., and Mohanram.P.S. (2006), "Economic Consequences of Differences in NASDAQ Initial Listing Standards: The Role of Accounting Profitability," *Working Paper* (<http://www.columbia.edu/~pm2128/docs/nasd.pdf>)
- Kothari.P.S., and Warner.J.B. (1997), "Measuring Long-Horizon Security Price Performance," *Journal of Financial Economics*, Vol.43, No.3, pp301-339.
- Kothari.P.S., Shu.S., and Wysocki.P. (2009), "Do Managers Withhold Bad News?," *Journal of Accounting Research*, Vol.47, No.1, pp.241-276.
- Kumpan.C., and Leyens.C.P. (2008), "Conflicts of Interest of Financial Intermediaries-Towards a Global Common Core in Conflicts of Interest Regulation-," *European Company and Financial Law Review*, Vol.5, No.1, pp.72-100.
- Kutsuna.K., and Smith.R. (2004), "Why Does Book Building Drive out Auction Methods of IPO Issuance? Evidence from Japan," *The Review of Financial Studies*, Vol.17, No.4, pp.1129-1166.
- Kutsuna.K., Smith.K.J., and Smith.L.R. (2009), "Public Information, IPO Price Formation, and Long-Run

- Returns: Japanese Evidence,” *The Journal of Finance*, Vol.64, No.1, pp.505-546.
- Leuz.C., and Verrecchia.R.E. (2000), “The Economic Consequences of Increased Disclosure,” *Journal of Accounting Research*, Vol.38, pp.91-124.
- Leuz.C., and Wysocki.P. (2008), “Economic Consequences of Financial Reporting and Disclosure Regulation: A Review and Suggestions for Future Research,” *MIT Sloan School of Management Working Paper*, March 2008.
- Liu.X., and Ritter.R.J. “The Economic Consequences of IPO Spinning,” forthcoming in *Review of Financial Studies*.
- Ljungqvist.A. (2007), “IPO Underpricing,” Chapter 7 in *Handbook of Corporate Finance: Empirical Corporate Finance, Volume 1*, North-Holand/Elsevier.
- Ljungqvist.A., Jenkinson.T., and Wilhelm.Jr.W. (2003), “Global Integration in Primary Equity Markets: The Role of U.S. Banks and U.S. Investors,” *The Review of Financial Studies*, Vol.16, No.1, pp.63-99.
- Ljungqvist.A., and Wilhelm.Jr.W. (2002), “IPO Allocation: Discriminatory or Discretionary?,” *Journal of Financial Economics*, Vol.65, pp.167-201.
- Locke.M.S., and Gupta.K. (2008), “The Performance of Entrepreneurial Companies Post-listing on the New Zealand Stock Exchange,” *Venture Capital*, Vol.10, No.1, pp.87-110.
- Löffler.G., Panther.F.P., and Theissen.E. (2005), “Who Knows What When? The Information Content of pre-IPO Market Prices,” *Journal of Financial Intermediation*, Vol.14, pp.466-484.
- Loughran, T., and J. Ritter. (1995), “The New Issues Puzzle,” *The Journal of Finance*, Vol.50, pp.23-50.
- , and ----- (2002), “Why Don’t Issuers Get Upset About Leaving Money on the Table in IPOs,” *Review of Financial Studies*, Vol.15, pp.413-443.
- , and ----- (2004), “Why has IPO Underpricing Changed Over Time?,” *Financial Management*, Vol.33, No.3, pp.5-37.
- Lowry. M. (2003), “Why IPO Volume Fluctuate So Much?,” *Journal of Financial Economics*, Vol.67, 2003, pp.3-40.
- Lowry. M., Officer.S.M., and Schwert.W.G.(2010), “The Variability of IPO Initial Returns,” *The Journal of Finance*, forthcoming.
- Lyon.J.D., Barber.B.M., and Tsai.C.L. (1999), “Improved Methods for Tests of Long-run Abnormal Stock Returns,” *The Journal of Finance*, Vol.54, No.1, pp.165-201.
- Macey.R.J., and O’Hara.M. (2002), “The Economics of Stock Exchange Listing Fees and Listing Requirements,” *Journal of Financial Intermediation*, Vol.11, pp.297-319.
- Macey.R.J., O’Hara.M., and Pompilio.D. (2008), “Down and Out in the Stock market: The Law and

- Economics of the Delisting Process,” *Journal of Law and Economic*, Vol.51, No. 4, pp.683-713.
- Madhavan, A. (2000), “Market Microstructure: A Survey,” *Journal of Financial Markets*, Vol.3, No.3, pp.205-258.
- Menkveld. A.J., and Wang.T. (2009), “How Do Designated Market Makers Create Value for Small-Caps?,” (http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=890526).
- Menon.K. and Williams.D.D. (1991), “Auditor Credibility and Initial Public Offerings,” *The Accounting Review*, Vol.66. No.2, pp.313-332.
- Merton.C.R. (1987), “A simple Model of Capital Market Equilibrium with Incomplete Information,” *The Journal of Finance*, Vol.42, pp.483-510.
- Michaely.R., and Shaw.H.W. (1995), “Does the Choice of Auditor Convey Quality in an Initial Public Offering?,” *Financial Management*, Vol.24, No.4, pp.15-30.
- Miller.S.G. (2009), “Should Managers Provide Forecasts of Earnings? A Review of the Empirical Literature and Normative Policy Recommendations,” (<http://www.capmktsreg.org/>)
- Mitchell.M.L., and Stafford.E. (2000), “Managerial Decisions and Long-term Stock Price Performance,” *Journal of Business*, Vol.73, No.3, pp.287-329.
- Nagata.K, and Hachiya.T. (2006a), “Earnings Management and the Pricing of Initial Public Offerings,” *Review of Pacific Basin Financial Markets and Policies*, Vol.10, No.4, pp.541-559.
- , and ----- (2006b), “Competing Motives for Earnings Management in Initial Public Offerings- To Reduce Wealth Loss or to Keep Control of the Firm?,” (http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=915922).
- Nimalendran.M., and Petrella.G. (2003), “Do 'thinly-traded' Stocks Benefit from Specialist Intervention?,” *Journal of Banking and Finance*, Vol.27, No.9, pp.1823-1854.
- Pagano.M., Roell.A., and Zechner.J. (2002), “The Geography of Equity Listings: Why Do Companies List Abroad?,” *The Journal of Finance*, Vol.57, No.6, pp.2651-2694.
- Pasotr-Llorca., and Poveda-Fuentes. (2006), “Earnings Management and the Long-Run Performance of Spanish Initial Public Offerings,” Chapter 7, in *Initial Public Offerings- An International Perspective*, Edit by Greg N. Gregoriou, Elsevier.
- Pástor.Í., and Veronesi.P. (2005), “Rational IPO Waves,” *The Journal of Finance*, Vol.60, No.4, pp.1713-1757.
- Peristiani.S., and Hong.G. (2004), “Pre-IPO Financial Performance and Aftermarket Survival,” *Current Issues in Economics and Finance*, Vol.10, No.2.
- Purnanandam.K.A., and Swaminathan.B. (2004), “Are IPOs Really Underpriced?,” *The Review of Financial Studies*, Vol.17, No.3, pp.811-848.

- Reuter.J. (2006), "Are IPO Allocations for Sale? Evidence from Mutual Funds," *The Journal of Finance*, Vol.61, No.5, pp.2289-2324.
- Ritter.R.J. (1984), "The 'Hot Issue' Market of 1980," *Journal of Business*, Vol.57, pp.215-240.
- (1991), "The Long-Run Performance of Initial Public Offerings," *The Journal of Finance*, Vol.46, No.1, pp.3-27.
- (1998), "Initial Public Offerings," *Contemporary Financial Digest*, Vol.2, No.1 (Spring 1998).
- (2003a), "Investment Banking and Securities Issuance," Chapter 5 of North-Holland *Handbook of the Economics of Finance* edited by George Constantinides, Milton Harris, and René Stulz.
- Ritter.R.J., and Welch.I. (2002), "A Review of IPO Activity, Pricing, and Allocations," *The Journal of Finance*, Vol.57, No.4, pp.1795-1828.
- Ritter.R.J., and Zhang.D. (2007), "Affiliated Mutual Funds and the Allocation of Initial Public Offerings," *Journal of Financial Economics*, Vol.86, No.2, pp.337-368.
- Roosenboom, P. (2007), "How Do Underwriters Value Initial Public Offerings? An Empirical Analysis of the French IPO Market," *Contemporary Accounting Research*, Vol.24, No.4, pp.217-1243.
- Sanger, G.C., Peterson, J.D. (1990), "An Empirical Analysis of Common Stock Delistings," *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, Vol.25, No.2, pp.261-272.
- Schrand.C.M., and Verrecchia.R.E.(2005), "Information Disclosure and Adverse Selection Explanations for IPO Underpricing," *The Wharton School Working Paper*.
- Schwert.G.W. (2003), "Anomalies and Market Efficiency," Chapter 5 of North-Holland *Handbook of the Economics of Finance* edited by George Constantinides, Milton Harris, and René Stulz, pp.937-972.
- Shi.J., Bilson.M.C., and Powell.G.J. (2008), "Valuation Uncertainty Risk Compensation and IPO Prospectus Earnings Forecasts," *Applied Economic Letter*, 15:5, pp.331-335.
- Shiller.J.R. (1990), "Speculative Prices and Popular Models," *The Journal of Economic Perspectives*, Vol.4, No.2, pp.55-65.
- Spindler.J.C. (2009), "IPO Underpricing, Disclosure, and Litigation Risk," *University of Southern California Law, Legal Studies Research Paper Series, No.09-10*
- Subrahmanyam.A., and Titman.S. (1999), "The Going-Public Decision and the Development of Financial Markets," *The Journal of Finance*, Vol.54, No.3, pp.1045-1082.
- Teoh.S.H., Welch.I., and Wong.J.W. (1998), "Earnings Management and the Long-term Underperformance of Initial Public Offerings," *The Journal of Finance*, Vol.53, pp.1935-1974.
- Tinic.M.S. (1988), "Anatomy of Initial Public Offerings of Common Stock," *The Journal of Finance*, Vol.43, No.4, pp.789-822.

- Torstila.S. (2001), "What Determines IPO Gross Spreads in Europe," *European Financial Management*, Vol.7, No.4, pp.523-541.
- Tykvová.T. (2006), "IPOs and Earnings Management in Germany," Chapter 17, in *Initial Public Offerings- An International Perspective*, Edit by Greg N. Gregoriou, Elsevier.
- Venkataraman.K., and Waisburd.A.C. (2007), "The Value of the Designated Market Maker," *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, Vol.42, No.3, pp.735-758.
- Yang.Y (2006), "Earnings Management as a Response to the Threat of Exchange Delisting," *Working Paper* (http://www.som.yale.edu/Faculty/jkt7/conf/Sunny_Yang_Paper.pdf).
- Yung.C., Çolak.G., and Wang.W. (2008), "Cycles in the IPO market," *Journal of Financial Economics*, Vol.89, No.1, pp.192-208.
- Zhang, D. (2004), "Why do IPO Underwriters Allocate extra Shares when They Expect to Buy Them Back?," *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, Vol.39, No.3, pp.571-594.