

# 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<sup>(\*\*)</sup>

辰巳 憲一

## 1 はじめに

IPO(新規公開発行)に関わる研究が、公開価格、初取引日などの株価、投資家と引受証券会社(underwriter, UWと略される)だけでなく、本稿で以下に見るように証券会社アナリスト、発行企業、その創業者やインサイダーの分析にまで及ぶようになって、関係するプレーヤーがすべて出揃い、研究内容は深まった。

しかも、同じ経済主体間での情報格差や競争、異なる経済主体間で保有される情報の非対称性、株価の情報効率性などに限られていた分析が、経済主体の間の相互作用が分析されるようになり、従来よりも一段と深まり充実したといえるのではないかと思う。しかしながら、それと見返りに難しくなっている。

本稿では、これら分析上新しく登場してきたプレーヤーが抱える問題、それらの相互作用に関する米国の研究を展望しよう。本稿は辰巳(2006(a))の続編であるので、既出の基本用語の解説はここでは行わない。また、前稿と同じように、行動ファイナンスあるいは数値シミュレーションに基づく研究、あるいはIPO企業のCFOにアンケートした結果の分析、などは本展望から省く。

引受証券会社は米国では投資銀行(investment bank)と呼ばれるが、以下では日本での呼称を用い、引受証券会社と呼ぼう。引受証券会社は、狭義の引き受けだけでなく、様々な業務を同時に行い、ある時はそれらがシナジー効果を持ち、ある時は利益相反をもたらす。引受業務に劣らない重要性をもち、最近大変注目されるようになったのが、アナリストの役割であり、発行企業との関係であり、それらの様々な局面が分析されるようになった。

企業がIPOを通じて期待する効果は、様々である。資金調達機会の拡充という面のみでなく、創業者利潤の実現・獲得、上場企業という知名度向上によるビジネス・チャンスの拡大、ストック・オプションなどを利用した人材活用の仕組みの拡充、など幅広い分野にわたる(武田・藤原(1999))。これらは、米国だけに当てはまるわけではなく、日本企業も共通に抱える問題である。

---

\* ) 学習院大学経済学部教授。「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(The Behaviors of UWs and Issuing Companies before and after IPO: A Survey of Researches in the U.S.)」の内容などの連絡先：  
〒171-8588 豊島区目白1-5-1 学習院大学経済学部、TEL(DI)：03-5992-4382、Fax：03-5992-1007、E-mail: Kenichi.Tatsumi@gakushuin.ac.jp

他方、IPOには様々なコストがかかる。公開の直接的費用がかかるだけでなく、公開企業になることによって諸々のコストが発生する。そして、公開失敗のリスク、敵対的M & Aに晒されるリスク等も生じる。そのため、プラスマイナス両面を総合的に考慮して、企業はIPOを選択していく。

さらに、IPOによって株主構成が必然的に変化し、それに伴いコーポレート・ガバナンスの在り方も変化する。これによって企業経営は大きな影響を受ける。この効果はプラスとマイナスの両面をもっているだろう。

## 2 引受証券会社の役割

IPOの際企業が引受証券会社に期待する機能は、大きく分けて次の4つに分類されている。つまり、

- 発行前マーケティング ( pre-issue assistance in marketing ) ,
- 公開価格決定 ( pricing the issue ) ,
- IPO後の株価安定化 ( post-IPO price stabilization ) ,
- 研究カバレッジ ( research coverage ) ,

である。発行前のマーケティングは、規制の範囲内で行われる ( 規制の詳細についての参考文献は、全貌を知るための文献は極めて少なく、現時点では辰巳 (2006(b)) をあげるしかない ) がこの点で本稿が触れるべき研究はない。

公開価格の決定には、米国では一般にブックビルディング ( BB ) 方式が広く採用されているが、問題は前稿で既述のアンダープライシングと公開価格を決定した後に投資家に対して引受証券会社が新株を割り当てる際の不透明さ、不公平さである<sup>(1)</sup>。

IPO後には、証券会社は投資家として、あるいはマーケット・メーカーとして、市場に行く。IPO後の株価安定化策には第一に市場での買い支えがあるが、UWは同時に当該銘柄のマーケット・メイクもしており、利害相反があるかもしれないし、そうでないかもしれない。この点は後述することになる。また株価安定化策最大のハイライトはオーバーアロットメント・オプションである。本稿ではこの問題に深く立ち入ることをしない。

の研究カバレッジを担うのは、アナリストであり、次の節で詳しく見てみる。ちなみに、カバレッジという言葉は、アナリスト・カバレッジのように適切な場合もあるが、不適切で誤解を生む使用法もある。

---

1) IPOアロケーションについては、野村 (2003) がまとめたように、米国では、2002年半ば頃から、人気の高いIPO銘柄の不正な割り当てをめぐる問題が注目を集めていた。主要投資銀行が疑惑の対象として挙げられ、制裁金を支払って規制当局との和解に至るところも出始めた。

規制強化の動きも進められ、2002年7月末には全米証券業協会 ( NSAD ) が規則改正案を出した。さらに、証券取引委員会 ( SEC ) の依頼を受けてニューヨーク証券取引所 ( NYSE ) とNASDにより諮問委員会が設置され、2003年5月には20の提言から成る報告書が提出された。

諮問委員会報告書は、IPO銘柄の不正な割り当て問題にとどまらず、ブックビルディング方式によるIPO手続き全体が抱える問題点を洗い出した。IPO価格決定の不透明性の解消、不正な割り当ての排除、投資家によるIPO関連情報へのアクセスの格差解消、発行体及び投資家教育の必要性といった観点から、必要な対策が提言された。引受証券会社のみならず、発行企業に対する提言も含まれている。

## 2-1 お墨付き仮説～IPOにおける主幹事証券会社の主要な役割

### (1) 主幹事証券会社の能力と評判

米国では、評価の高い引受証券会社によるIPOは登録期間に高い評価を達成し、その後も長期的に良いパフォーマンスを維持している。Carter, Dark and Singh (1998),あるいは最近のLowry-Schwert (2001) 参照。

日本でも、高い審査能力を持つ主幹事証券会社は初値乖離率が低い（アンダープライシングが低い）とみる考え方が存在する。低初値乖離率は高審査能力の証左であるという見方である<sup>(2)</sup>。

しかしながら、引受証券会社の評判とアンダープライシングの関係は、必ずしもユナニマス（統一的）な報告がなされているわけではない。

Beatty-Welch (1996) は評価の高い引受証券会社が係わるIPOの初値乖離率が低くなるのは1990年までで、それ以降は逆になると報告している。

### (2) 主幹事証券会社の変更

米国では、Ellis-Michaely-O'Hara (2005) によると発行企業の44%が次の発行（SEO）時主幹事証券会社を変更している。

発行企業は、公開価格が低過ぎ、調達額が低い（それゆえ初値乖離率、年率初期収益率は高い）場合主幹事証券会社を変えている。また、より評判の高い証券会社へ変更する傾向も指摘されている。Krigman-Shaw-Womack (2001) はその理由としてより評価の高い研究カバレッジを確得するためであると示唆している。

日本でもケースはあるが、多くない。破産したマイカルの主幹事証券会社が勤角証券（当時）から野村證券へ変更されたのが知られている。Nasdaqに預託証券（ADR）として既上場だったが予定していた東証マザーズ上場を2005年6月に中止したIII（インターネットイニシアティブ）は、2005年12月に上場を再挑戦し成功させた経緯がある。主幹事証券も大和証券SMBCから野村證券に交代しNasdaqで株価安定操作を実施するなどして乱高下を回避して上場に至った。

主幹事証券会社の変更要因については、発行企業側の行動と、両者の相互作用も考慮しなければならないので、後にさらに詳しくみることにしよう。

## 2-2 マーケット・メーカーとしての主幹事証券会社

Ellis-Michaely-O'Hara (2000) は、1996年9月から1997年7月までのNasdaqIPO銘柄306社のデータを用いて、主幹事証券会社がマーケット・メーカーとして機能する場合の様々な問題を、始めて体系的に検証した。

---

2) 主幹事証券会社の役割を研究する際無視できないのが、監査法人である。日本ではIPOの審査において監査法人が一定の役割を果たす。IPOにおいて監査法人は、発行会社あるいは投資家にどう把握・理解され、どう判断されているのか、それを正確に確認する方法はわからないが、著者と桂山氏の準備的なデータ整理では、上場後株価パフォーマンスには監査法人によって高低があるという結果が出ている。

それは、監査法人ではなく、協業している主幹事証券会社の効果なのではないか、と疑われる。監査法人間の競争に関しては、手数料や監査マニュアルに差がなくなって、コンサル重視傾向がある、と言われる。IPOや資金調達のコンサルティングについては、証券会社との補完関係の存在が予想できる。

そこで、主幹事証券会社と監査法人はどれ位協業しているかペアリング調査をしてみることが考えられる。証券大手3社各社と最大のシェアでペアを組む監査法人のペア比率を3社別に計算し、監査法人名とともに作表してみればよい。もしこの比率が高ければ、監査法人の役割は主幹事証券会社の役割と区別できなくなる。監査法人の役割は主幹事証券会社の役割のなかに埋没していることになる。

それらのデータは、時間スタンプが押されたビッド&アスク気配 ( bids & Ask Quotes ), 契約された取引, 取引規模, ディーラーの名前, である。これらに基づけば, どのディーラーが市場気配をえたか, 誰が誰と取引したか, どのディーラーがどれだけの在庫をとったか, そのディーラーが取引した価格, 各ディーラーが得た利益, を計算することができる。さらに, SDC Global New Issues Database の手数料, 主幹事と共同主幹事の名前, そして発行企業の 10Q と 10K ファイルからオーバーアロットメント利用のデータが用いられた。

IPO 後 3 ヶ月間 ( 最初の 60 営業日 ) の市場において, 主幹事証券会社は常に優勢なマーケット・メーカーであり, 十分な在庫を保有している, ことを報告している。それは, 最も高いビッド ( bids ) を付けるなどから確かめられるが, Ellis-Michaely-O'Hara (2000) は総取引量の平均 60 % ( 初取引日から最初の数日 ) から 50 % ( 同最初の数ヶ月 ) の量をハンドルの事実を確認した。また, 共同主幹事証券会社の行動は他の市場参加者とかかわらず, 主幹事証券会社の役割の大きさがわかる。

しかも, 主幹事証券会社は発行残高の平均 4 % にものぼる在庫を蓄積する。特に, 株価が公開価格を下回る人気のない IPO 銘柄に関しては 22 % にもなる多量の在庫を持つ。それゆえ, この価格安定化活動によって主幹事証券会社は大きな在庫リスクを抱えていることになる。

しかしながら, 標準的に 15 % の超過販売とオーバーアロットメント・オプションによって, 主幹事証券会社は在庫リスクを減じることができる。そのためにオーバーアロットメント・オプションは, 発行規模を決定する際に発行企業と UW に対して伸縮性を与えるだけでなく, 主幹事証券会社に価格安定化活動の手段と流動性付与の機能を与えることになる。

引受業務への報酬は主として手数料である。3 ヶ月間の該当マーケット・メイク売買利益と在庫利益は総利益の 23 % を下回る水準であるため, 重要な利益源ではないが, IPO 後のマーケット・メイキングは費用がかかるのではなく, 利益を生み出していることになる。

さらに, マーケット・メイキングの利益はアンダープライシングの程度とプラスの関係を持つ事実が見出され, 両者には関連があることを示唆している。

ちなみに IPO 後の市場流動性がアンダープライシングに及ぼす影響については, Corwin-Harris-Lipson (2004) が, 流動性が高ければ取引コストが減少し, 結果としてアンダープライシングを緩和する, という計測結果を出している。

### 2-3 投資家としての主幹事証券会社

Hamao-Packer-Ritter (2000) は, 日本のデータを用いて, 証券会社系 VC による持ち株がある場合は当該 IPO のアンダープライシングを減少させていない, ことを示した。

日本では, 一部 VC と引受証券会社の間には系列関係が存在し, 引受証券会社は VC を通じて IPO 株を保有している場合がある。その結果, 引受証券会社は自社系 VC が持ち株する IPO 企業の株価から利益を上げる誘因を持つ。つまり, 投資家として, アンダープライシングを仕組むようになる。その結果, VC の IPO 企業における持ち株比率と初値乖離率の相関係数は高くなる。

もし引受証券会社の役割が正しい株価 ( 公開価格 ) を付けることだとすれば, 利益相反が生じていることになる。これに対して, 一般投資家は利益相反の代償として, 何を要求するか。やはりアンダープライシングを要求するのではないか, というのが彼らの考えである。

この研究に対しては, 利益相反という概念を持ち込む場合, 課題は利益相反の程度をどう測るか, 引受証券会社の自社系 VC に対する役員派遣数比率と持ち株比率でほんとうに利益相反

の程度を測れるか、などの問題があろう。また、この仮説が成り立つのは、VCが投資家を代表する位高い持ち株シェアを持つか株価支配力を持つ場合に限られ、別途検証されるべきだろう。

なお、IPO企業、証券会社系VCと引受証券会社間に資本関係があることが多いため、このタイプのIPOでは情報の非対称性が少なくなっており、前稿で既述のロックの仮説・解釈に近くなっている。

#### 2-4 引受証券会社間の競争

Ellis-Michaely-O'Hara (2005) は引受証券会社間競争の特徴を調べた。既にChen-Ritter (2000) が明らかにしたように、中規模のIPOの手数料は常に7%であり、引受業界では価格競争だけが競争の要因ではない。しかも、主幹事証券会社の変更は比較的頻繁に行われる。それでは一体、引受証券会社間の競争はどのような特徴をもっているのだろうか、という問題意識である。

この研究のハイライトは、関係しそうな様々な変数とその平均と標準偏差で(0, 1)に規準化し、引受証券会社間競争の程度を示すZスコアを導出し、いくつかの規制レジームの下でその動きをみる研究手法である。それらの変数は、手数料、価格割引、公開90日前の推奨、公開前3ヵ月間のマーケット・メイク高、評判、以前の負債関係、の6つである。

Zスコア自体の有用性については疑問視される（それゆえ、それらのパラメーターをどのような最適化技法で計測するかを含めて、ここでは割愛しよう）かもしれないが、その構築に至る考察のプロセスは本稿にとって面白い知識を与えてくれる。例えばEllis-Michaely-O'Hara (2005) は、社債の引受業務に強い、あるいは株式流通市場でのマーケット・メーカーとしての強さがあるといった点が主幹事証券会社を変更する強い理由にはならない、とみている。

### 3 アナリストの役割と行動

#### 3-1 アナリストの役割

##### (1) アナリストは情報提供者か

まず、IPOに限らない、一般的な場合を見ておこう。アナリストが証券市場の情報効率性を高めているのかどうかについて研究者の意見は分かれる。

アナリストは投資家に代わって企業情報を集め、広くマクロ経済的観点もとり入れて分析し、投資家に銘柄を推奨して、市場の情報生産を行っている、というのが伝統的なファイナンスの考えである。それらに基づきなされる投資家の売買は価格に織り込まれ、価格を情報的にしている。しかしながら、アナリストの実際はこのシェーマからかなりずれているようである。

取引のある企業に対して関係するアナリストが行う推奨は、「強く買い」「買い」「そのまま(hold)」「売り」「強く売り」の5分類でみると、当該企業と関係のないアナリストと比べると、「買い」方向に推奨の分布が偏る。しかしながら、その収益予想は関係のないアナリストと同様に当たっていない、という観測をMalmendier-Shanthikumar (2006) は報告している。

アナリストの銘柄推奨が投資家にとって役立つかどうかは、それに基づくあるいはそれと反対のポートフォリオを組み、市場に勝つかどうかを確認する方法もある。この検証方法では統一的な結論は出ていないように見受けられる。著者の意見では、データのセレクション・バイアスが関係していよう。推奨が出せる銘柄は時期によって限られるからかもしれないのであ

る。

一概にアナリストといっても、能力の違いがある。この点を理解しておかなければ議論は混乱するように思われ、重要な研究を1つ紹介しておかなければならないだろう。Fang-Yasuda (2005) は、1994年から2003年のI/B/E/Sデータを用いて、オールスター・アナリストの推奨は、売りと買いの双方で、その他のアナリストのパフォーマンスに勝ることを報告している。特に、買い推奨についてはオールスター・アナリストが唯一の成功者であり、いくつかの市場モデルよりパフォーマンスがよい。

Fang-Yasuda (2005)の推奨銘柄パフォーマンスを検証する技法は次のようにBarber-Lehavy-Trueman (2004) が提供している。推奨銘柄は推奨が終わる時点でポートフォリオに加えらる。推奨されている期間は、当該銘柄の累積トータル・リターン  $X_t$  を計算する。推奨発表日は  $X_t$  が1、その停止日以降は0になる。

$t$  日の推奨ポートフォリオのリターン  $R_{pt}$  は、

$$R_{pt} = \sum X_{it-1} R_{it} / \sum X_{it-1} ,$$

となる。ここで、 $R_{it}$  は推奨銘柄のリターン、記号は  $t$  日にポートフォリオに含まれる銘柄すべてに渡って総計する。 $X_{it-1} / \sum X_{it-1}$  は総和すると1になる投資のウェイトになっており、高い累積リターンをもたらす銘柄のウェイトは高くなる。

他方、行動ファイナンスでは、否定的な意見を出しているようだが、その結論が正しいかどうかを本稿は判断しない。

さらに加えておくと、アナリストの役割について、評価が難しくなるのは、私見によれば次の3つが複雑に係わるからである。情報が株価に織り込まれるには時間がかかり（それには投資家がアナリストの情報を認知するまでにかかるラグ、投資家がそれを分析して行動をおこすまでのラグ、投資家の売買が株価に有効に影響するまでの効果のラグから成る）、投資家はアナリストの推奨に対して過剰反応したり過小反応したりする。投資家がアナリストの推奨を額面どおり受け取らず、あくまで参考情報とみなし独自の判断を加えて決断する場合がある。

## (2) IPOにおけるアナリストの役割

IPOにおけるアナリストの役割を検出した諸研究のなかで、最も注目される研究をしたのはLoughran-Ritter (2004) である。しかしながら、その証明方法はアナリストのデータではなく証券会社の評判データを用い、間接的であった。

つまり、トップ主幹事証券会社のCM指標を説明変数としてITバブル期とその前後の3小期間の間で初取引日リターンに対する係数の有意性がどう変わるかという方法である（1980年代マイナス、1990年代プラス、ITバブル期プラス、以降マイナスだが非有意）。アナリストは1990年代以降ITバブル期にかけて役割を増し、初取引日リターンを上げているという解釈である。その後の様々な研究がアナリストに係わるデータを直接使っているのと比較すると、結論は弱くなる。証券会社の評判は、その他の変数で決まる内生変数であると考えられ、この問題を回避するために操作変数法でも計測されたが、ほぼ同じ結論であった。

Degeorge-Derrien-Womack (2005) は、手数料の高さやアンダープライシングの大きさの点から、発行企業にとって必ずしも有利でないBB（ブックビルディング）方式が採用されるのは、アナリストがより蜜に係わってくれるからであると、1993年フランスに導入されたBBのデー

タを用いて結論した。

Mola (2005) の研究は、著者の判断では精緻な研究とはいえず、試算的で暫定的ではあるが、アナリストはIPOを成功させるために、IPO企業に高評価を与えるだけでなく、対応する既上場企業の評価を下げているという発見をした。1997年1月から1999年6月の同じアナリストによる当該IPO直前期の他の2つの推奨銘柄を比較対象にする方法がとられた。

Mola (2005)の論文の議論も指摘したように、比較対象としてどんな既上場企業をとりあげるべきか、が極めて重要になる。この点はHeckman-Ichimura-Todd (1997) (1998) のマッチング法では捉えられない点が含まれるかもしれない。また、どのようなタイミングで比較するかも極めて重要になる。これに関しては確固たる理論がなく、これらの選択に関しては恣意性が入りこんでしまうだろう。

### 3-2 静寂期間前後の株価とアナリストの行動

IPOにおいてアナリストの活動開始時期はいわゆる静寂期間 (quiet period) が明けた時である (制度の詳細については辰巳 (2006(b)) を参照)。その時株価は上昇する傾向が指摘されている。この点が研究者の関心の的になる。

基本の企業情報は目論見書で既に明らかになっており、初取引日以降の売買動向によって他の市場参加者の保有情報や効用 (売買特性) も概略ではあるが明らかになっており、しかも市場参加者は静寂期間明けの時期を正確に知っており、効率的市場ではこの株価の上昇はありえない、とBradley-Jordan-Ritter (2003) とBradley-Jordan-Ritter-Wolf (2004)は考える。

Bradley-Jordan-Ritter (2003) は1996年から2000年にIPOした1611銘柄(ユニット発行, REITs, ADR, 投信, 金融機関などのIPOは除く) の静寂期間明けを調べ、静寂期間終了日を挟んだ前後5日間 (-2, +2) 期間で平均3.1%の累積市場調整済リターン (CMAR) を見出した。しかし、そのほとんどである平均2.32%は静寂期間終了前に実現している。

54%のIPO銘柄には少なくとも2名以上のアナリストがカバー始め、4名以上のアナリストがカバー始めるIPO銘柄の比率は8%になる。特に興味ある発見は、アナリストがカバーしたIPO銘柄は平均4.1%のCMARを実現したが、そうでない場合平均0.1%のCMARに過ぎなかった、事実であろう。しかも、CMARは当該IPO銘柄をカバーし始めたアナリストの数と高い相関を持ち、(-2, +2) 期間の場合その数が1名の場合平均CMARは1.7%にすぎないが、3名以上の場合6.4%にもなる。

さらに、Bradley-Jordan-Ritter (2003) は、経済学的にしっかりした背景はないにしても、IPOに参加する引受証券会社 (deal managers) の数からリサーチをカバーするアナリストの数が統計学的には予測できることをロジット分析で示した。それゆえ、引受証券会社の数が判明するIPO期間の最初に、その数が多いIPO銘柄を購入し静寂期間明けの推奨が公表される直後に売れば利益をあげられる。しかしながら、Bradley-Jordan-Ritter-Wolf (2004)は2001年1月から2002年7月中旬までの94のIPOデータで同様な計測を行い、このアノマリーは消えたという観測をえた。

Bradley-Jordan-Ritter-Wolf (2004)は、さらに、静寂期間が15日延長された2002年7月以降の14のIPOデータで、同様な分析を行い同様な計測結果を得、規制の効果は15日延びただけであると結論した。

### 3-3 アナリストの行動仮説

IPO銘柄に関してアナリストのカバレッジがあるなしでアンダープライシングや株価パフォ

パフォーマンスは有意に違う。この理由に関していくつか仮説がある。

#### (1) 利益相反仮説

Michaely-Womack (1999) は、1990年から1991年のデータから、主幹事証券会社と非主幹事 (non-lead) 証券会社のアナリストの付ける格付けと株価パフォーマンスを調べ、主幹事証券会社アナリストは非主幹事証券会社アナリストと比べると、楽観的で、市場からは割り引いて評価されており、2年間で株価パフォーマンスが劣る、事実を発見した。

この事実は主幹事証券会社が顧客投資家に対してと企業金融顧客企業に対しての2つの面が利益相反している事実を示している。引受業務から得る利益は取引手数料をはるかに超えるため、主幹事証券会社は顧客企業の方を優遇し、企業にとって有利な推奨を行う。これが利益相反仮説である。

この場合、アンダープライシングなどが顧客企業にとって有利か不利かを顧客企業がはっきり認識していることが前提になる。

#### (2) 確認仮説

Bradley-Jordan-Ritter (2003) は、それに対して、確認 (confirmation) 仮説を提示した。確認仮説とは、主幹事証券会社の推奨は同じ引受シンジケートに属する他の引受証券会社から同様な推奨が出て、あたかも確認されたような時もっとも信頼される、というものである。

Bradley-Jordan-Ritter (2003) は、2747件の推奨のうち、1089件が主幹事証券会社から出たに過ぎないが、非主幹事証券会社からは1658件も出ており、推奨の強さも差はない事実を主張する。

さらに、Bradley-Jordan-Ritter (2003) は、利益相反仮説を検証するとともに、決定因を探るために次の線形回帰式を計測した。変数については既に上で既述。

$$CMAR (-2, +2) = b_0$$

+  $b_1$  アナリスト・カバレッジが始まれば1 (その他, 0) のダミー変数

+  $b_2$  アナリスト・カバレッジが主幹事によって始められれば1 (その他, 0) のダミー変数

+  $b_3$  アナリスト・カバレッジが2かそれ以上の数のアナリストによって始められれば1 (その他, 0) のダミー変数

+  $b_4$  アナリスト・カバレッジが3かそれ以上の数のアナリストによって始められれば1 (その他, 0) のダミー変数

+  $b_5$  Ln (IPO規模)

+  $b_6$  収益が同時に発表されれば1 (その他, 0) のダミー変数

+ OLSの誤差,

5番目と6番目の変数はコントロール変数として入れられた。 $b_2$ はプラスだったが有意でなかった。これは利益相反仮説が成立していないことを示している。 $b_4$ はプラスで有意であったが、静寂期間終了前である。これはアナリスト・カバレッジが高まれば、CMARが高くなることを示す。

初取引日以降、静寂期間終了日前後から、IPO銘柄の株価は上昇する。実際、この事実に基づきヘッジファンドなどの機関投資家は静寂期間終了までIPO銘柄を買う、という観測も報告されている。Bradley-Jordan-Ritter (2003) と Bradley-Jordan-Ritter-Wolf (2004) が検証したように、この超過リターンはアナリストの数に依存している。



(3) 長期パフォーマンスとアナリストの行動～確認仮説の確認

IPO銘柄に関する同様な研究としては、IPO後長期パフォーマンスなどがアナリスト・カバレッジがあるなしでどう影響されるか、がある。

1996年から1998年までのIPOについて、Bradley-Chan-Kim-Singh (2005) は静寂期間終了から2日以内にアナリストが付くIPOのIPO後長期パフォーマンスはそうでないIPOのパフォーマンスを有意に超えていることを報告している。これは、主幹事証券会社アナリストがまず始め、その推奨が他の幹事証券会社アナリストのコラボレーションに拡がる、アナリスト・カバレッジの多重性があるからである。この結論は、利益相反仮説とは矛盾し、確認仮説と整合的である。

この結果は、また、アナリストの経済的価値を証明するものでもある<sup>(3)</sup>。

Bradley-Chan-Kim-Singh (2005) は、また、1999年から2000年のバブル期にはすべてのIPO銘柄が好意的な取り扱いを受け、楽観的な市場はアナリストのお墨付き的な価値を失わせた事実を検証した。

3-4 アナリスト制度改革の結末の一部

別稿（辰巳 (2006 (b))で展開するように、米国では2002年以降アナリスト制度改革が進められた。Coulson-Ellis-Lumpkins (2003) はアナリスト問題改革の結果を次のように観察している。

まず、アナリストの側では、大きな変化が観察される。引受証券会社に任命されることは、もはや当該企業がその証券会社のアナリストのカバー対象となることを意味しなくなった。

また、質の高い、バイアスのない調査を求める声に応えて、独立系調査会社やブティック型証券会社所属のアナリストの数が増えた。

そして、信用を回復し、新たな推奨格付けシステムに基づいて行動していくにあたり、多くのセルサイドアナリストは、市場平均を下回るパフォーマンスの株式については、格下げ・売り推奨を出すようになっている。

3) IPO後パフォーマンスの計測にあたっては、いくつか注意すべき事柄がある。特に公開後のファイナンスとM & Aの有無である。

米国では、高い売上成長率や資本成長率を達成している企業でも、IPO後、資産収益率、営業キャッシュフロー対資産比率（いずれも業種調整後）、PBR、PER、などはIPO後減少する。Jain-Kini (1994) 参照。

IPO後ファイナンスを意図する企業は、その目的のため、IPOに際して投資家に利益を与える。そして公開後は高株価を維持するかもしれない。米国では、IPO後高株価になる企業には、SEOが観察されるケースが多い。参考文献はWelch (1996)。この効果はIPO後パフォーマンスの大きさから分離しなければならない。

公開後比較的遠くない時期にM & Aを行う会社が、日本でも、ある。そのような会社も株価を高く維持する。第三者割り当て増資を引き受けたり、市場から株式を買い集めるために必要な買収資金を調達するため、である。この効果も、IPO後パフォーマンスの大きさから分離しなければならない。

年率初値乖離率あるいはIPO後パフォーマンスに対して回帰分析の説明変数と期待されるその効果の方向は、

- ファイナンス有企業は1、無し企業はゼロ（+）、
- 上場日からその後のファイナンスまでの月数（-）、
- SEO調達額あるいはその自然対数値（+）、
- ファイナンス公表日時価総額に対するSEO調達額（?）、
- IPO調達額に対するSEO調達額（?）、
- M & Aを行う企業は1、無し企業はゼロ（+）、

などとなる。

発行企業は、こうした環境変化に対して反発し、自社の成長性に懐疑的なアナリストとは交流を持たないという反応を示している。

そして、多くの小規模企業は、自社株式への関心を高めるために、対価を支払ってアナリストにカバーしてもらうことを始めている。

Coulson-Ellis-Lumpkins (2003) は将来を見通して、さらに、次のような予測とアドバイスをしている。アナリストの報酬が株式売買部門の手数料から賄われるような仕組みに変わることが予想されることで、カバー対象となる企業は証券会社に多額の株式売買仲介手数料をもたらすような大型株に絞られていく傾向が強まると懸念される。それゆえ、中小企業の経営者・担当者は自社がアナリストのカバー対象となるためには、これまで以上に戦略的なIR活動の実践が必要になることを認識する必要がある。

## 4 発行企業の課題

従来、VCとIPOの関係、IPOにおけるUW、の研究は多かった。それが、今見たようにアナリストとIPOの関係を分析する研究が増え始めた。しかしながら、発行会社、その関係者の行動分析はそれらと比べると、まだまだ少ないといえるのではないかと思う。

### 4-1 公開するかどうか、いつ公開するかの決定

比較的早い時期の研究の1つである Pagano-Panetta-Zingales (1998) は、イタリアのデータから、規模の大きい、価値の高い企業ほどIPOしている、ことを報告している。

金利が高いそれゆえ負債での調達が高くつく時期、株式市場が沸いている（Hotな）時、負債を減らしたい時、企業はIPOを選択する、という研究結果を出しているものもある。

Poulsen-Stegemoller (2005) は、1995年から2004年までの1074件の米国IPOを同時期の735件の公開会社への売却（sell-out）と比較し、ロジスティック回帰によって、成長機会が大きい、資本制約が多い、（intangible資産が少ない）価値付けし易い企業ほどIPOの方を選ぶ、ことを見出した。

導かれた結論は常識的なものであるが、どのような変数を選び、どう実証するか、学術論文としては、こちらの方が検討するべき項目である。どのような変数を選ぶかについては、米国に妥当するが日本では該当しない場合もあろう。

本研究には、いくつか加えるべき事柄がある。Chemmanur-Fulghieri (1999) が指摘するように、企業が重要な内部情報を持っている時これを外部に出さないためにIPOではなく他企業に売却することもある。また、大きなシナジー効果が見込まれる場合も売却する誘因をもつようになるだろう。

論文の討論者が指摘するように、企業の選択としては第三に、売却もせず未上場、非公開のままに止まるという選択もあり、3つの視点を同時に分析するべきである。この第三の選択は、一般に企業内の限られた人間の間で極秘にされ、情報公開はされず、データは入手できない。

それゆえ、本研究のサンプル・セレクション・バイアスは非常に大きなものになっていると思われる。その影響は係数の大きさや標準誤差に現れ、得られた係数値などの情報は信頼できない。しかしながら、ひとまず、計測された効果の方向だけはほぼ妥当しているのではないかと筆者は考える。

以下では、えられたこれらの計測結果に対して、制度的背景とともに3点補足しておこう。

### （1）規模要因

米国証券法によると、発行株数が一定数を超えた非公開企業は、SECに四半期ごとのデータを提出しなければならないことになっている。もしこの法律が適用された場合それまで部外秘であった財務情報を公開しなければならないことになる。そして、これがIPOするのか、するとすればいつなのかの決断を企業に強いることになると思われる見方がある。

1934年に定められた連邦証券取引所法（Securities and Exchange Act of 1934）によると、非公開企業は、普通株主もしくは、ストック・オプション保有者が500人を超え、資産が1000万ドルを上回った場合、自社の財務情報を報告する義務がある。つまり、非公開企業は毎四半期、SECに営業支出、収益、パートナー企業、株主やその他の細々とした情報を公開しなければならない。SECの標準では、該当する非公開企業は会計年度の終了時点から4ヵ月以内に報告することを要求する。そして、この報告をまとめる作業には、年200万ドル程度のコストがかかることもあると見られている。

検索エンジンGoogleの場合、上場前この基準が意味を持ち始めていたとみられている。同社は大きな成長を遂げ、年間の利益は数千万ドルのレベルに達し、従業員の数も1000人を超えた。契約社員は株式購入の権利を持たないが、少なくとも半数以上の従業員は株式購入オプションを保有しているという（CNET Networks2003/12/11記事 CNET Japan 訳を参考した）。

資金調達というメリットなしに財務データを公開する可能性は少なく、この法律がIPOへの決断を促す最大要因になることはないという。より強い影響を与える要因としては、投資家からの強い要求や、数億ドルを調達することでベンチャー・キャピタルや従業員をなだめ、技術企業のIPO市場を活気付かせ、ライバルから身を守るのに買収を行うという展望がある、という。

### （2）資金調達要因

非上場のままでも、社債・株式発行が比較的容易であるならば資金調達という観点からの上場誘因は乏しくなる。この点を考えると、資本市場の整備・環境というインフラも大きな影響を及ぼす。この点は米国に当てはまる。

しかしながら、米国の場合さらに別の要因が働いている。つまり、2000年以降企業の不祥事のため上場企業に対する規制強化が進み、上場誘因は低下している。

### （3）市場タイミング仮説

IPOはホットな時期に行えば、発行収益は大きくなる。これは、発行企業にとっての、市場タイミング（market timing）仮説と呼ばれる。

この仮説が成り立っているようなのは、株式市場がピークの時にIPOが増えていることから、直感的に確認できる。あるいは、その時期IPO企業の自己資本比率が高まるデータによっても観察できる。

#### 4-2 主幹事証券会社の選択と上場取引所の選択

IPO企業にとっては、主幹事証券会社とともに、米国では上場取引所の選択が重要になる。既に、前者については触れ、後述もするので、ここでは後者について述べよう。取引所を選ばないという選択もある。

#### （1）取引所の選択

日本では取引所間にピラミッド構造があって、企業は規模が大きくなって信頼と名声を得るにつれて、あたかもそれが出世のシンボルのように、取引所を代えていく。このような日本の

傾向は、米国にはないようである。しかしながら、NYSE、NASDAQあるいはAMEXにするか、上場取引所を選択する必要がある、その選択にはどうも評判も係わりそうである。

Anderson-Dyl (2005) によると、1993年から2000年までにIPOした企業のうち729社がNYSEの上場要件を満たすにもかかわらず、そのうち246社はNasdaqに上場することを選択している。

公開時に評判が重視されるという観点は、評価の高い引受証券会社が重用される事実以外他にもあり、上場する取引所にも観察されている。その意味で、NYSEやNasdaqに上場する方がAMEXにデビューするよりリスクは小さい。Lowry-Schwert (2001)などを参照。

上場取引所選択は上場コストと上場目的にもかかわる。前者には直接的な上場コスト、と取引コストがある。後者には評判、お墨付き（サティファイケーション）などが要因になる。Anderson-Dyle (2005) は、さらに、IPO企業の既存株主の選好や利益（例えば、IPO後の売買制限などが利益の実現を妨げる）を要因の1つとしてあげる。

取引所は、当然このような研究には熱心でサポートしている。

## (2) DPO

米国では、DPO (Direct Public Offering、証券取引所や店頭市場を使わず、自社の株式を直接公開)を行う企業がある<sup>4</sup>。DPOが注目される背景には、従来のIPOはプロセスが複雑であると同時にコストが高い、UWは無名企業を扱いたがらないため中小企業はIPOできない、事実がある。

また、少額資金を必要とする小企業は、VC投資の対象にはならない。公開後のSECへの報告業務も大きな負担になる。この資金ギャップを埋めるため、SECは1989年、中小企業株式公開登録 (SCOR, Small Company Offering Resistration) を認可し、株式公開のプロセスを簡素化した。SCORでは、SECへの届出なしに年間100万ドルまでの資金調達が可能である。500万ドルまでの資金調達には届出を簡素化したRegulation Aが設けられている。

### 4-3 特定業種のIPO問題

IPO研究者が興味を持つ産業は限られる。そのなかでも、とりわけ日本にとっても重要な以下の2業種をとりあげよう。

#### (1) 銀行

1983年から2000年までの銀行IPOのアナウンスメントが、同じ州か地域の競合銀行の株価に有意な資産効果を与えることをCotei-Mukherjee (2004) が示した。しかも、この効果には地域差があり、大きな競合銀行が高度集中市場で行う、大規模IPOのアナウンスメントは大きな影響を及ぼす。

しかしながら、この論文の議論者も指摘したように、少なくとも次の3つの問題点がある。つまり、銀行を本社所在地で捉えており、より広域で営業する大銀行がサンプルにある場合、

---

4) 95年には株式公開を目指す企業の3割が、ウォールストリートを使わず、DPOを利用した。DPOの申請数は95年の253件から96年には428件に急増し、97年は9ヵ月で389件に達した。しかし実際に許可を得るのはその半数以下で、DPOの6割が失敗する、といわれる（いずれも出典不明）。

さらにインターネットの登場がDPOに拍車をかけた。95年、地ビールメーカーのスプリングストリート社がインターネット上でのIPOに成功して以来、インターネット上での株式公開が人気を呼んだ。しかし、DPOの最大の課題は株主がいかに換金できるかという点で、一般に、会社が売却されるか、従来の株式公開を行うか、会社が株を買い戻すまで株を持っているしかない。

支店所在地での競争に関わらなくなり地域内競争を十分捉えられない可能性がある，競合銀行の日次株価から均等加重ポートフォリオを組成して累積リターンを使うなど，結論がアウト라이어（外れ値）の影響を受けない工夫がなされているが，ベンチマークとして市場リターンを使うのは適当でない，実際のIPOアナウンスメント日ではなくIPO登録日を使っており時間的なズレがあるのをどう考えるか，など研究上改良すべき点はある。

## （2）バイオ産業

1980年の第一号以来，バイオ企業のIPOは2003年末までに件数で400にも達し，個別企業の特性が企業評価に大きく影響する研究例として好材料を提供するようになってきている。Pukthuanthong (2005)の研究によると，バイオ企業の場合特にR & Dと人的資本が重要になる。また，この点に限っては，引用不可能な他の研究でも，同様な結論が得られている。

20年を超えるバイオ企業IPOの歴史のなかで，引受証券会社は難しいバイオ評価業務で経験を積んだにもかかわらず，近年はバイオ企業IPOの初値乖離率の予測は困難になっている，という計測結果が得られている。

### 4-4 発行企業のインサイダーと既存株主

発行企業のインサイダーと既存株主は，従来考察されず，IPOに対してどのような考えをもっているか，明らかでなかった。その係わりも以下のように様々な局面が研究されるようになってきている。

インサイダーとは創業者（当然，共同創業者の役員を含む），その家族，友人，持ち株会社（資産管理会社），である。

以下では，米国での最近の研究を展望するが，日本のJasdaq市場にIPOした創業者やオーナー会社の保有株式価値を分析した辰巳・桂山（2004(a)）の米国版は存在しないように見える。

#### （1）創業者

Villalonga-Amit (2004) は，1994年から2000年にランク入りしたすべてのFortune-500企業を調べ，株主にとっての創業者の価値を分析した。500社のうち，所属企業数が多くあってファミリー企業の比率が低い業種は，金属製品，石材・ガラス製品，鉄道，飲食業，などである。他方，所属企業数が多くあってファミリー企業の比率が高い業種は，家具等，印刷・出版，水運，食品ストア，ホテル，などで，最近マスコミで立身出世物語が報道された会社が多く属す業界である。

創業者がCEOをしている，あるいはCEOは雇われた者だが創業者が取締役会議長をしている，企業に限っては，その組織形態は価値（トービンのqで測った）を生み出している，ことを見出した。さらに，後継者がCEOになれば，企業価値はなくなることも見出した。それゆえ，この一定の企業ガバナンスを執っていることが価値を生み出す源泉になっているのである。

さらに，多重クラス株式の発行，経営所有のピラミッド構造，株式相互保有，様々な投票契約（現実の投票権数から保有株数を引いたもの，などを代理変数としている）などによる，創業者やそのグループの経営コントロールが存在する場合は，それが無い場合と比較して，計測方法により違うが一般的に株式価値を11%から48%も低下させる，という発見もおこなった。

株主と潜在株主は経営をやり抜いてくれる能力の高い創業者が経営に深く係わる場合のみ評価し，株主の権利をないがしろにし，経営陣を無闇に守る防衛策をまったく評価しないのである。

Villalonga-Amit (2004) の分析は、産業がどのような生産形態をとっているか（多事業部門を持つダイバシフィケーションは考慮されているが、例えば労働集約的であるかないか、などは考慮されていない）によって、あるべきガバナンスは違ってくるのをどう考慮するか、などの問題がある。

また、IPO 直前直後の企業には適応されていないが、IPO 企業の初値乖離率と長期パフォーマンスなどのパフォーマンス指標にも当てはまるものと思われる。しかしながら、CEO あるいは議長が創業者であるかどうか、ディスクロージャーが十分でない IPO 企業について個別に調べるのは困難になる場合がある。

## (2) MLOT

Loughran-Ritter (2002) は、発行企業のインサイダーがテーブルにお金を残したままなのに、なぜ困惑しないのか、という問題意識を提起した。

テーブルに残した金額 MLOT (Money Left On the Table) とは、公開株数（公募株数と売出株数）に初値乖離率と公開価格をかけて定義される。

Loughran-Ritter (2002) によると、1990 年から 1998 年に米国で IPO した 3025 企業の LMOT は 27 ビリオン・ドル、IPO 一件当たり 9.1 百万ドルになる。この数字は UW に支払った手数料のおよそ 2 倍である。もし公開価格ではなく、初取引日終値で株式を売却していたら、増える発行収益が MLOT である。もしこれと同じ収益をえられていたら、当初発行株数は少なくでき、株式の希薄化も少なくなり、既存株主の利益も守られたであろう。

アンダープライシング、LMOT は公開の直接費用をはるかに超えており、しかも発行会社は同じ引受会社を使い続けることが多いという点もパズルである。

Loughran-Ritter (2002) が発見した平均の姿はこのようであるが、個別にみると、LMOT が多いのは公開価格などが高い、それゆえ発行収益が多い発行案件になっている。また、仮目論見書から予想されていた公開価格よりも高い価格に改定された発行案件である、事実である。それゆえ、希薄化の心配があったインサイダーも期待したよりも資産価値が高まり、アンダープライシングから利益を得る。

Loughran-Ritter (2002) は価格改定から得る利益がアンダープライシングの損失を超えるというプロスペクト理論モデルを展開した。本稿は、この点については評価しない。

このギブアップ LMOT は、誰かから何かをもらって、それと交換に誰かに差し上げている、と考えるのが経済学的な思考法である。何をもらっているのか、交換の価値が正当なものか、を検討すべきことになる。

Cliff-David (2004) は、MLOT は発行会社が間接的に幹事証券会社に支払う調査費であると主張する。つまり、アンダープライシングは、発行会社が調査費用として幹事証券会社に支払う通貨なのである。

## (3) 既存株主とアンダープライシング

IPO 参加投資家が平均的に高い利益を得るのを発行企業や既存株主が平静でおられるわけが無い。新参者だけにこの利益をみすみす持っていかなせることはないのかもしれない。Dolvin-Jordon (2005) の研究の全貌は十分説明されているとは思わないが、その基礎概念は役立つものが提示されている。そこで、彼らの説明に従うのではなく、有意義な概念だけを活用し展開しておこう。

既存株主が仮に IPO に参加した投資家と同じ利益を得ていたとしたら、既存株主にとっての

IPO直前のインプライド株価  $P_B$  はどれくらいになるかを問題にしよう。  $P_0$  ,  $P_1$  をそれぞれ公開価格，初取引日価格とし，  $N_0$  ,  $N_B$  をそれぞれ公開株数，IPO直前の株数とすれば，

$$N_0(P_1 - P_0) = N_B(P_B - P_1)$$

が成り立つ。左辺はMLOT，右辺は既存株主にとっての希薄化を示す。  $N_B/N_0$  は株式ハングオーバーと呼ばれる比率である。

それゆえ，観測できない変数  $P_B$  は次式から計測される。

$$P_B = P_1 + (P_1 - P_0)N_0/N_B$$

ちなみにDolvin-Jordon (2005) は，さらにMLOTを既存企業価値  $N_B P_B$  で割った，  $MLOT/N_B P_B$  をOCI（証券発行の機会費用）と呼び，いくつか仮定を置く。Dolvin-Jordon (2005) は，OCIの決定因として有意な説明変数を得られなかったが，その大きさは小さく，動きは滑らかであることを示した。

## 5 引受証券会社，VCと発行企業間の相互作用

### 5-1 投資家としてのVCと主幹事証券会社のコラボレーション

米国においては，日本と違って，UWと投資家としてのVCを別個の経済主体として捉える必要がある。そこで，まず考えられるのは，両者にコラボレーションがある場合である。

Hoberg-Seyhum (2005) は，主幹事UWとVCはコレレートし，その原理は等価交換（quid-pro-quo）である，と仮説化する。VCがUWを利するために犠牲にするのは公開価格である。公開価格の低さはアンタープライシングに繋がり，VCはアンタープライシングを耐える，のである。UWがVCを利するために提供するのマーケティングとアナリストによる好意的な収益予測・改定である。この後，インサイダーの大量の売りが入り，異常リターンが急激にマイナスになる。

インサイダーであるVCにとって，ロックアップ期間は与件であり，ロックアップ期間明けが主たる出口（エグジット）であると考えられ，アンタープライシングはVCにとっては本来的に利益機会ではない。

それゆえ，筆者の私見では，ロックアップ期間にも拘わらず成り立つことを検証して初めて制度を無視した空論ではないと主張できよう。そのためには，ロックアップとその期間の効果適切に計量的に処理しなければならないだろう。あるいは，VCの出口がロックアップ期間明け以降であり，この仮説が成り立つのはその時期であることを明確に仮説化し，実際の出口の時期を証明できた場合のみ，この仮説は成り立つ。

Hoberg-Seyhum (2005) の研究はロックアップ期間明けに適用した，比較的先駆的な実証研究である。1987年頭から2000年末までのSDCのIPOデータからADR，二重クラス株式，REITs，金融企業と6ドル以下公開価格のIPOを除いている。

### 5-2 引受証券会社と発行企業の相互選択モデル

UWと発行企業の同時決定モデリングとしては，いくつか考えられる。

Fernando-Gatchev-Spindt (2004) は，引受証券会社が発行企業の質をみ，発行企業が引受証券会社の能力をみて，引受証券会社と発行企業が相互に選択しあうモデルを想定し，実証した。

彼らの得た結論の1つは，引受証券会社と発行企業の関係はリレーションシップ（relationship）ではなく，取引ベース（transactional）である。そして，両者の質，能力の変化に応じて

IPO時からSEO時へ組み合わせの変更（switching）が起こり，それは両方向である。評判の変化を考慮した後，発行企業の質がUW変更を説明する要因としてすべてのサンプル期間で有意であった。つまりIPO以降質を低下させた発行企業は，SEOにおいて評判が下回るUWに変更している。

1970年から2000年の米国で上場した製造業に属する米国企業で，ADR，REITs，ユニット発行，投信の一部を除いた普通株IPOデータで，実証された。発行収益には，オーバーアロットメント・オプションに関わる項目は除かれ，GDPデフレーターで実質化され1996年価値になっている。

主幹事証券会社の評判指標としては，CM指標はランクに基づくため，すべての証券会社のデータは入手できない（本研究はランクの低い証券会社も分析対象にしているため使えない），またある特定の値に集中する傾向が知られている，から用いられなかった。

代わって，Aggarwal-Krigman-Womack（2002）も利用し，彼らがMegginson-Weiss（1991）指標と呼ぶ，0から100の間で連続になる次の変数が用いられた。

$$100Ln(x_{jt})/\max\{Ln(x_{jt})\}$$

ここで， $x_{jt}$  は証券会社  $j$  のIPO（あるいはSEO）収益の3年移動平均値， $t$  は年，分母の $\max$  はすべての証券会社のなかでの最大値である。それゆえ，トップ企業は100の指標値をえる。（なお，10が最大値で定義されるCM指標と比較する意味で，100倍ではなく，10倍するケースもある。）

この指標は，日本のように引受業界に墓石広告のない国や他業種にも適用可能である。ファイナンス分野だけでなく，産業組織論広く経済学一般に適用可能であり，今後応用は広がるだろう。

研究全体の構成という観点から見れば，しかしながら，不満足な点がいくつかある。Fernando-Gatchev-Spindt（2004）が結論で述べたように，相互選択モデルから構造方程式型計量経済学モデルを導くのは難しいが，本来採用すべき正しい推定法として将来確立すべき課題となろう。

## 6 結語

IPOに関わる，UWだけでなく，アナリスト，発行企業，その創業者やインサイダーの行動まで解明されるようになって，資本市場に関わる行政・政策に生かせる素地ができたといえる。特に，情報格差の分析が深まり，一般投資家にとっては発行企業や引受証券会社の情報開示に繋がり，朗報である。

IPOは比較的複雑な制度的枠組みのなかで行われるので純粋理論がモデリングに役立つとは考えられないが，主体間の相互作用の分析には実証的なゲーム理論的展開が見込みありそうである。将来的に大きな発展があるかもしれない。

最後にあたり，日本の課題を述べておきたい。前稿と本稿で展望した視点の多くのは日本でも成り立つだろう。今後研究が進められて明らかになることと思う。

日本では子会社やオーナー会社のIPOが件数比率で6割も占める。子会社のIPO（carveout, spinoff）はそもそも株式相互保有の始まりである。創業者は米国では取締役会での力が強く，持ち株比率を50%も持てば十分であるのに対して，日本の創業者は66%の持ち株比率に固執



する傾向があるように見受けられる。

もしそうならばオーナー会社のIPOはなかなか進まない。日本で、持ち株比率を維持しながらも創業者がIPOをしたいのは、経営権、上場会社のステイタスと資金調達の3つを同時に得たいがためであるように思われる。しかしながら、株主と潜在株主の評価は今後は厳しいものになろう。

#### 参考文献

\*\* ) 本稿は辰巳(2006(a))の続編であるため、そこでリストされている参考文献はここでは除いている。

Aggarwal, R. K., Krigman, L. and Womack, K. L., "Strategic IPO Underpricing, Information Momentum, and Lockup Expiration Selling", *Journal of Financial Economics*, 66, 2002, pp. 105-137.

Anderson, A. and Dyl, E. A., "Post-IPO Restricted Stock Sales and Listing Choice", September 2005.

Barber, B., Lehavy, R. and Trueman, B., "Comparing the Stock Recommendation Performance of Investment Banks and Independent Research Firms", 2004.

Beatty, R. and Welch, I., "Issue expenses and legal liability in initial public offerings", *Journal of Law and Economics*, 39 1996, pp.545-602.

Bradley, D., Jordan, B. D. and Ritter, J., "The quiet period goes out with a bang", *Journal of Finance*, 58, 2003, pp. 1-36.

Bradley, D., Jordan, B. D., Ritter, J. and Wolf, J. G., "The IPO Quiet Period Revisited", *Journal of Investment Management*, 2, 3, 2004, pp. 1-11.

Bradley, D. J., Chan, K., Kim, J. and Singh, A., "Investment bankers, their analysts and orphaned IPOs", January, 2005.

Carter, R. B., Dark, F. H. and Singh, A. K., "Underwriter Reputation, Initial Returns, and the Long-Run Performance of IPO Stocks", *Journal of Finance*, Vol.53, No.1, (Feb. 1998), pp. 285-311.

Chemmanur, T. J. and Fulghieri, P., "A Theory of the going-public decision", *Review of Financial Studies*, 1999, 12, pp.249-279.

Chen, H-C. and Ritter, J., "The seven percent solution", *Journal of Finance*, 55 (3) 2000, pp. 1105-1131.

Cliff, M. and David, D., "Do IPO firms purchase analyst coverage with underpricing", *Journal of Finance*, 59, 2004, pp.2871-2901.

Corwin, S. A., Harris, J. H. and Lipson, M. L., "The Development of Secondary Market Liquidity for NYSE-Listed IPOs", *Journal of Finance*, 59 2004; pp. 2339-2374.

Cotei, C. and Mukherjee, T. K., "Informational Externalities of Bank Initial Public Offerings", Dec. 2004.

Coulson, C., Ellis, R. and Lumpkins, C., 「アナリストレポートの行方(The October Revolution on Wall Street)」Coffin Communication Group, 2003年7月1日(訳・編集フィナンテック深井浩史 fukai@finantec-net.com )

Degeorge, F., Derrien, F. and Womack, K. L., "Analyst Hype in IPOs: Explaining the Popularity of Bookbuilding", September 2005.

Dolvin, S. D. and Jordon, B. D., "Overhang and the Cost of Going Public: Why IPO Underpricing

- Varies Over Time", April 2005.
- Ellis, K., Michaely, R. and O'Hara, M., "When the Underwriter is the Market Maker: An Examination of Trading in the IPO Aftermarket", *Journal of Finance*, 55, 2000, pp. 1039-1074.
- Ellis, K., Michaely, R. and O'Hara, M., "Competition in Investment Banking: Proactive, Reactive, or Retaliatory?", June 2005.
- Fang, L. H. and Yasuda, A., "Are Stars' Opinions Worth More? The Relation between Analyst Reputation and Recommendation Values", October 2005.
- Fernando, C.S., Gatchev, V. A. and Spindt, P. A., "Wanna Dance? How Firms and Underwriters Choose Each Other", March 2004.
- Hamao, Y., Packer, F. and Ritter, J. R. "Institutional Affiliation and the Role of Venture Capital: Evidence from Initial Public Offerings in Japan", *Pacific-Basin Finance Journal*, 8, 5, 2000, pp.529-558.
- Hoberg, G. and Seyhum, H. N., "Do Underwriters Collaborate with Venture Capitalists in IPOs? Implications and Evidence", Nov. 2005.
- Jain, B.A. and Kini, O., "The Post-Issue Operating Performance of IPO Firms", *Journal of Finance*, Vol.XLIX, No.5, (Dec. 1994), pp. 1699-1726.
- Krigman, L., Shaw, W. H. and Womack, K. L., "Why do firms switch underwriter? ", *Journal of Financial Economics*, 60 2001, pp.245-284.
- Lowry, M. and Schwert, G. W., "Biases in the IPO Pricing Process", February 2001.
- Malmendier, U. and Shanthikumar, D., "Do Security Analysts Speak in Two Tongues?", AFA annual meeting, 2006.
- Michaely, R. and Womack, K., "Conflict of interest and the credibility of underwriter analyst recommendations", *Review of Financial Studies*, 12, 1999, pp. 653-686.
- Mola, S., "Do IPO Analysts Issue Unfavorable Recommendations on Non-IPO Firms?", January 2005.
- 野村亜紀子「米国のIPO手続きをめぐる諮問委員会報告書について」『資本市場クォーターリー』野村資本市場研究所，2003年夏号，1頁-11頁。
- Pagano, M., Panetta, F. and Zingales, L., "Why do companies go public? An empirical analysis", *Journal of Finance*, 53 (1998), pp.27-64.
- Poulsen, A. and Stegemoller, M., "Why do companies go public through IPO", December, 2005.
- Pukthuanthong, K., "Biotech IPO Valuation: R&D, Human Capital Quality, and Underwriter Education", January 2005.
- 辰巳憲一(a)「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』，2006年1月，pp.231-249。
- 辰巳憲一(b)「米国のIPOと証券発行規制」『学習院大学経済論集』，2006年予定。
- 辰巳憲一・桂山靖代(a)「オーナー会社や子会社の株式公開～企業形態などが初値乖離率やIPO後株価パフォーマンスなどに及ぼす影響の統計分析～」『証券経済研究』，第47号（2004年9月）pp.65-82。
- 辰巳憲一・桂山靖代(b)「新規株式公開売り出しとその収益性～囲い込み仮説などの検証～」2004年7月，未公開。
- Villalonga, B. and Amit, R., "How Do Family Ownership, Management, and Control Affect Firm Value?", March 2004.

IPOにおける引受証券会社と発行企業の行動（辰巳）

Welch, I., "Equity Offerings Following the IPO: Theory and Evidence", *Journal of Corporate Finance*, No.2, 1996, pp.227-259.