

|                  |   |
|------------------|---|
| Title            | IPO後の株価変動に関する投資リスク分析  |
| Sub Title        | Risk analysis on price fluctuations of Japan's IPO stocks   |
| Author           | 朱, 婧(Shu, Jing)<br>大林, 厚臣(Obayashi, Atsuomi)  |
| Publisher        | 慶應義塾大学大学院経営管理研究科  |
| Publication year | 2015  |
| Jtitle           |   |
| JaLC DOI         |   |
| Abstract         |   |
| Notes            | 修士学位論文. 2015年度経営学 第3054号  |
| Genre            | Thesis or Dissertation  |
| URL              | <a href="https://koara.lib.keio.ac.jp/xoonips/modules/xoonips/detail.php?koara_id=KO40003001-00002015-3054">https://koara.lib.keio.ac.jp/xoonips/modules/xoonips/detail.php?koara_id=KO40003001-00002015-3054</a> |

慶應義塾大学学術情報リポジトリ(KOARA)に掲載されているコンテンツの著作権は、それぞれの著作者、学会または出版社/発行者に帰属し、その権利は著作権法によって保護されています。引用にあたっては、著作権法を遵守してご利用ください。

The copyrights of content available on the KeiO Associated Repository of Academic resources (KOARA) belong to the respective authors, academic societies, or publishers/issuers, and these rights are protected by the Japanese Copyright Act. When quoting the content, please follow the Japanese copyright act.

学位論文( 2015 年度)

論文題名

IPO 後の株価変動に関する投資リスク分析:  
Risk Analysis on Price Fluctuations of Japan's IPO Stocks

|     |       |
|-----|-------|
| 主 査 | 大林 厚臣 |
| 副 査 | 高橋 大志 |
| 副 査 | 小幡 績  |
| 副 査 |       |

|      |          |     |     |
|------|----------|-----|-----|
| 学籍番号 | 81430560 | 氏 名 | 朱 婧 |
|------|----------|-----|-----|

論文要旨

|  |         |      |          |    |     |
|--|---------|------|----------|----|-----|
| 所属ゼミ   | 大林厚臣研究会 | 学籍番号 | 81430560 | 氏名 | 朱 婧 |
| (論文題名) IPO 後の株価変動に関する投資リスク分析:<br>Risk Analysis on Price Fluctuations of Japan's IPO Stocks   |         |      |          |    |     |
| (内容の要旨)  |         |      |          |    |     |
| <p>新規公開(IPO)に関しては、従来の株価形成はファンダメンタル分析及びテクニカル分析等の理論に説明された。しかし、株式市場の動きは、それらだけで説明できない動きを度々表せた現象が出てきた。その中、本論文の作成者である筆者は新規株式公開に於いて、公開価格に対する初値の変化率である初期収益率の平均値が異常に高いのであると感じた。また、上場 3 ヶ月及び 6 ヶ月後株価の動きについても疑問が沸き、それらが、どこにポイントがあるのかを明確にしたいと思うようになったのは問題意識であり研究をするきっかけとなった。上場した企業の株価形成に影響を与える可能性がある様々な要因の中で、IPO 後の株価変動に関するリスクを分析し、今いくらのビッド価格を提示するかを検討している投資家に提言する。</p> <p>本論文の研究では、日本の東京証券取引所における新興市場(東証マザーズ・JASDAQ)及び非新興市場(東京市場第一部・東京市場第二部)の現状及び特徴を把握し、当該市場に於ける新規株式公開(IPO)の際に、公募価格、初値、IPO 後 3 ヶ月株価及び 6 ヶ月株価の相関性について回帰分析を行う。期間は 2009 年 1 月から 2014 年 12 月までに、該当期間に日本に存在する東京証券取引所に新規上場した計 237 社(REIT を含む)銘柄を分析対象として、その公募価格、上場した際に株価の値がついた初値、3 ヶ月株価及び 6 ヶ月株価との「騰落率」を分析し、それぞれ影響を与える要因について分析する。</p> <p>分析結果を踏まえ、本論文の結論に於いて、IPO の初値騰落率に影響を与える要因は、五種類の分析結果より、「マザーズ」、「累計分割数」、「外部環境(2011)」、「外部環境(2012)」、「JASDAQ」及び「情報・通信」が他の項目に比べて影響を与えている可能性が高い。IPO 後の 3 ヶ月騰落率については、「累計分割数」、「情報・通信」、「東証第一部」、「水産・農林」、「外部環境(2012)」、「医療品」、「設立日数」、「最低売買金額」及び「REIT」が他の項目に比べて影響を与えている可能性が高い。また、IPO 後の 6 ヶ月騰落率については、「累計分割数」が他の項目に比べて影響を与えている可能性が高いということが判明できた。更に、以上のいくつの項目が三つの騰落率に対する影響の変化により、企業業績、過去の経験・結果、アナリストによる情報、外部環境等の要因が投資家の投資行為にそれぞれ大きく影響を与えていたということも明確にした。</p> |         |      |          |    |     |

# 目次

|                                    |    |
|------------------------------------|----|
| 第一章 序論 .....                       | 6  |
| 1.1 問題意識 .....                     | 6  |
| 1.2 先行研究 .....                     | 7  |
| (1) 長期アンダーパフォーマンス現象及び過小値付け現象 ..... | 7  |
| (2) 行動ファイナンス理論に関する各学派の見解 .....     | 8  |
| (3) 効率的市場仮説 .....                  | 8  |
| 1.3 研究目的 .....                     | 9  |
| 第二章 IPO(新規公開)制度 .....              | 11 |
| 2.1 IPO(新規公開)制度の定義 .....           | 11 |
| 2.2 IPO(新規公開)制度の効果 .....           | 11 |
| (1) IPO(株式公開)のプラス効果について .....      | 11 |
| (2) IPO(株式公開)のネガティブな効果について .....   | 13 |
| 2.3 IPO するための手順 .....              | 14 |
| (1) 申請期の3期前 .....                  | 14 |
| (2) 直前々期 .....                     | 20 |
| (3) 直前期 .....                      | 21 |
| (4) 申請期 .....                      | 23 |
| 2.4 IPO におけるプレイヤー .....            | 27 |
| (1) 主幹事証券会社 .....                  | 28 |
| (2) 監査法人 .....                     | 28 |
| (3) 弁護士 .....                      | 28 |
| (4) ベンチャーキャピタル .....               | 28 |
| (5) 金融商品取引所 .....                  | 28 |

|  |    |
|--|----|
| (6) 信託銀行・証券代行、証券印刷会社 .....                 | 29 |
| 2.5 日本及び米国における IPO 市場の特徴について .....         | 29 |
| 第三章 証券取引所の上場基準 .....                       | 31 |
| 3.1 新規上場の仕組み .....                         | 31 |
| 3.2 市場の構成 .....                            | 31 |
| (1) 市場第一部・市場第二部 .....                      | 31 |
| (2) マザーズ .....                             | 31 |
| (3) JASDAQ .....                           | 32 |
| 3.3 各市場における株式公開の基準 .....                   | 33 |
| (1) 東証市場第二部の上場審査基準概要(内国株) .....            | 33 |
| (2) 東証市場第一部の上場審査基準概要(直接上場の場合) .....        | 35 |
| (3) マザーズの上場審査基準概要 .....                    | 37 |
| (4) JASDAQ 内国株(スタンダード・グロース)の上場審査基準概要 ..... | 41 |
| 第四章 IPO(新規公開)株式に影響を与えるリスク .....            | 45 |
| 4.1 IPO 銘柄の情報収集 .....                      | 45 |
| (1) 外部に対する情報収集 .....                       | 45 |
| (2) 内部に対する情報収集 .....                       | 45 |
| (3) 銘柄に関する情報収集 .....                       | 45 |
| 4.2 投資家心理の変化による投資への影響 .....                | 46 |
| 4.3 アナリストの利益予測と株式推奨における楽観主義 .....          | 46 |
| 4.4 経営者によるアナリストの利益予測を悲観的にさせるための試み .....    | 47 |
| 第五章 データ研究及び分析 .....                        | 48 |
| 5.1 サンプルについて .....                         | 48 |
| 5.2 株価の騰落率の定義 .....                        | 48 |
| 5.3 研究及び分析方法 .....                         | 48 |

|                              |     |
|------------------------------|-----|
| 5.4 データ研究及び分析 .....          | 49  |
| 5.4.1 データ研究① .....           | 49  |
| 5.4.2 データ研究② .....           | 54  |
| 5.4.3 データ研究③ .....           | 63  |
| 5.4.4 データ研究④ .....           | 68  |
| 5.4.5 データ研究⑤ .....           | 73  |
| 5.4.6 データ研究⑥ .....           | 81  |
| 5.4.7 データ研究⑦ .....           | 93  |
| 第六章 研究結果のまとめと考察（論拠、説明） ..... | 96  |
| 第七章 検証の限界と今後の課題について .....    | 100 |
| 参考文献 .....                   | 101 |
| 謝辞 .....                     | 103 |

# 第一章 序論

## 1.1 問題意識

筆者の前職は中国の証券会社に於いて、QFII(Qualified Foreigner Institution Investor:外資機関投資家)に対する株式会社営業に携わった。具体的な業務内容は、主に外資機関投資家に対する証券仲介業務、投資顧問業務及びその他の関連金融サービスの提供だった。その中、新規株式公開(IPO)に於いて、公開初日の市場価格である初値が公開価格を平均的に大きく上回るという現象が世界中で観察され、公開価格に対する初値の変化率のことを初期収益率と呼ぶが、この平均値が異常に高いのであると感じた。長い間、IPO 研究者の間では、この現象と過小値付け(underpricing)は同義であるとみなされてきた。すなわち、引受業者あるいは公開企業が何らかの理由で意図的に公開価格を低く設定しているというのである。そして、この「なんらかの理由」を明らかにしようとする試みを総称し過小値付け説と呼ぶ。これに対して、今日最も支持されている考え方は、情報の非対称性が原因で生じる様々な問題を回避するために、引受業者あるいは公開企業が意図的に公開価格を低く設定しているというものである。

一方、近年から日本には証券優遇税制の措置の開始(2002年、税率を20%から10%へ)などの大幅な緩和策やインターネットによる株式の売買取引の普及によって、インターネット経由で株式の取引をするトレーダーが急増した。特に、トレーダーの中でも、短期間の内に、買った株をその日のうちに売ったり、あるいは売った株をその日のうちに買い戻したりを行うことで短期間適な利益を得るトレーダーが出現した。

その結果、短期間に巨万の富を得る人物も登場し、多くの人々が、巨万の富を目指し、株式市場に参戦した。株式市場では、今まで以上に、参加者の間で「不安」と「期待」が常に入り交じり、金銭的な欲に突き動かされながらも、損失への恐怖に脅える状況が、どんどんと拡大していくのであった。言い換えれば、市場は、まさに、市場参加者たちの「心理」と「行動」によって翻弄されているという見方もできる。しかし、そのような状況に、だんだんとなっていくにつれて、従来までの株価形成が、それだけでは説明ができないような株価の動きをたびたび見せるようになってきたのである。そのことについて論文の作成者である筆者は疑問が沸き、それが、どこにポイントがあるのかを明確にしたいと思うようになったのが問題意識の始まりであり、研究をしたいと思ったきっかけとなった。

## 1.2 先行研究

### (1) 長期アンダーパフォーマンス現象及び過小値付け現象

IPO をめぐって、過小値付け現象と公開後の長期アンダーパフォーマンス現象という特徴的事実が世界中で指摘され、これらの現象が生じる理由を解明する試みがなされている。特に過小値付け現象については、理論・実証ともに数多くの研究が蓄積されている。一方、IPO の場合、将来価格の予想が外れる可能性を覚悟しなければならず、投資家はそれに対するプレミアムを要求する。これに対して、IPO の場合、現在価格すら正確に知ることはできないから、その予想が外れる可能性も覚悟しなければならず、投資家はそれに対するプレミアムも要求する。これが IPO の「過小値付け」現象に対する不正確性プレミアム仮説の考え方である。

過小値付け現象とは、公開初日の市場価格(初値)が公開価格を平均的に大きく上回る現象である。公開価格に対する初値の変化率を初期収益率と呼ぶが、この初期収益率が平均的にみて異常に高いのである。この「異常に高い初期収益率」現象が「過小」値付け現象と呼ばれる理由は、欧米では、通常、株式市場は効率的であるという信念にも似た前提が置かれるためである。すなわち、たとえ公開初日であっても市場価格は企業価値に関する情報を正しく反映した価格であり、初期収益率が高いのは、市場で決定される初値が高いからではなく、公開価格が低めに設定されているからであると解釈されるのである。高い初期収益率は、新規公開株の割当を受けた投資家にとって、公開初日の初値で売り抜ければ、大きな収益を得ることを意味する。一方、公開企業にとって、公開価格でなく初値で新規公開株を売却していれば、より多くの資金を調達できたこと、すなわち、機会損失を意味する。したがって、もし高い初期収益率が期待されるならば、多くの投資家が申し込みに殺到し、この需要圧力が公開価格を上昇されると考えられる。また、引受主幹事の決定が競争的に行われるならば、公開企業は公開価格を低めに設定するような証券会社を引受主幹事に選択しないと考えられる。それにもかかわらず、依然として過小値付け現象が観察されている。

公開後の長期アンダーパフォーマンス現象とは、既公開企業と比して、IPO 企業の公開後の長期株価パフォーマンス(株式投資収益率)が有意に低いという現象である。投資家に、彼らが嫌うような特性、たとえば高いリスクや低い流動性などを受け入れさせるためには、プレミアムが必要となる。もしリスクや流動性などの特性が既公開企業と IPO 企業の間で同一ならば、プレミアムは同じになるはずである。それにもかかわらず、IPO 企業の公開後の長期アンダーパフォーマンスは、同じ特性を持つと考えられる既公開企業と比して、有意に悪い

ことが指摘されている。市場が情報効率的ならば、パフォーマンスが悪いIPO銘柄は公開日以降において購入されなくなり、したがって、公開後のアンダーパフォーマンスは直ちに観察されなくなるはずである。

## (2) 行動ファイナンス理論に関する各学派の見解

### ① 行動ファイナンス支持派

- 正しい判断をする投資家でも合理的でない意思決定に陥る可能性がある。
- 実際の市場を見ると合理的行動といえない事実がデータとして存在している。
- リターンの予測可能性を説明するだけの合理的モデル(合理的ファイナンス支持派のモデル)に不完全さがそんざいする。

### ② 合理的ファイナンス支持派

- 投資家は、価格における歪に対して裁定取引を行うので合理的価格で収束する。
- 合理的判断を行うので心理的バイアスは存在しない。
- どんな状況でも投資家は最終的に合理的ファイナンス理論に基づいて合理的判断を行う。
- 数値化しているデータに基づいて理論を構築しており明確な理論づけが可能である。

## (3) 効率的市場仮説

また、IPO 価格に関連する、市場における効率的市場仮説の歴史的背景を整理したいと思う。

### ① 効率的市場仮説の概要

金融経済学における効率的市場仮説とは、市場は常に完全に情報的に効率的であるとする仮説。ここで言う情報的に効率的であるとは、金融市場における金融商品の価格がその商品の価値を決定づける情報を反映しているという意味である。

効率的市場理論の前提は、「投資家は全体としては投資対象となる株式の現在価値を合理的に推定して売買しており、市場では常にその銘柄の将来の利益や配当見通しを適切に反映した、公正な株価が形成されているはず」というものであった。ここで、重要なのは、市場に参加する投資家のすべてが合理的経済人ではなくとも、市場は効率的になるであろうと仮定するものである。

つまり、合理的でない一部の投資家の存在を許容しているが、その高度はランダムなインパクトしか持たないため、決して効率的な株価形成の妨げにはならない。また、非合理的な投資家の非合理的な行動によって株価形成に歪みが生じたとしても、合理的な投資家が必ずそれを修正する売買を行うために、効率的な状態が回復されるとするものである。

## ② 効率的市場仮説の3つバージョン

効率的市場仮説には「ウイーク」・「セミストロング」・「ストロング」という3つのバージョンがある。ウイーク型の仮説は、株式や債券、不動産のような取引資産の価格は過去にこうかいされた情報を全て反映したものであると主張する。セミストロング型仮説は、過去に公開された情報の反映に加えて、新たに公開される情報が瞬時に価格に反映されると主張する。ストロング型の仮説には、隠されたインサイダー情報さえも瞬時に価格に反映されるという主張が更に加わる。効率的市場仮説に批判的な論者は、市場の合理性への過信は2000年代後半の恐慌を引き起こしたと避難する。対して擁護論者は、市場効率性は未来に不確定性を否定するものではなく、常に真となるわけではない世界の単純化であって、ほとんどの各個人の投資目的に対して実質上効率的なのだと言明する。

歴史的には、効率的市場仮説とランダムウォーク仮説、そしてマルチンゲールモデルは近い結びつきがある。株式市場価格のランダム特性のモデル化は、1863年にフランス人仲介業者ジュール・レノーによって最初になされた。その後フランス人数学者ウイ・バシュリエの1900年の博士論文「The Theory of Speculation (投機の理論)」でモデル化されている。この業績は1950年代までほとんど無視されていたが、1930年代の分散した独立な研究結果によってこの博士論文が強化された。少数の論文は米株価と関連する金融時系列がランダムウォークに従うことをほのめかした。アルフレッド・カウルズの30年代と40年代の研究は、一般にプロの投資家が市場を上回る実績をあげることはないことを示唆した。この仮説はリスク資産で収益をあげるビジネスの重要性を決定づけている。

## 1.3 研究の目的

IPOは多くの企業にとって非常に重要なイベントであるといえる。IPOを通じてその企業の株式が広く証券取引所で売買されるようになることは、自社サービスの世の中への周知、社会的に意義のある自社の事業を拡大、エクイティを通じた市場からの資金調達、すでに投資家として入り込んでいるベンチャーキャピタル等に利益を確定する機会の提供等、様々な動機が考えられる。しかし、IPOの目的がどのようなものであろうと、株式公開をすることは、会社の経営・業績等に一般投資家という新たなステークホルダーを迎えることであり、会社の

社会的責任が増大すると考えられる。

本稿の目的は、「株式公開 (IPO) がどのように影響されるか」という点を明らかにする。また、IPO 企業の株価形成に影響を与える可能性がある様々な要因の中で、IPO 後の株価変動に関するリスクを分析し、数日後に発行される株式或いは数日前に発行された株式について、今いくらのビッド価格を提示するかを検討している投資家に提言する。

## 第二章 IPO(新規公開)制度

### 2.1 IPO(新規公開)制度の定義

株式公開とは、未上場会社の株式を証券市場あるいは株式市場において売買可能にすること。かぶしを公募や売出しによって新規に公開することから新規公開、IPO(Initial Public Offering)とも呼ばれる。株式会社がオーナーなど少数の株主により所有され、自由な株式譲渡が制限されている状態(未公開会社)から、不特定の多くの株主により所有され、株式市場において自由に売買が可能となる状態(公開会社)となることを示している。IPOの実施を選択した場合、文字どおり「公」の場である資本市場での企業評価がどうなるか、またその評価を企業戦略上活用できるかどうかにより、その後の企業の競争力・成長力が大きく左右されることとなる。このため、企業がどのようにIPOを位置付けて選択し、その効果が最大化するような行動をとっていかは、経営戦略上の重要なポイントである。また、マクロ経済成長の持続には「適切な資本配分」が重要であるが、この観点からは、資本市場の入り口であるIPO市場が全体として正常かつ活発に機能することが鍵となる。日本においては、かつて、証券取引所に上場する方法と、日本証券業協会の登録銘柄となる方法(店頭登録)とがあったが、後者の制度が廃止されてJASDAQに移行したため、現在では、前者の方法のみが存在する。

### 2.2 IPO(新規公開)制度の効果

IPOとは、「企業が新規に資本市場(株式市場)に参入し、市場の一般投資家に対して初めて公募増資ないしは保有株式の売出しを行うこと」である。こうしたIPOを通じて企業が一般的に期待する効果とは、資金調達機会(規模・手段)の拡充という面のみでなく、創業者利潤の獲得、ビジネス・チャンス拡大、人材活用の仕組み拡充等、幅広いものがある。ただし、IPOは企業にとってプラスの効果のみならず、経営者によってはネガティブな側面とも捉え得る効果(企業支配力の共有ないし、経営と所有の分離等)をももたらす。このため、企業がIPOの選択の是非を検討する場合には、経営戦略としてどの効果をどの程度プラス・マイナスであると位置付けるか、明確にすることが必要である。

#### (1) IPO(株式公開)のプラス効果について

まず、IPO(株式公開)のプラス効果を列挙すると、次のような点が挙げられる。

#### ① 資金調達機会(規模・手段)の拡充

IPOを行った場合、(a)公募増資(=新株発行)、または(b)保有株式の譲渡(=既存株主からの売出し)が行われる。特に(a)の公開時の時価発行公募増資は、一般的に価格のレベルが公開前に比べ大きく上昇することが予想される環境下で行われるため、資金調達額の「規模拡大」が期待できる。こうした公開時の株価上昇は、当該株式に流通性や換金性が付与されること、当該株式が公開企業としての体制を有する企業の株式であること、が株式市場で認識され評価されることによるものである。

さらに、(a)公募増資の場合、自己資本が拡充するという財務体質強化の効果があるため、これらがその後の資本市場・銀行市場での資金調達条件を有利化することに繋がる。

また、IPO後は、転換社債や新株引受権付社債の発行が可能になるなど、資金調達手段のメニューも多様化する。

#### ② 創業者利潤の獲得

IPOに際して上記(b)保有株式の譲渡で対応する場合には、創業者や創業期以来の従業員といった既存株主が、一般投資家に対して公開後の時価により株式を売却する。当該売買の過程で、公開前までの株式購入価格よりも公開時の株価が上昇した場合にはその差額分だけ、既存株主は「創業者利潤」を獲得する。

#### ③ 経営体質の強化

株式公開を行うためには経営管理体制をしっかりと固め、関係会社との取引などについても整備されていることが求められる。これが結果として企業を近代的な経営に導き、財務的にも組織的にも経営体質の強化につながる。

#### ④ 株式公開企業としての信用度・知名度上昇によるビジネス・チャンス拡大

株式公開を成功させた企業として、信用度が上昇することや企業名・商品名・戦略等の知名度が上昇することにより、販路・市場拡大が期待されるほか、事業提携の可能性も増大するなど、ビジネス・チャンスが拡大する。

#### ⑤ インセンティブ・プラスを通じた人材活用の仕組み拡充

従業員持ち株制度や、ストック・オプションプランといった、従業員報酬と企業の株式価値をリンクさせる仕組みの導入は、従業員に株式価値最大化を達成するような労働サービスの提供を促すほか、従業員志気高揚、優秀な人材確保等の効果をもたらすことが期待できる。これらの仕組みは、IPOの実施を前提として導入され、IPOが成功して初めてその効果を挙

げていくことができる。

#### ⑥ 法人税課税の適正化

同族企業が株式を公開する場合に、金融機関あるいは従業員持株会などの安定株主づくりを通じて持株比率を引き下げ、同族企業から非同族企業になれば、留保金課税など法人税課税における不利な扱いを受けることがなくなる。

### (2) IPO(株式公開)のネガティブな効果について

株式公開が実現すると、非公開企業のとくに比べ、若干注意すべき点が生じる。

#### ① コーポレート・ガバナンスの在り方の変化

公開時の公募増資、創業者等の保有株式の譲渡、のいずれにおいても、株式保有シェア上の外部依存度が大きく上昇する形で、株主構成が変化する。この結果、外部一般株主が株主総会において議決権や提案権を行使することを通じて、「コーポレート・ガバナンス」の在り方や、企業経営そのものが影響を受けるようになる。これらは、「資本の有効活用を促し、より競争力の高い企業になる」という長期的に見れば企業にとってプラスの側面を持つ一方、株主構成によっては、経営陣の企業支配力が低下ないし喪失する可能性を孕んでいる。

#### ② ディスクロージャーの徹底要請によるコスト増大

公開企業としてSEC(Securities and Exchange Commission、証券取引委員会)の定めた要件(財務諸表等)を定例的(四半期報告および年次報告等)に報告・公開する義務・コストが生じる。これは、公開企業となることを選択した企業の責務である。

#### ③ 敵対的なM&Aに晒されるリスク

株式価格が市場で決定されることにより企業価値の客観的評価が容易になるため、株式交換等M&Aに関する手段も多様化する。これは、当該企業が積極的にM&Aによる事業提携等を志向する場合はプラスの効果と位置付けられる反面、敵対的なM&Aを回避したいと考える企業にとっては、ネガティブな効果を持つ場合がある。

#### ④ 公開時のコスト、公開失敗のリスク

IPOに際しては、そのための幹事証券会社への手数料、弁護士報酬、会計士報酬、ファイリング費用等諸コストが発生する。また、IPOと同時にNASDAQ市場へ上場しようとする場合

には、登録手数料等も加わってくる。これらコストは、一般的に、公開規模 5,000 万ドルで 410 万ドル程度(410 万/5,000 万=約 8%)となり、企業にとってかなりの負担になる。

このようにコストをかけて実施を試みる IPO も、実現するとは限らず、また実現しても当初期待していた効果を挙げるできないような公開価格や投資家構成での着地となり、実質的には失敗に終わる等のリスクがある。

## 2.3 IPO するための手順

企業が上場までの手順、(1)申請期の 3 期前→(2)直前々期→(3)直前期→(4)申請期の四段階に分けて説明する。

### (1) 申請期の 3 期前

#### ① IPO コンサルタントの選定

IPO について豊富なノウハウをもったコンサルタントを選定する。その上で、株式公開のメリット・デメリットの説明をしっかりと受け、「我が社は IPO すべきかどうか」を慎重に判断する。

IPO コンサルタントは、そのノウハウを活かして、IPO に向けたスケジュール管理、予備調査への事前対策、証券会社・監査法人への対応指導、IPO 関連コストの削減提案等を行う。公認会計士の IPO コンサルタントの場合、監査法人の行うショートレビューへの事前対策(プレショートレビュー)も対応可能である。

#### ② 株式公開準備担当者の選任

社内で株式公開準備の実務を行う担当者を決める。IPO 実務の経験者が社内にはいない場合、IPO コンサルタントからアドバイスを受けながら、IPO 準備の実務を進めていくこととなる。ベンチャー企業の場合、通常、株式公開準備担当者は 1 名であることから、あえて株式公開準備室の名称は付さないケースもある。また、当初は経営企画室や経理部のスタッフが兼ねるケースもよく見受けられる。場合によっては社内横断的なプロジェクトチームを作ることもある。

#### ③ 事業計画の策定

ビジネスモデルの詳細を詰め、市場規模の動向・シェアの確保状況・経営リソースの制約等を見極めながら、企業の成長予測を年度ごとの数値に落とし込みみる。市場規模の動向については、シンクタンク等に調査を依頼することもある。通常は 5 年間の長期計画、3 年間の中

期計画、単年度の計画を策定する。なかでも利益に関する計画が中心となる。利益計画は、単に損益計算書の利益を予想するだけでなく、資金計画、人員計画、設備投資計画等と整合性のある立体的なものを策定する必要がある。

いままで特に経営理念を持たなかった会社では、事業計画の策定がコーポレートアイデンティティの見直しのきっかけとなり、事業計画の策定と同時に経営理念を明確化するケースもよく見受けられる。なお、策定に当たって参考とした業界資料や予測指標等は後日計画とともに提出が求められる可能性があることから、しっかりと保管しておく必要がある。

#### ④ 過年度のデータ収集

退職した役員の経歴および退職に至った経緯、従業員の入退社の状況、新事業の開始年月、事業所の新設・撤退の状況といった過去のデータを収集する。従業員は正社員とパートは区別しておくべきである。これらのデータはⅠの部やⅡの部の作成で必要となる。

また、株主総会議事録、取締役会議事録、計算書類等(貸借対照表、損益計算書、株主資本等変動計算書、注記表、事業報告)等法定の書類については法定の期間保存しておく必要がある。「議事録は登記に必要なものしか作ってないよ」なんていうのは論外といえる。

過年度の文書やデータは時間が経つと散逸しかねないことから、文書管理規程を定めたいうえで、ルールに則って保管することが肝要である。管理担当部署を決めた上で、ファイルに保管年限を明示し、しっかりと管理しておこう。過去の株価算定書、株主総会招集通知、官報公告なども同様に散逸の危険があることから、しっかりとファイルしておく必要がある。

#### ⑤ 株券の回収

上場準備会社は株券を発行していないのが通常ですが、なかには株券を発行している会社もある。一方、上場会社は株券を電子化しているため、株券不発行会社となる。上場準備においては、定款を変更し株券不発行会社となり、発行済の株券を回収する必要がある。

#### ⑥ 商標権等チェック

会社の商号や製品・サービスの名称は他人が押さえている商標とかぶる場合、商標権侵害のおそれが生じ得る。そこで、将来の紛争の芽を事前に摘んでおくという観点から、商標に詳しい弁理士に依頼し、リスクの程度をチェックしてもらうと共に、押さえることができる商標はコストを勘案しつつ商標登録申請を行う。商標以外にも特許権等知的財産権の帰属について早めの対応が必要となる。

個人事業から始まった研究開発型ベンチャーの場合、知的財産権を社長名で申請しているケースがある。できるだけ早い時期に、権利を会社に移転すべきである。

#### ⑦ 資本政策の策定

IPO を意識した資本政策案を策定する。たとえば、将来的に VC からの資金調達が必要であれば、オーナーのシェア低下に備えて、事前にストックオプション(新株予約権)を発行しておく。この時期は株価算定をしても高い株価が見つからないのが通常である。だからこそストックオプションを発行すべきといえる。なぜなら、行使価額を低く設定できるからである。

なお、資本政策の策定に先立ち、事業計画を策定することが欠かない。事業計画のない資本政策は、まさに「絵に描いた餅」である。

#### ⑧ 内部統制の整備

ベンチャー企業は内部統制が整備されていないのが通常である。IPO を意識して内部統制を整備していく必要がある。一朝一夕にはできないことから、時間をかけて一つずつ積み重ねていくこととなる。

なお、監査法人の予備調査の結果、内部統制が未整備の箇所について、多くの指摘事項を受けるのが通常である。この指摘事項が、のちのち引受審査や上場審査においてマイナスの影響を与えるおそれがあるため、監査法人の予備調査を受ける前に、監査法人出身で株式公開準備の経験のある公認会計士等に依頼し、ある程度の内部統制の整備を図っておく企業もある。

#### ⑨ 管理部門スタッフの充実

まず、財務と経理のスタッフの分離が必要である。現金預金を取り扱いながら会計システムにアクセスできるのであれば、不正の発生する可能性が高いからである。また、連結決算が必要な会社では、連結実務に長けたスタッフの手当も必要となる。スタッフだけでなくマネジメント層も同様である。

さらに、管理職は CEO の判断を財務的にサポートするだけの能力を有している必要がある。いわゆる CFO である。また、内部監査室や経営企画室の人材も手当てしなければならない。ベンチャー企業ではおろそかになりがちな部門だけに、IPO 準備とともに充実させていく必要がある。

#### ⑩ 規程の整備

ベンチャー企業では規程などないところが大半である。規程というのは、いってみれば「約束事」である。まずは業績拡大が最優先であり、内部管理はその場しのぎで対策を取ってきた会社がほとんどかと思う。しかし、会社内の様々な約束事を文書化するとともに、内部管理

のために意識的に約束事を作り上げていくことで、組織的な経営が可能となっていく。一度にすべての規程を作ろうとしても、作業量の多さにうんざりして投げ出してしまいかねない。まずは、基本的な規程について、市販の規程集を参考に、会社の実態に応じて作り替えてみましょう。ある程度整備できてきたら、順次規程の数を増やしていけばよいのである。

#### ⑪ 内部監査スタート

内部監査室等の部署を設けて、内部監査担当者により内部監査を実施する。内部監査担当者は1年間の内部監査計画を策定する。内部監査計画はローテーションにより各部門がもれなく対象となるように策定するとともに、重要性の高い部門については重点的に監査対象に選定されることとなる。計画に従い、通常は事前通知を経た上で、内部監査を実施する。場合によっては、抜き打ちによる監査を行うこともある。監査に際して監査調書を作成するとともに、監査結果は監査報告書にまとめられた上、監査対象となった部門の責任者に交付される。場合によっては、取締役会での報告事項となる。監査対象となった部門の責任者は、指摘事項があった場合は、改善のための方策を示すこととなる。実効性を高めるためには、改善の目標時期を明示すべきといえる。

内部監査担当者は単独で業務を行うのではなく、公認会計士又は監査法人の行う外部監査や監査役の行う業務監査・会計監査と連携して業務を遂行することで、より効果的な監査が可能となる。その観点からは、内部監査計画立案時から連携するのが望ましいといえる。

#### ⑫ 管理会計の導入

内部管理の観点からは、商品やサービス、顧客毎に原価・利益を集計する必要が生じる。部門が複数に分かれていれば部門別損益計算が必要となるし、製造部門があれば原価計算制度を導入する必要がある。

##### ● 部門別損益計算について

会社の業績への貢献度を各部門に分けて把握できる体制を整備する必要がある。いわゆる部門別損益計算の導入である。これは主として部門業績の把握といった管理会計上の観点から行われるものである。各部門の共通費は本部経費として把握するか、なんらかの配賦基準を定めて配賦するか悩むところであるが、その共通費が当該部門長の管理が不能な費目であれば、配賦しても意味がないといえる。なお、部門別損益計算は予算の策定と密接な関連がある。すなわち、予算を部門別に策定した場合、実績のデータも同じく部門別に把握できなければ、予算を策定した意味がない。また、共通費の配賦の有無や配賦する場合の

配賦基準についても予算と実績は歩調を合わせる必要がある。

#### ● 原価計算について

製造業の場合、原価をしっかりと把握するため、原価計算制度を導入する必要がある。原価管理の観点から標準原価計算制度を採用したり、予定原価を導入したり、間接費の配賦方法を改めたりする必要が生じることもある。会計処理と密接に連動する問題であることから、通常は監査法人(公認会計士)と相談しながら制度を導入していくこととなる。システム導入が不可避であるケースも少なくなく、間接費の配賦基準や財務会計システムとのインターフェイス等頭を悩ます場面を少なくない。このように、管理会計は内部管理のための会計である。一方、財務会計は外部報告のための会計である。管理会計と財務会計は目的が異なることから、両者は明確に峻別する必要がある。

#### ⑬ 関係会社の整理

子会社の販社や製造子会社、新事業を手がけるために作った子会社等について、別会社でなければならない理由が明確にあるものを除いて、合併等を通じて統廃合していく。また、不採算事業や赤字会社については売却等により経営資源の集中化を図る必要がある。もっとも、「会社・事業の統廃合をしましょう」と口で言うのは簡単であるが、通常はさまざまなトラブルの種に発展してしまいがちといえる。なぜなら、①統廃合は責任問題につながる、②ヒトの異動を伴う、からである。社長の強いリーダーシップが必要となるところである。

#### ⑭ 役員を選退任と組織図の見直し

役員を社長の親族で固めて、監査役に社長の配偶者や親族が就任していると、コーポレート・ガバナンスの実効性が疑問視されることとなる。ショートレビューでの指摘や主幹事証券会社の指摘により問題とされる役員が求められることとなる。特別利害関係者との取引の洗い出しも行う。その際に、利益相反取引の承認決議がないことが指摘されるケースがよく見受けられる。また、部門責任者の兼任関係の解消も求められる。この場合、縦の兼任関係は問題視されないが、横の兼任関係については内部牽制の実効性確保の観点から解消が求められる。

#### ⑮ 規程の運用

規程はただ整備するだけでは不十分です。整備した規程に書かれてある内容を、日々の業務でひとつひとつ実行していく必要がある。規程の運用状況は主幹事証券会社のチェック

を受ける。目標とする市場や主幹事証券会社のスタンスにもよるが、最低でも 1 年間以上の運用状況をチェックされる。

#### ⑩ 予備調査

監査法人(公認会計士)は外部監査の開始に先立ち、会社の状況を理解するとともに上場に向けての課題を把握するため、予備調査を行う。予備調査は別名ショートレビューや短期調査等と称され、実施後、報告書の形で問題点の指摘が行われる。予備調査により指摘を受けた事項の重要性次第では、監査契約の締結が見送りになるケースもある。

予備調査は監査契約締結に先立ち、かならず通らなければいけないチェックポイントである。監査を受けていることが上場の必須条件である以上、予備調査は株式公開の必須条件となっていく。

#### ⑪ 外部監査人の選定

IPO に際しては、会社の決算が適正である旨、専門家からお墨付きをもらう必要がある。その役割を担うのが監査法人や公認会計士である。公認会計士が個人の立場で監査証明をだすことも可能であるが、審査体制の充実した監査法人の方が外見的な信頼感があることから、外部監査人として監査法人が選任されるケースがほとんどである。

また、①証券取引所や主幹事証券会社が小規模の監査法人を好まないこと(この傾向はライブドア事件以降拍車がかかったといえる)、②将来的に国外へ拠点を広げる場合にワールドワイドな対応が期待できることから、海外のビッグファームと提携している三大監査法人の存在感が際だっているのが現状である。

なお、監査証明は直前期と直前前期の2期分必要(タイミングによっては申請期の中間決算の監査証明も必要)となる。そこで直前々々期において外部監査人を選任することとなる。外部監査人の選任が遅れたばかりに IPO のタイミングがずれ込むケースはよくある。

#### ⑫ 事業計画の見直し・次期の予算の策定

事業計画の策定後、外部環境の変化やビジネスモデルの変更等が生じた場合、事業計画の見直しが必要となる。また、次期の事業計画をベースに次期の予算を策定する。予算は売上だけでなく、費用についても見積もる必要がある。また、資金についても見積もる必要がある。

#### ⑱ 会計方針の変更

予備調査(ショートレビュー)の結果、会社が従前から採用していた会計方針が、一般に公正妥当と認められる会計基準に準拠していない場合、会計方針の変更が必要となる。ベンチャー企業のほとんどがいわゆる税務会計(法人税の申告のために採用した会計処理)を採用していることから、会計方針の変更は不可避となるケースがほとんどである。その結果、賞与引当金や退職給付引当金等の計上を求められるとともに、市場性ある有価証券の時価評価、税効果会計、減損会計、企業結合会計、ストックオプション会計等が適用される。また、消費税の処理についても税込処理から税抜処理への変更が必要となる。

#### ⑳ 棚卸

製品・商品の在庫がある場合、実地棚卸をする必要が生じる。単にカウントするだけでなく、あわせて長期滞留品の有無や評価減の必要性の有無についての検討も必要となる。

#### ㉑ 棚卸の立会

会社が実施する棚卸に外部監査人である公認会計士が立ち会うこととなる。

### **(2) 直前々期**

#### ① 外部監査が始まる

予備調査(ショートレビュー)で指摘を受けた事項を改善していく必要がある。改善未了の事項の重要性次第では監査意見が不適正意見となる可能性もある。

#### ② 実査

外部監査人である公認会計士により、期首時点の現金や手形、有価証券等の実査が行われる。

#### ③ 月次決算の迅速化

株式公開を予定していない会社では、月次決算自体行っていなかったり、行っていたとしても翌月末にようやく前月の決算がまとまったりといった状況は決して珍しいものではない。IPOを視野に入れた場合、月次決算を迅速にまとめあげる必要がある。これは、①経営者が自社の状況を迅速かつ的確に把握できるようにしたい、②投資家に適時開示を行うために経営成績を集計したい、というニーズに迅速に応える必要があるからである。

#### ④ 取締役会の月次開催

取締役会は、会社法上は少なくとも3か月に1回は開催する必要があるが、IPOを予定した会社では、毎月開催する必要がある。営業成績や月次決算及び予実分析の報告をタイムリーに行おうとすると最低でも月に1回は開催する必要がある。なお、監査役(監査役設置会社の場合)はもちろんのこと社外取締役の出席頻度も審査の対象となる。

#### ⑤ 株主総会の開催

株式公開を考えていない会社の場合、株主総会の開催が形式的になりがちである。また、手続き面で会社法に必ずしも準拠しないケースも散見される。株式公開を考えるのであれば株主総会を適法に開催する必要がある。

#### ⑥ 資本政策の見直し

資本政策は一度策定したらそれを金科玉条として守り通す必要は全くない。ビジネスモデルの変化に応じた資金需要の変化や売上動向の見直し違いによる手許資金の減少等の状況の変化、法改正等に応じて、随時見直しを図る必要がある。

#### ⑦ 事業計画の見直し・次期の予算の策定

外部環境の変化やビジネスモデルの変更等に応じて、事業計画の見直しが必要となる。また、次期の事業計画をベースに次期の予算を策定する。予算は売上だけでなく、費用についても見積もる必要がある。また、資金繰りについても見積もる必要がある。

#### ⑧ 棚卸

製品・商品の在庫がある場合、実地棚卸をする必要がある。単にカウントするだけでなく、あわせて長期滞留品の有無や評価減の必要性の有無についての検討も必要となる。

#### ⑨ 棚卸の立会

会社が実施する棚卸に外部監査人である公認会計士が立ち会うこととなる。

### **(3) 直前期**

#### ① 名義書換代理人(株主名簿管理人)の設置

名義書換代理人とは株主名簿の管理を代行してくれる信託銀行や証券代行の業者のことである。会社法では株主名簿管理人と称する(会社法 123 条)。非上場会社では株主名簿

の管理(株式譲渡や分割、基準日の株主の確定等)は自社で行うのが通常である。しかし、上場時の形式要件で上場準備会社は株主名簿管理人を選定しておくことを求められていることから、上場に先立ち株主名簿管理人を選任し、株主名簿の管理を委託することになる。株主名簿管理人は、株主名簿の管理に加えて、定時株主総会や臨時株主総会の準備・運営に関するコンサルティングも行う。株主名簿管理人の設置は定款変更が必要であり、かつ登記を行う必要がある。東京証券取引所が承認している株主名簿管理人(株式事務代行機関)は信託銀行および東京証券代行株式会社、日本証券代行株式会社及び株式会社アイ・アールジャパンに限定されている(東京証券取引所「有価証券上場規程施行規則」212条8項)。

## ② 株主総会の開催

株主総会のコンプライアンス確保について前期(直前々期)にも増して気を配る必要がある。株主名簿管理人を選定していれば、信託銀行等より助言を得ることができる。

## ③ 市場の選定

ベンチャー企業向けに証券取引所が設けた市場としては、東証マザーズ、JASDAQ、名証セントレックス、札証アンビシャス、福証 Q-Board がある。

## ④ 証券会社の選定

上場には主幹事証券会社を選定する必要がある。主幹事証券会社は、監査法人を交えてのキック・オフ・ミーティングののち、上場コンサルティングを展開していく。上場審査に耐えるだけのガバナンス体制・内部統制を構築すべく様々な提案をするとともに、その提案が実行に移されていることを確認していく。さらに、上場時には他の証券会社とともに引受(公募や売出しの株式を引き受けること)を行うため、それに値するかどうかの審査(引受審査)をじっくりと行う。引受審査の結果、証券取引所への推薦を出すに値すると判断した会社のみ、上場申請に進むこととなる。

主幹事証券会社は上場基準充足に関する証券取引所への相談の窓口になるとともに、場合によっては証券取引所との折衝も行ってくれる。主幹事証券会社は上場申請時の事務手続・日程管理を行い、取引所の上場審査のサポートをするとともに、ロードショーやブック・ビルディング等の実施・アレンジ、他の引受証券会社からの質問への回答も行う。このように、上場において主幹事証券会社の果たす役割はとて大きいものがある。

#### ⑤ 証券印刷会社の選定

2009年1月より株券の電子化が実施され、適格株券の印刷は不要となった。もともと、上場申請書類や上場後の開示書類等の開示コンサルティング等の観点から、従来通り、宝印刷株式会社などの証券印刷会社(適格株券の印刷は不要となったことから、開示コンサルティング会社の方がより実態に合っていると見える)と契約を行うのが通常である。

#### ⑥ 上場コンサルタントの実施

主幹事証券会社のコンサルティング部門が上場に向けて改善提案を行っていく。おもに、内部管理体制の構築に軸足を置いたコンサルティングとなる。改善提案事項の進捗状況を把握するため、月次の取締役会にオブザーバーとして出席したりするケースもある。コンサルティングは場合によっては数事業年度にまたがることになる。株式公開準備の一つの山場といえる。

#### ⑦ Iの部等の作成

Iの部等上場に必要資料を徐々に作成していく。といっても今まで作成したことがないような資料ばかりなので、IPOコンサルタントのアドバイスが必要となっていく。

#### ⑧ 事業計画・資本政策の見直し

主幹事証券会社の審査部による引受審査・証券取引所の上場審査を控えて、事業計画の見直しをはかる。また、第三者割当の上場前規制が緩和されたことから、直前まで資本政策を見直すことが可能となった。この時期になると、ベンチャーキャピタルからのアプローチが増えることとなる。「ベンチャーキャピタルの出資があった方が箔がつく」という大きな誤解をしてしまった経営者が、特に資金ニーズがないにもかかわらず、ベンチャーキャピタルからの出資を受け入れてしまうケースが散見される。ベンチャーキャピタルの出資に意味があるのは、その出資により成長が加速するという点だけといっても過言ではない。オーナー経営者は、成長の加速と引き換えにシェアを譲り渡すわけである。「箔がつく」どころか、IPO時の売り圧力になることから、ベンチャーキャピタルからの出資は慎重に判断すべきといえる。

### **(4) 申請期**

#### ① 株主総会の開催

上場後の株主総会を意識した格好のリハーサルとして、コンプライアンスの確保に留意して株主総会を開催する。

## ② Iの部等の改訂

定時株主総会で確定した決算をもとに、Iの部等の数字を改訂していく。改訂後、開示コンサルティング会社のチェック・監査法人のチェックを受ける。

## ③ 定款変更

株式譲渡制限を外して公開会社になる(なお、公開会社になることで、いったん取締役・監査役の任期が切れてしまうことには注意が必要である)とともに、公告の方法を官報から一般日刊紙(全国紙。通常は日本経済新聞)に変更する必要がある。上場申請の動向を見極めながらぎりぎり(IPO期の定時株主総会もしくは上場申請前の臨時株主総会)のタイミングで実行するケースが少なくない。

株式譲渡制限を外すと、取締役会の承認を経ずに株式譲渡を自由に行えるようになってしまう。また、公告方法を変更すると公告コストが大幅に増加してしまう。こういったデメリットがあることから、上場申請が中止になったり遅れたりする可能性も考慮してぎりぎりのタイミングで定款変更をすることになる。また、株主総会招集通知の発送の短縮をしている会社は、当該規定を廃止する必要がある。

## ④ インサイダー規制研修

上場後は自社の株式売買についてインサイダー規制がかかっていく。そこで、上場前にインサイダー規制に関する研修を実施し、規制の内容につき関係当事者が深い理解を有するようしておく必要がある。

## ⑤ 証券会社の引受審査

主幹事証券会社は他の引受証券会社と共同で上場時の公募株式の引受を行う。そこで、それに先立ち、株式を引き受けるに足る企業かどうか綿密な審査を行う。これを引受審査という。一口に審査といっても、証券取引所の上場審査と証券会社の引受審査は別物である。

引受審査は、事業の成長性や会社の内部統制・コンプライアンスを中心に審査が行われる。その際、財務諸表・事業計画が分析され、さまざまな切り口から質問が行われる。質問だけにとどまらずに、稟議書・議事録類・各種報告書等のレビュー、現地調査、特許権・商標権等知的財産権の調査、付保状況の調査、取引先等へのヒアリングも行われる。さらに、関係会社との取引で投資家保護の観点から問題がある取引が含まれていないか、経営陣、株主、取引先に反社会的勢力に荷担する人物が加わっていないかどうか、綿密な調査が実施さ

れる。引受審査で受けた質問には、通常、回答期限がついている。主幹事証券会社は回答期限の遵守状況で適時開示への対応力を判断していることから、迅速に対応する必要がある。

#### ⑥ 適格株券の印刷

従来は適格株券を印刷する必要があったが、2009年1月より株券の電子化が行われ、株券印刷は不要となった。

#### ⑦ 公募価格の検討

審査の目処が立ってきた頃、公募(売出し)価格の検討を開始する。その会社の事業計画をベースに成長性を検討し、上場している同業他社のPER、新株予約権比率、IPOリスクによるディスカウント等を考慮して公募(売出し)価格が決定される。アナリストレポートも参考とされるが、最後は主幹事証券会社と申請会社の合意で決まる。

販売可能性を考えて高い価格をつけたがらない主幹事証券会社と少しでも多くの資金を調達したい申請会社との間でせめぎあいになる。中には「私どもの会社にそんな安い値段がつくはずがない！」そうやって上場自体を延期する会社もある。

#### ⑧ 取引所の上場審査

いよいよ証券取引所の上場審査が始まる。複数の審査担当者からⅠの部やⅡの部(あるいはⅡの部もどき)をもとに、質問が投げかけられる。主幹事証券会社がすでにヒアリングしていた事項であれば、想定問答のような形で事前に予行演習をすることが可能であるが、想定外の質問にも迅速に対応する必要がある(引受審査と同様、適時開示等への対応力を見られる)。

会社側担当者・証券会社担当者が精神的・肉体的にもっとも疲れる時期である。上場準備の最後の山場といえる。

#### ⑨ 有価証券届出書・目論見書

上場承認が近づく则有価証券届出書・目論見書を作成する必要がある。目論見書のカラー印刷部分は仕上がりに時間がかかることから、早めに着手する必要がある。

#### ⑩ 財務局への事前相談

管轄の財務局へ有価証券届出書に関して疑問点等をクリアにするために、事前相談を行

う。

#### ⑪ 上場承認

取引所の上場審査が終了し、取引所の役員会を経て、上場承認が正式に決定され、公表される。

#### ⑫ 有価証券届出書の受理

1億円以上の額を公募する場合、管轄の財務局に有価証券届出書を提出する必要がある。有価証券届出書はⅠの部とおおよそ同様の構成となっている。有価証券届出書の提出日は上場承認日と同一であるが、実際は内容について財務局のチェックを受ける必要があることから事前に相談することとなる。

なお、ブック・ビルディングのスケジュール上、有価証券届出書を提出した時点では、公募価格等は確定していない。そこで、公募価格等が確定後、有価証券届出書の訂正を行うことになる。

#### ⑬ 証券コードの発番

上場承認と前後して、証券コード協議会により証券コードが発番される。

#### ⑭ 目論見書の配布

証券会社の店頭やウェブにて目論見書が配布される。一般投資家は目論見書や証券取引所のウェブサイトにアップされているⅠの部等を参考に、ブック・ビルディングへの参加等投資判断を行う。

#### ⑮ プレマーケティング

ある程度公募価格の目処が立つと、ブック・ビルディングに備えて、申請会社が機関投資家に対してロードショー(1週間程度)を行い、主幹事証券会社が価格の妥当性や申込予定数についてヒアリングを行う。これをプレマーケティングと言う。

#### ⑯ 上場説明会

おもに個人投資家向けに説明会を実施する。

#### ⑰ ブック・ビルディング

投資家に対して、公募(売出)価格の上限・下限を一般投資家に提示してその幅の範囲内でいくらなら買うか、という回答を広く募集し、需要の予測を行う。これをブック・ビルディングといわれる。需要予測の結果をもとに、公募(売出)価格を決定する。

### 上場

#### ⑱ 上場記念パーティー

上場日は取引所のセレモニーが開催される。これまでの苦勞がすべて報われる瞬間である。取材も殺到することになる。初値がつくまで、関係者は全員が高揚感に包まれる。記念パーティーを開催する会社も少なくない。

#### ⑲ 大量保有報告書の提出

発行済株式総数に占める保有株式数の割合が 5%を超えている株主は上場後速やかに大量保有報告書を提出する必要がある。提出後、株式の保有割合が 1%以上増加または減少した場合、または大量保有報告書に記載すべき重要な事項に変更があった場合には、変更内容等を記載した変更報告書を提出することが必要となる。

## 2.4 IPO におけるプレイヤー

株式公開において、証券会社、監査法人、弁護士及び証券印刷会社の関与が必要である。場合によっては、ベンチャーキャピタル、IR コンサルティング会社なども必要になる。

### (1) 主幹事証券会社、主幹事証券会社以外のシンジケーション団

株式上場準備全般については、証券会社がリードしていく。その中でも通常 1 社の証券会社が主幹事証券会社として指導を行っていく。また、上場に際しては、上場日の前に公募増資等を行う。その際には、複数の証券会社でシンジケーション団を組成し、IPO をする企業の新たに発行した株式を引受け、投資家に販売する。上場を協力・支援し推進して行く一方で、証券会社の役割として、主幹事証券会社を中心となって上場適格性についての審査する機能がある。したがって、証券会社には、上場支援においてアクセルとブレーキの両方の側面がある。

## (2) 監査法人

監査法人については、金融商品取引所の上場規則で通常2期間の会計監査が求められているので、必ず求められている期間の監査が行えるよう監査契約を締結する必要がある。通常、監査契約を締結する前に、監査法人は事前調査を行う。事前調査では、会計制度のみならず、上場企業としてふさわしい管理体制となっているのか、およびその問題点の指摘を行う。場合によっては、この段階で上場に際して、大きな問題点が浮かび上がる可能性もある。

## (3) 弁護士

IPOでは、不特定多数の株主を有するということになるので、社会の公器になるという一面がある。法律違反は未上場会社、上場会社共に違反してはならないことであるが、とりわけ上場会社の場合の社会的な影響は未上場であった場合よりも大きく増すものと思われる。したがって、上場準備においては、弁護士によるリーガルチェックも重要な調査となる。

## (4) ベンチャーキャピタル

上場準備の過程において、成長のための資金調達が必要な場面では、特に成長著しいベンチャー企業に多いと思われるが、新株式等を発行し、増資を行う。その際、資金の支援を行う機関がベンチャーキャピタルである。ベンチャーキャピタルは成長企業に対して資金面で支援をするという目的と、表裏一体であるが、自ら投資した資金については大きな果実とともに回収することが求められている。

## (5) 金融商品取引所

上場の過程において、主幹事証券会社の社内審査が終了した段階で、上場希望会社は金融商品取引所に申請を行うが、その際には、主幹事証券会社の推薦書が必要となる。主に主幹事証券会社がきっちりと指導、審査したことを前提に金融商品取引所は最終的な上場の承認のための審査を行う。審査機能がメインである一方で、近年、IPOを行う企業の件数が減っている中、金融商品取引所ではIPOを行う企業の誘致を積極的に行っている。IPOの機会を増やそうと、セミナーや個別に企業訪問も行っており、上場に関する事前の相談等を通じ、よりアクセスしやすいよう取り組んでおる。

## (6) 信託銀行・証券代行、証券印刷会社

信託銀行・証券代行、証券印刷会社ともに、上場準備の段階から、それぞれ株式事務に関するアドバイス、申請書類等のチェックを行ってくれる。特に証券印刷会社は事実上 2 社で争奪戦を行っていることから、単なる印刷事務に留まらず、上場、上場後の開示にまつわる、いろいろなサービスを提供している。

## 2.5 日本及び米国における IPO 市場の特徴について

米国において、IPO を通じて企業が期待する効果は、資金調達機会の拡充という面のみでなく、創業者利潤の獲得、ビジネス・チャンス拡大、人材活用の仕組み拡充等幅広いものである。一方、IPO は、株主構成やコーポレート・ガバナンスの在り方が変化することによる経営面への影響、公開企業となることの諸コスト発生と公開失敗のリスク、敵対的 M&A に晒されるリスク等、ネガティブな面をも持ち得るため、これら両面を総合的に考慮して、企業は IPO の是非を選択していく。

一方、既存投資家にとって IPO は、投資収益確定のための重要な手段である。また、一般投資家にとって IPO 市場とその後の流通市場が正常かつ活発に機能することは、より成長性が高い可能性のある株式銘柄への投資選択余地を広げるという意味で、大きな効果を持つ。

米国の IPO 市場は、近年、株価の上昇もあって、ベンチャー企業を中心に、件数・金額とも順調に拡大している。IPO 市場は、株価動向によっては一時的に低迷する局面もあるが、基本的には、投資家からリスクキャピタルが継続的に流入する層の厚い市場である。こうした背景としては、まず、相対的に低いキャピタル・ゲイン税率やベンチャー企業への投資を促すような制度整備が進んでいることが挙げられる。また、ベンチャーキャピタルは、投資先企業のビジネス全般につき専門的な分析力を持ち、新技術の市場性を的確に評価するノウハウと同時に、企業成長を支える様々な経営資源を提供する仕組みも兼ね備えることが少なくない。さらに、IPO の際の引受・販売証券会社の層が厚く、かつ IPO 前後を含めた各種のサポートスキルの提供や、IPO 後の流通市場でのマーケットメイク面での機能も高い。こうした投資家・証券会社の行動が、米国 IPO 市場の活発さの源泉になっている。

また、米国ではディスクロージャーが徹底されている。その特徴としては、1 引受証券会社と監督当局の企業に対するスクリーニングの実施が、企業のディスクロージャーを促していること、2 ディスクロージャーの内容が充実していること、が挙げられる。また、投資家は、ディスクロージャー内容に照らし、公開企業としての責務が達成され資本が有効に活用されているか否かにつき、厳しい企業選別を行う。これらにより IPO 市場および流通市場の「質」が保た

れているが故に、活発な取引が継続しているといえる。

一方、我が国においても、95 年頃より店頭市場改革が推し進められ、登録 基準・店頭市場制度の面では米国との相違は縮まりつつある。

しかしながら、米国の例を踏まえると、日本の資本市場が「新規企業の円滑な育成」や「適切な資本配分」といった観点で十分に活用されるためには、(i)リスクキャピタルに関する制度整備を進めるとともに、ディスクロージャーの徹底により投資家の市場に対する信認を確保することで、リスクキャピタルの供給拡大を 図ること、(ii)機関投資家のリスク分散・ポートフォリオ投資技術の高度化や投資先ベンチャー企業の専門的評価能力の向上を図ること、(iii)機関投資家、一般投資家の投資対象となり得る、質・流動性の高い銘柄グループを設けること、そして(iv)公開を果たす企業が、「公開企業」としての意識を高め、かつ「公開企業」としての責務を果たしていくこと、等が重要と考えられる。

## 第三章 証券取引所の上場基準

東京証券取引所において、市場第一部、市場第二部、マザーズ、JASDAQ 及び TOKYO PRO Market の5つ市場を提供する。今回の論文作成にあたり、東京証券取引所における東証市場第一部、東証市場第二部、マザーズ及び JASDAQ について詳述を行う。

### 3.1 新規上場の仕組み

新規上場に関する諸規則は、「有価証券上場規程」、「有価証券上場規程施行規則」及び「上場審査等に関するガイドライン」によって構成されている。

諸規則によって定められた上場審査基準には、株主数及び利益の額など定量的な基準である「形式要件」と、開示の体制及びコーポレート・ガバナンスの状況等を確認する定性的な基準である「実質審査基準」がある。それぞれ、以下の「形式要件」、「上場審査の内容」を紹介する。

上場審査の結果、申請会社の上場適格性が確認された場合、東京証券取引所は申請会社の上場を承認し、公表する。その後、公募・売出しの手続きを経て上場する。

### 3.2 市場の構成

#### (1) 市場第一部・市場第二部

市場第一部・市場第二部は、国内外を代表する大企業・中堅企業が上場する日本の中心的な株式市場である。特に、市場第一部は株式売買の多くを海外投資家が占める国際的な市場として、市場の規模及び流動性においても世界のトップクラスとなっている。尚、市場第一部及び市場第二部を総称して「本則市場」と言う。

#### (2) マザーズ

マザーズは、東京証券取引所が開設・運営をする新興市場である。上場基準が1部や2部に比べかなり緩く、赤字決算の企業が新規上場できる場合もある。そのため、申請会社には「高い成長可能性」を求めている。申請会社が高い成長可能性を有しているか否かについては、主幹事証券会社がビジネスモデル及び事業環境等を基に評価・判断する。多くの成長企業に資金調達の間を提供するという観点から、その上場対象とする企業について、規模及び業種等による制限を設けていない。マザーズ上場後、多くの企業が市場第二部にステップアップしている。

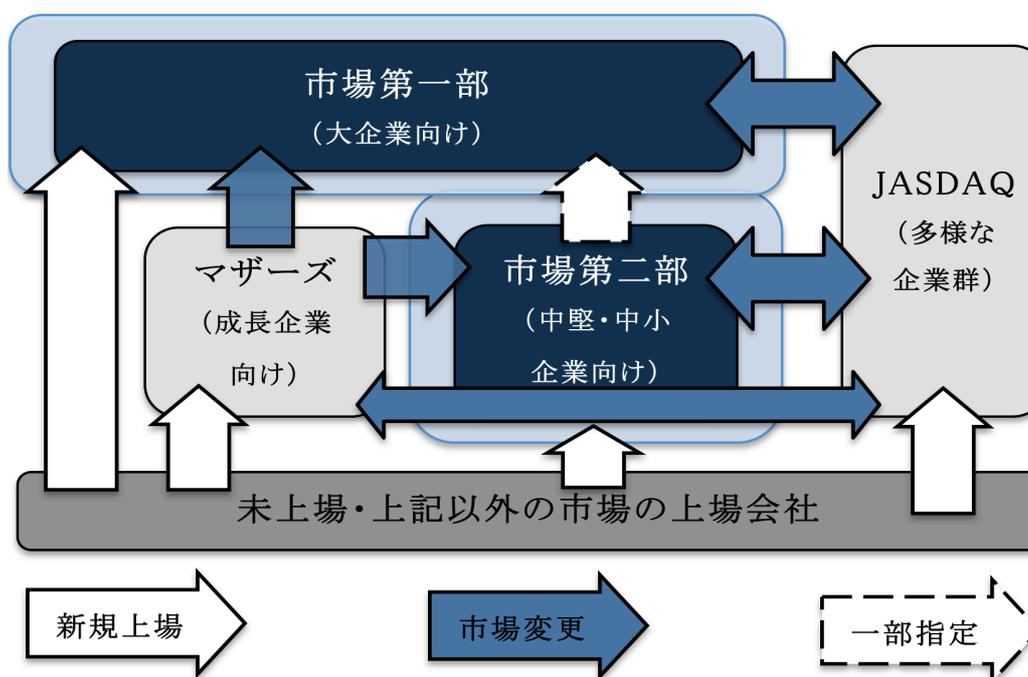
### (3) JASDAQ

JASDAQ は前身である「店頭売買有価証券市場」から 2004 年に証券取引所へと業態変換をした、日本最大の新興市場である。JASDAQ は、1. 信頼性、2. 革新性、3. 地域・国際性という 3 つのコンセプトを掲げる。また、一定の事業規模及び実績を有する成長企業を対象とした「スタンダード」、特色ある技術及びビジネスモデルを有し、より将来の成長可能性に富んだ企業群を対象とした「グロース」という2つの異なる内訳区分を設けている。

JASDAQ の最大の特徴は、「マーケットメイク方式」と「オークション方式」の2つの売買方式を採用していることである。マーケットメイク方式は、日本で唯一 JASDAQ だけが採用している売買方式である。

この方式は、複数の「マーケットメイカーと呼ばれる証券会社が投資家の注文の相手方となり、常時買い気配および売り気配を提示することで売買が成立できるシステムである。流動性が確保しづらい小型ベンチャー銘柄でも流動性を確保することができるというメリットがある。ただし指値注文のみとなっている。「オークション方式」は、他の証券取引所と同様で、投資家間での売買注文で成立するスタイルである。

更に、新規上場後も会社のステージに応じて、以下の様に上場市場を変更することができる。



一部指定及び市場変更のいずれも、上場会社から申請をして、改めて審査を受ける必要がある。それぞれの審査は本則市場の新規上場審査に準じて行われる。

### 3.3 各市場における株式公開の基準

まず、東証市場第二部、第一部の順に、上場基準を紹介する。通常は市場第二部に上場し、一定期間経過してから市場第一部に昇格するというステップを踏む。しかし、基準の緩和により直接市場第一部に上場することも可能となっており、他市場から東証市場第一部に直接上場し、市場関係者の関心を集める企業もある。

#### (1) 東証市場第二部の上場審査基準概要(内国株)

※ 2012年3月9日現在

| 項目   | 有価証券上場規程<br>(市場第二部形式要件)   |
|--|---|
| ① 株主数<br>(上場時見込み)  | 800人以上  |
| ② 流通株式<br>(上場時見込み)   | a. 流通株式数: 4,000単位以上<br>b. 流通株式時価総額: 10億円以上<br>c. 流通株式数(比率): 上場株券等の30%以上                               |
| ③ 時価総額<br>(上場時見込み)   | 20億円以上  |
| ④ 事業継続年数   | 新規上場申請日の直前事業年度の末日から起算して、3カ<br>年以前から取締役会を設置して、継続的に事業活動をして<br>いること                                      |
| ⑤ 純資産の額<br>(上場時見込み)  | 連結純資産の額が10億円以上<br>(かつ、単体純資産の額が負でないこと)   |
| ⑥ 利益の額又は時価<br>総額<br>(利益の額については、<br>連結経常利益金額に少<br>数株主損益を加減) | 次のa又はbに適合すること<br>a. 最近2年間の利益の額の総額が5億円以上であること<br>b. 時価総額が500億円以上<br>(最近1年間における売上高が100億円未満である場合を<br>除く) |
| ⑦ 虚偽記載又は不適<br>正意見等   | a. 最近2年間の有価証券報告書等に「虚偽記載」なし<br>b. 最近2年間(最近1年間を除く)の財務諸表等の監査意<br>見が「無限定適正」又は「除外事項を付した限定付適<br>正」          |

|                 |   |
|-----------------|---|
|                 | <p>c. 最近1年間の財務諸表等の監査意見が原則として「無限定適正」</p> <p>d. 申請会社に係る株券等が国内の他の金融商品取引所に上場されている場合にはあつては、次の(a)及び(b)に該当するものでないこと</p> <p>(a) 最近1年間の内部統制報告書に「評価結果を表明できない」旨の記載</p> <p>(b) 最近1年間の内部統制報告書に「意見の表明をしない」旨の記載</p>    |
| ⑧ 株式事務代行機関の設置   | 東京証券取引所(以下「東証」という)の承認する株式事務代行機関に痛くしているか、又は当該株式事務代行機関から株式事務を受託する旨の内諾を得ていること  |
| ⑨ 単元株式数及び株券の種類  | <p>単元株式数が、100株となる見込みのあること</p> <p>新規上場申請に係る株券等が、次のaからcのいずれかであること</p> <p>a. 議決権付株式を1種類のみ発行している会社における当該議決権付株式</p> <p>b. 複数の種類の議決権付株式を発行している会社において、経済的利益を受ける権利の価額等が他のいずれかの種類の議決権付株式よりも高い種類の議決権付株式無議決権株式</p> |
| ⑩ 株式の譲渡制限       | 新規上場申請に係る株式の譲渡につき制限を行っていないこと又は上場の時までには制限を行わないこととなる見込みのあること  |
| ⑪ 指定振替機関における取扱い | 指定振替機関の振替業における取扱いの対象であること又は取扱いの対象となる見込みのあること  |
| ⑫ 合併等の実施の見込み    | <p>次のa及びbに該当するものでないこと</p> <p>a. 合併、会社分割、子会社化若しくは非子会社化若しくは事業の譲受け若しくは譲渡を行った場合又は2年以内に行う予定のある場合で、新規上場申請者が当該行為により実質的な存続会社でなくなる場合</p>   |

|  |   |
|--|---|
|  | b. 新規上場申請者が解散会社となる合併、他の会社の完全子会社となる株式交換又は株式移転を2年以内に行う予定のある場合 |
|--|---|

(2) 東証市場第一部の上場審査基準概要(直接上場の場合)

※ 2012年3月9日現在

| 項目   | 新規上場に係る市場一部銘柄への指定<br>(市場第一部に直接上場する要件)   |
|--|---|
| ① 株主数<br>(上場時見込み)  | 2,200人以上  |
| ② 流通株式<br>(上場時見込み)   | d. 流通株式数: 2万単位以上<br>e. 流通株式数(比率): 上場株券等の35%以上   |
| ③ 時価総額<br>(上場時見込み)   | 250億円以上   |
| ④ 事業継続年数   | 新規上場申請日の直前事業年度の末日から起算して、3カ<br>年以前から取締役会を設置して、継続的に事業活動をしてい<br>ること  |
| ⑤ 純資産の額<br>(上場時見込み)  | 連結純資産の額が10億円以上<br>(かつ、単体純資産の額が負でないこと)   |
| ⑥ 利益の額又は時価<br>総額<br>(利益の額について<br>は、連結経常利益金<br>額に少数株主損益を<br>加減) | 次のa又はbに適合すること<br>c. 最近2年間の利益の額の総額が5億円以上であること<br>d. 時価総額が500億円以上<br>(最近1年間における売上高が100億円未満である場合を除<br>く)   |
| ⑦ 虚偽記載又は不適<br>正意見等   | e. 最近2年間の有価証券報告書等に「虚偽記載」なし<br>f. 最近2年間(最近1年間を除く)の財務諸表等の監査意<br>見が「無限定適正」又は「除外事項を付した限定付適正」<br>g. 最近1年間の財務諸表等の監査意見が原則として「無限<br>定適正」<br>h. 申請会社に係る株券等が国内の他の金融商品取引所に |

|                 |   |
|-----------------|---|
|                 | <p>上場されている場合にはあつては、次の(a)及び(b)に該当するものでないこと</p> <p>(c) 最近1年間の内部統制報告書に「評価結果を表明できない」旨の記載</p> <p>(d) 最近1年間の内部統制報告書に「意見の表明をしない」旨の記載</p>   |
| ⑧ 株式事務代行機関の設置   | 東京証券取引所(以下「東証」という)の承認する株式事務代行機関に痛くしているか、又は当該株式事務代行機関から株式事務を受託する旨の内諾を得ていること  |
| ⑨ 単元株式数及び株券の種類  | <p>単元株式数が、100株となる見込みのあること</p> <p>新規上場申請に係る株券等が、次のaからcのいずれかであること</p> <p>c. 議決権付株式を1種類のみ発行している会社における当該議決権付株式</p> <p>d. 複数の種類の議決権付株式を発行している会社において、経済的利益を受ける権利の価額等が他のいずれかの種類の議決権付株式よりも高い種類の議決権付株式無議決権株式</p> |
| ⑩ 株式の譲渡制限       | 新規上場申請に係る株式の譲渡につき制限を行っていないこと又は上場の時までには制限を行わないこととなる見込みのあること  |
| ⑪ 指定振替機関における取扱い | 指定振替機関の振替業における取扱いの対象であること又は取扱いの対象となる見込みのあること  |
| ⑫ 合併等の実施の見込み    | <p>次のa及びbに該当するものでないこと</p> <p>c. 合併、会社分割、子会社化若しくは非子会社化若しくは事業の譲受け若しくは譲渡を行った場合又は2年以内に行う予定のある場合で、新規上場申請者が当該行為により実質的な存続会社でなくなる場合</p> <p>d. 新規上場申請者が解散会社となる合併、他の会社の完全子会社となる株式交換又は株式移転を2年以内に行う予定のある場合</p>      |

東証市場第二部及び第一部の上場審査基準については、次の通り。

### 上場審査の内容

| 項目                           | 内容                                    |
|------------------------------|---------------------------------------|
| 企業の継続性及び収益性                  | 継続的に事業を営み、かつ、安定的な収益基盤を有していること         |
| 企業経営の健全性                     | 事業を公正かつ忠実に遂行していること                    |
| 企業のコーポレート・ガバナンス及び内部管理体制の有効性  | コーポレート・ガバナンス及び内部管理体制が適切に整備され、機能していること |
| 企業内容等の開示の適正性                 | 企業内容等の開示を適正に行うことができる状況にあること           |
| その他公益又は投資者保護の観点から東証が必要と認める事項 | -                                     |

### (3) マザーズの上場審査基準概要

※ 2014年3月31日現在

| 項目                 | 有価証券上場規程<br>(マザーズ形式要件)   | (参考)有価証券上場規程<br>(本則市場形成要件)   |
|--------------------|--|--|
| ① 株主数<br>(上場時見込み)  | 200人以上<br>(上場時までに500単位以上の<br>公募を行うこと)  | 800人以上   |
| ② 流通株式<br>(上場時見込み) | a. 流通株式数：2,000単位<br>以上<br>b. 流通株式時価総額：5億<br>円以上<br>c. 流通株式(比率)：上場株<br>券等の25%以上 | a. 流通株式数：4,000単位以<br>上<br>b. 流通株式時価総額：10億<br>円以上<br>c. 流通株式数(比率)：上場<br>株券等の30%以上 |
| ③ 時価総額<br>(上場時見込み) | 10億円以上   | 20億円以上   |

|  |   |  |
|--|---|--|
| ④ 事業継続年数                                 | 新規上場申請日から起算して、1年前以前から取締役会を設置して継続的に事業活動をしていること   | 新規上場申請日の直前事業年度の末日から起算して、3カ年以前から取締役会を設置して、継続的に事業活動をしていること   |
| ⑤ 純資産の額<br>(上場時見込み)                      | -   | 連結純資産の額が10億円以上(かつ、単体純資産の額が負でないこと)  |
| ⑥ 利益の額又は<br>時価総額<br>(利益の額については、連結経常利益金額) | -   | 次のa又はbに適合すること<br>a. 最近2年間の利益の額の総額が5億円以上であること<br>b. 時価総額が500億円以上(最近1年間における売上高が100億円未満である場合を除く)  |
| ⑦ 虚偽記載又は不適正意見等                           | a. 「上場申請のための有価証券報告書」に添付される監査報告書(最近1年間を除く)において、「無限定適正」又は「除外事項を付した限定付適正」<br>b. 「上場申請のための有価証券報告書」に添付される監査報告書等(最近1年間)において、「無限定適正」<br>c. 上記監査報告書又は四半期レビュー報告書に係る財務諸表等が記載又は参照される有価証券報告書等に「虚偽記載」なし<br>d. 新規上場申請に係る株券等が国内の他の金融商品取引所に上場されている場 | a. 最近2年間の有価証券報告書等に「虚偽記載」なし<br>b. 最近2年間(最近1年間を除く)の財務諸表等の監査意見が「無限定適正」又は「除外事項を付した限定付適正」<br>c. 最近1年間の財務諸表等の監査意見が原則として「無限定適正」<br>d. 新規上場申請に係る株券等が国内の他の金融商品取引所に上場されている場合にあつては、次の(a)及び(b)に該当するものでないこと<br>(a) 最近1年間の内部統制報告書に「評価結果を表明できない」旨の記 |

|                |  |   |
|----------------|--|---|
|                | <p>合にあつては、次の(a)及び(b)に該当するものでないこと</p> <p>(a) 最近 1 年間の内部統制報告書に「評価結果を表明できない」旨の記載</p> <p>(b) 最近 1 年間の内部統制報告書に「意見の表明をしない」旨の記載</p>   | <p>載</p> <p>(b) 最近 1 年間の内部統制監査報告書に「意見の表明をしない」旨の記載</p> |
| ⑧ 株式事務代行機関の設置  | <p>東京証券取引所(以外「東証」という)の承認する株式事務代行機関に委託しているか、又は当該株式事務代行機関から株式事務を受託する旨の内諾を得ていること</p>  | 同左  |
| ⑨ 単元株式数及び株券の種類 | <p>単元株式数が、100 株となる見込みのあること</p> <p>新規上場申請に係る株券等が、次の a から c のいずれかであること</p> <p>a. 議決権付株式を 1 種類のみ発行している会社における当該議決権付株式</p> <p>b. 複数の種類の議決権付株式を発行している会社において、経済的利益を受ける権利の花芽等が他のいずれかの種類の議決権付株式よりも高い種類の議決権付株式</p> | 同左  |

|                 |  |    |
|-----------------|--|----|
|                 | c. 無議決権株式  |    |
| ⑩ 株式の譲渡制限       | 新規上場申請に係る株式の譲渡につき制限を行っていないこと又は上場の時までには制限を行わないこととなる見込みのあること | 同左 |
| ⑪ 指定振替機関における取扱い | 指定振替機関の振替業における取扱いの対象であること又は取扱いの対象となる見込みのあること               | 同左 |

マザーズの上場審査基準については、次の通り。

#### 上場審査の内容

| 項目                           | 内容  |
|------------------------------|---|
| 企業内容、リスク情報等の開示の適切性           | 企業内容、リスク情報等の開示を適切に行うことができる状況にあること                                   |
| 企業経営の健全性                     | 事業を公正かつ忠実に遂行していること  |
| 企業のコーポレート・ガバナンス及び内部管理体制の有効性  | コーポレート・ガバナンス及び内部管理体制が適切に整備され、機能していること                               |
| 事業計画の合理性                     | 相応に合理的な事業計画を策定しており、当該事業計画を遂行するために必要な事業基盤を整備していること又は整備する合理的な見込みのあること |
| その他公益又は投資者保護の観点から東証が必要と認める事項 | -   |

(4) JASDAQ 内国株(スタンダード・グロース)の上場審査基準概要

※ 2014年3月31日現在

| 項目                                       | スタンダード   | グロース |
|--|--|------|
| ① 株券等の分布<br>状況<br>(上場時見込み)               | a. 公募又は売出し株式数が1,000単位又は上場株式数の10%<br>いずれか多い株式数以上  | 同左   |
| ② 流通株式時価<br>総額<br>(上場時見込み)               | 5億円以上  | 同左   |
| ③ 純資産の額<br>(上場時見込み)                      | 2億円以上  | 正    |
| ④ 利益の額又は<br>時価総額<br>(利益の額については、連結経常利益金額) | 次の a 又は b に適合すること<br>a. 最近1年間の利益の額が1億円以上であること<br>b. 時価総額が50円以上   | -    |
| ⑤ 虚偽記載又は不適正意見等                           | a. 「上場申請のための有価証券報告書」に添付される監査報告書(最近1年間を除く)において、「無限定適正」又は「除外事項を付した限定付適正」<br>b. 「上場申請のための有価証券報告書」に添付される監査報告書等(最近1年間)において、「無限定適正」<br>c. 上記監査報告書又は四半期レビュー報告書に係る財務諸表等が記載又は参照される有価証券報告書等に「虚偽記載」なし<br>d. 新規上場申請に係る株券 | 同左   |

|                  |   |    |
|------------------|---|----|
|                  | <p>等が国内の他の金融商品取引所に上場されている場合にあつては、次の(a)及び(b)に該当するものでないこと</p> <p>(a) 最近1年間の内部統制報告書に「評価結果を表明できない」旨の記載</p> <p>(b) 最近1年間の内部統制報告書に「意見の表明をしない」旨の記載</p>                         |    |
| ⑥ 上場会社監査事務所による監査 | 上場会社監査事務所の監査を受けていること  | 同左 |
| ⑦ 株式事務代行機関の設置    | 東京証券取引所(以下「東証」という)の承認する株式事務を受託する旨の内諾を得ていること   | 同左 |
| ⑧ 単元株式数及び株券の種類   | <p>単元株式数が、100株となる見込みのあること</p> <p>新規上場申請に係る株券等が、次のaからcのいずれかであること</p> <p>d. 議決権付株式を1種類のみ発行している会社における当該議決権付株式</p> <p>e. 複数の種類の議決権付株式を発行している会社において、経済的利益を受ける権利の花芽等が他のいず</p> | 同左 |

|                 |   |    |
|-----------------|---|----|
|                 | <p>れかの種類の議決権付株式よりも高い種類の議決権付株式</p> <p>f. 無議決権株式</p>                |    |
| ⑨ 株式の譲渡制限       | <p>新規上場申請に係る株式の譲渡につき制限を行っていないこと又は上場の時までには制限を行わないこととなる見込みのあること</p> | 同左 |
| ⑩ 指定振替機関における取扱い | <p>指定振替機関の振替業における取扱いの対象であること又は取扱いの対象となる見込みのあること</p>               | 同左 |

JASDAQ(スタンダード・グロース)の上場審査基準については、次の通り。

### 上場審査の内容

※ 2013年7月16日現在

| スタンダード   | グロース  |
|--|---|
| <p>(企業の存続性)</p> <p>事業活動の存続に支障をきたす状況にないこと</p>                               | <p>(企業の成長可能性)</p> <p>成長可能性を有していること</p>  |
| <p>(健全な企業統治及び有効な内部管理体制の確立)</p> <p>企業規模に応じた企業統治及び内部管理体制が確立し、有効に機能していること</p> | <p>(成長の段階に応じた健全な企業統治及び有効な内部管理体制の確立)</p> <p>成長の段階に応じた企業統治及び内部管理体制を確立していること</p> |
| <p>(企業行動の信頼性)</p> <p>市場を混乱させる企業行動を起こす見込みのないこと</p>                          | 同左  |
| <p>(企業内容等の開示の適正性)</p> <p>企業内容等の開示を適正に行うことができる状況にあること</p>                   | 同左  |

|                              |    |
|------------------------------|----|
| その他公益又は投資者保護の観点から東証が必要と認める事項 | 同左 |
|------------------------------|----|

## 第四章 IPO(新規公開)株式に影響を与えるリスク

日本のIPO(新規公開)株式には、個人の投資を促進する政策的な意向もあり、上場時に販売される新規公開株の6~8割(小型の銘柄割合が高い)が個人投資家に販売されている。したがって、投資家の心理変化による影響を含めて、IPO(新規公開)株式に影響を与えるリスクは、大きく四つと挙げられる。まず、IPO銘柄を投資しようとする際に、IPO銘柄の情報収集リスクである。

### 4.1 IPO銘柄の情報収集

どのような銘柄に株式投資を行うか、行わないのかを判断する際に、まず、身の回りで情報収集が可能なもの(例えば、新聞、記事、雑誌、インターネットなど)を用いて、自分の興味がある銘柄に関連する情報やその投資対象として銘柄に影響を与えやすそう情報について、様々な情報を収集する。投資家にとって、この情報収集の行動に関しては、「外部に対する情報収集」と「銘柄に関する情報収集」であると考えられる。

この情報収集に関して、今回の論文作成にあたって、投資家にとっての「情報」に対する行動には、三つの視点があると考えられる。それは、「(I)外部に対する情報収集」、「(II)内部に対する情報収集」、「(III)銘柄に関する情報収集」の3つの情報収集である。具体的には、以下のようである。

#### (1) 外部に対する情報収集

自分以外の投資家の動向分析による情報収集、(例えば、外資系金融や機関投資家等の売買動向などの情報収集)や景況感指数などの発表される情報に関する情報収集などがあげられる。外部に対する情報収集を行うことで、今後の株価動向を自分なりに予測して判断につなげようとする。〈外部情報で判断につなげる〉

#### (2) 内部に対する情報収集

投資に関わる自分自身の現状についての情報(具体的には、自分の資金状況、持ち株比率、投資ポートフォリオの現状などの情報)を見て、投資を行うか、行わないのかの判断につなげようとする。〈内部情報で判断につなげる〉

#### (3) 銘柄に関する情報収集

投資する際に、投資対象(銘柄)に関連する情報(例えば、企業の事業モデル、業績パーフ

オマンス、第三者機関の評価などの投資対象に関する企業情報)の情報収集があげられる。投資対象に関連する情報収集を行うことで、今後の株価動向を自分なりに予測して判断につなげようとする。〈銘柄に関する情報で判断につなげる〉

## 4.2 投資家心理の変化による投資への影響

次に、投資家心理の変化による投資への影響リスクである。投資家心理の変化による投資への影響とは、外部および内部から影響によって投資家の心理的に・感情的に影響を受け、その後の投資判断に影響を与えるとしてとらえている。ここで説明している「内部からの影響」の記述に関しては、「投資家自身の持つ心理的感情による投資への影響」(具体的には、感情が高ぶりより普通の時よりも安易に投資行為に走り、逆に、感情的に落ち込んでおり普通の時よりも慎重になり投資行為に走らないなどの投資家自身の内面的な心理面からの投資への影響)を表している。

また、「外部からの影響」に関しては、他の投資家や市場の急な変化(例えば、市場が急騰するもしくは急落するなど)の局面での影響を受け、パニックを起こすと心理的に影響を受けすることを説明している。外部からの影響を受けやすい状況は、以下のような時になりやすいと考えられる。

- ① 将来的な願望、失望が非常に強い時(例えば、バブルが生じるのは、この現象に近い)
- ② 過去の投資結果による、投資家自身の学習効果(経験効果)が大きい時
- ③ テロや事件などでマーケット全体が不安定で、また、将来的な不確実性が高く、投資家自身の感情が安定しない時

## 4.3 アナリストの利益予測と株式推奨における楽観主義

引受証券会社のアナリスト(セル・サイドのアナリスト)による推奨には偏りがあるかもしれない。引受証券会社と投資家との間の利益相反関係が生じているからである。そこで、投資家は引受証券会社のアナリストによる楽観的な推奨が出ていることを予測すべきである。しかし、投資家はこのバイアスを完全には考慮していない。投資家は、引受証券会社のアナリストが自分より優れた情報にアクセスしているかもしれないことも考慮しているからである。アナリストの予測における楽観主義の原因について、行動ファイナンス理論では、認知的バイアスをいくつか考えられる。

- 引受企業に働くアナリストは、後悔するという決定に企業を導いた、初期のプラスの情報に注意を取られている。
- 事故帰属バイアスにより、公開に導いた自己や同僚の能力に関して過信しており、失敗を不運と他人の誤りとの組み合わせと考える。
- 公開企業に関する情報に過大なウエイトを置き、一般的情勢に関する基本情報に過小なウエイトを置く。

#### 4.4 経営者によるアナリストの利益予測を悲観的にさせるための試み

会社は、実際の報告利益が事前予測を上回ることが判明すると株価が急上昇するので、これを企図して、経営者はアナリストの利益予測を悲観的なものにしようとする。利益操作における閾値としては、①「赤字」あるいは利益ゼロ、②前期の利益、③アナリストの利益予測のコンセンサスの三つが想定でき、これらと「ビッグ・パス(big bath)効果」<sup>1</sup>と組み合わせて、経営者は利益操作をする。実際の利益が、アナリストの利益予測を達成できそうでない場合、利益抑制政策を行って、まず前期利益水準まで引き下げる。それが無理であれば、利益をゼロに近づけるように抑制操作を行うというようにするのである。行動ファイナンス理論では、この利益操作を「フレーム依存性」<sup>2</sup>によって説明し、これらのベンチマークを利用して操作される。その原因は、経営者の思考仮定がベンチマークに基づくからか、投資家がベンチマークに基づいて思考することを経営者が知っているからか、あるいは、それら両方なのかはかもしれないと考えられる。

1 ビック・パス効果とは、事業再構築のために特別損失を多額かつ一時に計上し、その後の損失及び費用負担を軽減させることで、V字回復を演出する会計・財務的手法・施策による効果である。

2 フレーム依存性は認知的側面及び感情的側面から構成される。認知面は、人々が自己の情報をどのように組織化するかに関係し、感情面はそうした情報を記録する際に、人々がどう感じるかに関係する。例えば、前者の例として、株価が上昇中の現金配当はキャピタル・ゲインとは別々に評価される。一方、株価が下落中の現金配当はキャピタル・ロスと一緒に評価され、キャピタル・ロスに対する緩衝材として「一筋の光」となるので、現金配当は投資家にとって好ましい。

また、フレーム依存性に由来する効果：損失回避の為に投資家は株式投資を避け、その結果株式は、無リスクの国債に比べて非常に大きいリターン（リスクプレミアム）をもたらした。この現象について、行動ファイナンス理論では、「近視眼的損失回避（myopic loss aversion）、すなわち、「投資家の収益評価時間軸が短すぎるので、歴史的に株式保有が嫌われてきた」と説明する。したがって、投資家は、自分のポートフォリオのパフォーマンスを確認する頻度を年一回だけというように減らすことで、株式に対する安心感を大きくできるという。これは、株式を所有する個人投資家に対して、納得しうる処方であるように思われる。

## 第五章 データ研究及び分析

### 5.1 サンプルについて

2009年1月から2014年12月までの期間に、東京証券取引所に上場した企業のうち、新興市場(東証マザーズ、JASUDAQ等)と非新興市場(東京市場第一部、東京市場第二部)に上場した企業を対象に分析を行った。また、サンプル数に対しては、2009年度19社、2010年度22社、2011年度41社、2012年度53社、2013年度59社、2014年度77社、全市場におけるIPOの合計数は271社である。更に、その中、情報を収集できた237サンプルで各市場および各企業の分析をしている。

### 5.2 株価の騰落率の定義

「株価の騰落率」とは、初値価格が公募価格よりどのくらい値上がり、あるいは、値下がりしたかをパーセンテージで表したものである。

本研究では、「株価の騰落率」を以下の計算式で定義することで分析を展開している。

$$\text{「株価の騰落率(\%)」} = ((\text{初値} - \text{公募価格}) / \text{公募価格}) \times 100$$

株価騰落率が10%以上になると、「上昇」と定義され、-10%以上は「下降」と定義され、それ以外の株価パフォーマンスは「無変動」と定義されている。また、本研究はIPO企業の公募価格、初値、3ヶ月株価と6ヶ月株価の相関性について、サンプルを分析している。したがって、以下のように3つの計算式で分析を展開している。

- 「初値騰落率(\%)」 =  $((\text{初値} - \text{公募価格}) / \text{公募価格}) \times 100$
- 「IPO後企業の3ヶ月騰落率(\%)」 =  $((\text{3ヶ月株価} - \text{初値}) / \text{初値}) \times 100$
- 「IPO後企業の6ヶ月騰落率(\%)」 =  $((\text{6ヶ月株価} - \text{3ヶ月株価}) / \text{3ヶ月株価}) \times 100$

### 5.3 研究及び分析方法

今回の研究及び分析にあたり、特に、東京証券取引所の上場市場、各業種、銘柄注目度及び外部環境について、上場企業の初値騰落率、IPO後企業の3ヶ月騰落率、IPO後企業の6ヶ月騰落率をベースにして、それらに影響する要因について分析を展開する。更に、各騰落率における、それら以外の影響要素を含め、データ研究および分析をしたのが、今回

の論文である。データ研究にあたっては、下記のように研究対象を設定し回帰分析を用いることで分析を行う。

## 5.4 データ研究及び分析

### 5.4.1 データ研究 ①

(データ研究①)「IPO の各騰落率が、  
何れか市場の違いに影響を与えられるか。」  
過去 6 年間において、東証市場第一部、東証市場第二部、マザーズ及び  
JASDAQ：  
説明変数  
過去 6 年間において、企業の IPO 騰落率の変化：非説明変数

データを研究するにあたり、研究①をもとにして以下の研究対象を設定し分析した。

(1) 過去 6 年間において、東証市場第一部、東証市場第二部、マザーズ及び  
JASDAQ：説明変数  
過去 6 年間において、IPO 企業の初値騰落率の変化：非説明変数

(2) 過去 6 年間において、東証市場第一部、東証市場第二部、マザーズ及び  
JASDAQ：説明変数  
過去 6 年間において、IPO 後企業の 3 ヶ月騰落率の変化：非説明変数

(3) 過去 6 年間において、東証市場第一部、東証市場第二部、マザーズ及び  
JASDAQ：説明変数  
過去 6 年間において、IPO 後企業の 6 ヶ月騰落率の変化：非説明変数

※ 3 つの計算式は以下である。

- ・ 「初値騰落率(%)」=  $((\text{初値}-\text{公募価格})/\text{公募価格}) \times 100$
- ・ 「IPO 後企業の 3 ヶ月騰落率(%)」=  $((\text{3 ヶ月株価}-\text{初値})/\text{初値}) \times 100$
- ・ 「IPO 後企業の 6 ヶ月騰落率(%)」=  $((\text{6 ヶ月株価}-\text{3 ヶ月株価})/\text{3 ヶ月株価}) \times 100$

## 研究対象(1)の分析結果

| 回帰統計   |          |
|--------|----------|
| 重相関 R  | 0.508603 |
| 重決定 R2 | 0.258677 |
| 補正 R2  | 0.246217 |
| 標準誤差   | 0.833121 |
| 観測数    | 237      |

| 分散分析表 |     |          |          |             |          |
|-------|-----|----------|----------|-------------|----------|
|       | 自由度 | 変動       | 分散       | 観測された分散比    | 有意F      |
| 回帰    | 4   | 55.74859 | 13.93715 | 19.64343999 | 6.13E-14 |
| 残差    | 232 | 164.6055 | 0.709506 |             |          |
| 合計    | 236 | 220.3541 |          |             |          |

|        | 係数       | 標準誤差     | t値       | P-値         | 下限       | 95%上限    | 95%下限     | 95.0%上限    | 95.0% |
|--------|----------|----------|----------|-------------|----------|----------|-----------|------------|-------|
| 切片     | 0.366814 | 0.233618 | 1.570142 | 0.117744927 | -0.09347 | 0.827098 | -0.093471 | 0.82709774 |       |
| 東証第一部  | -0.29753 | 0.288024 | -1.03301 | 0.302674111 | -0.86501 | 0.269945 | -0.865008 | 0.26994459 |       |
| 東証第二部  | -0.25881 | 0.273586 | -0.94600 | 0.345131484 | -0.79784 | 0.280217 | -0.797842 | 0.28021703 |       |
| マザーズ   | 0.848753 | 0.246469 | 3.443649 | 0.000680856 | 0.363149 | 1.334357 | 0.3631494 | 1.33435707 |       |
| JASDAQ | 0.138265 | 0.262787 | 0.526148 | 0.599288022 | -0.37949 | 0.656019 | -0.379489 | 0.65601943 |       |

注:

| t値      | P-値                  |
|---------|----------------------|
| >1.282  | <0.1 20%水準で有意(*)     |
| >1.6449 | <0.05 10%水準で有意(**)   |
| >1.96   | <0.025 5%水準で有意(***)  |
| >2.5758 | <0.005 1%水準で有意(****) |

(データ研究①)「IPOの各騰落率が、何れか市場の違いに影響を与えられるか。」

過去6年間において、東証市場第一部、東証市場第二部、マザーズ及びJASDAQ:

説明変数

過去6年間において、IPO企業の初値騰落率の変化:非説明変数

<非説明変数(IPO企業の初値騰落率の変化)に対して説明変数「マザーズ」は、正相関であるということが分かった。>

<非説明変数(IPO企業の初値騰落率の変化)に対して説明変数「マザーズ」は1%水準で有意であることにより、相関性があったということが説明できる。>

## 研究対象(2)の分析結果

| 回帰統計   |          |
|--------|----------|
| 重相関 R  | 0.256807 |
| 重決定 R2 | 0.06595  |
| 補正 R2  | 0.049846 |
| 標準誤差   | 0.427238 |
| 観測数    | 237      |

| 分散分析表 |     |          |          |            |          |
|-------|-----|----------|----------|------------|----------|
|       | 自由度 | 変動       | 分散       | 観測された分散比   | 有意F      |
| 回帰    | 4   | 2.990001 | 0.7475   | 4.09516656 | 0.003162 |
| 残差    | 232 | 42.3475  | 0.182532 |            |          |
| 合計    | 236 | 45.3375  |          |            |          |

|        | 係数       | 標準誤差     | t値       | P-値         | 下限       | 95%上限    | 95%下限     | 95.0%上限   | 95.0% |
|--------|----------|----------|----------|-------------|----------|----------|-----------|-----------|-------|
| 切片     | -0.26017 | 0.118495 | -2.19563 | 0.02910967  | -0.49363 | -0.02671 | -0.493632 | -0.026707 |       |
| 東証第一部  | 0.173421 | 0.14609  | 1.187083 | 0.236408989 | -0.11441 | 0.461253 | -0.114412 | 0.4612531 |       |
| 東証第二部  | -0.05317 | 0.138767 | -0.38315 | 0.701957972 | -0.32657 | 0.220235 | -0.326572 | 0.220235  |       |
| マザーズ   | -0.18824 | 0.125013 | -1.50580 | 0.133477985 | -0.43455 | 0.058061 | -0.43455  | 0.0580608 |       |
| JASDAQ | -0.12438 | 0.13329  | -0.93316 | 0.351707278 | -0.38699 | 0.138232 | -0.386993 | 0.1382321 |       |

注:

| t値      | P-値                  |
|---------|----------------------|
| >1.282  | <0.1 20%水準で有意(*)     |
| >1.6449 | <0.05 10%水準で有意(**)   |
| >1.96   | <0.025 5%水準で有意(***)  |
| >2.5758 | <0.005 1%水準で有意(****) |

(データ研究①)「IPOの各騰落率が、何れか市場の違いに影響を与えられるか。」

過去6年間において、東証市場第一部、東証市場第二部、マザーズ及びJASDAQ:  
説明変数

過去6年間において、IPO後企業の3ヶ月騰落率の変化:非説明変数

<非説明変数(IPO後企業の3ヶ月騰落率の変化)に対して説明変数「マザーズ」は逆相関であるということが分かった。>

<非説明変数(IPO後企業の3ヶ月騰落率の変化)に対して説明変数「マザーズ」は20%水準で有意であることにより、相関性があったということが説明できる。>

### 研究対象(3)の分析結果

| 回帰統計   |          |
|--------|----------|
| 重相関 R  | 0.08017  |
| 重決定 R2 | 0.006427 |
| 補正 R2  | -0.0107  |
| 標準誤差   | 0.647714 |
| 観測数    | 237      |

| 分散分析表 |     |          |          |             |          |
|-------|-----|----------|----------|-------------|----------|
|       | 自由度 | 変動       | 分散       | 観測された分散比    | 有意F      |
| 回帰    | 4   | 0.629615 | 0.157404 | 0.375188017 | 0.826225 |
| 残差    | 232 | 97.33172 | 0.419533 |             |          |
| 合計    | 236 | 97.96134 |          |             |          |

|        | 係数       | 標準誤差     | t値       | P-値         | 下限       | 95%上限    | 95%下限     | 95.0%上限   | 95.0% |
|--------|----------|----------|----------|-------------|----------|----------|-----------|-----------|-------|
| 切片     | -0.00243 | 0.179644 | -0.01353 | 0.989219946 | -0.35637 | 0.351511 | -0.356371 | 0.3515114 |       |
| 東証第一部  | 0.052942 | 0.221479 | 0.239039 | 0.81128628  | -0.38343 | 0.48931  | -0.383426 | 0.4893102 |       |
| 東証第二部  | 0.081171 | 0.210377 | 0.385838 | 0.699970518 | -0.33332 | 0.495665 | -0.333322 | 0.4956648 |       |
| マザーズ   | 0.150309 | 0.189525 | 0.793083 | 0.428539714 | -0.2231  | 0.523721 | -0.223102 | 0.5237205 |       |
| JASDAQ | 0.046399 | 0.202073 | 0.229616 | 0.818592773 | -0.35173 | 0.444533 | -0.351734 | 0.4445329 |       |

注:

| t値      | P-値                  |
|---------|----------------------|
| >1.282  | <0.1 20%水準で有意(*)     |
| >1.6449 | <0.05 10%水準で有意(**)   |
| >1.96   | <0.025 5%水準で有意(***)  |
| >2.5758 | <0.005 1%水準で有意(****) |

(データ研究①)「IPOの各騰落率が、何れか市場の違いに影響を与えられるか。」

過去6年間において、東証市場第一部、東証市場第二部、マザーズ及びJASDAQ:

説明変数

過去6年間において、IPO後企業の6ヶ月騰落率の変化:非説明変数

<非説明変数(IPO後企業の6ヶ月騰落率の変化)に対して説明変数は相関性ではないということが分かった。>

### <データ研究①における各々の分析結果>

回帰分析をした結果、(1)に関しては、非説明変数(IPO 企業の初値騰落率の変化)に対して、説明変数「マザーズ」は正相関の関係であるということが分かった。(2)に関しては、非説明変数(IPO 後企業の3ヶ月騰落率の変化)に対して、説明変数「マザーズ」は逆相関の関係であるということが分かった。一方、(3)に関しては、非説明変数(IPO 後企業の6ヶ月騰落率の変化)に対して、説明変数は相関性がなしということも分かった。また、(1)・(2)に関してそれぞれ1%・20%水準で有意であったため、『IPOの各株価騰落率の変化』と『市場の違い』に相関性があることが説明された。

したがって、上場市場(東証市場第一部、東証市場第二部、マザーズ及びJASDAQ)の違いが、当該市場に上場した企業のIPO騰落率に影響を与えているということが分かった。

- (I) 非説明変数(IPO 企業の初値騰落率の変化)に対して説明変数「マザーズ」が正相関:  
1%水準で有意性あり ⇒ 相関性あり
- (II) 非説明変数(IPO 後企業の3ヶ月騰落率の変化)に対して説明変数「マザーズ」が逆相関:  
20%水準で有意性あり ⇒ 相関性あり
- (III) 非説明変数(IPO 後企業の6ヶ月騰落率の変化)に対して説明変数:相関性なし

以上により、説明変数「マザーズ」は、非説明変数(「IPO 企業の初値騰落率の変化」、「IPO 後企業の3ヶ月騰落率の変化」及び「IPO 後企業の6ヶ月騰落率の変化」)に対して、時期によって相関性が大きく変化すると考えられる。

## 5.4.2 データ研究 ②

(データ研究②)「IPO の各騰落率が、  
何れか業種の違いに影響を与えられるか。」

過去 6 年間に於いて、業種(サービス、情報・通信、医療品、不動産、小・卸売、電気機器、輸送用機器、精密機器、水産・農林、金属製品、機械、食料品、銀行・証券・保険、倉庫・運送関連、電気・ガス、パルプ・紙、REIT、建設、陸運、鉄鋼、証券商品先物、その他金融、空運及び化学):説明変数

過去 6 年間に於いて、企業の IPO 騰落率の変化:非説明変数

データを研究するにあたり、研究②をもとにして以下の研究対象を設定し分析した。

(1) 過去 6 年間に於いて、サービス、情報・通信、医療品、不動産、小・卸売、電気機器、輸送用機器、精密機器、水産・農林、金属製品、機械、食料品、銀行・証券・保険、倉庫・運送関連、電気・ガス、パルプ・紙、REIT、建設、陸運、鉄鋼、証券商品先物、その他金融、空運及び化学:説明変数

過去 6 年間に於いて、IPO 企業の初値騰落率の変化:非説明変数

(2) 過去 6 年間に於いて、サービス、情報・通信、医療品、不動産、小・卸売、電気機器、輸送用機器、精密機器、水産・農林、金属製品、機械、食料品、銀行・証券・保険、倉庫・運送関連、電気・ガス、パルプ・紙、REIT、建設、陸運、鉄鋼、証券商品先物、その他金融、空運及び化学:説明変数

過去 6 年間に於いて、IPO 後企業の 3 ヶ月騰落率の変化:非説明変数

(3) 過去 6 年間に於いて、サービス、情報・通信、医療品、不動産、小・卸売、電気機器、輸送用機器、精密機器、水産・農林、金属製品、機械、食料品、銀行・証券・保険、倉庫・運送関連、電気・ガス、パルプ・紙、REIT、建設、陸運、鉄鋼、証券商品先物、その他金融、空運及び化学:説明変数

過去 6 年間に於いて、IPO 後企業の 6 ヶ月騰落率の変化:非説明変数

※ 3 つの計算式は以下である。

- 「初値騰落率(%)」=  $((\text{初値}-\text{公募価格})/\text{公募価格}) \times 100$
- 「IPO 後企業の 3 ヶ月騰落率(%)」=  $((3 \text{ ヶ月株価}-\text{初値})/\text{初値}) \times 100$
- 「IPO 後企業の 6 ヶ月騰落率(%)」=  $((6 \text{ ヶ月株価}-3 \text{ ヶ月株価})/3 \text{ ヶ月株価}) \times 100$

## 研究対象(1)の分析結果

| 回帰統計   |          |
|--------|----------|
| 重相関 R  | 0.317233 |
| 重決定 R2 | 0.100637 |
| 補正 R2  | 0.052456 |
| 標準誤差   | 0.940598 |
| 観測数    | 237      |

| 分散分析表 |     |          |          |             |          |
|-------|-----|----------|----------|-------------|----------|
|       | 自由度 | 変動       | 分散       | 観測された分散比    | 有意F      |
| 回帰    | 12  | 22.17568 | 1.847974 | 2.088755066 | 0.018615 |
| 残差    | 224 | 198.1784 | 0.884725 |             |          |
| 合計    | 236 | 220.3541 |          |             |          |

|       | 係数       | 標準誤差     | t値       | P-値         | 下限       | 95%上限    | 95%下限     | 95.0%上限   | 95.0% |
|-------|----------|----------|----------|-------------|----------|----------|-----------|-----------|-------|
| 切片    | 0.664312 | 0.114064 | 5.824013 | 1.97965E-08 | 0.439536 | 0.889088 | 0.4395356 | 0.8890882 |       |
| サービス  | 0.295871 | 0.176256 | 1.678643 | 0.094616165 | -0.05146 | 0.643204 | -0.051461 | 0.6432038 |       |
| 情報・通信 | 0.55852  | 0.192151 | 2.906666 | 0.004019827 | 0.179864 | 0.937175 | 0.1798642 | 0.9371754 |       |
| 医療品   | -0.34128 | 0.276053 | -1.23628 | 0.217649304 | -0.88527 | 0.202714 | -0.885272 | 0.2027144 |       |
| 不動産   | -0.0818  | 0.30568  | -0.26762 | 0.789241371 | -0.68418 | 0.520571 | -0.684181 | 0.5205714 |       |
| 小・卸売  | -0.08122 | 0.195675 | -0.41510 | 0.678465106 | -0.46682 | 0.304374 | -0.466823 | 0.3043736 |       |
| 電気機器  | -0.7131  | 0.373363 | -1.90994 | 0.057418235 | -1.44885 | 0.022652 | -1.448854 | 0.0226521 |       |
| 輸送用機器 | -0.671   | 0.674813 | -0.99434 | 0.321129162 | -2.00079 | 0.658799 | -2.00079  | 0.6587992 |       |
| 精密機器  | -0.37384 | 0.554904 | -0.67369 | 0.501200536 | -1.46734 | 0.719665 | -1.467337 | 0.7196651 |       |
| 水産・農林 | -0.61026 | 0.947489 | -0.64408 | 0.520183137 | -2.47739 | 1.256875 | -2.47739  | 1.2568746 |       |
| 金属製品  | -0.61886 | 0.947489 | -0.65316 | 0.514326108 | -2.48599 | 1.248275 | -2.48599  | 1.248275  |       |
| 機械    | -0.11447 | 0.554904 | -0.20628 | 0.83675699  | -1.20797 | 0.979033 | -1.207968 | 0.9790333 |       |
| 食料品   | -0.03947 | 0.400581 | -0.09853 | 0.921598866 | -0.82886 | 0.749919 | -0.828858 | 0.749919  |       |

| 回帰統計   |          |
|--------|----------|
| 重相関 R  | 0.239728 |
| 重決定 R2 | 0.05747  |
| 補正 R2  | 0.006977 |
| 標準誤差   | 0.962907 |
| 観測数    | 237      |

| 分散分析表 |     |          |           |             |          |
|-------|-----|----------|-----------|-------------|----------|
|       | 自由度 | 変動       | 分散        | 観測された分散比    | 有意F      |
| 回帰    | 12  | 12.66368 | 1.0553068 | 1.138178443 | 0.330301 |
| 残差    | 224 | 207.6904 | 0.9271892 |             |          |
| 合計    | 236 | 220.3541 |           |             |          |

|          | 係数       | 標準誤差     | t値        | P-値         | 下限       | 95%上限    | 95%下限     | 95.0%上限   | 95.0% |
|----------|----------|----------|-----------|-------------|----------|----------|-----------|-----------|-------|
| 切片       | 0.830595 | 0.068604 | 12.107045 | 2.74013E-26 | 0.695403 | 0.965787 | 0.6954025 | 0.9657872 |       |
| 銀行・証券・保険 | -0.61508 | 0.399046 | -1.541381 | 0.124635612 | -1.40145 | 0.171283 | -1.401448 | 0.1712828 |       |
| 倉庫・運送関連  | -0.91099 | 0.965347 | -0.943688 | 0.346345742 | -2.81331 | 0.991337 | -2.813311 | 0.9913373 |       |
| 電気・ガス    | -0.80461 | 0.684325 | -1.175774 | 0.240933331 | -2.15315 | 0.543927 | -2.153151 | 0.5439271 |       |
| パルプ・紙    | -0.82789 | 0.965347 | -0.857611 | 0.39202422  | -2.73022 | 1.074432 | -2.730217 | 1.0744322 |       |
| REIT     | -0.78284 | 0.312131 | -2.508067 | 0.01284817  | -1.39793 | -0.16776 | -1.397932 | -0.167757 |       |
| 建設       | -0.24076 | 0.560151 | -0.429816 | 0.667742953 | -1.3446  | 0.863079 | -1.344602 | 0.8630787 |       |
| 陸運       | -0.73452 | 0.560151 | -1.311282 | 0.191105088 | -1.83836 | 0.369324 | -1.838357 | 0.3693241 |       |
| 鉄鋼       | -0.34488 | 0.965347 | -0.357261 | 0.721233123 | -2.2472  | 1.557444 | -2.247205 | 1.5574438 |       |
| 証券商品先物   | -0.06219 | 0.684325 | -0.090871 | 0.927676369 | -1.41072 | 1.286354 | -1.410724 | 1.2863537 |       |
| その他金融    | -0.79386 | 0.965347 | -0.822357 | 0.411748325 | -2.69618 | 1.108464 | -2.696185 | 1.1084642 |       |
| 空運       | -0.46318 | 0.684325 | -0.676837 | 0.499207954 | -1.81172 | 0.885363 | -1.811715 | 0.8853625 |       |
| 化学       | -0.25612 | 0.347283 | -0.737495 | 0.461592939 | -0.94048 | 0.42824  | -0.940478 | 0.4282396 |       |

注:

| t値      | P-値                  |
|---------|----------------------|
| >1.282  | <0.1 20%水準で有意(*)     |
| >1.6449 | <0.05 10%水準で有意(**)   |
| >1.96   | <0.025 5%水準で有意(***)  |
| >2.5758 | <0.005 1%水準で有意(****) |

(データ研究②)「IPO の各騰落率が、何れか業種の違いに影響を与えられるか。」

過去 6 年間において、業種(サービス、情報・通信、医療品、不動産、小・卸売、電気機器、輸送用機器、精密機器、水産・農林、金属製品、機械、食料品、銀行・証券・保険、倉庫・運送関連、電気・ガス、パルプ・紙、REIT、建設、陸運、鉄鋼、証券商品先物、その他金融、空運及び化学):説明変数

過去 6 年間において、IPO 企業の初値騰落率の変化:非説明変数

＜非説明変数(IPO 企業の初値騰落率の変化)に対して説明変数「サービス」及び「情報・通信」は、正相関である。一方、説明変数「電気機器」、「REIT」及び「陸運」は逆相関であるということが分かった。＞

＜非説明変数(IPO 企業の初値騰落率の変化)に対して説明変数「情報・通信」は 1%水準で有意である。説明変数「サービス」、「電気機器」及び「REIT」は 10%水準で有意である。説明変数「陸運」は 20%水準で有意であるということにより、相関性があったということが説明できる。＞

研究対象(2)の分析結果

| 回帰統計   |          |
|--------|----------|
| 重相関 R  | 0.35116  |
| 重決定 R2 | 0.123314 |
| 補正 R2  | 0.076348 |
| 標準誤差   | 0.421237 |
| 観測数    | 237      |

| 分散分析表 |     |          |          |             |          |
|-------|-----|----------|----------|-------------|----------|
|       | 自由度 | 変動       | 分散       | 観測された分散比    | 有意F      |
| 回帰    | 12  | 5.590728 | 0.465894 | 2.625628477 | 0.002672 |
| 残差    | 224 | 39.74677 | 0.177441 |             |          |
| 合計    | 236 | 45.3375  |          |             |          |

|       | 係数       | 標準誤差     | t値       | P-値         | 下限       | 95%上限    | 95%下限     | 95.0%上限   | 95.0% |
|-------|----------|----------|----------|-------------|----------|----------|-----------|-----------|-------|
| 切片    | -0.3135  | 0.051083 | -6.13706 | 3.77583E-09 | -0.41416 | -0.21283 | -0.414161 | -0.212833 |       |
| サービス  | -0.07296 | 0.078935 | -0.92428 | 0.356333513 | -0.22851 | 0.082591 | -0.228507 | 0.0825915 |       |
| 情報・通信 | -0.29046 | 0.086053 | -3.37541 | 0.000868695 | -0.46004 | -0.12089 | -0.460041 | -0.120887 |       |
| 医療品   | 0.212032 | 0.123628 | 1.715090 | 0.087711635 | -0.03159 | 0.455654 | -0.031589 | 0.4556543 |       |
| 不動産   | -0.01534 | 0.136896 | -0.11206 | 0.910877968 | -0.28511 | 0.254428 | -0.285108 | 0.2544279 |       |
| 小・卸売  | 0.006055 | 0.087631 | 0.069094 | 0.944976392 | -0.16663 | 0.178741 | -0.166632 | 0.1787411 |       |
| 電気機器  | 0.180475 | 0.167207 | 1.079353 | 0.281591322 | -0.14902 | 0.509975 | -0.149024 | 0.5099748 |       |
| 輸送用機器 | -0.00684 | 0.302208 | -0.02264 | 0.981957326 | -0.60238 | 0.588693 | -0.602377 | 0.588693  |       |
| 精密機器  | -0.46793 | 0.248508 | -1.88294 | 0.061004757 | -0.95764 | 0.021788 | -0.957639 | 0.0217875 |       |
| 水産・農林 | 0.928881 | 0.424323 | 2.189088 | 0.029623413 | 0.092705 | 1.765058 | 0.092705  | 1.7650578 |       |
| 金属製品  | -0.41114 | 0.424323 | -0.96893 | 0.333627134 | -1.24731 | 0.425038 | -1.247314 | 0.4250384 |       |
| 機械    | -0.24762 | 0.248508 | -0.99643 | 0.320114021 | -0.73734 | 0.242091 | -0.737336 | 0.2420909 |       |
| 食料品   | -0.15665 | 0.179396 | -0.87319 | 0.383496512 | -0.51017 | 0.196874 | -0.510166 | 0.1968735 |       |

| 回帰統計   |          |
|--------|----------|
| 重相関 R  | 0.248213 |
| 重決定 R2 | 0.06161  |
| 補正 R2  | 0.011339 |
| 標準誤差   | 0.435809 |
| 観測数    | 237      |

| 分散分析表 |     |          |          |             |          |
|-------|-----|----------|----------|-------------|----------|
|       | 自由度 | 変動       | 分散       | 観測された分散比    | 有意F      |
| 回帰    | 12  | 2.793224 | 0.232769 | 1.225551026 | 0.266466 |
| 残差    | 224 | 42.54427 | 0.18993  |             |          |
| 合計    | 236 | 45.3375  |          |             |          |

|          | 係数       | 標準誤差     | t値       | P-値         | 下限       | 95%上限    | 95%下限     | 95.0%上限    | 95.0% |
|----------|----------|----------|----------|-------------|----------|----------|-----------|------------|-------|
| 切片       | -0.39321 | 0.03105  | -12.6638 | 4.45909E-28 | -0.4544  | -0.33202 | -0.454399 | -0.3320235 |       |
| 銀行・証券・保険 | 0.054269 | 0.180608 | 0.300481 | 0.764088764 | -0.30164 | 0.410176 | -0.301638 | 0.41017633 |       |
| 倉庫・運送関連  | -0.32285 | 0.436914 | -0.73894 | 0.460714861 | -1.18384 | 0.538133 | -1.183842 | 0.53813281 |       |
| 電気・ガス    | 0.497225 | 0.309724 | 1.605379 | 0.109819216 | -0.11312 | 1.10757  | -0.113121 | 1.10757028 |       |
| パルプ・紙    | 0.274613 | 0.436914 | 0.628528 | 0.530298225 | -0.58637 | 1.135601 | -0.586375 | 1.13560053 |       |
| REIT     | 0.227334 | 0.14127  | 1.60922  | 0.108976603 | -0.05105 | 0.505721 | -0.051054 | 0.50572118 |       |
| 建設       | -0.08208 | 0.253523 | -0.32376 | 0.74642553  | -0.58168 | 0.417516 | -0.581675 | 0.41751626 |       |
| 陸運       | 0.249475 | 0.253523 | 0.984033 | 0.326161115 | -0.25012 | 0.749071 | -0.250121 | 0.74907087 |       |
| 鉄鋼       | 0.076865 | 0.436914 | 0.175927 | 0.860509996 | -0.78412 | 0.937853 | -0.784123 | 0.93785276 |       |
| 証券商品先物   | 0.075583 | 0.309724 | 0.244033 | 0.807428377 | -0.53476 | 0.685929 | -0.534763 | 0.68592866 |       |
| その他金融    | 1.127955 | 0.436914 | 2.581641 | 0.010470542 | 0.266968 | 1.988943 | 0.2669677 | 1.98894301 |       |
| 空運       | -0.18219 | 0.309724 | -0.58823 | 0.556971817 | -0.79253 | 0.428157 | -0.792534 | 0.42815727 |       |
| 化学       | 0.15297  | 0.157179 | 0.973222 | 0.331492923 | -0.15677 | 0.46271  | -0.156769 | 0.46270957 |       |

注:

| t値      | P-値                  |
|---------|----------------------|
| >1.282  | <0.1 20%水準で有意(*)     |
| >1.6449 | <0.05 10%水準で有意(**)   |
| >1.96   | <0.025 5%水準で有意(***)  |
| >2.5758 | <0.005 1%水準で有意(****) |

(データ研究②)「IPO の各騰落率が、何れか業種の違いに影響を与えられるか。」

過去 6 年間において、業種(サービス、情報・通信、医療品、不動産、小・卸売、電気機器、輸送用機器、精密機器、水産・農林、金属製品、機械、食料品、銀行・証券・保険、倉庫・運送関連、電気・ガス、パルプ・紙、REIT、建設、陸運、鉄鋼、証券商品先物、その他金融、空運及び化学):説明変数

過去 6 年間において、IPO 後企業の 3 ヶ月騰落率の変化:非説明変数

＜非説明変数(IPO 後企業の 3 ヶ月騰落率の変化)に対して、説明変数「医療品」、「水産・農林」、「電気・ガス」、「REIT」及び「その他金融」は正相関である。一方、説明変数「情報・通信」及び「精密機器」は逆相関であるということが分かった。＞

＜非説明変数(IPO 後企業の 3 ヶ月騰落率の変化)に対して、説明変数「情報・通信」及び「その他金融」は 1%水準で有意である。説明変数「水産・農林」は 5%水準で有意である。説明変数「医療品」及び「精密機器」は 10%水準で有意である。また、説明変数「電気・ガス」及び「REIT」及びは 20%水準で有意であるということにより、相関性があったということが説明できる。＞

研究対象(3)の分析結果

| 回帰統計   |          |
|--------|----------|
| 重相関 R  | 0.169119 |
| 重決定 R2 | 0.028601 |
| 補正 R2  | -0.02344 |
| 標準誤差   | 0.651782 |
| 観測数    | 237      |

| 分散分析表 |     |          |          |             |          |
|-------|-----|----------|----------|-------------|----------|
|       | 自由度 | 変動       | 分散       | 観測された分散比    | 有意F      |
| 回帰    | 12  | 2.801813 | 0.233484 | 0.549608733 | 0.880211 |
| 残差    | 224 | 95.15953 | 0.424819 |             |          |
| 合計    | 236 | 97.96134 |          |             |          |

|       | 係数       | 標準誤差     | t値       | P-値         | 下限       | 95%上限    | 95%下限     | 95.0%上限     | 95.0% |
|-------|----------|----------|----------|-------------|----------|----------|-----------|-------------|-------|
| 切片    | 0.147189 | 0.07904  | 1.862209 | 0.063883038 | -0.00857 | 0.302947 | -0.008568 | 0.302946634 |       |
| サービス  | -0.13624 | 0.122136 | -1.11549 | 0.265836394 | -0.37692 | 0.104441 | -0.376923 | 0.104440958 |       |
| 情報・通信 | -0.00842 | 0.13315  | -0.06327 | 0.949604915 | -0.27081 | 0.253962 | -0.270812 | 0.253962111 |       |
| 医療品   | 0.000502 | 0.191289 | 0.002622 | 0.997910151 | -0.37646 | 0.377458 | -0.376455 | 0.377458295 |       |
| 不動産   | -0.16329 | 0.211819 | -0.77091 | 0.44157284  | -0.58071 | 0.254119 | -0.580706 | 0.254119498 |       |
| 小・卸売  | -0.07418 | 0.135591 | -0.54707 | 0.584877552 | -0.34138 | 0.19302  | -0.341376 | 0.193020419 |       |
| 電気機器  | -0.14703 | 0.25872  | -0.56828 | 0.570413507 | -0.65686 | 0.36281  | -0.656861 | 0.36281024  |       |
| 輸送用機器 | -0.25113 | 0.467608 | -0.53705 | 0.591765951 | -1.1726  | 0.670344 | -1.172602 | 0.670344083 |       |
| 精密機器  | 0.713926 | 0.384518 | 1.85668  | 0.064669588 | -0.04381 | 1.471661 | -0.043808 | 1.471660817 |       |
| 水産・農林 | -0.26068 | 0.656557 | -0.39704 | 0.691713659 | -1.5545  | 1.033136 | -1.554499 | 1.033136413 |       |
| 金属製品  | -0.16825 | 0.656557 | -0.25626 | 0.797981742 | -1.46207 | 1.125566 | -1.46207  | 1.12556554  |       |
| 機械    | -0.16507 | 0.384518 | -0.42929 | 0.66812756  | -0.9228  | 0.592666 | -0.922803 | 0.592666484 |       |
| 食料品   | -0.00821 | 0.27758  | -0.02959 | 0.976419906 | -0.55522 | 0.538788 | -0.555216 | 0.538788097 |       |

| 回帰統計   |          |
|--------|----------|
| 重相関 R  | 0.071509 |
| 重決定 R2 | 0.005114 |
| 補正 R2  | -0.04818 |
| 標準誤差   | 0.659614 |
| 観測数    | 237      |

| 分散分析表 |     |          |          |            |          |
|-------|-----|----------|----------|------------|----------|
|       | 自由度 | 変動       | 分散       | 観測された分散比   | 有意F      |
| 回帰    | 12  | 0.500931 | 0.041744 | 0.09594375 | 0.999966 |
| 残差    | 224 | 97.46041 | 0.435091 |            |          |
| 合計    | 236 | 97.96134 |          |            |          |

|          | 係数       | 標準誤差     | t値       | P-値         | 下限       | 95%上限    | 95%下限     | 95.0%上限   | 95.0% |
|----------|----------|----------|----------|-------------|----------|----------|-----------|-----------|-------|
| 切片       | 0.100651 | 0.046996 | 2.141712 | 0.033296061 | 0.008041 | 0.193261 | 0.008041  | 0.193261  |       |
| 銀行・証券・保険 | -0.04162 | 0.273356 | -0.15225 | 0.879123737 | -0.5803  | 0.49706  | -0.580299 | 0.4970597 |       |
| 倉庫・運送関連  | 0.382471 | 0.661286 | 0.578375 | 0.563592071 | -0.92067 | 1.68561  | -0.920667 | 1.6856096 |       |
| 電気・ガス    | -0.07065 | 0.468779 | -0.15072 | 0.880332158 | -0.99444 | 0.853127 | -0.994436 | 0.8531274 |       |
| パルプ・紙    | 0.015557 | 0.661286 | 0.023525 | 0.981252206 | -1.28758 | 1.318695 | -1.287581 | 1.3186952 |       |
| REIT     | -0.06143 | 0.213817 | -0.28731 | 0.77414076  | -0.48278 | 0.359918 | -0.482782 | 0.3599184 |       |
| 建設       | 0.042447 | 0.383717 | 0.110621 | 0.91201586  | -0.71371 | 0.798605 | -0.71371  | 0.7986047 |       |
| 陸運       | -0.10215 | 0.383717 | -0.26622 | 0.790313111 | -0.85831 | 0.654003 | -0.858311 | 0.6540035 |       |
| 鉄鋼       | -0.31303 | 0.661286 | -0.47336 | 0.636415827 | -1.61617 | 0.99011  | -1.616166 | 0.9901103 |       |
| 証券商品先物   | -0.1408  | 0.468779 | -0.30035 | 0.764186401 | -1.06458 | 0.782982 | -1.064581 | 0.7829825 |       |
| その他金融    | -0.2042  | 0.661286 | -0.30879 | 0.757770033 | -1.50734 | 1.098941 | -1.507335 | 1.0989411 |       |
| 空運       | 0.13314  | 0.468779 | 0.284013 | 0.776662609 | -0.79064 | 1.056921 | -0.790642 | 1.0569214 |       |
| 化学       | 0.076566 | 0.237897 | 0.321846 | 0.74786941  | -0.39224 | 0.545369 | -0.392236 | 0.5453686 |       |

注:

| t値      | P-値                  |
|---------|----------------------|
| >1.282  | <0.1 20%水準で有意(*)     |
| >1.6449 | <0.05 10%水準で有意(**)   |
| >1.96   | <0.025 5%水準で有意(***)  |
| >2.5758 | <0.005 1%水準で有意(****) |

(データ研究②)「IPO の各騰落率が、何れか業種の違いに影響を与えられるか。」

過去 6 年間において、業種(サービス、情報・通信、医療品、不動産、小・卸売、電気機器、輸送用機器、精密機器、水産・農林、金属製品、機械、食料品、銀行・証券・保険、倉庫・運送関連、電気・ガス、パルプ・紙、REIT、建設、陸運、鉄鋼、証券商品先物、その他金融、空運及び化学):説明変数

過去 6 年間において、IPO 後企業の 6 ヶ月騰落率の変化:非説明変数

＜非説明変数(IPO 後企業の 6 ヶ月騰落率の変化)に対して説明変数「精密機器」は、正相関であるということが分かった。＞

＜非説明変数(IPO 後企業の 6 ヶ月騰落率の変化)に対して説明変数「精密機器」は 10%水準で有意であるということにより、相関性があったということが説明できる。

＞

## <データ研究②における各々の分析結果>

回帰分析をした結果、(1)に関しては、非説明変数(IPO企業の初値騰落率の変化)に対して、説明変数「サービス」及び「情報・通信」は正相関の関係である。一方、説明変数「電気機器」、「REIT」及び「陸運」は逆相関であるということが分かった。(2)に関しては、非説明変数(IPO後企業の3ヶ月騰落率の変化)に対して、説明変数「医療品」、「水産・農林」、「電気・ガス」、「REIT」及び「その他金融」は正相関である。一方、説明変数「情報・通信」及び「精密機器」は逆相関であるということが分かった。(3)に関しては、非説明変数(IPO後企業の6ヶ月騰落率の変化)に対して、説明変数「精密機器」は正相関であるということが分かった。

また、(1)・(2)に関して説明変数「情報・通信」は1%水準で有意であったため、『IPOの各株価騰落率の変化』と『業種の違い』に相関性が大きいことが説明された。

したがって、上場企業の業種(サービス、情報・通信、医療品、不動産、小・卸売、電気機器、輸送用機器、精密機器、水産・農林、金属製品、機械、食料品、銀行・証券・保険、倉庫・運送関連、電気・ガス、パルプ・紙、REIT、建設、陸運、鉄鋼、証券商品先物、その他金融、空運及び化学)の違いが、当該企業のIPO騰落率に影響を与えているということが分かった。

(I) 非説明変数(IPO企業の初値騰落率の変化)に対して説明変数「情報・通信」が正相関:  
1%水準で有意性あり ⇒ 相関性あり

非説明変数(IPO企業の初値騰落率の変化)に対して説明変数「サービス」、「電気機器」  
及び「REIT」が逆相関:10%水準で有意性あり ⇒ 相関性あり

非説明変数(IPO企業の初値騰落率の変化)に対して説明変数「陸運」が逆相関:20%水準  
で有意性あり ⇒ 相関性あり

更に、非説明変数(IPO企業の初値騰落率の変化)に対して説明変数「情報・通信」は1%水準で有意である。説明変数「サービス」、「電気機器」及び「REIT」は10%水準で有意である。

説明変数「陸運」は20%水準で有意である。それらにより、非説明変数(IPO企業の初値騰落率の変化)に対して、説明変数「情報・通信」の影響がより大きいと考えられる。

(II) 非説明変数(IPO後企業の3ヶ月騰落率の変化)に対して説明変数「その他金融」が正相関:1%水準で有意性あり ⇒ 相関性あり

非説明変数(IPO後企業の3ヶ月騰落率の変化)に対して説明変数に対して説明変数  
「水産・農林」が正相関:5%水準で有意性あり ⇒ 相関性あり

非説明変数(IPO後企業の3ヶ月騰落率の変化)に対して説明変数に対して説明変数

「医療品」が正相関:10%水準で有意性あり ⇒ 相関性あり

非説明変数(IPO 後企業の3ヶ月騰落率の変化)に対して説明変数に対して説明変数

「電気・ガス」及び「REIT」が正相関:20%水準で有意性あり ⇒ 相関性あり

非説明変数(IPO 後企業の3ヶ月騰落率の変化)に対して説明変数に対して説明変数

「情報・通信」が逆相関:1%水準で有意性あり ⇒ 相関性あり

非説明変数(IPO 後企業の3ヶ月騰落率の変化)に対して説明変数に対して説明変数

「精密機器」が逆相関:10%水準で有意性あり ⇒ 相関性あり

非説明変数(IPO 後企業の3ヶ月騰落率の変化)に対して説明変数「その他金融」及び「情報・通信」は1%水準で有意であることにより、その非説明変数(IPO 後企業の3ヶ月騰落率の変化)に対して、「その他金融」及び「情報・通信」の影響がより大きいと考えられる。

(III) 非説明変数(IPO 後企業の6ヶ月騰落率の変化)に対して説明変数「精密機器」が正相関:10%水準で有意性あり ⇒ 相関性あり

### 5.4.3 データ研究 ③

(データ研究③)「IPO の各騰落率が、  
何れか銘柄注目度の違いに影響を与えられるか。」  
過去 6 年間において、銘柄注目度(注目度 A、注目度 B、注目度 C 及び注目度  
D): **説明変数**  
過去 6 年間において、企業の IPO 騰落率の変化: **非説明変数**

データを研究するにあたり、研究③をもとにして以下の研究対象を設定し分析した。

(1) 過去 6 年間において、注目度 A、注目度 B、注目度 C 及び注目度 D): **説明  
変数**  
過去 6 年間において、IPO 企業の初値騰落率の変化: **非説明変数**

(2) 過去 6 年間において、注目度 A、注目度 B、注目度 C 及び注目度 D): **説明  
変数**  
過去 6 年間において、IPO 後企業の 3 ヶ月騰落率の変化: **非説明変数**

(3) 過去 6 年間において、注目度 A、注目度 B、注目度 C 及び注目度 D): **説明  
変数**  
過去 6 年間において、IPO 後企業の 6 ヶ月騰落率の変化: **非説明変数**

※ 3 つの計算式は以下である。

- ・ 「初値騰落率(%)」= ((初値-公募価格) / 公募価格) x 100
- ・ 「IPO 後企業の 3 ヶ月騰落率(%)」= ((3 ヶ月株価-初値) / 初値) x 100
- ・ 「IPO 後企業の 6 ヶ月騰落率(%)」= ((6 ヶ月株価-3 ヶ月株価) / 3 ヶ月株価) x 100

## 研究対象(1)の分析結果

| 回帰統計   |          |
|--------|----------|
| 重相関 R  | 0.45016  |
| 重決定 R2 | 0.202644 |
| 補正 R2  | 0.188896 |
| 標準誤差   | 0.870247 |
| 観測数    | 237      |

| 分散分析表 |     |          |          |             |          |
|-------|-----|----------|----------|-------------|----------|
|       | 自由度 | 変動       | 分散       | 観測された分散比    | 有意F      |
| 回帰    | 4   | 44.65341 | 11.16335 | 14.74039772 | 9.57E-11 |
| 残差    | 232 | 175.7007 | 0.75733  |             |          |
| 合計    | 236 | 220.3541 |          |             |          |

|      | 係数       | 標準誤差     | t値       | P-値         | 下限       | 95%上限    | 95%下限     | 95.0%上限   | 95.0% |
|------|----------|----------|----------|-------------|----------|----------|-----------|-----------|-------|
| 切片   | 0.816721 | 0.185537 | 4.401922 | 1.63749E-05 | 0.451167 | 1.182274 | 0.4511674 | 1.1822744 |       |
| 注目度A | 0.466059 | 0.212346 | 2.194812 | 0.029168786 | 0.047687 | 0.884432 | 0.0476866 | 0.8844318 |       |
| 注目度B | -0.08181 | 0.211657 | -0.38654 | 0.699453486 | -0.49883 | 0.335202 | -0.498828 | 0.3352016 |       |
| 注目度C | -0.6065  | 0.216902 | -2.79620 | 0.005604213 | -1.03385 | -0.17915 | -1.033848 | -0.179151 |       |
| 注目度D | -0.861   | 0.32136  | -2.67924 | 0.007907269 | -1.49416 | -0.22785 | -1.49416  | -0.227845 |       |

注:

| t値      | P-値                  |
|---------|----------------------|
| >1.282  | <0.1 20%水準で有意(*)     |
| >1.6449 | <0.05 10%水準で有意(**)   |
| >1.96   | <0.025 5%水準で有意(***)  |
| >2.5758 | <0.005 1%水準で有意(****) |

(データ研究③)「IPOの各騰落率が、何れか銘柄注目度の違いに影響を与えられるか。」

過去6年間において、注目度A、注目度B、注目度C及び注目度D:説明変数

過去6年間において、IPO企業の初値騰落率の変化:非説明変数

<非説明変数(IPO企業の初値騰落率の変化)に対して説明変数「注目度A」は正相関である。一方、説明変数「注目度C」及び「注目度D」は逆相関であるということが分かった。>

<非説明変数(IPO企業の初値騰落率の変化)に対して説明変数「注目度C」及び「注目度D」は1%水準で有意である。説明変数「注目度A」は5%水準で有意であることにより、相関性があったということが説明できる。>

## 研究対象(2)の分析結果

| 回帰統計               |          |
|--------------------|----------|
| 重相関 R              | 0.290225 |
| 重決定 R <sup>2</sup> | 0.084231 |
| 補正 R <sup>2</sup>  | 0.068442 |
| 標準誤差               | 0.423036 |
| 観測数                | 237      |

| 分散分析表 |     |          |          |             |          |
|-------|-----|----------|----------|-------------|----------|
|       | 自由度 | 変動       | 分散       | 観測された分散比    | 有意F      |
| 回帰    | 4   | 3.818812 | 0.954703 | 5.334732374 | 0.000398 |
| 残差    | 232 | 41.51869 | 0.17896  |             |          |
| 合計    | 236 | 45.3375  |          |             |          |

|      | 係数       | 標準誤差     | t値       | P-値         | 下限       | 95%上限    | 95%下限     | 95.0%上限   | 95.0%下限 |
|------|----------|----------|----------|-------------|----------|----------|-----------|-----------|---------|
| 切片   | -0.29184 | 0.090192 | -3.23573 | 0.001390303 | -0.46954 | -0.11414 | -0.469535 | -0.114137 |         |
| 注目度A | -0.22762 | 0.103224 | -2.20514 | 0.028425808 | -0.431   | -0.02425 | -0.430998 | -0.024247 |         |
| 注目度B | -0.1036  | 0.102888 | -1.00695 | 0.315009496 | -0.30632 | 0.099112 | -0.306318 | 0.099112  |         |
| 注目度C | 0.061956 | 0.105438 | 0.587602 | 0.557370628 | -0.14578 | 0.269694 | -0.145783 | 0.2696944 |         |
| 注目度D | 0.203971 | 0.156217 | 1.305695 | 0.192949679 | -0.10381 | 0.511756 | -0.103813 | 0.5117556 |         |

注:

| t値      | P-値                  |
|---------|----------------------|
| >1.282  | <0.1 20%水準で有意(*)     |
| >1.6449 | <0.05 10%水準で有意(**)   |
| >1.96   | <0.025 5%水準で有意(***)  |
| >2.5758 | <0.005 1%水準で有意(****) |

(データ研究③)「IPOの各騰落率が、何れか銘柄注目度の違いに影響を与えられるか。」

過去6年間において、注目度A、注目度B、注目度C及び注目度D:説明変数

過去6年間において、IPO後企業の3ヶ月騰落率の変化:非説明変数

<非説明変数(IPO後企業の3ヶ月騰落率の変化)に対して説明変数「注目度D」は正相関である。一方、説明変数「注目度A」は逆相関であるということが分かった>

<非説明変数(IPO後企業の3ヶ月騰落率の変化)に対して説明変数「注目度A」は5%水準で有意である。説明変数「注目度D」は20%水準で有意であることにより、相関性があったということが説明できる。>

### 研究対象(3)の分析結果

| 回帰統計   |          |
|--------|----------|
| 重相関 R  | 0.112013 |
| 重決定 R2 | 0.012547 |
| 補正 R2  | -0.00448 |
| 標準誤差   | 0.645716 |
| 観測数    | 237      |

| 分散分析表 |     |          |          |            |          |
|-------|-----|----------|----------|------------|----------|
|       | 自由度 | 変動       | 分散       | 観測された分散比   | 有意F      |
| 回帰    | 4   | 1.229105 | 0.307276 | 0.73696299 | 0.567601 |
| 残差    | 232 | 96.73223 | 0.416949 |            |          |
| 合計    | 236 | 97.96134 |          |            |          |

|      | 係数       | 標準誤差     | t値       | P-値         | 下限       | 95%上限    | 95%下限     | 95.0%上限   | 95.0% |
|------|----------|----------|----------|-------------|----------|----------|-----------|-----------|-------|
| 切片   | 0.181334 | 0.137667 | 1.317194 | 0.189073043 | -0.0899  | 0.452572 | -0.089903 | 0.4525719 |       |
| 注目度A | -0.13149 | 0.157559 | -0.83455 | 0.404832226 | -0.44192 | 0.178939 | -0.441919 | 0.1789389 |       |
| 注目度B | -0.03726 | 0.157047 | -0.23726 | 0.812667346 | -0.34668 | 0.272161 | -0.346682 | 0.2721608 |       |
| 注目度C | -0.15224 | 0.160939 | -0.94593 | 0.345168134 | -0.46933 | 0.164852 | -0.469326 | 0.1648517 |       |
| 注目度D | 0.123785 | 0.238446 | 0.51913  | 0.604164627 | -0.34601 | 0.593582 | -0.346012 | 0.5935821 |       |

注:

| t値      | P-値                  |
|---------|----------------------|
| >1.282  | <0.1 20%水準で有意(*)     |
| >1.6449 | <0.05 10%水準で有意(**)   |
| >1.96   | <0.025 5%水準で有意(***)  |
| >2.5758 | <0.005 1%水準で有意(****) |

(データ研究③)「IPOの各騰落率が、何れか銘柄注目度の違いに影響を与えられるか。」

過去6年間において、注目度A、注目度B、注目度C及び注目度D:説明変数

過去6年間において、IPO後企業の6ヶ月騰落率の変化:非説明変数

<非説明変数(IPO後企業の6ヶ月騰落率の変化)に対して、全ての説明変数は相関性ではないということが分かった。>

### <データ研究③における各々の分析結果>

回帰分析をした結果、(1)に関しては、非説明変数(IPO 企業の初値騰落率の変化)に対して説明変数「注目度 A」は正相関である。一方、説明変数「注目度 C」及び「注目度 D」は逆相関であるということが分かった。(2)に関しては、非説明変数(IPO 後企業の 3 ヶ月騰落率の変化)に対して、説明変数「注目度 D」は正相関である。一方、説明変数「注目度 A」は逆相関であるということが分かった。(3)に関しては、非説明変数 (IPO 後企業の 6 ヶ月騰落率の変化)全ての説明変数は相関性ではないということが分かった。

また、(1)・(2)に関して説明変数「注目度 A」、「注目度 C」及び「注目度 D」はそれぞれ 1%・5%水準で有意であったため、『IPO の各株価騰落率の変化』と『銘柄注目度の違い』に相関性が大きいということが説明された。

したがって、上場企業の銘柄注目度(注目度 A、注目度 B、注目度 C 及び注目度 D)の違いが、当該企業の IPO 騰落率に影響を与えているということが分かった。

(I) 非説明変数(IPO 企業の初値騰落率の変化)に対して説明変数「注目度 A」が正相関:5%水準で有意性あり ⇒ 相関性あり

非説明変数(IPO 企業の初値騰落率の変化)に対して説明変数「注目度 C」及び「注目度 D」が逆相関:1%水準で有意性あり ⇒ 相関性あり

それらにより、非説明変数(IPO 企業の初値騰落率の変化)に対して、説明変数「注目度 C」及び「注目度 D」は説明変数「注目度 A」より影響が大きいと考えられる。

(II) 非説明変数(IPO 後企業の 3 ヶ月騰落率の変化)に対して説明変数「注目度 D」が正相関:20%水準で有意性あり ⇒ 相関性あり

非説明変数(IPO 後企業の 3 ヶ月騰落率の変化)に対して説明変数「注目度 A」が逆相関:5%水準で有意性あり ⇒ 相関性あり

それらにより、非説明変数(IPO 後企業の 3 ヶ月騰落率の変化)に対して、説明変数「注目度 A」は説明変数「注目度 D」より影響が大きいと考えられる。

(III) 非説明変数(IPO 後企業の 6 ヶ月騰落率の変化)に対して全ての説明変数:⇒ 相関性なし

#### 5.4.4 データ研究 ④

(データ研究④)「IPO の各騰落率が、  
何れか外部環境の違いに影響を与えられるか。」  
過去 6 年間において、外部環境(2009 年、2011 年及び 2012 年):説明変数  
過去 6 年間において、企業の IPO 騰落率の変化:非説明変数

データを研究するにあたり、研究④をもとにして以下の研究対象を設定し分析した。

(1) 過去 6 年間において、外部環境(2009 年、2011 年及び 2012 年):説明変数  
過去 6 年間において、IPO 企業の初値騰落率の変化:非説明変数

(2) 過去 6 年間において、外部環境(2009 年、2011 年及び 2012 年):説明変数  
過去 6 年間において、IPO 後企業の 3 ヶ月騰落率の変化:非説明変数

(3) 過去 6 年間において、外部環境(2009 年、2011 年及び 2012 年):説明変数  
過去 6 年間において、IPO 後企業の 6 ヶ月騰落率の変化:非説明変数

※ 3 つの計算式は以下である。

- 「初値騰落率(%)」=  $((\text{初値}-\text{公募価格})/\text{公募価格}) \times 100$
- 「IPO 後企業の 3 ヶ月騰落率(%)」=  $((\text{3 ヶ月株価}-\text{初値})/\text{初値}) \times 100$
- 「IPO 後企業の 6 ヶ月騰落率(%)」=  $((\text{6 ヶ月株価}-\text{3 ヶ月株価})/\text{3 ヶ月株価}) \times 100$

## 研究対象(1)の分析結果

| 回帰統計   |          |
|--------|----------|
| 重相関 R  | 0.264717 |
| 重決定 R2 | 0.070075 |
| 補正 R2  | 0.058102 |
| 標準誤差   | 0.937792 |
| 観測数    | 237      |

| 分散分析表 |     |          |          |             |          |
|-------|-----|----------|----------|-------------|----------|
|       | 自由度 | 変動       | 分散       | 観測された分散比    | 有意F      |
| 回帰    | 3   | 15.44138 | 5.147126 | 5.852640864 | 0.000719 |
| 残差    | 233 | 204.9127 | 0.879454 |             |          |
| 合計    | 236 | 220.3541 |          |             |          |

|              | 係数       | 標準誤差     | t値       | P-値         | 下限       | 95%上限    | 95%下限     | 95.0%上限   | 95.0% |
|--------------|----------|----------|----------|-------------|----------|----------|-----------|-----------|-------|
| 切片           | 0.927913 | 0.076827 | 12.07797 | 2.10872E-26 | 0.776549 | 1.079277 | 0.7765489 | 1.0792773 |       |
| 外部環境 (2009年) | -0.41000 | 0.293006 | -1.39927 | 0.163060625 | -0.98728 | 0.167284 | -0.987277 | 0.1672842 |       |
| 外部環境 (2011年) | -0.65312 | 0.187663 | -3.48030 | 0.000597751 | -1.02286 | -0.28339 | -1.022859 | -0.283391 |       |
| 外部環境 (2012年) | -0.44664 | 0.156889 | -2.84684 | 0.004809459 | -0.75574 | -0.13754 | -0.755741 | -0.137536 |       |

注:

| t値      | P-値                   |
|---------|-----------------------|
| >1.282  | <0.1 20%水準で有意 (*)     |
| >1.6449 | <0.05 10%水準で有意 (**)   |
| >1.96   | <0.025 5%水準で有意 (***)  |
| >2.5758 | <0.005 1%水準で有意 (****) |

(データ研究④)「IPO の各騰落率が、何れか外部環境の違いに影響を与えられるか。」

過去6年間において、外部環境(2009年、2011年及び2012年):説明変数

過去6年間において、IPO企業の初値騰落率の変化:非説明変数

<非説明変数(IPO企業の初値騰落率の変化)に対して全ての説明変数は逆相関であるということが分かった。>

<非説明変数(IPO企業の初値騰落率の変化)に対して説明変数「外部環境(2011年)」及び「外部環境(2012年)」は1%水準で有意である。一方、説明変数「外部環境(2009年)」は20%水準で有意であることにより、相関性があったということが説明できる。>

## 研究対象(2)の分析結果

| 回帰統計   |          |
|--------|----------|
| 重相関 R  | 0.100941 |
| 重決定 R2 | 0.010189 |
| 補正 R2  | -0.00256 |
| 標準誤差   | 0.438861 |
| 観測数    | 237      |

### 分散分析表

|    | 自由度 | 変動       | 分散       | 観測された分散比    | 有意F      |
|----|-----|----------|----------|-------------|----------|
| 回帰 | 3   | 0.461943 | 0.153981 | 0.799490478 | 0.495253 |
| 残差 | 233 | 44.87555 | 0.192599 |             |          |
| 合計 | 236 | 45.3375  |          |             |          |

|              | 係数       | 標準誤差     | t値       | P-値         | 下限       | 95%上限    | 95%下限     | 95.0%上限   | 95.0%下限 |
|--------------|----------|----------|----------|-------------|----------|----------|-----------|-----------|---------|
| 切片           | -0.37031 | 0.035953 | -10.2999 | 9.58516E-21 | -0.44115 | -0.29948 | -0.441147 | -0.299478 |         |
| 外部環境 (2009年) | -0.07424 | 0.137119 | -0.54143 | 0.588731646 | -0.34439 | 0.195912 | -0.344391 | 0.1959117 |         |
| 外部環境 (2011年) | -0.06516 | 0.087821 | -0.74202 | 0.458823952 | -0.23819 | 0.10786  | -0.23819  | 0.1078603 |         |
| 外部環境 (2012年) | 0.076752 | 0.07342  | 1.045383 | 0.296929146 | -0.0679  | 0.221403 | -0.0679   | 0.2214032 |         |

注:

| t値      | P-値                   |
|---------|-----------------------|
| >1.282  | <0.1 20%水準で有意 (*)     |
| >1.6449 | <0.05 10%水準で有意 (**)   |
| >1.96   | <0.025 5%水準で有意 (***)  |
| >2.5758 | <0.005 1%水準で有意 (****) |

(データ研究④)「IPO の各騰落率が、何れか外部環境の違いに影響を与えられるか。」

過去6年間において、外部環境(2009年、2011年及び2012年):説明変数

過去6年間において、IPO後企業の3ヶ月騰落率の変化:非説明変数

<非説明変数(IPO後企業の3ヶ月騰落率の変化)に対して、全ての説明変数は相関性ではないということが分かった。>

### 研究対象(3)の分析結果

| 回帰統計   |          |
|--------|----------|
| 重相関 R  | 0.089351 |
| 重決定 R2 | 0.007984 |
| 補正 R2  | -0.00479 |
| 標準誤差   | 0.645816 |
| 観測数    | 237      |

| 分散分析表 |     |          |          |             |          |
|-------|-----|----------|----------|-------------|----------|
|       | 自由度 | 変動       | 分散       | 観測された分散比    | 有意F      |
| 回帰    | 3   | 0.782083 | 0.260694 | 0.625048451 | 0.599471 |
| 残差    | 233 | 97.17926 | 0.417078 |             |          |
| 合計    | 236 | 97.96134 |          |             |          |

|              | 係数       | 標準誤差     | t値       | P-値         | 下限       | 95%上限    | 95%下限     | 95.0%上限   | 95.0% |
|--------------|----------|----------|----------|-------------|----------|----------|-----------|-----------|-------|
| 切片           | 0.078767 | 0.052907 | 1.488773 | 0.137899327 | -0.02547 | 0.183005 | -0.025471 | 0.1830048 |       |
| 外部環境 (2009年) | 0.033145 | 0.201781 | 0.164264 | 0.869665796 | -0.3644  | 0.430693 | -0.364402 | 0.4306929 |       |
| 外部環境 (2011年) | -0.06019 | 0.129235 | -0.46577 | 0.641817709 | -0.31481 | 0.194426 | -0.314813 | 0.1944258 |       |
| 外部環境 (2012年) | 0.125984 | 0.108043 | 1.166063 | 0.244781142 | -0.08688 | 0.33885  | -0.086881 | 0.3388496 |       |

注:

| t値      | P-値                  |
|---------|----------------------|
| >1.282  | <0.1 20%水準で有意(*)     |
| >1.6449 | <0.05 10%水準で有意(**)   |
| >1.96   | <0.025 5%水準で有意(***)  |
| >2.5758 | <0.005 1%水準で有意(****) |

(データ研究④)「IPO の各騰落率が、何れか外部環境の違いに影響を与えられるか。」

過去6年間において、外部環境(2009年、2011年及び2012年):説明変数

過去6年間において、IPO後企業の6ヶ月騰落率の変化:非説明変数

<非説明変数(IPO後企業の6ヶ月騰落率の変化)に対して、全ての説明変数は相関性ではないということが分かった。>

#### <データ研究④における各々の分析結果>

回帰分析をした結果、(1)に関しては、非説明変数(IPO 企業の初値騰落率の変化)に対して全ての説明変数は逆相関であるということが分かった。(2)・(3)に関しては、非説明変数「IPO 後企業の3ヶ月騰落率の変化」及び「IPO 後企業の6ヶ月騰落率の変化」に対して、全ての説明変数は相関性ではないということが分かった。

また、(1)に関しては、説明変数「外部環境(2011年)」及び「外部環境(2012年)」は1%水準で有意である。一方、説明変数「外部環境(2009年)」は10%水準で有意であったため、『IPOの各株価騰落率の変化』と『外部環境の違い』に相関性が非常に大きいということが説明された。

- (I) 非説明変数(IPO 企業の初値騰落率の変化)に対して、説明変数「外部環境(2011年)」及び「外部環境(2012年)」が逆相関:1%水準で有意性あり ⇒ 相関性あり  
非説明変数(IPO 企業の初値騰落率の変化)に対して、説明変数「外部環境(2009年)」が逆相関:10%水準で有意性あり ⇒ 相関性あり
- (II) 非説明変数(IPO 後企業の3ヶ月騰落率の変化)に対して、全ての説明変数:相関性なし
- (III) 非説明変数(IPO 後企業の6ヶ月騰落率の変化)に対して、全ての説明変数:相関性なし

したがって、投資の外部環境(2009年、2011年及び2012年)の違いが、企業のIPO初値騰落率のみに影響を与えているということが分かった。

更に、非説明変数「IPO 企業の初値騰落率の変化」に対して、投資において、自然的な損失外部環境(「外部環境(2011年)」及び「外部環境(2012年)」)が人的損失外部環境(「外部環境(2009年)」)より大きく影響を与えられられる。

### 5.4.5 データ研究 ⑤

(データ研究⑤)「IPO の初値騰落率が、何れか要素に影響を与えられるか。」

過去 6 年間に於いて、上場市場、業種、注目度、外部環境、企業規模等: 説明変

※ 3つの計算式は以下である。

- 「初値騰落率(%)」= ((初値-公募価格) / 公募価格) x 100
- 「IPO 後企業の 3ヶ月騰落率(%)」= ((3ヶ月株価-初値) / 初値) x 100
- 「IPO 後企業の 6ヶ月騰落率(%)」= ((6ヶ月株価-3ヶ月株価) / 3ヶ月株価) x 100

#### データ研究⑤の分析結果

Variables Entered/Removed<sup>a</sup>

| Model | Variables Entered | Variables Removed | Method  |
|-------|-------------------|-------------------|---|
| 1     | マザーズ              | -                 | Stepwise (Criteria: Probability-of-F-to-enter <= .050, Probability-of-F-to-remove >= .100). |
| 2     | 累計分割数             | -                 | Stepwise (Criteria: Probability-of-F-to-enter <= .050, Probability-of-F-to-remove >= .100). |
| 3     | 外部環境 (2011)       | -                 | Stepwise (Criteria: Probability-of-F-to-enter <= .050, Probability-of-F-to-remove >= .100). |
| 4     | 外部環境 (2012)       | -                 | Stepwise (Criteria: Probability-of-F-to-enter <= .050, Probability-of-F-to-remove >= .100). |
| 5     | JASDAQ            | -                 | Stepwise (Criteria: Probability-of-F-to-enter <= .050, Probability-of-F-to-remove >= .100). |
| 6     | 情報・通信             | -                 | Stepwise (Criteria: Probability-of-F-to-enter <= .050, Probability-of-F-to-remove >= .100). |

a. Dependent Variable: IPO企業の初値騰落率

### Model Summary

| Model | R                 | R Square | Adjusted R Square | Std. Error of the Estimate |
|-------|-------------------|----------|-------------------|----------------------------|
| 1     | .481 <sup>a</sup> | .232     | .228              | .848842                    |
| 2     | .532 <sup>b</sup> | .283     | .276              | .821978                    |
| 3     | .553 <sup>c</sup> | .305     | .297              | .810452                    |
| 4     | .579 <sup>d</sup> | .335     | .323              | .794791                    |
| 5     | .604 <sup>e</sup> | .364     | .351              | .778607                    |
| 6     | .624 <sup>f</sup> | .390     | .374              | .764558                    |

a. Predictors: (Constant), マザーズ

b. Predictors: (Constant), マザーズ, 累計分割数

c. Predictors: (Constant), マザーズ, 累計分割数, 外部環境(2011)

d. Predictors: (Constant), マザーズ, 累計分割数, 外部環境(2011), 外部環境(2012)

e. Predictors: (Constant), マザーズ, 累計分割数, 外部環境(2011), 外部環境(2012), JASDAQ

f. Predictors: (Constant), マザーズ, 累計分割数, 外部環境(2011), 外部環境(2012), JASDAQ, 情報・通信

### ANOVA<sup>a</sup>

| Model |            | Sum of Squares | df  | Mean Square | F      | Sig.              |
|-------|------------|----------------|-----|-------------|--------|-------------------|
| 1     | Regression | 51.029         | 1   | 51.029      | 70.821 | .000 <sup>b</sup> |
|       | Residual   | 169.325        | 235 | .721        |        |                   |
|       | Total      | 220.354        | 236 |             |        |                   |
| 2     | Regression | 62.252         | 2   | 31.126      | 46.069 | .000 <sup>c</sup> |
|       | Residual   | 158.102        | 234 | .676        |        |                   |
|       | Total      | 220.354        | 236 |             |        |                   |
| 3     | Regression | 67.312         | 3   | 22.437      | 34.160 | .000 <sup>d</sup> |
|       | Residual   | 153.042        | 233 | .657        |        |                   |
|       | Total      | 220.354        | 236 |             |        |                   |
| 4     | Regression | 73.801         | 4   | 18.450      | 29.208 | .000 <sup>e</sup> |
|       | Residual   | 146.553        | 232 | .632        |        |                   |
|       | Total      | 220.354        | 236 |             |        |                   |
| 5     | Regression | 80.315         | 5   | 16.063      | 26.497 | .000 <sup>f</sup> |
|       | Residual   | 140.039        | 231 | .606        |        |                   |
|       | Total      | 220.354        | 236 |             |        |                   |
| 6     | Regression | 85.908         | 6   | 14.318      | 24.494 | .000 <sup>g</sup> |
|       | Residual   | 134.446        | 230 | .585        |        |                   |
|       | Total      | 220.354        | 236 |             |        |                   |

a. Dependent Variable: IPO企業の初値騰落率

b. Predictors: (Constant), マザーズ

c. Predictors: (Constant), マザーズ, 累計分割数

d. Predictors: (Constant), マザーズ, 累計分割数, 外部環境(2011)

e. Predictors: (Constant), マザーズ, 累計分割数, 外部環境(2011), 外部環境(2012)

f. Predictors: (Constant), マザーズ, 累計分割数, 外部環境(2011), 外部環境(2012), JASDAQ

g. Predictors: (Constant), マザーズ, 累計分割数, 外部環境(2011), 外部環境(2012), JASDAQ, 情報・通信

Coefficients<sup>a</sup>

| Model |            | Unstandardized Coefficients |            | Standardized Coefficients | t      | Sig. |
|-------|------------|-----------------------------|------------|---------------------------|--------|------|
|       |            | B                           | Std. Error | Beta                      |        |      |
| 1     | (Constant) | .287                        | .077       |                           | 3.736  | .000 |
|       | マザーズ       | .928                        | .110       | .481                      | 8.416  | .000 |
| 2     | (Constant) | .245                        | .075       |                           | 3.255  | .001 |
|       | マザーズ       | .790                        | .112       | .410                      | 7.053  | .000 |
|       | 累計分割数      | .153                        | .037       | .237                      | 4.076  | .000 |
| 3     | (Constant) | .312                        | .078       |                           | 4.001  | .000 |
|       | マザーズ       | .759                        | .111       | .394                      | 6.835  | .000 |
|       | 累計分割数      | .158                        | .037       | .245                      | 4.270  | .000 |
|       | 外部環境(2011) | -.442                       | .159       | -.152                     | -2.776 | .006 |
| 4     | (Constant) | .409                        | .082       |                           | 4.975  | .000 |
|       | マザーズ       | .751                        | .109       | .389                      | 6.895  | .000 |
|       | 累計分割数      | .162                        | .036       | .251                      | 4.458  | .000 |
|       | 外部環境(2011) | -.539                       | .159       | -.186                     | -3.391 | .001 |
|       | 外部環境(2012) | -.423                       | .132       | -.175                     | -3.205 | .002 |
| 5     | (Constant) | .228                        | .098       |                           | 2.330  | .021 |
|       | マザーズ       | .933                        | .120       | .484                      | 7.757  | .000 |
|       | 累計分割数      | .171                        | .036       | .265                      | 4.792  | .000 |
|       | 外部環境(2011) | -.559                       | .156       | -.193                     | -3.583 | .000 |
|       | 外部環境(2012) | -.469                       | .130       | -.194                     | -3.608 | .000 |
|       | JASDAQ     | .475                        | .145       | .200                      | 3.278  | .001 |
| 6     | (Constant) | .223                        | .096       |                           | 2.320  | .021 |
|       | マザーズ       | .858                        | .121       | .445                      | 7.121  | .000 |
|       | 累計分割数      | .166                        | .035       | .258                      | 4.751  | .000 |
|       | 外部環境(2011) | -.669                       | .157       | -.231                     | -4.256 | .000 |
|       | 外部環境(2012) | -.517                       | .129       | -.214                     | -4.016 | .000 |
|       | JASDAQ     | .466                        | .142       | .196                      | 3.271  | .001 |
|       | 情報・通信      | .447                        | .144       | .168                      | 3.093  | .002 |

a. Dependent Variable: IPO企業の初値騰落率

(データ研究⑤)「IPOの初値騰落率が、何れか要素に影響を与えられるか。」

過去6年間において、上場市場、業種、注目度、外部環境、企業規模等):説明変数

過去6年間において、IPO企業の初値騰落率の変化:非説明変数

＜非説明変数(IPO企業の初値騰落率の変化)に対して、説明変数「マザーズ」、「累計分割数」、「JASDAQ」及び「情報・通信」は正相関である。一方、説明変数「外部環境

(2011年)」及び「外部環境(2012年)」は逆相関であるということが分かった。1>  
 <非説明変数(IPO企業の初値騰落率の変化)に対して、説明変数「マザーズ」、「累計  
 分割数」、「JASDAQ」、「情報・通信」、「外部環境(2011年)」及び「外部環境(2012年)  
 は1%水準で有意であることにより、相関性があったということが説明できる。>

モデル1~6の分析結果は以下である。

| Model      | Beta In            | t      | Sig. | Partial<br>Correlation | Collinearity<br>Statistics |
|------------|--------------------|--------|------|------------------------|----------------------------|
|            |                    |        |      |                        | Tolerance                  |
| 時価総額       | -.053 <sup>b</sup> | -.907  | .365 | -.059                  | .965                       |
| 東証第一部      | -.087 <sup>b</sup> | -1.442 | .151 | -.094                  | .889                       |
| 東証第二部      | -.092 <sup>b</sup> | -1.482 | .140 | -.096                  | .837                       |
| JASDAQ     | .153 <sup>b</sup>  | 2.346  | .020 | .152                   | .754                       |
| サービス       | .026 <sup>b</sup>  | .450   | .653 | .029                   | .963                       |
| 情報・通信      | .121 <sup>b</sup>  | 2.075  | .039 | .134                   | .956                       |
| 医療品        | -.147 <sup>b</sup> | -2.588 | .010 | -.167                  | .994                       |
| 不動産        | -.010 <sup>b</sup> | -.169  | .866 | -.011                  | .997                       |
| 小・卸売       | .014 <sup>b</sup>  | .234   | .815 | .015                   | .972                       |
| 電気機器       | -.133 <sup>b</sup> | -2.344 | .020 | -.151                  | 1.000                      |
| 輸送用機器      | -.028 <sup>b</sup> | -.493  | .623 | -.032                  | .992                       |
| 精密機器       | -.036 <sup>b</sup> | -.628  | .530 | -.041                  | .999                       |
| 水産・農林      | -.016 <sup>b</sup> | -.275  | .783 | -.018                  | .996                       |
| 金属製品       | -.016 <sup>b</sup> | -.285  | .776 | -.019                  | .996                       |
| 機械         | .031 <sup>b</sup>  | .542   | .588 | .035                   | .988                       |
| 食料品        | -.021 <sup>b</sup> | -.369  | .712 | -.024                  | 1.000                      |
| 銀行・証券・保険   | -.064 <sup>b</sup> | -1.116 | .266 | -.073                  | .998                       |
| 倉庫・運送関連    | -.025 <sup>b</sup> | -.434  | .665 | -.028                  | .996                       |
| 電気・ガス      | -.069 <sup>b</sup> | -1.215 | .226 | -.079                  | 1.000                      |
| 1 パルプ・紙    | -.019 <sup>b</sup> | -.336  | .737 | -.022                  | .996                       |
| REIT       | -.054 <sup>b</sup> | -.930  | .353 | -.061                  | .958                       |
| 建設         | -.001 <sup>b</sup> | -.014  | .989 | -.001                  | .999                       |
| 陸運         | -.023 <sup>b</sup> | -.394  | .694 | -.026                  | .988                       |
| 鉄鋼         | .013 <sup>b</sup>  | .234   | .815 | .015                   | .996                       |
| 証券商品先物     | .002 <sup>b</sup>  | .028   | .977 | .002                   | 1.000                      |
| その他金融      | -.017 <sup>b</sup> | -.296  | .768 | -.019                  | .996                       |
| 空運         | .008 <sup>b</sup>  | .135   | .893 | .009                   | .992                       |
| 化学         | .058 <sup>b</sup>  | .990   | .323 | .065                   | .967                       |
| 注目度A       | .184 <sup>b</sup>  | 2.881  | .004 | .185                   | .778                       |
| 注目度B       | .019 <sup>b</sup>  | .339   | .735 | .022                   | .998                       |
| 注目度C       | -.154 <sup>b</sup> | -2.507 | .013 | -.162                  | .847                       |
| 注目度D       | -.154 <sup>b</sup> | -2.717 | .007 | -.175                  | .997                       |
| 設立日数       | -.084 <sup>b</sup> | -1.291 | .198 | -.084                  | .778                       |
| 最低売買金額     | -.044 <sup>b</sup> | -.755  | .451 | -.049                  | .967                       |
| 発行済株式数     | -.059 <sup>b</sup> | -1.016 | .311 | -.066                  | .970                       |
| 累計分割数      | .237 <sup>b</sup>  | 4.076  | .000 | .257                   | .909                       |
| 外部環境(2009) | -.005 <sup>b</sup> | -.090  | .928 | -.006                  | .991                       |
| 外部環境(2011) | -.140 <sup>b</sup> | -2.472 | .014 | -.160                  | .992                       |
| 外部環境(2012) | -.134 <sup>b</sup> | -2.370 | .019 | -.153                  | 1.000                      |

1 1%水準で有意である説明変数のみを挙げられる。

|            |                     |                     |        |        |        |      |
|------------|---------------------|---------------------|--------|--------|--------|------|
| 2          | 時価総額                | -0.055 <sup>c</sup> | -983   | .327   | -0.064 | .965 |
|            | 東証第一部               | -0.071 <sup>c</sup> | -1.200 | .231   | -0.078 | .884 |
|            | 東証第二部               | -0.127 <sup>c</sup> | -2.089 | .038   | -0.136 | .823 |
|            | JASDAQ              | .173 <sup>c</sup>   | 2.741  | .007   | .177   | .750 |
|            | サービス                | .050 <sup>c</sup>   | .879   | .380   | .057   | .953 |
|            | 情報・通信               | .109 <sup>c</sup>   | 1.928  | .055   | .125   | .953 |
|            | 医療品                 | -0.128 <sup>c</sup> | -2.310 | .022   | -0.150 | .986 |
|            | 不動産                 | -0.008 <sup>c</sup> | -0.135 | .892   | -0.009 | .997 |
|            | 小・卸売                | .025 <sup>c</sup>   | .442   | .659   | .029   | .970 |
|            | 電気機器                | -0.115 <sup>c</sup> | -2.088 | .038   | -0.136 | .993 |
|            | 輸送用機器               | -0.024 <sup>c</sup> | -0.435 | .664   | -0.029 | .992 |
|            | 精密機器                | -0.069 <sup>c</sup> | -1.231 | .220   | -0.080 | .979 |
|            | 水産・農林               | -0.013 <sup>c</sup> | -0.232 | .817   | -0.015 | .996 |
|            | 金属製品                | -0.013 <sup>c</sup> | -0.243 | .808   | -0.016 | .996 |
|            | 機械                  | .018 <sup>c</sup>   | .326   | .745   | .021   | .985 |
|            | 食料品                 | -0.037 <sup>c</sup> | -0.660 | .510   | -0.043 | .995 |
|            | 銀行・証券・保険            | -0.049 <sup>c</sup> | -0.886 | .377   | -0.058 | .993 |
|            | 倉庫・運送関連             | -0.022 <sup>c</sup> | -0.396 | .692   | -0.026 | .996 |
|            | 電気・ガス               | -0.059 <sup>c</sup> | -1.062 | .289   | -0.069 | .998 |
|            | パルプ・紙               | -0.016 <sup>c</sup> | -0.295 | .768   | -0.019 | .996 |
|            | REIT                | -0.045 <sup>c</sup> | -0.790 | .430   | -0.052 | .957 |
|            | 建設                  | .010 <sup>c</sup>   | .173   | .863   | .011   | .997 |
|            | 陸運                  | -0.030 <sup>c</sup> | -0.533 | .594   | -0.035 | .987 |
|            | 鉄鋼                  | .016 <sup>c</sup>   | .294   | .769   | .019   | .996 |
|            | 証券商品先物              | -0.025 <sup>c</sup> | -0.439 | .661   | -0.029 | .987 |
|            | その他金融               | -0.014 <sup>c</sup> | -0.253 | .800   | -0.017 | .996 |
|            | 空運                  | -0.003 <sup>c</sup> | -0.052 | .959   | -0.003 | .990 |
|            | 化学                  | .032 <sup>c</sup>   | .566   | .572   | .037   | .955 |
|            | 注目度A                | .163 <sup>c</sup>   | 2.615  | .010   | .169   | .772 |
|            | 注目度B                | .020 <sup>c</sup>   | .355   | .723   | .023   | .998 |
|            | 注目度C                | -0.139 <sup>c</sup> | -2.320 | .021   | -0.150 | .844 |
| 注目度D       | -0.139 <sup>c</sup> | -2.534              | .012   | -0.164 | .993   |      |
| 設立日数       | -0.072 <sup>c</sup> | -1.151              | .251   | -0.075 | .776   |      |
| 最低売買金額     | -0.036 <sup>c</sup> | -0.644              | .520   | -0.042 | .966   |      |
| 発行済株式数     | -0.060 <sup>c</sup> | -1.059              | .291   | -0.069 | .970   |      |
| 外部環境(2009) | -0.012 <sup>c</sup> | -0.221              | .826   | -0.014 | .990   |      |
| 外部環境(2011) | -0.152 <sup>c</sup> | -2.776              | .006   | -0.179 | .989   |      |
| 外部環境(2012) | -0.139 <sup>c</sup> | -2.548              | .011   | -0.165 | .999   |      |
| 3          | 時価総額                | -0.065 <sup>d</sup> | -1.166 | .245   | -0.076 | .961 |
|            | 東証第一部               | -0.084 <sup>d</sup> | -1.446 | .150   | -0.095 | .879 |
|            | 東証第二部               | -0.118 <sup>d</sup> | -1.966 | .050   | -0.128 | .820 |
|            | JASDAQ              | .176 <sup>d</sup>   | 2.832  | .005   | .183   | .750 |
|            | サービス                | .033 <sup>d</sup>   | .582   | .561   | .038   | .941 |
|            | 情報・通信               | .147 <sup>d</sup>   | 2.611  | .010   | .169   | .912 |
|            | 医療品                 | -0.116 <sup>d</sup> | -2.125 | .035   | -0.138 | .980 |
|            | 不動産                 | -0.003 <sup>d</sup> | -0.047 | .962   | -0.003 | .996 |
|            | 小・卸売                | .015 <sup>d</sup>   | .269   | .788   | .018   | .966 |
|            | 電気機器                | -0.103 <sup>d</sup> | -1.879 | .061   | -0.122 | .986 |
|            | 輸送用機器               | -0.031 <sup>d</sup> | -0.560 | .576   | -0.037 | .990 |
|            | 精密機器                | -0.060 <sup>d</sup> | -1.080 | .281   | -0.071 | .976 |

|            |                    |                    |        |       |       |      |
|------------|--------------------|--------------------|--------|-------|-------|------|
| 3          | 水産・農林              | .013 <sup>d</sup>  | .231   | .818  | .015  | .968 |
|            | 金属製品               | .012 <sup>d</sup>  | .220   | .826  | .014  | .968 |
|            | 機械                 | .027 <sup>d</sup>  | .493   | .623  | .032  | .981 |
|            | 食料品                | -.034 <sup>d</sup> | -.624  | .533  | -.041 | .995 |
|            | 銀行・証券・保険           | -.046 <sup>d</sup> | -.847  | .398  | -.056 | .993 |
|            | 倉庫・運送関連            | -.027 <sup>d</sup> | -.486  | .628  | -.032 | .995 |
|            | 電気・ガス              | -.064 <sup>d</sup> | -1.169 | .244  | -.077 | .997 |
|            | パルプ・紙              | -.021 <sup>d</sup> | -.383  | .702  | -.025 | .995 |
|            | REIT               | -.061 <sup>d</sup> | -1.083 | .280  | -.071 | .947 |
|            | 建設                 | .003 <sup>d</sup>  | .053   | .957  | .004  | .995 |
|            | 陸運                 | -.038 <sup>d</sup> | -.695  | .487  | -.046 | .984 |
|            | 鉄鋼                 | .012 <sup>d</sup>  | .215   | .830  | .014  | .995 |
|            | 証券商品先物             | -.031 <sup>d</sup> | -.560  | .576  | -.037 | .985 |
|            | その他金融              | -.019 <sup>d</sup> | -.341  | .734  | -.022 | .995 |
|            | 空運                 | .012 <sup>d</sup>  | .209   | .834  | .014  | .981 |
|            | 化学                 | .028 <sup>d</sup>  | .509   | .612  | .033  | .954 |
|            | 注目度A               | .160 <sup>d</sup>  | 2.599  | .010  | .168  | .772 |
|            | 注目度B               | .018 <sup>d</sup>  | .331   | .741  | .022  | .998 |
|            | 注目度C               | -.132 <sup>d</sup> | -2.237 | .026  | -.145 | .842 |
|            | 注目度D               | -.118 <sup>d</sup> | -2.147 | .033  | -.140 | .968 |
|            | 設立日数               | -.083 <sup>d</sup> | -1.333 | .184  | -.087 | .774 |
|            | 最低売買金額             | -.050 <sup>d</sup> | -.905  | .367  | -.059 | .958 |
| 発行済株式数     | -.064 <sup>d</sup> | -1.149             | .252   | -.075 | .969  |      |
| 外部環境(2009) | -.027 <sup>d</sup> | -.489              | .625   | -.032 | .981  |      |
| 外部環境(2012) | -.175 <sup>d</sup> | -3.205             | .002   | -.206 | .963  |      |
| 4          | 時価総額               | -.069 <sup>e</sup> | -1.273 | .204  | -.083 | .961 |
|            | 東証第一部              | -.108 <sup>e</sup> | -1.891 | .060  | -.123 | .865 |
|            | 東証第二部              | -.129 <sup>e</sup> | -2.192 | .029  | -.143 | .818 |
|            | JASDAQ             | .200 <sup>e</sup>  | 3.278  | .001  | .211  | .741 |
|            | サービス               | .040 <sup>e</sup>  | .730   | .466  | .048  | .940 |
|            | 情報・通信              | .172 <sup>e</sup>  | 3.100  | .002  | .200  | .898 |
|            | 医療品                | -.120 <sup>e</sup> | -2.230 | .027  | -.145 | .980 |
|            | 不動産                | -.012 <sup>e</sup> | -.221  | .825  | -.015 | .993 |
|            | 小・卸売               | .024 <sup>e</sup>  | .444   | .658  | .029  | .963 |
|            | 電気機器               | -.104 <sup>e</sup> | -1.936 | .054  | -.126 | .985 |
|            | 輸送用機器              | -.040 <sup>e</sup> | -.747  | .456  | -.049 | .987 |
|            | 精密機器               | -.068 <sup>e</sup> | -1.262 | .208  | -.083 | .973 |
|            | 水産・農林              | .013 <sup>e</sup>  | .235   | .814  | .015  | .968 |
|            | 金属製品               | .012 <sup>e</sup>  | .224   | .823  | .015  | .968 |
|            | 機械                 | .019 <sup>e</sup>  | .351   | .726  | .023  | .979 |
|            | 食料品                | -.036 <sup>e</sup> | -.673  | .502  | -.044 | .995 |
|            | 銀行・証券・保険           | -.048 <sup>e</sup> | -.889  | .375  | -.058 | .993 |
|            | 倉庫・運送関連            | -.005 <sup>e</sup> | -.085  | .932  | -.006 | .979 |
|            | 電気・ガス              | -.073 <sup>e</sup> | -1.363 | .174  | -.089 | .994 |
|            | パルプ・紙              | .001 <sup>e</sup>  | .021   | .983  | .001  | .979 |
|            | REIT               | -.045 <sup>e</sup> | -.806  | .421  | -.053 | .939 |
|            | 建設                 | -.008 <sup>e</sup> | -.153  | .878  | -.010 | .991 |
| 陸運         | -.050 <sup>e</sup> | -.933              | .352   | -.061 | .979  |      |
| 鉄鋼         | .005 <sup>e</sup>  | .097               | .923   | .006  | .993  |      |
| 証券商品先物     | -.041 <sup>e</sup> | -.758              | .449   | -.050 | .982  |      |

|            |                    |                    |                    |       |       |       |
|------------|--------------------|--------------------|--------------------|-------|-------|-------|
| 4          | その他金融              | .003 <sup>e</sup>  | .064               | .949  | .004  | .979  |
|            | 空運                 | .027 <sup>e</sup>  | .502               | .616  | .033  | .973  |
|            | 化学                 | .021 <sup>e</sup>  | .383               | .702  | .025  | .953  |
|            | 注目度A               | .139 <sup>e</sup>  | 2.278              | .024  | .148  | .761  |
|            | 注目度B               | .020 <sup>e</sup>  | .370               | .711  | .024  | .998  |
|            | 注目度C               | -.106 <sup>e</sup> | -1.812             | .071  | -.118 | .824  |
|            | 注目度D               | -.106 <sup>e</sup> | -1.948             | .053  | -.127 | .963  |
|            | 設立日数               | -.068 <sup>e</sup> | -1.118             | .265  | -.073 | .769  |
|            | 最低売買金額             | -.042 <sup>e</sup> | -.771              | .442  | -.051 | .956  |
|            | 発行済株式数             | -.073 <sup>e</sup> | -1.347             | .179  | -.088 | .966  |
|            | 外部環境(2009)         | -.051 <sup>e</sup> | -.930              | .353  | -.061 | .964  |
|            | 5                  | 時価総額               | -.025 <sup>f</sup> | -.441 | .659  | -.029 |
| 東証第一部      |                    | -.038 <sup>f</sup> | -.612              | .541  | -.040 | .716  |
| 東証第二部      |                    | -.042 <sup>f</sup> | -.618              | .537  | -.041 | .600  |
| サービス       |                    | .023 <sup>f</sup>  | .419               | .676  | .028  | .930  |
| 情報・通信      |                    | .168 <sup>f</sup>  | 3.093              | .002  | .200  | .898  |
| 医療品        |                    | -.102 <sup>f</sup> | -1.919             | .056  | -.126 | .968  |
| 不動産        |                    | -.035 <sup>f</sup> | -.660              | .510  | -.043 | .976  |
| 小・卸売       |                    | -.011 <sup>f</sup> | -.202              | .840  | -.013 | .925  |
| 電気機器       |                    | -.108 <sup>f</sup> | -2.050             | .042  | -.134 | .985  |
| 輸送用機器      |                    | -.046 <sup>f</sup> | -.867              | .387  | -.057 | .986  |
| 精密機器       |                    | -.075 <sup>f</sup> | -1.409             | .160  | -.093 | .972  |
| 水産・農林      |                    | -.006 <sup>f</sup> | -.119              | .905  | -.008 | .956  |
| 金属製品       |                    | -.007 <sup>f</sup> | -.130              | .896  | -.009 | .956  |
| 機械         |                    | .021 <sup>f</sup>  | .404               | .687  | .027  | .979  |
| 食料品        |                    | -.021 <sup>f</sup> | -.403              | .687  | -.027 | .987  |
| 銀行・証券・保険   |                    | -.039 <sup>f</sup> | -.740              | .460  | -.049 | .990  |
| 倉庫・運送関連    |                    | -.022 <sup>f</sup> | -.411              | .682  | -.027 | .969  |
| 電気・ガス      |                    | -.064 <sup>f</sup> | -1.226             | .222  | -.081 | .991  |
| パルプ・紙      |                    | .017 <sup>f</sup>  | .318               | .751  | .021  | .971  |
| REIT       |                    | .002 <sup>f</sup>  | .033               | .973  | .002  | .875  |
| 建設         |                    | .006 <sup>f</sup>  | .115               | .909  | .008  | .984  |
| 陸運         |                    | -.030 <sup>f</sup> | -.559              | .577  | -.037 | .965  |
| 鉄鋼         |                    | .018 <sup>f</sup>  | .333               | .739  | .022  | .988  |
| 証券商品先物     |                    | -.058 <sup>f</sup> | -1.093             | .276  | -.072 | .973  |
| その他金融      |                    | .019 <sup>f</sup>  | .363               | .717  | .024  | .971  |
| 空運         |                    | .048 <sup>f</sup>  | .898               | .370  | .059  | .960  |
| 化学         |                    | .060 <sup>f</sup>  | 1.096              | .274  | .072  | .912  |
| 注目度A       |                    | .131 <sup>f</sup>  | 2.202              | .029  | .144  | .760  |
| 注目度B       |                    | .007 <sup>f</sup>  | .130               | .897  | .009  | .992  |
| 注目度C       |                    | -.105 <sup>f</sup> | -1.830             | .069  | -.120 | .824  |
| 注目度D       |                    | -.095 <sup>f</sup> | -1.780             | .076  | -.117 | .959  |
| 設立日数       |                    | -.014 <sup>f</sup> | -.217              | .828  | -.014 | .707  |
| 最低売買金額     | -.002 <sup>f</sup> | -.039              | .969               | -.003 | .906  |       |
| 発行済株式数     | -.032 <sup>f</sup> | -.585              | .559               | -.039 | .908  |       |
| 外部環境(2009) | -.042 <sup>f</sup> | -.778              | .437               | -.051 | .962  |       |
| 6          | 時価総額               | -.023 <sup>g</sup> | -.422              | .674  | -.028 | .893  |
|            | 東証第一部              | -.047 <sup>g</sup> | -.771              | .441  | -.051 | .714  |
|            | 東証第二部              | -.043 <sup>g</sup> | -.644              | .520  | -.043 | .600  |
|            | サービス               | .071 <sup>g</sup>  | 1.284              | .200  | .085  | .866  |

|   |            |                    |        |      |       |      |
|---|------------|--------------------|--------|------|-------|------|
| 6 | 医療品        | -.081 <sup>9</sup> | -1.527 | .128 | -.100 | .948 |
|   | 不動産        | -.020 <sup>9</sup> | -.389  | .697 | -.026 | .968 |
|   | 小・卸売       | .015 <sup>9</sup>  | .267   | .790 | .018  | .904 |
|   | 電気機器       | -.094 <sup>9</sup> | -1.813 | .071 | -.119 | .977 |
|   | 輸送用機器      | -.045 <sup>9</sup> | -.865  | .388 | -.057 | .986 |
|   | 精密機器       | -.065 <sup>9</sup> | -1.250 | .212 | -.082 | .969 |
|   | 水産・農林      | .002 <sup>9</sup>  | .046   | .963 | .003  | .954 |
|   | 金属製品       | .002 <sup>9</sup>  | .034   | .973 | .002  | .954 |
|   | 機械         | .027 <sup>9</sup>  | .526   | .600 | .035  | .978 |
|   | 食料品        | -.009 <sup>9</sup> | -.168  | .867 | -.011 | .981 |
|   | 銀行・証券・保険   | -.029 <sup>9</sup> | -.566  | .572 | -.037 | .987 |
|   | 倉庫・運送関連    | -.018 <sup>9</sup> | -.336  | .737 | -.022 | .968 |
|   | 電気・ガス      | -.060 <sup>9</sup> | -1.169 | .244 | -.077 | .991 |
|   | パルプ・紙      | .021 <sup>9</sup>  | .394   | .694 | .026  | .970 |
|   | REIT       | .008 <sup>9</sup>  | .143   | .887 | .009  | .874 |
|   | 建設         | .010 <sup>9</sup>  | .186   | .853 | .012  | .983 |
|   | 陸運         | -.029 <sup>9</sup> | -.551  | .582 | -.036 | .965 |
|   | 鉄鋼         | .018 <sup>9</sup>  | .346   | .730 | .023  | .988 |
|   | 証券商品先物     | -.052 <sup>9</sup> | -1.004 | .317 | -.066 | .972 |
|   | その他金融      | .023 <sup>9</sup>  | .439   | .661 | .029  | .970 |
|   | 空運         | .057 <sup>9</sup>  | 1.084  | .279 | .071  | .957 |
|   | 化学         | .067 <sup>9</sup>  | 1.235  | .218 | .081  | .910 |
|   | 注目度A       | .090 <sup>9</sup>  | 1.477  | .141 | .097  | .709 |
|   | 注目度B       | .038 <sup>9</sup>  | .726   | .468 | .048  | .957 |
|   | 注目度C       | -.084 <sup>9</sup> | -1.479 | .141 | -.097 | .810 |
|   | 注目度D       | -.084 <sup>9</sup> | -1.600 | .111 | -.105 | .954 |
|   | 設立日数       | -.002 <sup>9</sup> | -.037  | .970 | -.002 | .704 |
|   | 最低売買金額     | .002 <sup>9</sup>  | .042   | .966 | .003  | .906 |
|   | 発行済株式数     | -.037 <sup>9</sup> | -.689  | .492 | -.045 | .907 |
|   | 外部環境(2009) | -.054 <sup>9</sup> | -1.027 | .306 | -.068 | .956 |

a. Dependent Variable: IPO企業の初値騰落率

b. Predictors: (Constant), マザーズ

c. Predictors: (Constant), マザーズ, 累計分割数

d. Predictors: (Constant), マザーズ, 累計分割数, 外部環境(2011)

e. Predictors: (Constant), マザーズ, 累計分割数, 外部環境(2011), 外部環境(2012)

f. Predictors: (Constant), マザーズ, 累計分割数, 外部環境(2011), 外部環境(2012), JASDAQ

g. Predictors: (Constant), マザーズ, 累計分割数, 外部環境(2011), 外部環境(2012), JASDAQ, 情報・通信

#### 5.4.6 データ研究 ⑥

(データ研究⑥)「IPO の 3 ヶ月騰落率が、何れか要素に影響を与えられるか。」

過去 6 年間に於いて、上場市場、業種、注目度、外部環境、企業規模等): 説明変数

過去 6 年間に於いて、IPO 後企業の 3 ヶ月騰落率の変化: 非説明変数

※ 3 つの計算式は以下である。

- 「初値騰落率(%)」=  $((\text{初値} - \text{公募価格}) / \text{公募価格}) \times 100$
- 「IPO 後企業の 3 ヶ月騰落率(%)」=  $((\text{3 ヶ月株価} - \text{初値}) / \text{初値}) \times 100$
- 「IPO 後企業の 6 ヶ月騰落率(%)」=  $((\text{6 ヶ月株価} - \text{3 ヶ月株価}) / \text{3 ヶ月株価}) \times 100$

データ研究⑥の分析結果

Variables Entered/Removed<sup>a</sup>

| Model | Variables Entered | Variables Removed | Method  |
|-------|-------------------|-------------------|---|
| 1     | 累計分割数             | -                 | Stepwise (Criteria: Probability-of-F-to-enter <= .050, Probability-of-F-to-remove >= .100). |
| 2     | 情報・通信             | -                 | Stepwise (Criteria: Probability-of-F-to-enter <= .050, Probability-of-F-to-remove >= .100). |
| 3     | 東証第一部             | -                 | Stepwise (Criteria: Probability-of-F-to-enter <= .050, Probability-of-F-to-remove >= .100). |
| 4     | 水産・農林             | -                 | Stepwise (Criteria: Probability-of-F-to-enter <= .050, Probability-of-F-to-remove >= .100). |
| 5     | 外部環境 (2012)       | -                 | Stepwise (Criteria: Probability-of-F-to-enter <= .050, Probability-of-F-to-remove >= .100). |
| 6     | 医療品               | -                 | Stepwise (Criteria: Probability-of-F-to-enter <= .050, Probability-of-F-to-remove >= .100). |
| 7     | 設立日数              | -                 | Stepwise (Criteria: Probability-of-F-to-enter <= .050, Probability-of-F-to-remove >= .100). |
| 8     | 最低売買金額            | -                 | Stepwise (Criteria: Probability-of-F-to-enter <= .050, Probability-of-F-to-remove >= .100). |
| 9     | REIT              | -                 | Stepwise (Criteria: Probability-of-F-to-enter <= .050, Probability-of-F-to-remove >= .100). |

a. Dependent Variable: IPO後企業の3ヶ月騰落率

Model Summary

| Model | R                 | R Square | Adjusted R Square | Std. Error of the Estimate |
|-------|-------------------|----------|-------------------|----------------------------|
| 1     | .369 <sup>a</sup> | .136     | .132              | .408233                    |
| 2     | .416 <sup>b</sup> | .173     | .166              | .400188                    |
| 3     | .443 <sup>c</sup> | .196     | .186              | .395477                    |
| 4     | .463 <sup>d</sup> | .214     | .201              | .391845                    |
| 5     | .480 <sup>e</sup> | .230     | .214              | .388688                    |
| 6     | .496 <sup>f</sup> | .246     | .226              | .385578                    |
| 7     | .509 <sup>g</sup> | .259     | .237              | .382961                    |
| 8     | .526 <sup>h</sup> | .277     | .251              | .379296                    |
| 9     | .538 <sup>i</sup> | .289     | .261              | .376791                    |

a. Predictors: (Constant), 累計分割数

b. Predictors: (Constant), 累計分割数, 情報・通信

c. Predictors: (Constant), 累計分割数, 情報・通信, 東証第一部

d. Predictors: (Constant), 累計分割数, 情報・通信, 東証第一部, 水産・農林

e. Predictors: (Constant), 累計分割数, 情報・通信, 東証第一部, 水産・農林, 外部環境 (2012)

f. Predictors: (Constant), 累計分割数, 情報・通信, 東証第一部, 水産・農林, 外部環境 (2012), 医療品

g. Predictors: (Constant), 累計分割数, 情報・通信, 東証第一部, 水産・農林, 外部環境 (2012), 医療品, 設立日数

h. Predictors: (Constant), 累計分割数, 情報・通信, 東証第一部, 水産・農林, 外部環境 (2012), 医療品, 設立日数, 最低売買金額

i. Predictors: (Constant), 累計分割数, 情報・通信, 東証第一部, 水産・農林, 外部環境 (2012), 医療品, 設立日数, 最低売買金額, REIT

ANOVA<sup>a</sup>

|   | Model      | Sum of Squares | df  | Mean Square | F      | Sig.              |
|---|------------|----------------|-----|-------------|--------|-------------------|
| 1 | Regression | 6.174          | 1   | 6.174       | 37.045 | .000 <sup>b</sup> |
|   | Residual   | 39.164         | 235 | .167        |        |                   |
|   | Total      | 45.337         | 236 |             |        |                   |
| 2 | Regression | 7.862          | 2   | 3.931       | 24.546 | .000 <sup>c</sup> |
|   | Residual   | 37.475         | 234 | .160        |        |                   |
|   | Total      | 45.337         | 236 |             |        |                   |
| 3 | Regression | 8.896          | 3   | 2.965       | 18.959 | .000 <sup>d</sup> |
|   | Residual   | 36.442         | 233 | .156        |        |                   |
|   | Total      | 45.337         | 236 |             |        |                   |
| 4 | Regression | 9.716          | 4   | 2.429       | 15.819 | .000 <sup>e</sup> |
|   | Residual   | 35.622         | 232 | .154        |        |                   |
|   | Total      | 45.337         | 236 |             |        |                   |
| 5 | Regression | 10.438         | 5   | 2.088       | 13.819 | .000 <sup>f</sup> |
|   | Residual   | 34.899         | 231 | .151        |        |                   |
|   | Total      | 45.337         | 236 |             |        |                   |
| 6 | Regression | 11.143         | 6   | 1.857       | 12.492 | .000 <sup>g</sup> |
|   | Residual   | 34.194         | 230 | .149        |        |                   |
|   | Total      | 45.337         | 236 |             |        |                   |
| 7 | Regression | 11.753         | 7   | 1.679       | 11.448 | .000 <sup>h</sup> |
|   | Residual   | 33.585         | 229 | .147        |        |                   |
|   | Total      | 45.337         | 236 |             |        |                   |
| 8 | Regression | 12.536         | 8   | 1.567       | 10.892 | .000 <sup>i</sup> |
|   | Residual   | 32.801         | 228 | .144        |        |                   |
|   | Total      | 45.337         | 236 |             |        |                   |
| 9 | Regression | 13.110         | 9   | 1.457       | 10.260 | .000 <sup>j</sup> |
|   | Residual   | 32.228         | 227 | .142        |        |                   |
|   | Total      | 45.337         | 236 |             |        |                   |

a. Dependent Variable: IPO後企業の3ヶ月騰落率

b. Predictors: (Constant), 累計分割数

c. Predictors: (Constant), 累計分割数, 情報・通信

d. Predictors: (Constant), 累計分割数, 情報・通信, 東証第一部

e. Predictors: (Constant), 累計分割数, 情報・通信, 東証第一部, 水産・農林

f. Predictors: (Constant), 累計分割数, 情報・通信, 東証第一部, 水産・農林, 外部環境 (2012)

g. Predictors: (Constant), 累計分割数, 情報・通信, 東証第一部, 水産・農林, 外部環境 (2012), 医療品

h. Predictors: (Constant), 累計分割数, 情報・通信, 東証第一部, 水産・農林, 外部環境 (2012), 医療品, 設立日数

i. Predictors: (Constant), 累計分割数, 情報・通信, 東証第一部, 水産・農林, 外部環境 (2012), 医療品, 設立日数, 最低売買金額

j. Predictors: (Constant), 累計分割数, 情報・通信, 東証第一部, 水産・農林, 外部環境 (2012), 医療品, 設立日数, 最低売買金額, REIT

Coefficients<sup>a</sup>

| Model | Unstandardized Coefficients |            | Standardized Coefficients | t     | Sig.   |      |
|-------|-----------------------------|------------|---------------------------|-------|--------|------|
|       | B                           | Std. Error | Beta                      |       |        |      |
| 1     | (Constant)                  | -.289      | .029                      |       | -9.839 | .000 |
|       | 累計分割数                       | -.108      | .018                      | -.369 | -6.086 | .000 |
| 2     | (Constant)                  | -.257      | .030                      |       | -8.450 | .000 |
|       | 累計分割数                       | -.102      | .017                      | -.347 | -5.805 | .000 |
|       | 情報・通信                       | -.234      | .072                      | -.194 | -3.247 | .001 |
| 3     | (Constant)                  | -.287      | .032                      |       | -8.904 | .000 |
|       | 累計分割数                       | -.094      | .018                      | -.323 | -5.394 | .000 |
|       | 情報・通信                       | -.224      | .071                      | -.186 | -3.140 | .002 |
|       | 東証第一部                       | .218       | .085                      | .153  | 2.571  | .011 |
| 4     | (Constant)                  | -.293      | .032                      |       | -9.145 | .000 |
|       | 累計分割数                       | -.093      | .017                      | -.318 | -5.366 | .000 |
|       | 情報・通信                       | -.220      | .071                      | -.182 | -3.108 | .002 |
|       | 東証第一部                       | .224       | .084                      | .157  | 2.661  | .008 |
|       | 水産・農林                       | .909       | .393                      | .135  | 2.311  | .022 |
| 5     | (Constant)                  | -.321      | .034                      |       | -9.368 | .000 |
|       | 累計分割数                       | -.093      | .017                      | -.318 | -5.405 | .000 |
|       | 情報・通信                       | -.230      | .070                      | -.191 | -3.278 | .001 |
|       | 東証第一部                       | .242       | .084                      | .170  | 2.882  | .004 |
|       | 水産・農林                       | .937       | .390                      | .139  | 2.400  | .017 |
|       | 外部環境 (2012)                 | .140       | .064                      | .127  | 2.187  | .030 |
| 6     | (Constant)                  | -.341      | .035                      |       | -9.686 | .000 |
|       | 累計分割数                       | -.091      | .017                      | -.311 | -5.319 | .000 |
|       | 情報・通信                       | -.215      | .070                      | -.178 | -3.064 | .002 |
|       | 東証第一部                       | .250       | .083                      | .176  | 3.005  | .003 |
|       | 水産・農林                       | .956       | .387                      | .142  | 2.470  | .014 |
|       | 外部環境 (2012)                 | .144       | .063                      | .131  | 2.272  | .024 |
|       | 医療品                         | .233       | .107                      | .126  | 2.177  | .030 |
|       |                             |            |                           |       |        |      |
| 7     | (Constant)                  | -.396      | .044                      |       | -8.969 | .000 |
|       | 累計分割数                       | -.085      | .017                      | -.290 | -4.926 | .000 |
|       | 情報・通信                       | -.192      | .071                      | -.160 | -2.728 | .007 |
|       | 東証第一部                       | .250       | .083                      | .176  | 3.022  | .003 |
|       | 水産・農林                       | .990       | .385                      | .147  | 2.571  | .011 |
|       | 外部環境 (2012)                 | .133       | .063                      | .121  | 2.104  | .037 |
|       | 医療品                         | .255       | .107                      | .138  | 2.387  | .018 |
|       | 設立日数                        | 5.372E-06  | .000                      | .120  | 2.038  | .043 |
| 8     | (Constant)                  | -.419      | .045                      |       | -9.348 | .000 |
|       | 累計分割数                       | -.084      | .017                      | -.289 | -4.944 | .000 |
|       | 情報・通信                       | -.191      | .070                      | -.159 | -2.738 | .007 |
|       | 東証第一部                       | .236       | .082                      | .166  | 2.877  | .004 |
|       | 水産・農林                       | .996       | .381                      | .148  | 2.613  | .010 |
|       | 外部環境 (2012)                 | .135       | .063                      | .123  | 2.156  | .032 |
|       | 医療品                         | .255       | .106                      | .137  | 2.402  | .017 |
|       | 設立日数                        | 9.716E-06  | .000                      | .217  | 3.031  | .003 |
|       | 最低売買金額                      | -8.862E-09 | .000                      | -.163 | -2.334 | .020 |
| 9     | (Constant)                  | -.396      | .046                      |       | -8.639 | .000 |
|       | 累計分割数                       | -.085      | .017                      | -.289 | -4.982 | .000 |
|       | 情報・通信                       | -.192      | .069                      | -.160 | -2.774 | .006 |
|       | 東証第一部                       | .254       | .082                      | .179  | 3.098  | .002 |
|       | 水産・農林                       | .987       | .379                      | .146  | 2.607  | .010 |
|       | 外部環境 (2012)                 | .124       | .062                      | .113  | 1.996  | .047 |
|       | 医療品                         | .254       | .105                      | .137  | 2.409  | .017 |
|       | 設立日数                        | 6.452E-06  | .000                      | .144  | 1.805  | .072 |
|       | 最低売買金額                      | -1.815E-08 | .000                      | -.335 | -3.043 | .003 |
|       | REIT                        | .545       | .271                      | .250  | 2.010  | .046 |

a. Dependent Variable: IPO後企業の3ヶ月騰落率

(データ研究⑥)「IPO の 3 ヶ月騰落率が、何れか要素に影響を与えられるか。」

過去 6 年間において、上場市場、業種、注目度、外部環境、企業規模等):説明変数

過去 6 年間において、IPO 後企業の 3 ヶ月騰落率の変化:非説明変数

＜非説明変数 (IPO 後企業の 3 ヶ月騰落率の変化) に対して、説明変数「東証第一部」、「水産・農林」、「医療品」、「REIT」、「外部環境 (2012)」及び「設立日数」は正相関である。一方、説明変数「累計分割数」、「最低売買金額」及び「情報・通信」は逆相関であるということが分かった。1＞

＜非説明変数 (IPO 後企業の 3 ヶ月騰落率の変化) に対して、説明変数「東証第一部」、「水産・農林」、「医療品」、「REIT」、「外部環境 (2012)」、「設立日数」「累計分割数」、「最低売買金額」及び「情報・通信」は 1%水準で有意であることにより、相関性があったということが説明できる。＞

モデル 1～9 の分析結果は以下である。

| Model    | Beta In            | t      | Sig. | Partial Correlation | Collinearity Statistics |
|----------|--------------------|--------|------|---------------------|-------------------------|
|          |                    |        |      |                     | Tolerance               |
| 時価総額     | .023 <sup>b</sup>  | .373   | .709 | .024                | .998                    |
| 東証第一部    | .164 <sup>b</sup>  | 2.696  | .008 | .174                | .973                    |
| 東証第二部    | .048 <sup>b</sup>  | 0.785  | .433 | .051                | 1.000                   |
| マザーズ     | -.077 <sup>b</sup> | -1.208 | .228 | -.079               | .909                    |
| JASDAQ   | -.103 <sup>b</sup> | -1.664 | .098 | -.108               | .956                    |
| サービス     | -.036 <sup>b</sup> | -0.597 | .551 | -.039               | .999                    |
| 情報・通信    | -.194 <sup>b</sup> | -3.247 | .001 | -.208               | .987                    |
| 医療品      | .130 <sup>b</sup>  | 2.160  | .032 | .140                | .996                    |
| 不動産      | .010 <sup>b</sup>  | 0.161  | .872 | .011                | .999                    |
| 1 小・卸売   | .021 <sup>b</sup>  | 0.347  | .729 | .023                | .991                    |
| 電気機器     | .063 <sup>b</sup>  | 1.032  | .303 | .067                | .993                    |
| 輸送用機器    | -.007 <sup>b</sup> | -0.108 | .914 | -.007               | .998                    |
| 精密機器     | -.063 <sup>b</sup> | -1.034 | .302 | -.067               | .985                    |
| 水産・農林    | .135 <sup>b</sup>  | 2.241  | .026 | .145                | .999                    |
| 金属製品     | -.065 <sup>b</sup> | -1.069 | .286 | -.070               | .999                    |
| 機械       | -.042 <sup>b</sup> | -0.699 | .485 | -.046               | 1.000                   |
| 食料品      | -.014 <sup>b</sup> | -0.224 | .823 | -.015               | .996                    |
| 銀行・証券・保険 | -.018 <sup>b</sup> | -0.302 | .763 | -.020               | .994                    |
| 倉庫・運送関連  | -.064 <sup>b</sup> | -1.048 | .296 | -.068               | .999                    |
| 電気・ガス    | .083 <sup>b</sup>  | 1.372  | .171 | .089                | .998                    |

1 1%水準で有意である説明変数のみを挙げられる。

|          |             |                    |                   |      |       |       |
|----------|-------------|--------------------|-------------------|------|-------|-------|
| 1        | パルプ・紙       | .025 <sup>b</sup>  | 0.419             | .676 | .027  | .999  |
|          | REIT        | .060 <sup>b</sup>  | 0.982             | .327 | .064  | .990  |
|          | 建設          | -.048 <sup>b</sup> | -0.794            | .428 | -.052 | .997  |
|          | 陸運          | .056 <sup>b</sup>  | 0.929             | .354 | .061  | 1.000 |
|          | 鉄鋼          | -.004 <sup>b</sup> | -0.066            | .947 | -.004 | .999  |
|          | 証券商品先物      | .052 <sup>b</sup>  | 0.845             | .399 | .055  | .988  |
|          | その他金融       | .153 <sup>b</sup>  | 2.544             | .012 | .164  | .999  |
|          | 空運          | -.038 <sup>b</sup> | -0.619            | .537 | -.040 | 1.000 |
|          | 化学          | .073 <sup>b</sup>  | 1.205             | .229 | .079  | .997  |
|          | 注目度A        | -.156 <sup>b</sup> | -2.539            | .012 | -.164 | .953  |
|          | 注目度B        | -.049 <sup>b</sup> | -0.808            | .420 | -.053 | 1.000 |
|          | 注目度C        | .121 <sup>b</sup>  | 1.981             | .049 | .128  | .969  |
|          | 注目度D        | .112 <sup>b</sup>  | 1.855             | .065 | .120  | .994  |
|          | 設立日数        | .136 <sup>b</sup>  | 2.218             | .028 | .143  | .968  |
|          | 最低売買金額      | -.037 <sup>b</sup> | -0.608            | .544 | -.040 | .993  |
|          | 発行済株式数      | .014 <sup>b</sup>  | 0.236             | .814 | .015  | .997  |
|          | 外部環境 (2009) | -.039 <sup>b</sup> | -.637             | .525 | -.042 | 1.000 |
|          | 外部環境 (2011) | -.052 <sup>b</sup> | -.858             | .392 | -.056 | 1.000 |
|          | 外部環境 (2012) | .092 <sup>b</sup>  | 1.520             | .130 | .099  | .999  |
|          | 2           | 時価総額               | .011 <sup>c</sup> | .179 | .858  | .012  |
| 東証第一部    |             | .153 <sup>c</sup>  | 2.571             | .011 | .166  | .970  |
| 東証第二部    |             | .032 <sup>c</sup>  | .542              | .589 | .035  | .993  |
| マザーズ     |             | -.040 <sup>c</sup> | -.636             | .525 | -.042 | .877  |
| JASDAQ   |             | -.114 <sup>c</sup> | -1.879            | .062 | -.122 | .953  |
| サービス     |             | -.082 <sup>c</sup> | -1.349            | .179 | -.088 | .952  |
| 医療品      |             | .112 <sup>c</sup>  | 1.876             | .062 | .122  | .986  |
| 不動産      |             | -.008 <sup>c</sup> | -.136             | .892 | -.009 | .991  |
| 小・卸売     |             | -.012 <sup>c</sup> | -.201             | .841 | -.013 | .962  |
| 電気機器     |             | .050 <sup>c</sup>  | .839              | .402 | .055  | .989  |
| 輸送用機器    |             | -.013 <sup>c</sup> | -.223             | .824 | -.015 | .997  |
| 精密機器     |             | -.076 <sup>c</sup> | -1.264            | .207 | -.083 | .981  |
| 水産・農林    |             | .130 <sup>c</sup>  | 2.205             | .028 | .143  | .998  |
| 金属製品     |             | -.070 <sup>c</sup> | -1.172            | .242 | -.077 | .998  |
| 機械       |             | -.052 <sup>c</sup> | -.882             | .379 | -.058 | .997  |
| 食料品      |             | -.029 <sup>c</sup> | -.481             | .631 | -.032 | .990  |
| 銀行・証券・保険 |             | -.030 <sup>c</sup> | -.507             | .613 | -.033 | .990  |
| 倉庫・運送関連  |             | -.068 <sup>c</sup> | -1.150            | .251 | -.075 | .998  |
| 電気・ガス    |             | .076 <sup>c</sup>  | 1.287             | .200 | .084  | .997  |
| パルプ・紙    |             | .021 <sup>c</sup>  | .347              | .729 | .023  | .998  |
| REIT     |             | .045 <sup>c</sup>  | .745              | .457 | .049  | .984  |
| 建設       |             | -.057 <sup>c</sup> | -.951             | .343 | -.062 | .995  |
| 陸運       |             | .047 <sup>c</sup>  | .790              | .430 | .052  | .998  |
| 鉄鋼       |             | -.009 <sup>c</sup> | -.147             | .883 | -.010 | .998  |
| 証券商品先物   |             | .041 <sup>c</sup>  | .692              | .490 | .045  | .985  |
| その他金融    |             | .148 <sup>c</sup>  | 2.515             | .013 | .163  | .998  |
| 空運       |             | -.046 <sup>c</sup> | -.768             | .443 | -.050 | .998  |
| 化学       |             | .057 <sup>c</sup>  | .949              | .343 | .062  | .990  |
| 注目度A     |             | -.108 <sup>c</sup> | -1.708            | .089 | -.111 | .875  |

|             |                    |                    |        |       |       |       |
|-------------|--------------------|--------------------|--------|-------|-------|-------|
| 2           | 注目度B               | -.088 <sup>c</sup> | -1.457 | .146  | -.095 | .965  |
|             | 注目度C               | .093 <sup>c</sup>  | 1.531  | .127  | .100  | .946  |
|             | 注目度D               | .106 <sup>c</sup>  | 1.791  | .075  | .117  | .993  |
|             | 設立日数               | .110 <sup>c</sup>  | 1.818  | .070  | .118  | .949  |
|             | 最低売買金額             | -.051 <sup>c</sup> | -.856  | .393  | -.056 | .987  |
|             | 発行済株式数             | .010 <sup>c</sup>  | .175   | .861  | .011  | .997  |
|             | 外部環境 (2009)        | -.036 <sup>c</sup> | -.600  | .549  | -.039 | 1.000 |
|             | 外部環境 (2011)        | -.017 <sup>c</sup> | -.280  | .780  | -.018 | .965  |
|             | 外部環境 (2012)        | .107 <sup>c</sup>  | 1.805  | .072  | .117  | .994  |
| 3           | 時価総額               | -.105 <sup>d</sup> | -1.492 | .137  | -.097 | .690  |
|             | 東証第二部              | .057 <sup>d</sup>  | .949   | .344  | .062  | .971  |
|             | マザーズ               | .008 <sup>d</sup>  | .125   | .901  | .008  | .800  |
|             | JASDAQ             | -.084 <sup>d</sup> | -1.358 | .176  | -.089 | .906  |
|             | サービス               | -.063 <sup>d</sup> | -1.037 | .301  | -.068 | .936  |
|             | 医療品                | .119 <sup>d</sup>  | 2.017  | .045  | .131  | .984  |
|             | 不動産                | -.005 <sup>d</sup> | -.087  | .931  | -.006 | .990  |
|             | 小・卸売               | -.004 <sup>d</sup> | -.066  | .948  | -.004 | .959  |
|             | 電気機器               | .037 <sup>d</sup>  | .628   | .531  | .041  | .981  |
|             | 輸送用機器              | -.007 <sup>d</sup> | -.119  | .905  | -.008 | .995  |
|             | 精密機器               | -.072 <sup>d</sup> | -1.221 | .223  | -.080 | .981  |
|             | 水産・農林              | .135 <sup>d</sup>  | 2.311  | .022  | .150  | .998  |
|             | 金属製品               | -.065 <sup>d</sup> | -1.111 | .268  | -.073 | .998  |
|             | 機械                 | -.047 <sup>d</sup> | -.793  | .429  | -.052 | .995  |
|             | 食料品                | -.049 <sup>d</sup> | -.826  | .410  | -.054 | .973  |
|             | 銀行・証券・保険           | -.047 <sup>d</sup> | -.789  | .431  | -.052 | .979  |
|             | 倉庫・運送関連            | -.064 <sup>d</sup> | -1.089 | .277  | -.071 | .998  |
|             | 電気・ガス              | .060 <sup>d</sup>  | 1.021  | .308  | .067  | .985  |
|             | パルプ・紙              | .025 <sup>d</sup>  | .427   | .670  | .028  | .998  |
|             | REIT               | .060 <sup>d</sup>  | 1.003  | .317  | .066  | .975  |
|             | 建設                 | -.068 <sup>d</sup> | -1.157 | .248  | -.076 | .990  |
|             | 陸運                 | .016 <sup>d</sup>  | .274   | .785  | .018  | .955  |
|             | 鉄鋼                 | -.004 <sup>d</sup> | -.074  | .941  | -.005 | .998  |
|             | 証券商品先物             | .044 <sup>d</sup>  | .743   | .458  | .049  | .985  |
|             | その他金融              | .124 <sup>d</sup>  | 2.089  | .038  | .136  | .964  |
|             | 空運                 | -.065 <sup>d</sup> | -1.098 | .273  | -.072 | .983  |
|             | 化学                 | .043 <sup>d</sup>  | .723   | .470  | .047  | .981  |
|             | 注目度A               | -.104 <sup>d</sup> | -1.661 | .098  | -.108 | .874  |
|             | 注目度B               | -.087 <sup>d</sup> | -1.466 | .144  | -.096 | .965  |
|             | 注目度C               | .113 <sup>d</sup>  | 1.864  | .064  | .121  | .934  |
|             | 注目度D               | .100 <sup>d</sup>  | 1.707  | .089  | .111  | .991  |
|             | 設立日数               | .110 <sup>d</sup>  | 1.841  | .067  | .120  | .949  |
|             | 最低売買金額             | -.042 <sup>d</sup> | -.713  | .476  | -.047 | .984  |
| 発行済株式数      | -.119 <sup>d</sup> | -1.640             | .102   | -.107 | .656  |       |
| 外部環境 (2009) | -.034 <sup>d</sup> | -.582              | .561   | -.038 | 1.000 |       |
| 外部環境 (2011) | -.011 <sup>d</sup> | -.191              | .848   | -.013 | .964  |       |
| 外部環境 (2012) | .123 <sup>d</sup>  | 2.088              | .038   | .136  | .985  |       |
| 4           | 時価総額               | -.104 <sup>e</sup> | -1.490 | .138  | -.098 | .690  |
|             | 東証第二部              | .061 <sup>e</sup>  | 1.038  | .300  | .068  | .970  |

|             |                   |                    |        |      |       |      |
|-------------|-------------------|--------------------|--------|------|-------|------|
| 4           | マザーズ              | .018 <sup>e</sup>  | .275   | .784 | .018  | .796 |
|             | JASDAQ            | -.102 <sup>e</sup> | -1.662 | .098 | -.109 | .894 |
|             | サービス              | -.057 <sup>e</sup> | -.943  | .347 | -.062 | .934 |
|             | 医療品               | .122 <sup>e</sup>  | 2.089  | .038 | .136  | .984 |
|             | 不動産               | -.003 <sup>e</sup> | -.046  | .964 | -.003 | .990 |
|             | 小・卸売              | .001 <sup>e</sup>  | .018   | .985 | .001  | .958 |
|             | 電気機器              | .039 <sup>e</sup>  | .664   | .507 | .044  | .981 |
|             | 輸送用機器             | -.006 <sup>e</sup> | -.099  | .922 | -.006 | .995 |
|             | 精密機器              | -.072 <sup>e</sup> | -1.219 | .224 | -.080 | .981 |
|             | 金属製品              | -.064 <sup>e</sup> | -1.105 | .270 | -.073 | .998 |
|             | 機械                | -.045 <sup>e</sup> | -.779  | .437 | -.051 | .995 |
|             | 食料品               | -.048 <sup>e</sup> | -.818  | .414 | -.054 | .973 |
|             | 銀行・証券・保険          | -.045 <sup>e</sup> | -.770  | .442 | -.051 | .979 |
|             | 倉庫・運送関連           | -.063 <sup>e</sup> | -1.083 | .280 | -.071 | .998 |
|             | 電気・ガス             | .061 <sup>e</sup>  | 1.042  | .299 | .068  | .984 |
|             | パルプ・紙             | .026 <sup>e</sup>  | .446   | .656 | .029  | .998 |
|             | REIT              | .063 <sup>e</sup>  | 1.064  | .289 | .070  | .974 |
|             | 建設                | -.067 <sup>e</sup> | -1.149 | .252 | -.075 | .990 |
|             | 陸運                | .017 <sup>e</sup>  | .282   | .778 | .019  | .955 |
|             | 鉄鋼                | -.003 <sup>e</sup> | -.059  | .953 | -.004 | .998 |
|             | 証券商品先物            | .045 <sup>e</sup>  | .760   | .448 | .050  | .985 |
|             | その他金融             | .124 <sup>e</sup>  | 2.110  | .036 | .137  | .964 |
|             | 空運                | -.065 <sup>e</sup> | -1.101 | .272 | -.072 | .983 |
|             | 化学                | .044 <sup>e</sup>  | .753   | .452 | .049  | .981 |
|             | 注目度A              | -.099 <sup>e</sup> | -1.603 | .110 | -.105 | .874 |
|             | 注目度B              | -.081 <sup>e</sup> | -1.365 | .173 | -.089 | .963 |
|             | 注目度C              | .099 <sup>e</sup>  | 1.648  | .101 | .108  | .924 |
|             | 注目度D              | .103 <sup>e</sup>  | 1.762  | .079 | .115  | .991 |
|             | 設立日数              | .117 <sup>e</sup>  | 1.962  | .051 | .128  | .947 |
|             | 最低売買金額            | -.040 <sup>e</sup> | -.675  | .500 | -.044 | .984 |
|             | 発行済株式数            | -.118 <sup>e</sup> | -1.645 | .101 | -.108 | .656 |
|             | 外部環境 (2009)       | -.032 <sup>e</sup> | -.555  | .580 | -.036 | .999 |
|             | 外部環境 (2011)       | -.037 <sup>e</sup> | -.615  | .539 | -.040 | .933 |
| 外部環境 (2012) | .127 <sup>e</sup> | 2.187              | .030   | .142 | .984  |      |
| 5           | 時価総額              | -.113 <sup>f</sup> | -1.623 | .106 | -.106 | .688 |
|             | 東証第二部             | .070 <sup>f</sup>  | 1.201  | .231 | .079  | .965 |
|             | マザーズ              | .025 <sup>f</sup>  | .388   | .698 | .026  | .794 |
|             | JASDAQ            | -.114 <sup>f</sup> | -1.867 | .063 | -.122 | .887 |
|             | サービス              | -.066 <sup>f</sup> | -1.098 | .273 | -.072 | .930 |
|             | 医療品               | .126 <sup>f</sup>  | 2.177  | .030 | .142  | .983 |
|             | 不動産               | .004 <sup>f</sup>  | .074   | .941 | .005  | .987 |
|             | 小・卸売              | -.008 <sup>f</sup> | -.140  | .889 | -.009 | .953 |
|             | 電気機器              | .040 <sup>f</sup>  | .691   | .490 | .046  | .981 |
|             | 輸送用機器             | .000 <sup>f</sup>  | .003   | .997 | .000  | .993 |
|             | 精密機器              | -.064 <sup>f</sup> | -1.103 | .271 | -.073 | .977 |
|             | 金属製品              | -.060 <sup>f</sup> | -1.042 | .298 | -.069 | .996 |
|             | 機械                | -.038 <sup>f</sup> | -.660  | .510 | -.044 | .992 |
|             | 食料品               | -.049 <sup>f</sup> | -.832  | .406 | -.055 | .973 |

|             |                    |                    |        |       |       |      |
|-------------|--------------------|--------------------|--------|-------|-------|------|
| 5           | 銀行・証券・保険           | -.046 <sup>f</sup> | -.784  | .434  | -.052 | .979 |
|             | 倉庫・運送関連            | -.081 <sup>f</sup> | -1.395 | .164  | -.092 | .980 |
|             | 電気・ガス              | .065 <sup>f</sup>  | 1.122  | .263  | .074  | .983 |
|             | パルプ・紙              | .010 <sup>f</sup>  | .164   | .870  | .011  | .980 |
|             | REIT               | .050 <sup>f</sup>  | .842   | .401  | .055  | .963 |
|             | 建設                 | -.062 <sup>f</sup> | -1.059 | .291  | -.070 | .988 |
|             | 陸運                 | .021 <sup>f</sup>  | .359   | .720  | .024  | .954 |
|             | 鉄鋼                 | .001 <sup>f</sup>  | .013   | .990  | .001  | .996 |
|             | 証券商品先物             | .051 <sup>f</sup>  | .870   | .385  | .057  | .983 |
|             | その他金融              | .107 <sup>f</sup>  | 1.802  | .073  | .118  | .941 |
|             | 空運                 | -.076 <sup>f</sup> | -1.303 | .194  | -.086 | .976 |
|             | 化学                 | .047 <sup>f</sup>  | .805   | .422  | .053  | .981 |
|             | 注目度A               | -.083 <sup>f</sup> | -1.333 | .184  | -.088 | .858 |
|             | 注目度B               | -.084 <sup>f</sup> | -1.432 | .153  | -.094 | .962 |
|             | 注目度C               | .083 <sup>f</sup>  | 1.368  | .173  | .090  | .906 |
|             | 注目度D               | .097 <sup>f</sup>  | 1.669  | .096  | .109  | .988 |
|             | 設立日数               | .106 <sup>f</sup>  | 1.788  | .075  | .117  | .940 |
|             | 最低売買金額             | -.048 <sup>f</sup> | -.821  | .413  | -.054 | .980 |
|             | 発行済株式数             | -.120 <sup>f</sup> | -1.688 | .093  | -.111 | .656 |
|             | 外部環境 (2009)        | -.018 <sup>f</sup> | -.314  | .754  | -.021 | .987 |
| 外部環境 (2011) | -.010 <sup>f</sup> | -.165              | .869   | -.011 | .892  |      |
| 6           | 時価総額               | -.133 <sup>g</sup> | -1.928 | .055  | -.126 | .677 |
|             | 東証第二部              | .073 <sup>g</sup>  | 1.259  | .209  | .083  | .964 |
|             | マザーズ               | .009 <sup>g</sup>  | .145   | .885  | .010  | .784 |
|             | JASDAQ             | -.095 <sup>g</sup> | -1.546 | .124  | -.102 | .864 |
|             | サービス               | -.046 <sup>g</sup> | -.759  | .448  | -.050 | .905 |
|             | 不動産                | .013 <sup>g</sup>  | .228   | .820  | .015  | .982 |
|             | 小・卸売               | .009 <sup>g</sup>  | .148   | .882  | .010  | .936 |
|             | 電気機器               | .047 <sup>g</sup>  | .814   | .417  | .054  | .978 |
|             | 輸送用機器              | .004 <sup>g</sup>  | .075   | .940  | .005  | .992 |
|             | 精密機器               | -.061 <sup>g</sup> | -1.045 | .297  | -.069 | .976 |
|             | 金属製品               | -.057 <sup>g</sup> | -1.000 | .318  | -.066 | .996 |
|             | 機械                 | -.034 <sup>g</sup> | -.587  | .558  | -.039 | .991 |
|             | 食料品                | -.044 <sup>g</sup> | -.753  | .452  | -.050 | .972 |
|             | 銀行・証券・保険           | -.040 <sup>g</sup> | -.687  | .493  | -.045 | .977 |
|             | 倉庫・運送関連            | -.079 <sup>g</sup> | -1.366 | .173  | -.090 | .980 |
|             | 電気・ガス              | .069 <sup>g</sup>  | 1.189  | .236  | .078  | .983 |
|             | パルプ・紙              | .012 <sup>g</sup>  | .205   | .838  | .014  | .980 |
|             | REIT               | .059 <sup>g</sup>  | 1.004  | .316  | .066  | .958 |
|             | 建設                 | -.057 <sup>g</sup> | -.992  | .322  | -.065 | .986 |
|             | 陸運                 | .025 <sup>g</sup>  | .420   | .675  | .028  | .953 |
|             | 鉄鋼                 | .004 <sup>g</sup>  | .063   | .949  | .004  | .996 |
|             | 証券商品先物             | .054 <sup>g</sup>  | .931   | .353  | .061  | .982 |
|             | その他金融              | .108 <sup>g</sup>  | 1.835  | .068  | .120  | .941 |
|             | 空運                 | -.074 <sup>g</sup> | -1.273 | .204  | -.084 | .976 |
|             | 化学                 | .053 <sup>g</sup>  | .922   | .357  | .061  | .978 |
|             | 注目度A               | -.087 <sup>g</sup> | -1.412 | .159  | -.093 | .857 |
| 注目度B        | -.066 <sup>g</sup> | -1.122             | .263   | -.074 | .940  |      |
| 注目度C        | .090 <sup>g</sup>  | 1.491              | .137   | .098  | .904  |      |

|             |                    |                    |        |       |       |      |
|-------------|--------------------|--------------------|--------|-------|-------|------|
| 6           | 注目度D               | .066 <sup>g</sup>  | 1.103  | .271  | .073  | .909 |
|             | 設立日数               | .120 <sup>g</sup>  | 2.038  | .043  | .133  | .930 |
|             | 最低売買金額             | -.040 <sup>g</sup> | -.693  | .489  | -.046 | .976 |
|             | 発行済株式数             | -.135 <sup>g</sup> | -1.910 | .057  | -.125 | .651 |
|             | 外部環境 (2009)        | -.033 <sup>g</sup> | -.568  | .570  | -.038 | .974 |
|             | 外部環境 (2011)        | -.022 <sup>g</sup> | -.358  | .720  | -.024 | .885 |
| 7           | 時価総額               | -.140 <sup>h</sup> | -2.031 | .043  | -.133 | .676 |
|             | 東証第二部              | .048 <sup>h</sup>  | .813   | .417  | .054  | .912 |
|             | マザーズ               | .085 <sup>h</sup>  | 1.182  | .238  | .078  | .628 |
|             | JASDAQ             | -.090 <sup>h</sup> | -1.476 | .141  | -.097 | .863 |
|             | サービス               | -.013 <sup>h</sup> | -.210  | .834  | -.014 | .836 |
|             | 不動産                | .020 <sup>h</sup>  | .349   | .727  | .023  | .979 |
|             | 小・卸売               | .012 <sup>h</sup>  | .197   | .844  | .013  | .936 |
|             | 電気機器               | .045 <sup>h</sup>  | .789   | .431  | .052  | .978 |
|             | 輸送用機器              | .008 <sup>h</sup>  | .140   | .889  | .009  | .991 |
|             | 精密機器               | -.060 <sup>h</sup> | -1.038 | .301  | -.069 | .976 |
|             | 金属製品               | -.060 <sup>h</sup> | -1.046 | .297  | -.069 | .996 |
|             | 機械                 | -.052 <sup>h</sup> | -.900  | .369  | -.060 | .969 |
|             | 食料品                | -.042 <sup>h</sup> | -.728  | .468  | -.048 | .971 |
|             | 銀行・証券・保険           | -.035 <sup>h</sup> | -.601  | .549  | -.040 | .975 |
|             | 倉庫・運送関連            | -.075 <sup>h</sup> | -1.298 | .195  | -.086 | .978 |
|             | 電気・ガス              | .069 <sup>h</sup>  | 1.196  | .233  | .079  | .983 |
|             | パルプ・紙              | -.007 <sup>h</sup> | -.122  | .903  | -.008 | .955 |
|             | REIT               | -.043 <sup>h</sup> | -.539  | .591  | -.036 | .505 |
|             | 建設                 | -.050 <sup>h</sup> | -.869  | .386  | -.057 | .982 |
|             | 陸運                 | .019 <sup>h</sup>  | .321   | .748  | .021  | .951 |
|             | 鉄鋼                 | .011 <sup>h</sup>  | .191   | .849  | .013  | .992 |
|             | 証券商品先物             | .046 <sup>h</sup>  | .800   | .425  | .053  | .978 |
|             | その他金融              | .108 <sup>h</sup>  | 1.858  | .064  | .122  | .941 |
|             | 空運                 | -.076 <sup>h</sup> | -1.328 | .186  | -.088 | .975 |
|             | 化学                 | .051 <sup>h</sup>  | .885   | .377  | .059  | .978 |
|             | 注目度A               | -.062 <sup>h</sup> | -.986  | .325  | -.065 | .814 |
|             | 注目度B               | -.057 <sup>h</sup> | -.960  | .338  | -.063 | .933 |
|             | 注目度C               | .057 <sup>h</sup>  | .905   | .367  | .060  | .815 |
|             | 注目度D               | .060 <sup>h</sup>  | 1.012  | .313  | .067  | .906 |
|             | 最低売買金額             | -.163 <sup>h</sup> | -2.334 | .020  | -.153 | .647 |
|             | 発行済株式数             | -.120 <sup>h</sup> | -1.702 | .090  | -.112 | .643 |
|             | 外部環境 (2009)        | -.042 <sup>h</sup> | -.729  | .467  | -.048 | .968 |
| 外部環境 (2011) | -.029 <sup>h</sup> | -.477              | .634   | -.032 | .883  |      |
| 8           | 時価総額               | -.114 <sup>i</sup> | -1.635 | .103  | -.108 | .653 |
|             | 東証第二部              | .009 <sup>i</sup>  | .148   | .883  | .010  | .835 |
|             | マザーズ               | .106 <sup>i</sup>  | 1.485  | .139  | .098  | .619 |
|             | JASDAQ             | -.117 <sup>i</sup> | -1.908 | .058  | -.126 | .840 |
|             | サービス               | -.010 <sup>i</sup> | -.165  | .869  | -.011 | .835 |
|             | 不動産                | .017 <sup>i</sup>  | .292   | .770  | .019  | .978 |
|             | 小・卸売               | -.007 <sup>i</sup> | -.113  | .910  | -.008 | .919 |
|             | 電気機器               | .037 <sup>i</sup>  | .650   | .516  | .043  | .974 |
|             | 輸送用機器              | .007 <sup>i</sup>  | .123   | .902  | .008  | .991 |
|             | 精密機器               | -.061 <sup>i</sup> | -1.078 | .282  | -.071 | .976 |

|             |                    |                     |        |       |       |      |
|-------------|--------------------|---------------------|--------|-------|-------|------|
| 8           | 金属製品               | -0.065 <sup>i</sup> | -1.144 | .254  | -.076 | .994 |
|             | 機械                 | -.072 <sup>i</sup>  | -1.241 | .216  | -.082 | .951 |
|             | 食料品                | -.045 <sup>i</sup>  | -.781  | .436  | -.052 | .971 |
|             | 銀行・証券・保険           | -.029 <sup>i</sup>  | -.512  | .609  | -.034 | .973 |
|             | 倉庫・運送関連            | -.076 <sup>i</sup>  | -1.332 | .184  | -.088 | .978 |
|             | 電気・ガス              | .066 <sup>i</sup>   | 1.158  | .248  | .077  | .982 |
|             | パルプ・紙              | -.028 <sup>i</sup>  | -.485  | .628  | -.032 | .932 |
|             | REIT               | .250 <sup>i</sup>   | 2.010  | .046  | .132  | .202 |
|             | 建設                 | -.048 <sup>i</sup>  | -.844  | .400  | -.056 | .982 |
|             | 陸運                 | .012 <sup>i</sup>   | .205   | .838  | .014  | .948 |
|             | 鉄鋼                 | .014 <sup>i</sup>   | .241   | .810  | .016  | .992 |
|             | 証券商品先物             | .038 <sup>i</sup>   | .662   | .508  | .044  | .974 |
|             | その他金融              | .106 <sup>i</sup>   | 1.835  | .068  | .121  | .940 |
|             | 空運                 | -.081 <sup>i</sup>  | -1.428 | .155  | -.094 | .974 |
|             | 化学                 | .043 <sup>i</sup>   | .761   | .448  | .050  | .975 |
|             | 注目度A               | -.050 <sup>i</sup>  | -.804  | .422  | -.053 | .808 |
|             | 注目度B               | -.060 <sup>i</sup>  | -1.032 | .303  | -.068 | .932 |
|             | 注目度C               | .047 <sup>i</sup>   | .743   | .458  | .049  | .811 |
|             | 注目度D               | .070 <sup>i</sup>   | 1.186  | .237  | .078  | .902 |
|             | 発行済株式数             | -.096 <sup>i</sup>  | -1.343 | .180  | -.089 | .625 |
|             | 外部環境 (2009)        | -.054 <sup>i</sup>  | -.940  | .348  | -.062 | .961 |
| 外部環境 (2011) | -.042 <sup>i</sup> | -.697               | .486   | -.046 | .875  |      |
| 9           | 時価総額               | -.117 <sup>j</sup>  | -1.696 | .091  | -.112 | .652 |
|             | 東証第二部              | .044 <sup>j</sup>   | .687   | .493  | .046  | .780 |
|             | マザーズ               | .091 <sup>j</sup>   | 1.275  | .204  | .085  | .611 |
|             | JASDAQ             | -.101 <sup>j</sup>  | -1.640 | .102  | -.108 | .822 |
|             | サービス               | -.013 <sup>j</sup>  | -.207  | .836  | -.014 | .835 |
|             | 不動産                | .018 <sup>j</sup>   | .315   | .753  | .021  | .978 |
|             | 小・卸売               | .006 <sup>j</sup>   | .101   | .920  | .007  | .909 |
|             | 電気機器               | .043 <sup>j</sup>   | .749   | .455  | .050  | .972 |
|             | 輸送用機器              | .008 <sup>j</sup>   | .136   | .892  | .009  | .991 |
|             | 精密機器               | -.061 <sup>j</sup>  | -1.072 | .285  | -.071 | .976 |
|             | 金属製品               | -.061 <sup>j</sup>  | -1.095 | .275  | -.073 | .993 |
|             | 機械                 | -.059 <sup>j</sup>  | -1.023 | .307  | -.068 | .939 |
|             | 食料品                | -.044 <sup>j</sup>  | -.769  | .442  | -.051 | .971 |
|             | 銀行・証券・保険           | -.021 <sup>j</sup>  | -.368  | .713  | -.024 | .968 |
|             | 倉庫・運送関連            | -.074 <sup>j</sup>  | -1.310 | .191  | -.087 | .978 |
|             | 電気・ガス              | .067 <sup>j</sup>   | 1.180  | .239  | .078  | .982 |
|             | パルプ・紙              | -.012 <sup>j</sup>  | -.205  | .837  | -.014 | .913 |
|             | 建設                 | -.051 <sup>j</sup>  | -.903  | .368  | -.060 | .981 |
|             | 陸運                 | .015 <sup>j</sup>   | .263   | .793  | .017  | .947 |
|             | 鉄鋼                 | .011 <sup>j</sup>   | .196   | .845  | .013  | .991 |
|             | 証券商品先物             | .044 <sup>j</sup>   | .769   | .443  | .051  | .971 |
|             | その他金融              | .107 <sup>j</sup>   | 1.873  | .062  | .124  | .940 |
|             | 空運                 | -.078 <sup>j</sup>  | -1.370 | .172  | -.091 | .973 |
| 化学          | .048 <sup>j</sup>  | .843                | .400   | .056  | .973  |      |
| 注目度A        | -.056 <sup>j</sup> | -.901               | .369   | -.060 | .807  |      |
| 注目度B        | -.070 <sup>j</sup> | -1.206              | .229   | -.080 | .926  |      |

|   |             |                    |        |      |       |      |
|---|-------------|--------------------|--------|------|-------|------|
|   | 注目度C        | .064 <sup>j</sup>  | 1.015  | .311 | .067  | .798 |
|   | 注目度D        | .072 <sup>j</sup>  | 1.226  | .222 | .081  | .902 |
| 9 | 発行済株式数      | -.087 <sup>j</sup> | -1.233 | .219 | -.082 | .622 |
|   | 外部環境 (2009) | -.046 <sup>j</sup> | -.808  | .420 | -.054 | .956 |
|   | 外部環境 (2011) | -.035 <sup>j</sup> | -.587  | .558 | -.039 | .872 |

a. Dependent Variable: IPO後企業の3ヶ月騰落率

b. Predictors in the Model: (Constant), 累計分割数

c. Predictors in the Model: (Constant), 累計分割数, 情報・通信

d. Predictors in the Model: (Constant), 累計分割数, 情報・通信, 東証第一部

e. Predictors in the Model: (Constant), 累計分割数, 情報・通信, 東証第一部, 水産・農林

f. Predictors in the Model: (Constant), 累計分割数, 情報・通信, 東証第一部, 水産・農林, 外部環境 (2012)

g. Predictors in the Model: (Constant), 累計分割数, 情報・通信, 東証第一部, 水産・農林, 外部環境 (2012), 医療品

h. Predictors in the Model: (Constant), 累計分割数, 情報・通信, 東証第一部, 水産・農林, 外部環境 (2012), 医療品, 設立日数

i. Predictors in the Model: (Constant), 累計分割数, 情報・通信, 東証第一部, 水産・農林, 外部環境 (2012), 医療品, 設立日数, 最低売買金額

j. Predictors in the Model: (Constant), 累計分割数, 情報・通信, 東証第一部, 水産・農林, 外部環境 (2012), 医療品, 設立日数, 最低売買金額, REIT

### 5.4.7 データ研究 ⑦

(データ研究⑦)「IPO の 6 ヶ月騰落率が、何れか要素に影響を与えられるか。」

過去 6 年間に於いて、上場市場、業種、注目度、外部環境、企業規模等): **説明変数**

過去 6 年間に於いて、IPO 後企業の 6 ヶ月騰落率の変化: **非説明変数**

※ 3 つの計算式は以下である。

- 「初値騰落率(%)」=  $((\text{初値} - \text{公募価格}) / \text{公募価格}) \times 100$
- 「IPO 後企業の 3 ヶ月騰落率(%)」=  $((\text{3 ヶ月株価} - \text{初値}) / \text{初値}) \times 100$
- 「IPO 後企業の 6 ヶ月騰落率(%)」=  $((\text{6 ヶ月株価} - \text{3 ヶ月株価}) / \text{3 ヶ月株価}) \times 100$

### データ研究⑦の分析結果

**Variables Entered/Removed<sup>a</sup>**

| Model | Variables Entered | Variables Removed | Method  |
|-------|-------------------|-------------------|---|
| 1     | 累計分割数             |                   | Stepwise (Criteria: Probability-of-F-to-enter <= .050, Probability-of-F-to-remove >= .100). |

a. Dependent Variable: IPO後企業の6ヶ月騰落率

**Model Summary**

| Model | R                 | R Square | Adjusted R Square | Std. Error of the Estimate |
|-------|-------------------|----------|-------------------|----------------------------|
| 1     | .170 <sup>a</sup> | .029     | .025              | .636294                    |

a. Predictors: (Constant), 累計分割数

**ANOVA<sup>a</sup>**

| Model        | Sum of Squares | df  | Mean Square | F     | Sig.              |
|--------------|----------------|-----|-------------|-------|-------------------|
| 1 Regression | 2.817          | 1   | 2.817       | 6.957 | .009 <sup>b</sup> |
| 1 Residual   | 95.145         | 235 | .405        |       |                   |
| Total        | 97.961         | 236 |             |       |                   |

a. Dependent Variable: IPO後企業の6ヶ月騰落率

b. Predictors: (Constant), 累計分割数

**Coefficients<sup>a</sup>**

| Model |            | Unstandardized Coefficients |            | Standardized Coefficients | t     | Sig. |
|-------|------------|-----------------------------|------------|---------------------------|-------|------|
|       |            | B                           | Std. Error | Beta                      |       |      |
| 1     | (Constant) | .045                        | .046       |                           | .990  | .323 |
|       | 累計分割数      | .073                        | .028       | .170                      | 2.638 | .009 |

a. Dependent Variable: IPO後企業の6ヶ月騰落率

(データ研究⑦)「IPOの6ヶ月株価騰落率が、何れか要素に影響を与えられるか。」

過去6年間において、上場市場、業種、注目度、外部環境、企業規模等):説明変数

過去6年間において、IPO後企業の6ヶ月騰落率の変化:非説明変数

<非説明変数(IPO後企業の6ヶ月株価騰落率の変化)に対して、説明変数「累計分割数」は正相関である。<sup>1</sup>>

<非説明変数(IPO後企業の6ヶ月株価騰落率の変化)に対して、説明変数「累計分割数」は1%水準で有意であることにより、相関性があったということが説明できる。>

モデル1の分析結果は以下である。

| Model    | Beta In            | t     | Sig. | Partial Correlation | Collinearity Statistics |
|----------|--------------------|-------|------|---------------------|-------------------------|
|          |                    |       |      |                     | Tolerance               |
| 時価総額     | .010 <sup>b</sup>  | .157  | .875 | .010                | .998                    |
| 東証第一部    | .003 <sup>b</sup>  | .043  | .966 | .003                | .973                    |
| 東証第二部    | -.011 <sup>b</sup> | -.167 | .867 | -.011               | 1.000                   |
| マザーズ     | .027 <sup>b</sup>  | .401  | .689 | .026                | .909                    |
| JASDAQ   | -.007 <sup>b</sup> | -.112 | .911 | -.007               | .956                    |
| サービス     | -.063 <sup>b</sup> | -.977 | .330 | -.064               | .999                    |
| 情報・通信    | .009 <sup>b</sup>  | .132  | .895 | .009                | .987                    |
| 医薬品      | .030 <sup>b</sup>  | .462  | .644 | .030                | .996                    |
| 不動産      | -.035 <sup>b</sup> | -.540 | .590 | -.035               | .999                    |
| 小・卸売     | .000 <sup>b</sup>  | .006  | .996 | .000                | .991                    |
| 電気機器     | -.012 <sup>b</sup> | -.191 | .849 | -.012               | .993                    |
| 輸送用機器    | -.021 <sup>b</sup> | -.333 | .739 | -.022               | .998                    |
| 精密機器     | .115 <sup>b</sup>  | 1.790 | .075 | .116                | .985                    |
| 水産・農林    | -.016 <sup>b</sup> | -.250 | .803 | -.016               | .999                    |
| 金属製品     | -.007 <sup>b</sup> | -.104 | .917 | -.007               | .999                    |
| 機械       | -.024 <sup>b</sup> | -.372 | .710 | -.024               | 1.000                   |
| 食料品      | -.001 <sup>b</sup> | -.014 | .989 | -.001               | .996                    |
| 銀行・証券・保険 | .003 <sup>b</sup>  | .053  | .958 | .003                | .994                    |
| 倉庫・運送関連  | .044 <sup>b</sup>  | .689  | .492 | .045                | .999                    |
| 電気・ガス    | -.002 <sup>b</sup> | -.034 | .973 | -.002               | .998                    |
| パルプ・紙    | .007 <sup>b</sup>  | .111  | .911 | .007                | .999                    |
| REIT     | -.002 <sup>b</sup> | -.031 | .975 | -.002               | .990                    |
| 建設       | .017 <sup>b</sup>  | .268  | .789 | .017                | .997                    |

<sup>1</sup> 1%水準で有意である説明変数のみを挙げられる。

|   |             |                    |        |      |       |       |
|---|-------------|--------------------|--------|------|-------|-------|
| 1 | 陸運          | -.017 <sup>b</sup> | -.261  | .794 | -.017 | 1.000 |
|   | 鉄鋼          | -.026 <sup>b</sup> | -.405  | .686 | -.026 | .999  |
|   | 証券商品先物      | -.039 <sup>b</sup> | -.601  | .549 | -.039 | .988  |
|   | その他金融       | -.015 <sup>b</sup> | -.234  | .815 | -.015 | .999  |
|   | 空運          | .017 <sup>b</sup>  | .257   | .797 | .017  | 1.000 |
|   | 化学          | .015 <sup>b</sup>  | .225   | .822 | .015  | .997  |
|   | 注目度A        | -.089 <sup>b</sup> | -1.361 | .175 | -.089 | .953  |
|   | 注目度B        | .051 <sup>b</sup>  | .787   | .432 | .051  | 1.000 |
|   | 注目度C        | -.033 <sup>b</sup> | -.510  | .610 | -.033 | .969  |
|   | 注目度D        | .085 <sup>b</sup>  | 1.322  | .187 | .086  | .994  |
|   | 設立日数        | .002 <sup>b</sup>  | .037   | .971 | .002  | .968  |
|   | 最低売買金額      | -.003 <sup>b</sup> | -.042  | .967 | -.003 | .993  |
|   | 発行済株式数      | .000 <sup>b</sup>  | .006   | .996 | .000  | .997  |
|   | 外部環境 (2009) | .005 <sup>b</sup>  | .072   | .943 | .005  | 1.000 |
|   | 外部環境 (2011) | -.050 <sup>b</sup> | -.784  | .434 | -.051 | 1.000 |
|   | 外部環境 (2012) | .079 <sup>b</sup>  | 1.229  | .220 | .080  | .999  |

a. Dependent Variable: IPO後企業の6ヶ月騰落率

b. Predictors in the Model: (Constant), 累計分割数

## 第六章 研究結果のまとめと考察

データ研究①～⑦を分析した結果、まず、研究①と研究②、③、④の分析結果(有意である説明変数のみ)を比較したところ以下のようになった。

|           | 市場    | 係数    | t値    | P-値   |
|-----------|-------|-------|-------|-------|
| 研究① - (1) | マザーズ  | 0.85  | 3.44  | 0.001 |
| 研究① - (2) | マザーズ  | -0.19 | -1.51 | 0.13  |
|           | 業種    | 係数    | t値    | P-値   |
| 研究② - (1) | 情報・通信 | 0.56  | 2.91  | 0.004 |
|           | REIT  | -0.78 | -2.51 | 0.01  |
|           | 電気機器  | -0.71 | -1.91 | 0.06  |
|           | サービス  | 0.30  | 1.68  | 0.09  |
|           | 陸運    | -0.73 | -1.31 | 0.19  |
| 研究② - (2) | 情報・通信 | -0.29 | -3.38 | 0.001 |
|           | その他金融 | 1.13  | 2.58  | 0.01  |
|           | 水産・農林 | 0.93  | 2.19  | 0.03  |
|           | 精密機器  | -0.47 | -1.88 | 0.06  |
|           | 医療品   | 0.21  | 1.72  | 0.09  |
|           | REIT  | 0.23  | 1.609 | 0.109 |
|           | 電気・ガス | 0.50  | 1.605 | 0.110 |
| 研究② - (3) | 精密機器  | 0.71  | 1.86  | 0.06  |
|           | 注目度   | 係数    | t値    | P-値   |
| 研究③ - (1) | 注目度C  | -0.61 | -2.80 | 0.006 |
|           | 注目度D  | -0.86 | -2.68 | 0.008 |
|           | 注目度A  | 0.47  | 2.19  | 0.03  |
| 研究③ - (2) | 注目度A  | -0.23 | -2.21 | 0.03  |
|           | 注目度D  | 0.20  | 1.31  | 0.19  |
|           | 外部環境  | 係数    | t値    | P-値   |
| 研究④ - (1) | 2011年 | -0.65 | -3.48 | 0.001 |
|           | 2012年 | -0.45 | -2.85 | 0.005 |
|           | 2009年 | -0.41 | -1.40 | 0.16  |

上の表の研究結果(現段階)より、研究①において、「マザーズ」市場は「IPO の初値騰落率」及び「IPO 後 3 ヶ月騰落率」の変化に影響を与えたということが分かった。更に、「マザーズ」市場は IPO 後初値騰落率が激上昇し、3 ヶ月後下落する傾向があるということより、当該市場が成長企業向けからではないかと考えられる。また、過去の経験・結果により、マザーズ市場のような新興市場に上場するベンチャー企業の株価は上場後激しい乱高下が予想され、株式投資をしていたのではないかと考えられる。

研究②において、「情報・通信」業は「IPO の初値騰落率」及び「IPO 後 3 ヶ月騰落率」の変化に最も影響を与えたということが分かった。更に、「情報・通信」は「IPO 後初値騰落率」が激上昇し、3 ヶ月後下落する傾向があるということより、当該業界は高成長業界と評価されていたからではないかと考えられる。一方、「精密機器」業は「IPO 後 3 ヶ月騰落率」に逆相関性を影響し、「IPO 後 6 ヶ月騰落率」に唯一の正相関説明変数へ変更したということが分かった。それより、「精密機器」業において、企業業績の順調的に向上していたということが投資家に評価されたではないかと考えられる。

研究③において、「注目度 C」、「注目度 D」及び「注目度 A」は「IPO の初値騰落率」及び「IPO 後 3 ヶ月騰落率」の変化に影響を与えたということが分かった。しかし、「注目度 C」及び「注目度 D」の逆相関性は、「注目度 A」の正相関性より IPO 初値及び 3 ヶ月後の株価騰落率に大きく影響を与えたということが判明できた。それより、投資家の銘柄に関する情報収集には、アナリストによる楽観的な情報より企業業績による悲観的な情報が大きく効果があるではないかと考えられる。

研究④において、外部環境「2011 年」、「2012 年」及び「2009 年」は「IPO の初値騰落率」の変化に逆影響を与えたということが分かった。更に、投資家心理の変化による投資への影響リスクに関しては、将来的な失望が非常に強い時（金融危機、バブル等）より、マーケット全体が不安定で将来的な不確実性が高く時（自然災害、テロ等）が大きいと考えられる。

また、非説明変数「IPO の初値騰落率」、「IPO 後 3 ヶ月騰落率」及び「IPO 後 6 ヶ月騰落率」において、全ての説明変数を分析した結果<sup>1</sup>を比較したところ以下のようになった。

| Coefficients <sup>a</sup> |                             |            |                           |        |      |
|---------------------------|-----------------------------|------------|---------------------------|--------|------|
|                           | Unstandardized Coefficients |            | Standardized Coefficients | t      | Sig. |
|                           | B                           | Std. Error | Beta                      |        |      |
| (Constant)                | .223                        | .096       |                           | 2.320  | .021 |
| マザーズ                      | .858                        | .121       | .445                      | 7.121  | .000 |
| 累計分割数                     | .166                        | .035       | .258                      | 4.751  | .000 |
| 研究⑤ 外部環境(2011)            | -.669                       | .157       | -.231                     | -4.256 | .000 |
| 外部環境(2012)                | -.517                       | .129       | -.214                     | -4.016 | .000 |
| JASDAQ                    | .466                        | .142       | .196                      | 3.271  | .001 |
| 情報・通信                     | .447                        | .144       | .168                      | 3.093  | .002 |

a. Dependent Variable: IPO企業の初値騰落率

<sup>1</sup> 5%水準で有意である説明変数のみを挙げられる。

| Coefficients <sup>a</sup> |                             |            |                           |       |        |      |
|---------------------------|-----------------------------|------------|---------------------------|-------|--------|------|
|                           | Unstandardized Coefficients |            | Standardized Coefficients | t     | Sig.   |      |
|                           | B                           | Std. Error | Beta                      |       |        |      |
| 研究⑥                       | (Constant)                  | -.396      | .046                      |       | -8.639 | .000 |
|                           | 累計分割数                       | -.085      | .017                      | -.289 | -4.982 | .000 |
|                           | 情報・通信                       | -.192      | .069                      | -.160 | -2.774 | .006 |
|                           | 東証第一部                       | .254       | .082                      | .179  | 3.098  | .002 |
|                           | 水産・農林                       | .987       | .379                      | .146  | 2.607  | .010 |
|                           | 外部環境(2012)                  | .124       | .062                      | .113  | 1.996  | .047 |
|                           | 医療品                         | .254       | .105                      | .137  | 2.409  | .017 |
|                           | 設立日数                        | 6.452E-06  | .000                      | .144  | 1.805  | .072 |
|                           | 最低売買金額                      | -1.815E-08 | .000                      | -.335 | -3.043 | .003 |
|                           | REIT                        | .545       | .271                      | .250  | 2.010  | .046 |

a. Dependent Variable: IPO後企業の3ヶ月騰落率

| Coefficients <sup>a</sup> |                             |            |                           |      |       |      |
|---------------------------|-----------------------------|------------|---------------------------|------|-------|------|
|                           | Unstandardized Coefficients |            | Standardized Coefficients | t    | Sig.  |      |
|                           | B                           | Std. Error | Beta                      |      |       |      |
| 研究⑦                       | (Constant)                  | .045       | .046                      |      | .990  | .323 |
|                           | 累計分割数                       | .073       | .028                      | .170 | 2.638 | .009 |

a. Dependent Variable: IPO後企業の6ヶ月騰落率

上の研究⑤により、非説明変数「IPO 企業の初値騰落率の変化」に対して、説明変数「マザーズ」、「累計分割数」、「JASDAQ」及び「情報・通信」は最も正相関の影響を与えたということが分かった。一方、説明変数「外部環境(2011)」及び「外部環境(2012)」は最も逆相関の影響を与えた。

研究⑥により、非説明変数「IPO 後企業の3ヶ月騰落率の変化」に対して、説明変数「東証第一部」、「水産・農林」、「医療品」、「REIT」、「外部環境(2012)」及び「設立日数」は最も正相関の影響を与えた。一方、説明変数「累計分割数」、「最低売買金額」及び「情報・通信」は最も逆相関の影響を与えたということが分かった。

研究⑦により、非説明変数「IPO 後企業の6ヶ月株価騰落率の変化」に対して、説明変数「累計分割数」は唯一正相関の影響を与えたということが分かった<sup>1</sup>。

更に、いくつかの説明変数の変化及び研究①～④の結果を踏まえ、説明する。

- (1) 説明変数「累計分割数」がそれぞれの非説明変数に対する相関性の変化により、投資家が株式分割に対する行動は、最初に買う、3ヶ月の際に売る、6ヶ月の際にまた買う

<sup>1</sup> 1%水準で有意である説明変数のみを挙げられる。

という傾向があることを判明した。それは、株式分割を行う会社は一般的に業績が良好で将来の期待感もあり、実際には株価は半額より高く推移する場合が多く、株主にとっては含み益の増加になります。

- (2) 説明変数「マザーズ」及び「JASDAQ」は、非説明変数「IPO 企業の初値騰落率の変化」に対して、最も正相関の影響を与えた。しかし、研究①の結論と違うということも判明できた。また、説明変数「東証第一部」は、非説明変数「IPO 後企業の 3 ヶ月騰落率の変化」に対して、最も正相関の影響を与えた。それは、当該市場は大企業向け、投資家が企業の業績が良好と評価されたからではないかと考えられる。また、説明変数「設立日数」は、非説明変数「IPO 後企業の 3 ヶ月騰落率の変化」に対して、最も正相関の影響を与えたことも説明できる。
- (3) 説明変数「外部環境(2012)」は、非説明変数「IPO 企業の初値騰落率の変化」及び「IPO 後企業の 3 ヶ月騰落率の変化」に対して、最も逆相関性から最も正相関性へ変更した。それより、マーケット全体が不安定で将来的な不確実性が高く(自然災害、テロ等)影響が IPO の初値に悪影響を与えるが、3 ヶ月の騰落率の変化に好影響を与えるということが更に判明できた。

## 第七章 検証の限界と今後の課題について

今回の一連のデータ研究および分析結果から「企業 IPO の初値騰落率」「IPO 後 3 ヶ月騰落率」及び「IPO 後 6 ヶ月騰落率」に対して、それなりの相関性があるという点が判明した。しかし、本論文では、日本の東京証券取引所における新興市場（東証マザーズ、JASDAQ 等）と非新興市場（東京市場第一部、東京市場第二部）について統計分析によってデータ研究を分析したが、以下のような限界があると考えられる。

第一に、検証の限界としてサンプル数が多くないという点である。抽出したデータは若干の変動により、回帰分析の結果に少し影響を与えてしまう可能性がある。また、当論文において、サンプルの調査期間が、2009 年 1 月から 2014 年 12 月という期間であったため、この時期における分析結果がそれ以外の時期においてもあてはまるのかということである。更に、当論文には、東京証券取引所に上場した企業を対象として分析したため、他取引所に上場した企業にあてはまるのかどうかということである。

第二に、「IPO の騰落率」及び「IPO 後の株価騰落率」に影響を与えている可能性が高いと思われる相場指数の変化に関して、今回の論文にあげた項目データ以外に、分析対象になれると考えられる。当論文に挙げられなかった項目データ（売上高・純利益・EPS・売上高成長率・営業利益成長率・資金調達額・市場指数の変化率等）は、分析の対象になる項目が存在しているのではないかと考えられるからである。当論文において、項目データの抽出にあたっては、前職の経験を踏まえ、投資を判断する際に判断材料として最も考えられる項目を出来る限り抽出した。しかし、他の候補になるとと思われる項目データが残っている可能性は否定しない。また、分析にあたっては考えられる限り分析を行ったが、まだ完全に分析をしたとは言い難いということがある。

第三に、投資を判断する際に、投資家が関わる情報のお互いコミュニケーションについての研究も必要があると考えられる。また、コミュニケーション・チャネルの研究等についても必要である。当論文においては、コミュニケーション部分について研究していないので、今後の研究にあたっては、研究の余裕があるのではないと思われる。

## 参考及び引用文献

### \* 言語別・発行年順

- [1] Fama, Eugene, (1970) “Efficient Capital Markets: A Review of Theory and Empirical Work”, *Journal of Finance*, Vol.25, No2: 383-417.
- [2] Fox J, (2002) “Is The Market Rational? No, say the experts. But neither are you—so don’t go thinking you can outsmart it, *Fortune*.
- [3] Meredith Beechey, David Gruen, James Vickery, (2000) “The Efficient Market Hypothesis: A Survey”, Reserve Bank of Australia.
- [4] Nocera, Joe, (2009) “Poking Holes in a Theory on Markets”, *New York Times*.
- [5] Fox, Justin, (2009) “Myth of the Rational Market”, *Harper Business*, ISBN 0-06-059899-9.
- [6] 東京証券取引所 「上場制度表および規約」.
- [7] 東京証券取引所 「上場審査基準概要」.
- [8] 日本取引所グループ 「上場市場の変更」.
- [9] 東京証券取引所 「新規上場企業データ(2009年～2013年)および指数データ」.
- [10] 岡村秀夫 (1997) 「日本の新規公開市場とアンダーライダーの役割」、『証券経済研究』、第9号.
- [11] 辰巳憲一 (2006) 「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.
- [12] 辰巳憲一 (2006) 「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.
- [13] 西木健 (2006) 「IPO 企業の公募価格と初値の相関性について—投資家からの提言と考察—」、3-10頁.
- [14] 金子隆 (2007) 「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、103-119頁.
- [15] 池田直史 (2008) 「IPO の価格決定メカニズム:オークション理論適用の試み」、5-15頁.
- [16] 岩井浩一 (2010) 「新興市場と新規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—」、金融庁金融研究研修センター『FSAリサーチレビュー』、第6号.
- [17] 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.

[18] 浅井一郎 (2014) 「日本の IPO 市場の価格形成における考察—価格に影響を与える主体とは—」、1-12 頁.

[19] 池田直史 (2015) 「IPO の理論・実証分析:過小値付けと長期パフォーマンス」、三菱経済研究所、4-13 頁、27-35 頁.

## 謝辞

本修士論文執筆にあたり、親身になって丁寧にご指導下さった主査である大林厚臣教授に心から御礼を申し上げたいです。将来の道に迷ったり、論文のテーマがなかなか決まらず右往左往したりする中で、厳しくもあり優しい言葉を数多く頂きました。副査である高橋大志教授及び小幡績准教授にも感謝致します。ゼミという極めて濃厚な時間を過ごし中で得た仲間にも感謝しています。

KBS での二年間を振り返り、感謝の気持ちをお伝えしたいです。二年間共に勉強してきたM37 の皆様にも助けられました。階段室やラウンジや研究室では何時でも誰かが勉強していて刺激をもらいました。

最後に、この二年間、ビジネススクールでの学習に集中できるように常に協力してくれた家族にも感謝の意を表したいです。

慶應義塾大学大学院経営管理研究科

修士二年 (M37 期)

朱 婧