慶應義塾大学学術情報リポジトリ
Keio Associated Repository of Academic resouces

Title	IPO時のシンジケート団構成が株価に与える影響について： 大手証券会社とネット証券会社の参入状況による分析
Sub Title	
Author	船戸, 遼史(Funato, Ryoji) 磯辺, 剛彦(Isobe, Takehiko)
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3094号
Genre	Thesis or Dissertation
URL	https://koara.lib.keio.ac.jp/xoonips/modules/xoonips/detail.php?koara_id=KO40003001-00002015-3094

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.

慶應義塾大学大学院経営管理研究科修士課程

学位論文（　　2015　年度）

論文題名

IPO 時のシンジケート団構成が株価に与える影響について ―大手証券とネット証券の参入状況による分析―

主　査	磯辺剛彦　教授
副　査	高橋大志　教授
副　査	齋藤卓爾　准教授
副　査	

学籍番号	81431094	氏　名	船戸　遼史

論 文 要 旨

所属ゼミ	磯辺研究会	学籍番号	81431094	氏名	船戸　遼史

（論文題名）

IPO 時のシンジケート団構成が株価に与える影響について
―大手証券とネット証券の参入状況による分析―

（内容の要旨）

・当該論文の研究目的は、新規公開企業とその企業の引受を行うシンジケート団(以下シ団)各社との間に「名声による保証効果(注)」が機能しているのかを調査・分析を行うことである。

・研究を行おうと考えた背景には、前職での経験から興味を持ったことと、またその前職での実務上の経験から先行研究では検証が不十分だと考えたからである。

・2010 年 7 月以降の新規上場企業のシ団構成と株価の関係を分析した結果、大手証券会社がシ団に参入した場合には初値騰落率は小さくなるが、1 年後の株価がプラスになり、ネット証券がシ団に参入した場合には、初値騰落率が大きくなるが 1 年後の株価はマイナスとなることが判明した。

(注)VC の投資先や、実績のある証券会社が主幹事を務めた企業については、IPO 後も良好な業績および株価パフォーマンスが期待され、こうした機能については「名声による保証効果」と呼ばれている(忽那・高橋、2013)

【目次】

(1)初めに……4
(2)問題意識……5
(3)研究意義……6
(4)先行研究……7
(5)仮説構築……8
(6)研究方法……10
(7)検証結果……12
(8)検証結果のまとめ……18
(9)考察・議論……20
(10)謝辞……22
(11)参考文献……22

(1)初めに

当論文は新規公開企業とその企業の引受を行うシンジケート団(以下シ団)各社とに対して「名声による保証効果」が機能しているかを調査・分析を行うことを目的に作成する。

IPO は、未公開企業では銀行などからの借り入れが困難な大規模な資金の調達を可能とする。IPO を通じた資金調達を有望な投資機会へと結びつけることができれば、株式を公開することで企業は高い成長を実現することができる。

また、新規公開企業に関しては、その企業が未公開企業であるがゆえに公開情報が少なく、自社の状況に関してより多くの情報を持つ株式の発行企業と、当該企業の株式を市場で購入するための判断材料となる情報をあまり持たない投資家との間に大きな情報の非対称性が存在する。これによって生じる問題を軽減する役割を果たすのが新規公開企業の引受証券会社である。

こうした引受証券会社は、厳密なデューデリジェンスを行ったり、いざ IPO をするとなった際には、内部統制の整備状況、将来の成長性、業績予想の達成角度など様々な視点から、上場適格性や今後の成長性があるか否かの審査を行う。そしてこれらのデューデリジェンスや審査をクリアした企業が晴れて公開企業となることができる。

このため、実績のある証券会社が主幹事を務めた企業については、IPO 後も良好な株価パフォーマンスが期待される。この効果のことを「名声による保証効果」という。

当該研究を行おうと思った経緯は、主に過去の就業体験からきたものであり、KBS 修了後の自身のキャリアにも有意義なものを行いたいと考えたからである。

当該研究により、新規公開企業が IPO の際に最適なシ団構成を構築することに寄与するほか、引受業務を行っている証券会社の営業活動、さらには IPO 株投資を検討している投資家にも役立てるものと考えている。

(2)問題意識

今回の研究を行おうと考えた背景・問題意識は以下の通りであり、主に前職時に抱いていた疑問からきたものとなっている。

私が前職であるネット証券(SBI 証券)で引受業務を行っていた際に「ネット証券をシ団に入れると、株価などにプラスの効果がある」と巷では言われていた。

これに対して、体感ではプラスの効果があると何となくは感じてはいたが、データを取り検証してみたことは無かった。

そのため、ネット証券を含め、〇〇証券がシ団に参入した企業と不算入の企業では、本当に上場後の株価などのパフォーマンスに差違があるのかを、データを取り検証してみたいと考えたからである。

また、修士論文のアイデアを考えている段階で、名声による保証効果に関する過去の研究を調べたが、その多くは新規公開企業とその主幹事証券 1 社との株価パフォーマンスとの関連を調べたものになっている。

通常 IPO 時には主幹事を含め 5 社程度のシンジケート団を組み引受を行う。そして、主幹事以外のシ団の証券会社も主幹事ほどではないにせよ、新規公開企業に対して公開適格性、将来の成長性などの審査を行う。

そのため、名声による保証効果を研究するならば、主幹事だけではなくシ団各社と株価パフォーマンスとの関連も調べる必要があると考えたからである。

以上が主に今回の研究を行おうと思った背景・問題意識となっている。

(3)研究意義

今回の研究の結果は、大きく 3 つの意義があると考えている。

1 つ目に、新規公開企業が IPO をする際に、最適なシ団構成を選ぶ参考になるものと考えられる。

未公開企業が公開企業となる上場イベントである IPO は、起業家が目指す大きな目標である。いよいよ IPO できるといった段階で、IPO 時及び IPO 後のパフォーマンスを考えるときに、どのような構成でシ団を組めばパフォーマンスが最大になるのを明らかにすることは、起業家にとって重要な意味を持つと考えている。

2 つ目に、引受業務を行っている証券会社にとって、営業活動を行う際の参考になると考えられる。

引受証券会社が新規公開企業へのシ団参入営業を行うときは、一般的に自社が提供できるサービス、提供できる付加価値をアピールすることが通常の営業活動なっていると考えられる。

この時に、自社がシ団に参入した場合のパフォーマンス、参入しなかった場合のパフォーマンスを、営業先である新規公開企業に提示することができれば、営業での強力なツールになりうるものと考える。

最後に投資家にとっては、IPO 株投資を行う際の 1 つの指標になると考えられる。

前述の通り、新規公開企業については公開情報が限定されていることから、企業と投資家の間には情報の非対称性が大きい。そのため、実績のある証券会社がシ団に参入している企業は名声による保証効果が機能していることを明らかにできれば、個人投資家が IPO 株投資を検討する際に有意義なものになると考えている。

(4)先行研究

日本のIPO市場を対象に、名声による保証効果を研究した論文は以下のものがある。

・Kirkulak,B.and Davis,C.(2005),「Underwriter Reputation and Underpricing:Evidence from the Japanese IPO Market」Pasific-Basin Finance Journal

1998年から2002年のデータを用いて分析を行い、引受証券会社の名声と株価の関係は、全サンプルを用いた分析ではプラスの関係があることを示した。　さらに、公開価格が仮条件のどの水準で決定されているかを考察し、需要が高いとき(仮条件の上限で決定)にはプラス、需要が低いとき(仮条件の下限で決定)にはマイナスの関係が引受証券会社の名声と株価の間にみられることを明らかにしている。

・Beckman,J.,Garner,J.,Marshall,B.and Okamura,H.(2001)“The Influence of Underwriter Reputation,Keiretsu Affiliation,and Financial Health on the Underpricing of Japanese IPOs”Pasific-Basin Finance Journal

東京証券取引所の1980年から1998年の新規公開企業のデータを用いて分析を行っており、引受証券会社の名声と株価の間には優位な関連は見られないことを示している。

・Kaneko,T. and Pettway,R.H.(2003) “Auctions Versus Book Building of Japanese IPOs” Pasific-Basin Finance Journal

1993年から2001年の新規公開企業を入札発行方式とブックビルディング方式に分けて、引受証券会社の名声と株価の関係を分析している。入札発行方式においては有意な関連は見られなかったが、ブックビルディング方式においてはプラスの効果があると示している。

・Kutsuna,K,Smith,J.K. and Smith,R.(2007)“Banking Relationships and Access to Equity Capital Markets:Evidence from Japan’s Main Bank System”Journal of Banking and Finance

新規公開企業、メインバンク、引受証券会社の三者の関係が株価に及ぼす影響を分析している。

いずれの先行研究についても、大手証券会社(野村、大和、日興)を信用力があるものとし、これらの証券会社が主幹事を務めた企業と株価などのパフォーマンスとの関係性を調べている。

(5)仮説構築

仮説は先行研究からくるものと、前職での経験則からくるものがある。

先行研究からくるものとしては、先行研究では大手3社(野村、大和、日興)が主幹事を務めている企業と新規公開企業の株価との関係を研究している。

しかし、通常IPO時には主幹事を含め5社程度のシンジケート団を組み引受を行う。そして、主幹事以外のシ団の証券会社も主幹事ほどではないにせよ、新規公開企業に対して公開適格性、将来の成長性などの審査を行う。

そのため、名声による保証効果を研究するならば、主幹事だけではなくシ団各社と株価パフォーマンス、業績パフォーマンスとの関連も調べる必要があると考えている

よって、主幹事の状況ではなく、大手3社のシ団への参入状況と株価についての仮設を構築することとする。

仮説①

大手証券会社(野村、大和、日興)は信用力があり、審査能力が高い。そのため、大手証券会社がシ団に参入している企業は高い成長が予想されているといえる。

よって、大手証券会社がシ団に参入している企業は、上場1年後の株価は公募価格や初値と比べて高くなると考えられる。

仮説②

一方で、公募価格に対しては、その能力の高さから、適切な価格が付けられているものと考えられる。

そのため、大手証券会社がシ団に参入している企業の初値は公募価格に近いものとなり、初値騰落率は低くなると考えられる。

次に前職での経験則からくるものとしては、ネット証券 2 社(SBI、マネックス)のシ団への参入状況と株価についての仮設を構築することとする。

仮説③

IPO 株の投資主体はほとんどが個人投資家であり、個人投資家の大半はネット証券を利用している(注)。

そのため、ネット証券がシ団に参入している場合、個人投資家からの注目を集めやすく人気がでるものと考えられる。

よって、公募価格と比べた初値騰落率は高くなるものと考えられる

(注)2010 年 7 月～2015 年 9 月までに上場した企業 275 社のうちマザーズなどの新興市場に上場した企業は 216 社となっている。また、新興市場の投資主体は 80%程度が個人投資家となっており、個人投資家の 90%超はネット証券経由で株式の取引を行っている(取引所の公表データから算出)。

仮説④

一方、ネット証券は歴史が浅く(大手証券会社と比べ)審査能力が低いと考えられるため、ネット証券がシ団に参入している企業は必ずしも高い成長を予想されていないものと考えられる。

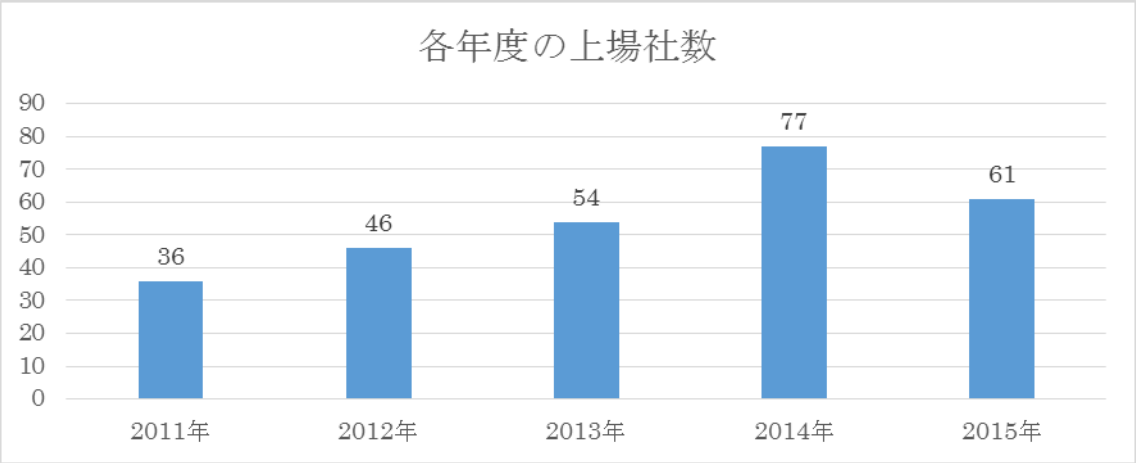
よって、しばらく上場後 1 年経った株価は公募価格や初値と比べて低迷してしまうと考えられる。

(6)研究方法

研究方法としては以下の通りである。

＜目的＞
　新規公開企業とその企業の引受を行うシ団各社との間で「名声による保証効果」が機能しているかを調査・分析する

＜対象企業＞
　2010 年 7 月以降に IPO を実施した企業約 270 社を対象とする。
　これは、IPO 時のシ団構成は新規公開時の有価証券届出書で確認が可能であるが、EDINET での開示期間が過去 5 年間のため、2010 年 7 月以降の新規公開企業を対象としている。

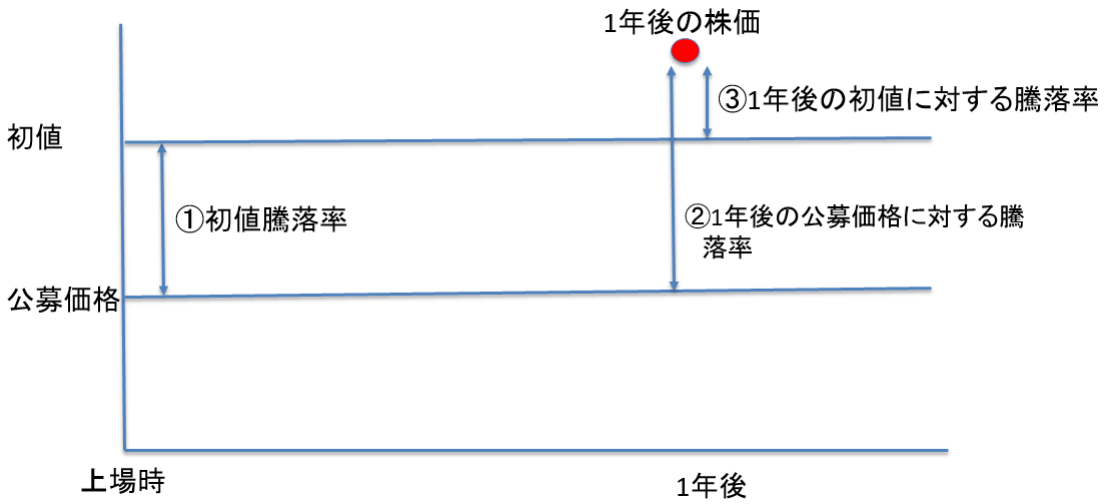


＜目的変数＞

① 公開価格と初値との関係を見る初値比率。

② 1 年後の株価と公募価格に対する騰落率

③ 1 年後の株価と初値に対する騰落率

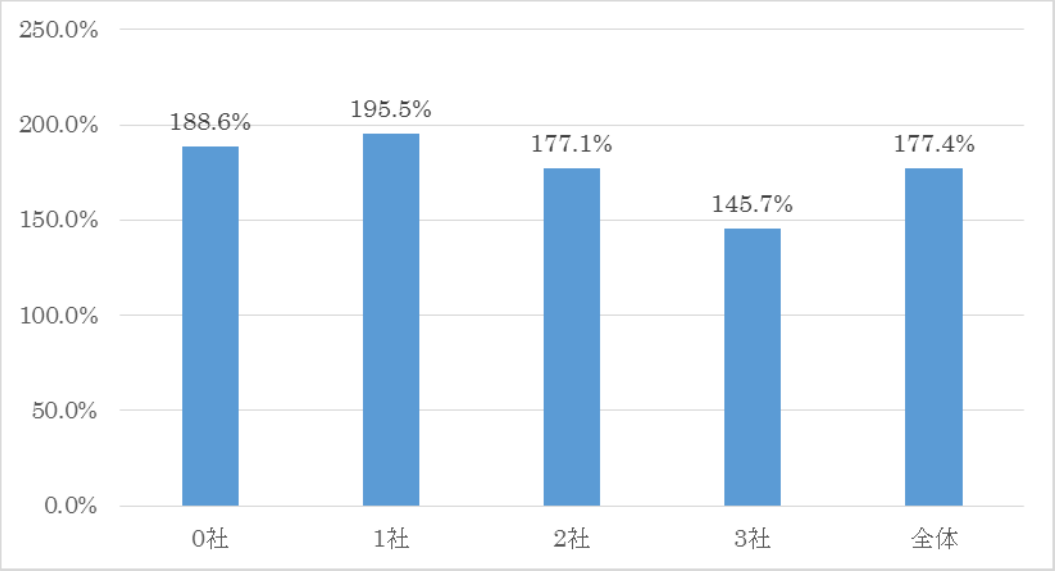


＜データ分析方法＞

シ団の組み合わせと上記目的変数との関係を調べる。

(7) 検証結果

① 大手 3 社(野村、大和、日興)のシ団構成別の初値騰落率



	0社	1社	2社	3社	全体
サンプル数	18	89	110	56	273
平均	188.6%	195.5%	177.1%	145.7%	177.4%
有意確率	0.646	0.152	0.979	0.05	-

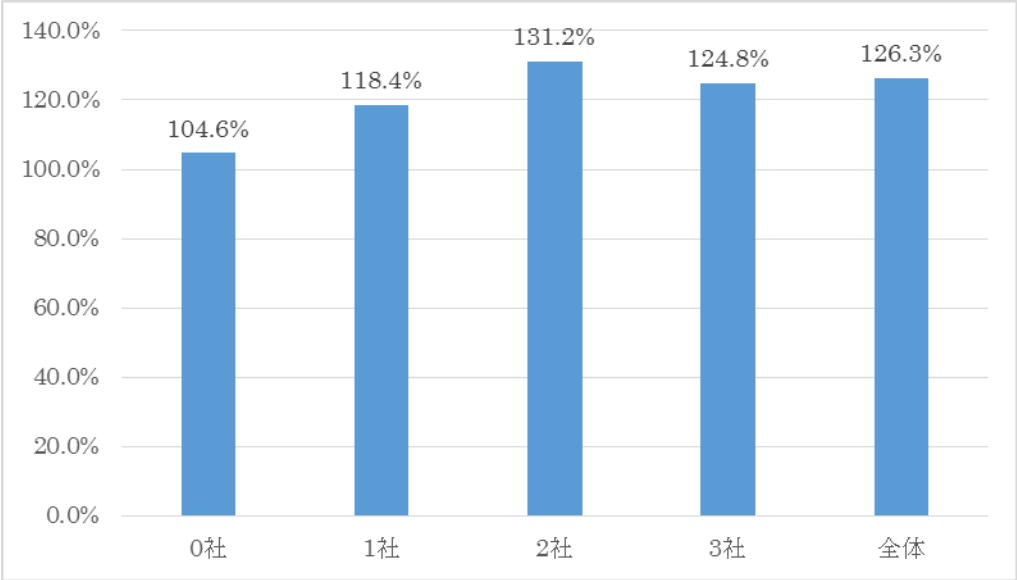
大手 3 社(野村、大和、日興)のシ団への参入数別の初値騰落率は上記のようになった。

3 社のうち、1 社も参入していない場合は 188.6%、1 社参入している場合は 195.5%、2 社参入している場合は 177.1%、3 社全てが参入している場合は 145.7%となった。

全体の平均は 177.4%となっており、大手 3 社の参入数が増えるほど、初値騰落率が低下する傾向が確認できる。

しかし、全体平均との t 検定を行ったところ、有意な結果は認められなかった。

② 大手 3 社(野村、大和、日興)のシ団構成別の公募価格に対しての 1 年後の株価騰落率



	0社	1社	2社	3社	全体
サンプル数	12	50	68	35	162
平均	104.6%	118.4%	131.2%	124.8	126.3%
有意確率	0.456	0.609	0.748	0.931	

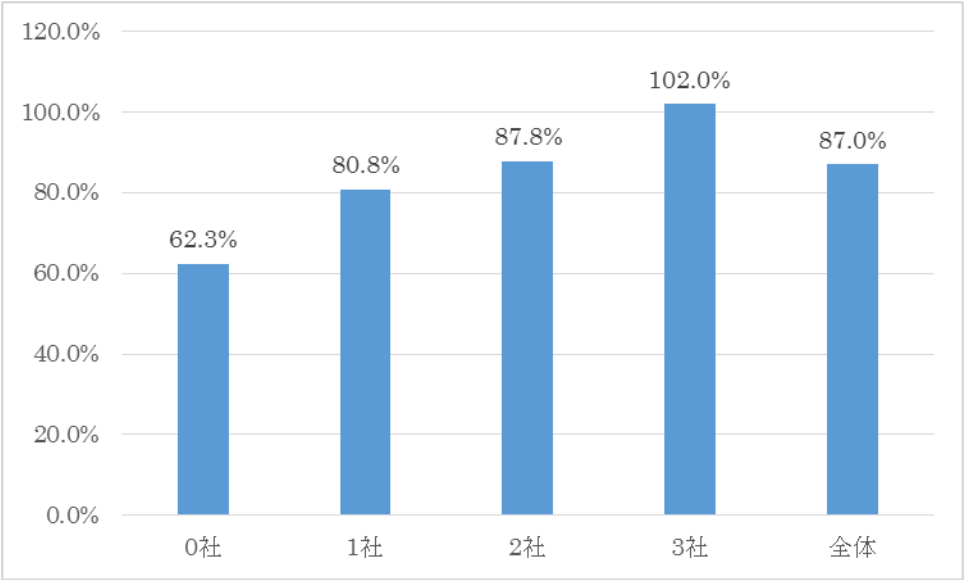
大手 3 社(野村、大和、日興)のシ団への参入数別の公募価格に対しての 1 年後の株価騰落率は上記のようになった。

3 社のうち、1 社も参入していない場合は 104.6%、1 社参入している場合は 118.4%、2 社参入している場合は 131.2%、3 社全てが参入している場合は 124.8%となった。

全体の平均は 126.3%となっており、大手 3 社の参入数が増えるほど、1 年後の株価騰落率が上昇する傾向が確認できる。

しかし、全体平均との t 検定を行ったところ、有意な結果は認められなかった。

③ 大手 3 社(野村、大和、日興)のシ団構成別の初値に対しての 1 年後の株価騰落率



	0社	1社	2社	3社	全体
サンプル数	10	50	68	35	162
平均	62.3%	80.8%	87.8%	102.0%	87.0%
有意確率	0.279	0.604	0.941	0.260	

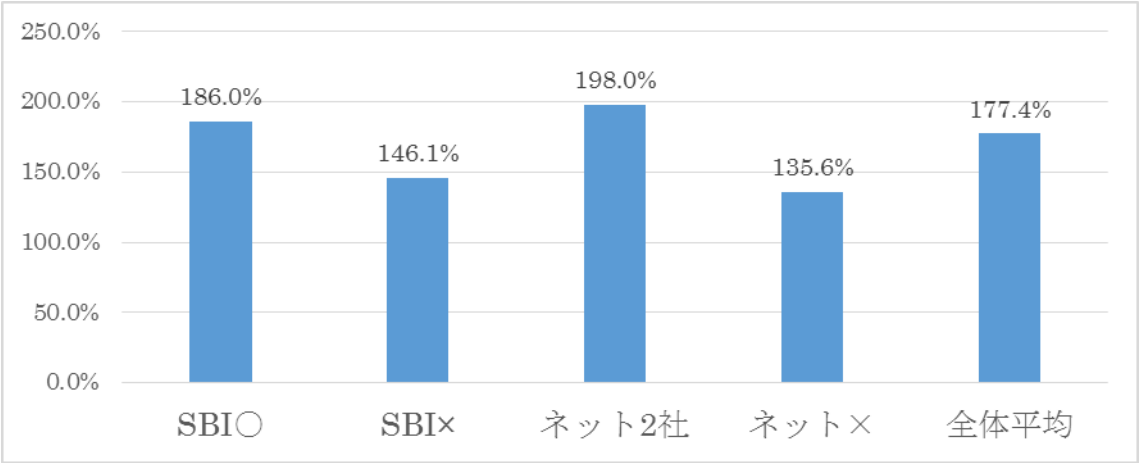
大手 3 社(野村、大和、日興)のシ団への参入数別の初値に対しての 1 年後の株価騰落率は上記のようになった。

3 社のうち、1 社も参入していない場合は 62.3%、1 社参入している場合は 80.8%、2 社参入している場合は 87.8%、3 社全てが参入している場合は 102.0%となった。

全体の平均は 87.0%となっており、大手 3 社の参入数が増えるほど、1 年後の株価騰落率が上昇する傾向が確認できる。

しかし、全体平均との t 検定を行ったところ、有意な結果は認められなかった。

④ ネット証券のシ団構成別の初値騰落率



	SBI〇	SBI ×	ネット2社	ネット ×
サンプル数	214	59	96	30
平均値	186.0%	146.1%	198.0%	135.6%
有意確率	0.01		0.00	

ネット証券(SBI、マネックス)のシ団への参入状況別の初値騰落率は上記のようになった。

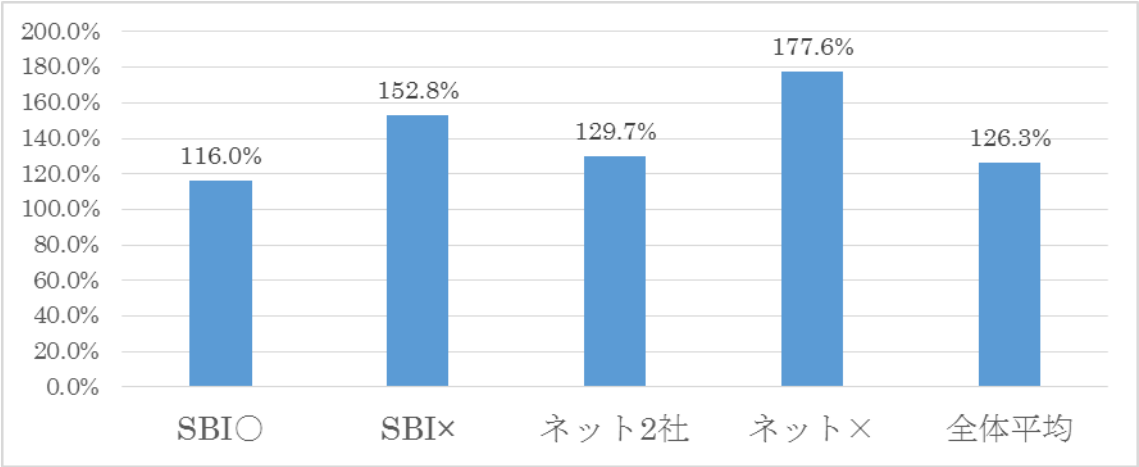
先ず、SBI が参入している場合は 186.0%、SBI が非参入の場合は 146.1%となった。

さらに、ネット証券が 2 社とも参入している場合は 198.0%、ネット証券が全く参入していない場合は 135.6%となった。

ネット証券がシ団に参入した場合、初値騰落率は大きくなる結果となった。

SBI 証券が参入した場合・非参入の場合、ネット証券が 2 社との参入した場合・非参入の場合で t 検定をおこなったところ、有意な結果が得られた。

⑤ ネット証券のシ団構成別の公募価格に対しての 1 年後の株価騰落率



	SBI〇	SBI ×	ネット2社	ネット ×
サンプル数	129	36	51	15
平均値	116.0%	152.8%	129.7%	177.6%
有意確率	0.39		0.171	

ネット証券(SBI、マネックス)のシ団への参入状況別の公募価格に対しての 1 年後の株価騰落率は上記のようになった。

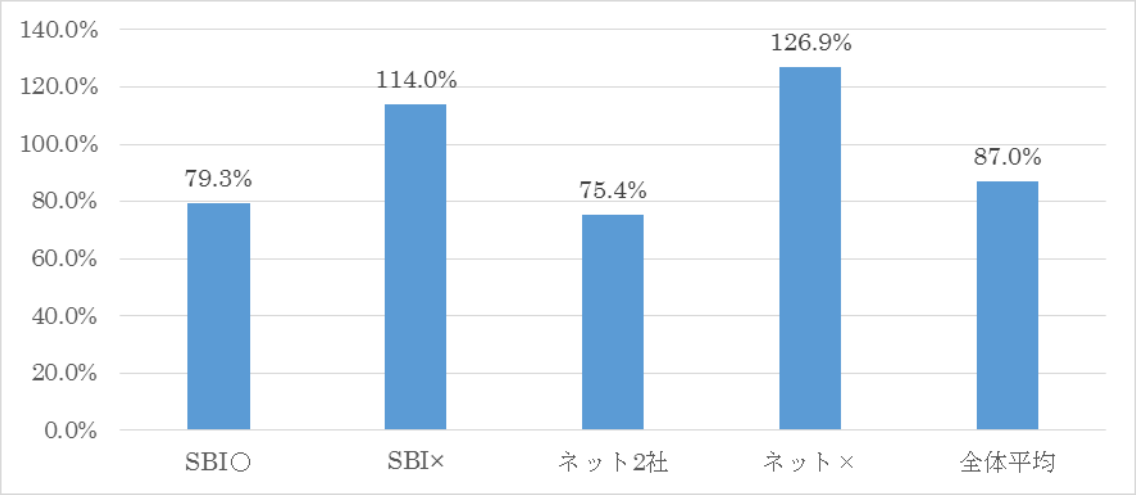
先ず、SBI が参入している場合は 116.0%、SBI が非参入の場合は 152.8%となった。

さらに、ネット証券が 2 社とも参入している場合は 129.7%、ネット証券が全く参入していない場合は 177.6%となった。

ネット証券がシ団に参入した場合、公募価格に対しての 1 年後の株価騰落率は小さくなる結果となった。

SBI 証券が参入した場合・非参入の場合、ネット証券が 2 社との参入した場合・非参入の場合で t 検定をおこなったが、有意な結果は認められなかった。

⑥ ネット証券のシ団構成別の初値に対しての 1 年後の株価騰落率



	SBI○	SBI ×	ネット2社	ネット ×
サンプル数	129	36	51	15
平均値	79.3%	114.0%	75.4%	126.9%
有意確率	0.018		0.004	

ネット証券(SBI、マネックス)のシ団への参入状況別の初値に対しての 1 年後の株価騰落率は上記のようになった。

先ず、SBI が参入している場合は 79.3%、SBI が非参入の場合は 114.0%となった。

さらに、ネット証券が 2 社とも参入している場合は 75.4%、ネット証券が全く参入していない場合は 126.9%となった。

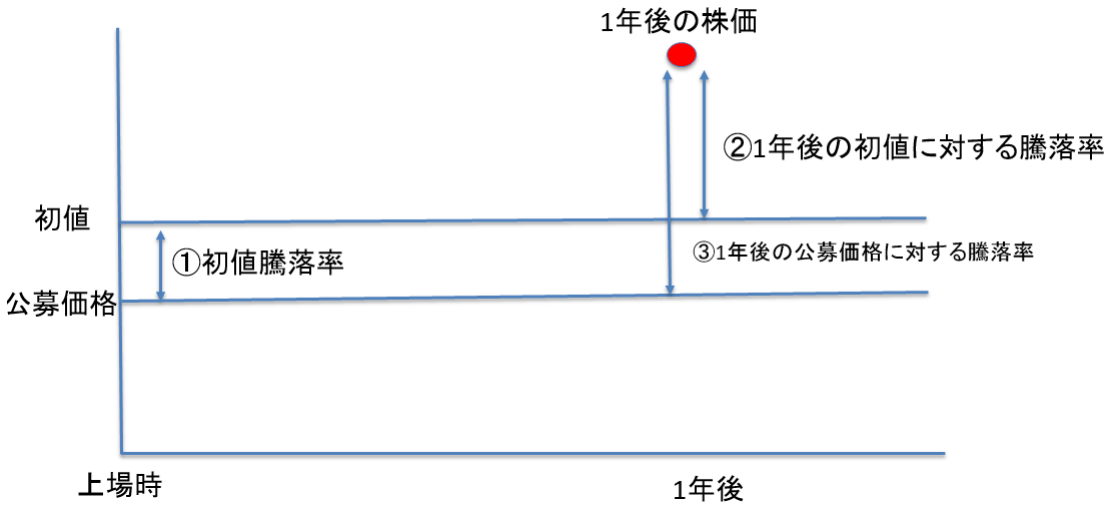
ネット証券がシ団に参入した場合、初値に対しての 1 年後の株価騰落率は小さくなる結果となった。

SBI 証券が参入した場合・非参入の場合、ネット証券が 2 社との参入した場合・非参入の場合で t 検定をおこなったが、有意な結果が得られた。

(8) 検証結果のまとめ

①大手三社がシ団に参入した場合

参入数	0 社	1 社	2 社	3 社	全体平均
初値騰落率	188. 6%	195. 5%	177. 1%	145. 7%	177. 4%
1 年後の公募価格に対する騰落率	104. 6%	118. 4%	131. 2%	124. 8%	126. 3%
1 年後の公募価格に対する騰落率	62. 3%	80. 8%	87. 8%	102. 0%	87. 0%



大手証券会社がシ団に参入した場合、参入していない場合に比べ、①初値騰落率は小さくなるが、②1 年後の初値に対する騰落率、③1 年後の公募価格に対する騰落率はプラスとなることが分かった。

さらに、大手証券会社の参入数が増えるごとに、その傾向がよく表れている。

②ネット証券がシ団に参入した場合

参入状況	SBI○	SBI×	ネット２社	ネット×	全体平均
初値騰落率	186.0%	146.1%	198.0%	135.6%%	177.4%
1 年後の公募価格に対する騰落率	116.0%	152.8%	129.7%	177.6%	126.3%
1 年後の公募価格に対する騰落率	79.3%	114.0%	75.4%	126.9%	87.0%

ネット証券がシ団に参入した場合、①初値騰落率は大きくなるが、②1 年後の初値に対する騰落率、③1 年後の公募価格に対する騰落率はマイナスとなることが分かった。

さらに、特にネット証券が 2 社ともシ団に参入した場合と、全く参入していない場合でその差が顕著となっている。

(9) 考察・議論

調査の結果、大手証券会社がシ団に参入した場合、参入していない場合に比べ、初値騰落率は小さくなるが、1 年後の株価はプラスとなることが分かった。

一方、ネット証券がシ団参入した場合、参入していていない場合に比べ、初値騰落率は大きくなるが、1 年後の株価はマイナスとなることが分かった。

これは、上場時の規模や業種によるものなどが理由として考えられる。

例えば大手証券が 3 社ともシ団に参入した企業には、日本航空、サントリー食品インターナショナル、日立マクセル、すかいらーく、リクルートホールディングなど東証 1 部に直接上場しているような企業が目立つ。このような企業は通常の IPO 株の投資主体である個人投資家だけではなく、機関投資家も投資主体となると考えられる。そのため、公募価格からあまりかい離した価格では購入せず初値は抑えられるが、その後は堅調に株価が推移しているものだと推測している。

またネット証券がシ団に参入している企業にはいわゆる IT 企業が目立った。上場時には成長性が期待され個人投資家の人気を集め、企業価値以上の評価をされ高値がつくが、その後は徐々に株価が落ち着いてしまうのではないかと推測している。

このように、上場時の規模や業種が影響しているのではないかと考えている。

また、今後の課題としてサンプル数が十分では無かったこと、シ団構成の網羅性が十分ではなかったことなどが挙げられる。

サンプル数が十分でなかったことについては、総サンプル数は 273 サンプルと十分な数を確保できたと考えているが、各シ団構成別に分けたときに、それぞれサンプル数が満足に確保できたとは言えず、そのため t 検定において十分な結果が得られなかった可能性があると考えている。

シ団構成の網羅性については、今回の研究では大手証券の参入数別の株価、ネット証券の参入状況別の株価を場合分けして検証しているが、大手証券が複数参入しており、なおかつネット証券が参入している会社なども存在しており、そうした大手証券とネット証券との組み合わせも考慮できたものと考える。

このように、さらなるサンプル数の確保と、シ団構成の組み合わせの網羅性については今後の課題となったと考えている。

最後に、今回の研究は 3 つの意義があったものと考えられる。

1 つ目に、新規公開企業が IPO をする際に、最適なシ団構成を選ぶ参考になったものと考えられる。

初値を高くし話題に上がりたい企業などは、ネット証券を多くシ団に参入させれば、その目的が達成できるかもしれない。

また、初値は抑えられるかもしれないが、1 年後の株価はプラスになっており、堅調な企業だとアピールしたい場合には大手証券を数多く参入させればよいのかもしれない。

このように、いよいよ IPO できるといった段階で、IPO 時及び IPO 後のパフォーマンスを考えるときに、どのような構成でシ団を組めばパフォーマンスが最大になるのを明らかになったことは、起業家にとって重要な意味があったと考えている。

2つ目に、引受業務を行っている証券会社にとって、営業活動を行う際の参考になったものと考えられる。

引受証券会社が新規公開企業へのシ団参入営業を行う際に、一般的に自社が提供できるサービス、提供できる付加価値をアピールすることが通常の営業活動なっていると考えられる。

この時に、自社がシ団に参入した場合の株価や、参入しなかった場合の株価を、営業先である新規公開企業に提示することができれば、営業での強力なツールになりうるものと考える。

そして最後に、投資家にとってはIPO株投資を行う際の1つの指標になったと考えられる。

例えばIPO株が抽選で当たり公募価格でIPO株を購入できた投資家の場合、その新規公開企業のシ団にネット証券が多く参入している企業であれば、上場し初値で売却をすれば売却益を得られるかもしれない。

また、大手証券が多数シ団に参入している企業ならば、上場直後に株を買っておき、上場後1年間程度時間が経った頃に売却をすれば売却益を得られるかもしれない。

このように、個人投資家がIPO株投資を行う際の一つの指標になるのではないかと考える。

(10)謝辞

本研究に際して、主査として様々なご指導を頂きました磯辺教授、そして副査を勤めて頂いた高橋教授、齋藤准教授に深謝いたします。 また、活発な議論にお付き合い頂き、多くのご指摘を下さいましたゼミの同期の皆様に感謝いたします。

(11)参考文献

【1】Kirkulak,B.and Davis,C.(2005),「Underwriter Reputation and Underpricing:Evidence from the Japanese IPO Market」Pasific-Basin Finance Journal

【2】Beckman,J.,Garner,J.,Marshall,B.and Okamura,H.(2001)“The Influence of Underwriter Reputation,Keiretsu Affiliation,and Financial Health on the Underpricing of Japanese IPOs”Pasific-Basin Finance Journal

【3】Kaneko,T. and Pettway,R.H.(2003) “Auctions Versus Book Building of Japanese IPOs” Pasific-Basin Finance Journal

【4】Kutsuna,K,Smith,J.K. and Smith,R.(2007)“Banking Relationships and Access to Equity Capital Markets:Evidence from Japan’s Main Bank System”Journal of Banking and Finance