

2016年度自由研究期間 研究成果概要

所属・職・氏名：商学部・教授・岡村 秀夫

研究課題：企業金融と経営戦略ならびに金融市場に関する研究

研究期間：2016年9月21日～2017年3月31日

研究成果概要（日本文（全角）の場合は2,000字程度）

2016年度秋学期に取得した自由研究期間を活用し、研究課題に関して、具体的には新規公開企業と証券市場、ならびに新規公開企業の成長性に関する研究を行った。

1999年の東証マザーズをはじめとした新興市場の創設が21世紀を目前にした時期に相次いで行われた。これらの市場創設の主要な目的の一つとして、東証一部・二部等の既存市場と比べて比較的緩やかな上場基準の下で、若く成長性の高い企業が証券市場にアクセスしやすい環境を整備することが挙げられる。

実際、新興市場創設によって、IPO件数は2000年代前半に大きく増加した。ただ、新興市場創設の評価は単にIPO件数のみではなく、「市場のねらい」が達成されているかどうかで測るべきと考えられる。例えば、マザーズの東証における位置づけは「近い将来の市場第一部へのステップアップを視野に入れた成長企業向けの市場」とされている。そうであるなら、比較的緩やかな上場審査基準の下で、潜在力のある企業を証券市場にデビューさせ、その後の成長につなげることができているかどうか、という視点での考察が必要であろう。

このような問題意識に基づいて研究を行った結果として、主に下記の成果が得られた。

（1）市場別・規模別の長期パフォーマンス（BHAR）について

年別のIPO件数は大きく変動する傾向があり、またジャスダック、マザーズともに、上場年によって初期収益率の水準、長期パフォーマンスの推移が大きく異なっていることが分かった。ジャスダックの1997-2003年（1999年を除く）、2008年、2010-2011年、マザーズの2001年、2007-2008年、2012年などについては、おおむねTOPIXを上回るパフォーマンスを示している。さらに、初期収益率が相対的に高い場合に長期パフォーマンスが低迷しやすい傾向が、例えば、ジャスダックの2004-2007年、マザーズの2003-2006年などで読み取ることができた。

ジャスダックについては、公開価格に基づいた時価総額が100億円未満のIPOはいずれもTOPIXを上回るパフォーマンスとなっている。マザーズにおいても、同100億円未満については500営業日（約2年）まではおおむねTOPIXを上回っている。一方、100億円以上300億円未満（マザーズ125営業日を除く）ならびに300億円以上のIPOについては、いずれもTOPIXを下回っており、新規公開時の企業規模による長期パフォーマンスの差が顕著であることが分かった。

（2）市場別・規模別の長期パフォーマンス（累積リターン）について

（1）で指摘したように、新規公開株のパフォーマンスは上場年、公開規模による差が顕著

である。そこで、新規公開企業の成長性を検討するために、BHAR に代えて上場日終値を 1 として基準化して計測した累積リターンを用いて分析も行った。その上で、新規公開時の時価総額と上場後の時価総額の比較を通じて、新規公開後の成長の状況を確認したところ、次のような結果が得られた。

ジャスダックについては、1997 年から 2003 年（1999 年を除く）、ならびに 2010 年から 2012 年の IPO については大半が 1 を上回っており、上場初日終値と比較して株価が上昇していることが分かった。中には 3 から 6 といった極めて高いリターンを示しているケースもあった。一方、2004 年から 2007 年および 2013 年については押し並べて低迷している。累積リターンが低迷している上場年の初期収益率は相対的に高い水準にあり、新規公開市場における過熱現象がその後のパフォーマンス低迷を招くことを示唆している。もちろん、2008 年のリーマンショック以降の株式市場低迷が新規公開株の長期パフォーマンス悪化をもたらした大きな要因の一つである。ただし、リーマンショック発生前の時点でも、既に上場時の株価を下回る傾向を示している点には留意する必要がある。

マザーズについて、2001 年から 2003 年、ならびに 2010 年から 2012 年の IPO については大半が 1 を上回っている。一部には 2 から 3 程度の比較的高いリターンを示している箇所もあるが、ジャスダックに比べるとやや小さな値となっている。ナスダックと同様に 2004 年から 2007 年の IPO については、上場後のパフォーマンス低迷傾向が顕著である。

規模別の特徴に関しては、ジャスダック（2000-2016 年）における公開時時価総額 50 億円未満については、いずれの期間においても上場後に「成長」している銘柄の方が多いことが分かった。マザーズにおいても公開時時価総額 50 億円未満の場合、250 営業日から 1000 営業日（約 4 年）については「成長」している銘柄の方が多い。一方、ジャスダック、マザーズともに、公開時の企業規模が大きくなるにつれて、上場後に時価総額が減少する傾向が強まることが明らかになった。

（3）まとめ

「マザーズという良くも悪くも簡単に IPO をできてしまう環境が日本にはある。IPO が多い背景には、マザーズ市場の使い良さ（＝ハードルの低さ）も挙げられよう。」（『ベンチャー白書』2016 年版）という指摘もある日本の新規公開市場において、大半を占めるマイクロキャップの成長の如何は市場を評価する一つの尺度ともいえるだろう。本研究から、新規公開時の企業規模が 50 億円未満の銘柄については、上場後に時価総額が増加する傾向が明らかとなった。いわば、「小さく産んで大きく育てる」という視点からは、市場のねらいが一定程度達成されたとの評価を行うことができる。比較的小規模な企業においては、IPO によって証券市場へのアクセスが可能となり、資金調達環境の改善を成長に活かしている可能性が示唆される。だが、公開時の企業規模が大きくなるほど、上場後の時価総額が新規公開時を下回る傾向もあわせて明らかになった。このことは、企業規模の拡大やライフサイクルのピークを乗り越えての成長が難しいことを表しているとも考えられる。

IPO 件数や新規公開株のパフォーマンスには年により大きな変動があり、ある種のブームが周期的に生じやすい。投資家の注目を集める高い初期収益率は、一方で長期パフォーマンス低迷を招きやすい。また、大型の IPO ほど長期パフォーマンスは低迷しやすい。ベンチャー投資等の「出口」(Exit) が IPO に偏っている日本において、「上場ゴール」の企業が多数を占めるようになれば、投資家の市場離れや証券市場の機能低下をもたらす恐れがある。今後の課題と

して、新規公開後のパフォーマンスに与える企業属性等を多面的に分析することを通じて、上場後に成長をもたらす要因を明らかにする必要があると考える。

研究成果概要は、データで research@kwansei.ac.jpまで提出してください。