

## マーケット・タイミングは資本構成の動態に どのような影響を及ぼすのか？

三 谷 英 貴

### 1. はじめに

本稿は、マーケット・タイミングが、資本構成の動態に及ぼす影響を実証的に分析することを目的としている。マーケット・タイミングとは、自社が株式市場で過大評価されていると認識した場合、企業は株式発行を選択するが、過小評価されていると認識した場合、負債を選択するという考え方である<sup>1)</sup>。株式市場の状態に依存する形でこのような選好が生じる要因は、株式発行のコストが、株式市場の状態とともに変動する点にある。つまり、自社株が過大評価されている状態においては、株式の発行コストは、負債などの調達コストと比して割安なものとなる。結果的に、株式は企業にとって効率的な資金調達になる<sup>2)</sup>。

先行研究では、マーケット・タイミングが資本構成に及ぼす影響と、その影響の継続する期間（持続性・粘着性）の研究が盛んである。というのも、もし、マーケット・タイミングが、長期に及んで資本構成に影響を及ぼすのであれば、その影響はトレードオフ理論やベッキング・オーダー理論で説明することが困難であり、新しい資本構成の理論として認識する必要性が生じる。逆に、その影響が一時的なものであれば、資本構成を説明するうえでマーケット・タイミングを重要な仮説とみなすことはできない。本稿においてもこのような問題意識を共有したうえで、資本構成の理論におけるマーケット・タイミング仮説の位置づけを明らかにすることを目的とする。まず、新規公開市場の強含み弱含みのサイクルに着目し、強含みの

局面（hot issue periods）でマーケット・タイミングが存在しているか否かを検証する。続いて、マーケット・タイミングが、負債比率の変動に及ぼす影響を、短期的変動と長期的変動とに分けて、それぞれ分析していくこととする。

分析の結果、次のような四つの事実が明らかになった。(1)新規公開市場における強含みの期間（hot issue periods）は、新株発行による資金調達が行きやすく、まさしくマーケット・タイミングに相当している (2) マーケット・タイミングは新規公開直後の負債比率よりも、公開から1年経た時点での負債比率を大幅に低下させる (3) マーケット・タイミングを的確にとらえた新規公開企業の負債比率は、新規公開から、六年程度経過しても持続的に低下する傾向を有している。すなわち、マーケット・タイミングが資本構成に及ぼす影響は持続性・粘着性を有する事象である。これらの実証結果より、マーケット・タイミングを資本構成の新しい理論として議論する必要があると結論づけられる。

最後に、本稿の構成を述べる。2章では、検証に用いる仮説を構築する。3章では、実証分析に用いるデータと変数の定義を行う。4章では、各仮説に対する推計方法、及び、推計式を提示し推計を行う。5章では、推計結果の考察を行う。6章で結論を述べる。

1) 過小評価されていると認識した場合、自社株買いを選択するという解釈もある。しかしながら、本稿では、資金調達手段という側面からとらえているのでこのように考える。

2) 財務政策において、マーケット・タイミングが重視されていることは Graham and Harvey [2001] を参照されたい。

## 2. 仮説

### 〔仮説1〕

新規公開時の資金調達額が多い（大きい）企業ほど、強含みの期間（hot issue periods）に新規公開している。

新規公開市場における強含みの期間（hot issue periods）が、マーケット・タイミングに相当しているのであれば、資金調達額が大きくなればなるほど、その時期を選択して新規上場する傾向があるということになる。また、〔仮説1〕が成立すれば、マーケット・タイミングを的確にとらえた企業の負債比率は、少なくとも短期的には低下すると考えられる。したがって、次のような〔仮説2〕が構築できる<sup>3)</sup>。

### 〔仮説2〕

マーケット・タイミングを的確にとらえて新規公開した企業の負債比率は、新規公開直後から、少なくとも短期的には低下する傾向を有する。

本稿における最大の関心は、マーケット・タイミングが、資本構成に及ぼす影響がどの程度続くのかということである。この点に関して、Baker and Wurgler [2002] は、マーケット・タイミングは、約10年間に及び、持続的に負債比率を低下させるという実証結果を提示した。そこで、次のような〔仮説3〕を構築する。

### 〔仮説3〕

マーケット・タイミングを的確にとらえて新規公開した企業の負債比率は、新規公開から、数年程度経過しても、持続的に低下する傾向を有する。つまり、マーケット・タイミングは持続性・粘性を有する。

## 3. データ

### 3.1 データと記述統計量

本稿におけるサンプルは、1995年1月から1997年12月までの間にJASDAQに新規上場した企業で、継続的に財務データを取得できた210社である<sup>4)</sup>。新規上場企業に関するデータは、株式店頭上場白書の各年版および、JASDAQのホー

ムページより取得した。また、各企業の財務データは「会社財務カルテCD-ROM（東洋経済新報社）」及び「eolDBタワーサービス」より、株価データは「株価データCD-ROM（東洋経済新報社）」より取得した。以下、分析に用いる変数を定義する。負債比率は、負債総額を資産総額で除したものを $\frac{D}{A}$ で表す。（簿価）資本金総額は、資産総額から負債総額を差し引いたものを $E$ 、また、市場価値で測定された資本金総額は、期末発行済み株式数に期末株価を掛け合わせたものを $ME$ と表す。時価簿価比率は $\frac{M}{B}$ で表す。収益性は、経常利益に支払利息・割引料と減価償却実施額を加えたものでとらえ $EBITDA$ と表す。企業規模は売上高の対数値でとらえ $SIZE$ と表す。有形固定資産合計額は $PPE$ で、研究開発支出額は $R\&D$ で表記する。なお、 $R\&D$ 相当額がゼロの場合、 $RDD$ を1とするダミー変数を導入する。各変数の記述統計量については〔表1〕を参照されたい。

### 3.2 強含みの状態（hot issue periods）に関する定義

本稿では、マーケット・タイミングを新規公開市場の月別件数に着目してとらえている。具体的には、株式店頭上場白書に掲載されている月別新規公開件数を用いている。月次データの季節性を取り除く目的で、3期中心移動平均によって補正された件数を用い中央値を求め、中央値よりも当該月間の新規公開件数が多ければ、新規公開市場が強含みの状態（hot issue periods）にあると定義する。そして、強含みの状態にある月に新規公開した企業は、マーケット・タイミングを的確にとらえている企業と定義しHOTを1とするダミー変数で認識する。新規公開件数の月次ベースの中央値を求めると6件、新規公開時の資金調達額の中央値は6億3千万であった。本稿における定義をもとにマーケット・タイミングを的確にとらえている企業数は144件であり、全サンプル数の68.6%に相当している<sup>5)</sup>。

3) Altı [2004] は、マーケット・タイミングは新規公開企業の負債比率にマイナスの影響を及ぼすが、そこから1年経過した時点でその効果は消滅するという実証結果を提示している。

4) 1995年から1997年の間にJASDAQに新規上場した企業は、1995年度137件、1996年度114件、1997年度105件である。

マーケット・タイミングは資本構成の動態にどのような影響を及ぼすのか？

[表 1] 記述統計量

Year	N	D/A %	M/B	EBITDA %	SIZE	PPE %	R&D %	EBIT %
Pre-IPO	210	64.35 (16.43)	—	11.35 (5.56)	9.21 (0.88)	29.63 (18.14)	0.07 (0.58)	8.69 (4.77)
IPO	210	59.56 (17.69)	1.48 (1.24)	11.10 (6.12)	9.31 (0.85)	28.89 (18.04)	0.21 (1.19)	8.47 (5.74)
IPO+1	209	53.38 (18.22)	1.37 (0.59)	8.88 (6.89)	9.31 (0.95)	28.25 (18.23)	0.97 (7.19)	6.39 (6.55)
IPO+2	210	53.20 (18.22)	1.14 (0.50)	7.97 (6.32)	9.31 (0.93)	28.60 (18.48)	0.85 (2.18)	5.41 (5.77)
IPO+4	210	52.04 (18.75)	1.28 (1.93)	7.34 (6.27)	9.30 (0.94)	29.07 (18.29)	1.21 (2.67)	4.63 (6.18)
IPO+6	211	52.40 (19.84)	0.97 (0.70)	6.90 (1.09)	9.23 (1.09)	28.83 (18.59)	1.13 (2.58)	4.27 (4.84)

Year は IPO 時点からの期間を表している (例えば、IPO の一期前は Pre-IPO として表記され、IPO から t 年経過すれば、IPO+t として表記される)。N はサンプル数である。D/A は負債比率をあらわしており、負債総額 D を資産総額 A で除したものと定義されている。M/B は時価簿価比率をあらわしており、負債総額に期末発行株式の時価総額を加えたものを資産総額で除したものである。△ RE/A は、利益剰余金の増減額を資産総額で除したものである。収益性は、経常利益に支払利息・割引料と減価償却実施額を加えたものとしてとらえ EBITDA と表記する。企業規模は売上高の対数値でとらえ SIZE と表記する。有形固定資産は PPE で、研究開発支出額は R&D で表記する。また、経常利益に利息・割引料を加えたものを EBIT と表記する。なお、EBITDA、PPE、R&D、PPE、EBIT は、当該期末時点における資産総額で基準化したものを用いている。括弧内は標準偏差である。

#### 4. 推計式・推計方法

[仮説 1] の検証には、前節で定義された HOT を 1 (それ以外を 0) とするバイナリーデータを作成し、これを被説明変数としたプロビット・モデルを用いることとする。説明変数には、まず、新規公開時の新株発行にともなう資金調達額を用いるが、それらは以下で定義される 3 種類の変数である。一つ目は、新株発行数に公開価格を掛け合わせた調達額を、公開時点の資産総額で基準化したものであり  $ProP/A_t$  と表す。二つ目は、既存株主の売出株数に売出価格を掛け合わせたものと新株発行による調達額との合計を、新規公開時点の資産総額で基準化したものであり  $ProT/A_t$  と表す。また、新規公開時点における資産総額は、公開にともなって増加していると考えられる。そのような公開にともなうバイアスを取り除くために、公開前の資産総額でも基準化したものを  $ProP/A_{t-1}$  と表す。推計式は次のようになる。

$$HOT_{it} = c_0 + c_1 Proceeds + c_2 (M/B)_{it} + c_3 EBITDA_{it-1} + c_4 SIZE_{it-1} + c_5 PPE_{it-1} + c_6 (D/A)_{it-1} + \varepsilon_i \quad (1)$$

(1) 式における添え字  $i$  は新規公開時点を、添え字  $t-1$  は公開前年度を表している。また、添え字  $i$  は各企業を表している。右辺第二項の  $Proceeds$  は  $ProP/A_t$ 、 $ProT/A_t$ 、 $ProP/A_{t-1}$  で表された変数を一括で表記したものである。また、推計には産業別ダミーと新規公開時点における年次ダミーを導入している。[仮説 1] が成立しているならば、 $Proceeds$  の各変数における符合条件はプラスである。続いて、そのような強含みの状態 (hot issue periods) における公開企業の資金調達額に関する特性を詳しく分析する。新規公開時の資金調達額  $ProP/A_t$  は、次のように分割できる。

$$ProP/A_t = Issued \times (Offer/PSA_t) \quad (2)$$

(2) 式の右辺第一項は、新株発行数を発行済み株式数で除した新株発行比率であり  $Issued$  と表す。第二項は、公開価格を一株当たりの資産総額で除したものであり  $Offer/PSA_t$  と表す。つまり、新規公開による資金調達額は、新株発行数に関連する項と公開価格とに関連する項とを掛け合わせたものから構成されるが、新株発行数と公開価格との

5) Hot として認識できる企業は、10 月の 30 件がもっとも多く、次いで 11 月の 29 件、9 月の 24 件となっており、下半期にかけて新規公開市場が強含みとなっていることがわかる。

どちらが強含みの状態（hot issue periods）での資金調達額に、より大きな影響力をもたらすのかということを検証するということである。

〔仮説1〕が成立していれば、新規公開市場の強含みの期間（hot issue periods）における新規公開は、マーケット・タイミングを的確にとらえて新規公開した企業と認識できる。したがって（〔仮説1〕の成立を条件として）、マーケット・タイミングは①公開市場が強含み（hot issue periods）である時に新規公開を行なっており②そのタイミングに乗じて株式発行による資金調達がより多く行っているという二つの条件でとらえることが可能となる。そこで、全サンプルの資金調達額の中央値を求め、中央値よりも調達額の多い企業をMARKETを1とするダミー変数で認識する。HOTとMARKETの定義をもとにすれば、全サンプルを以下の四つのサブ・サンプルに分類することができる。そのそれぞれのサブ・サンプルに【1】HOTでもありMARKETでもある（Timingダミーを1とする）【2】HOTであるがMARKETでない（Hotダミーを1とする）【3】MARKETであるがHOTでない（Marketダミーを1とする）【4】HOTでもMARKETでもないCold（マーケット・タイミングをとらえていない）のようなダミー変数を導入する。〔仮説2〕の検証には、負債比率の短期的な増減  $(D/A)_{i,t} - (D/A)_{i,t-1}$  を定量化し、以下の推計式を用いる。

$$(D/A)_{i,t} - (D/A)_{i,t-1} = c_0 + c_1 \text{Timing} + c_2 \text{Hot} + c_3 \text{Market} + c_4 (M/B)_{i,t-1} + c_5 \text{EBITDA}_{i,t-1} + c_6 \text{SIZE}_{i,t-1} + c_7 \text{PPE}_{i,t-1} + c_8 \text{R\&D}_{i,t-1} + c_9 \text{RDD}_{i,t-1} + c_{10} (D/A)_{i,t-1} + \varepsilon_t \quad (3)$$

〔仮説2〕が成立していれば、新規公開時点や直後のTimingダミーやHotダミーに期待される符号条件はマイナスである。

マーケット・タイミングが、資本構成に対して長期的にネガティブな影響を及ぼすのであれば、新規公開前の時点から公開後の当該時点までの負債比率の変動は、マーケット・タイミングからネガティブな影響を及ぼされるはずである。〔仮説3〕の検証には、負債比率の長期的な増減を  $(D/A)_{i,t} - (D/A)_{Pr e-IPO}$  で定量化し、以下の推計式を用いる。

$$(D/A)_{i,t} - (D/A)_{Pr e-IPO} = c_0 + c_1 \text{Timing} + c_2 \text{Hot} + c_3 \text{Market} + c_4 (M/B)_{i,t-1} + c_5 \text{EBITDA}_{i,t-1} + c_6 \text{SIZE}_{i,t-1} + c_7 \text{PPE}_{i,t-1} + c_8 \text{R\&D}_{i,t-1} + c_9 \text{RDD}_{i,t-1} + c_{10} (D/A)_{Pr e-IPO} + \varepsilon_t \quad (4)$$

〔仮説3〕が成立していれば、新規公開時点から複数年経た時点においてもTimingダミーやHotダミーに期待される符号条件はマイナスである。

## 5. 実証結果

〔仮説1〕の推計結果は〔表2〕のPanel Aを参照されたい。*Proceeds*のうち*ProP/A<sub>t</sub>*を用いた場合のみ10%水準でプラスに有意となっている。つまり、新規公開市場の強含みの状態（hot issue periods）に乗じれば、公開にともなう資金調達額は大幅に増加するということである。例えば、*ProP/A<sub>t</sub>*の限界効果は1.228であるから二標準偏差（0.142）高い場合、公開市場の強含みによって生じるマーケット・タイミングを的確にとらえる確率は17.4%も上昇することになる。（2）式を被説明変数に用いた推計結果はPanel Bを参照されたい。*Issued*はいずれのケースにおいても5%水準でプラスに有意となっているが、*Offer/PSA<sub>t</sub>*は全く影響を及ぼしていない。つまり、公開市場の強含みの状態（hot issue periods）における資金調達額の増加傾向は、公開価格ではなく新株発行数を増加させる傾向に起因しているということである。例えば、*Issued*の限界効果は0.134と0.142であるから二標準偏差（1.250）高い場合、強含み（hot issue periods）によって生じるマーケット・タイミングを的確にとらえる確率は16.8%から17.8%も上昇することになる。以上の分析結果より次の事実が判明したことになる。すなわち、公開市場における強含みの期間（hot issue periods）は、新規公開のための絶好の機会（windows of opportunity）であり、そのようなタイミングを的確にとらえて新規公開した企業は、そうでない企業よりも公開時の資金調達額が増加する。また、そのような性質は、公開価格ではなく新株発行数を増加させる傾向に起因しているということである。つまり、〔仮説1〕は成立しているということである。

〔仮説2〕の推計結果は〔表3〕を参照されたい。TimingダミーはIPO+1時点にかけて、推計値

マーケット・タイミングは資本構成の動態にどのような影響を及ぼすのか？

[表 2] (1) 式の推計結果

PanelA: Proceeds (ProP/A <sub>t</sub> , ProT/A <sub>t</sub> , ProP/A <sub>t-1</sub> )										
N	ProP/A <sub>t</sub>	ProT/A <sub>t</sub>	ProP/A <sub>t-1</sub>	M/B <sub>t</sub>	EBITDA <sub>t-1</sub>	SIZE <sub>t-1</sub>	PPE <sub>t-1</sub>	D/A <sub>t-1</sub>	Scaled R <sub>2</sub>	Log Likelihood
204	4.539* [1.711]	—	—	-0.523*** [-2.921]	0.425 [0.159]	0.030 [0.179]	-1.473** [-2.136]	1.789** [2.416]	0.288	-98.738
204	—	2.090 [1.495]	—	-0.589*** [-2.928]	1.016 [0.394]	0.050 [0.295]	-1.446** [-2.043]	1.842** [2.483]	0.284	-99.238
204	—	0.569	—	-0.161 [0.921]	0.277 [-2.649]	0.014 [0.597]	-0.399 [0.102]	0.502 [2.384]	0.278	-99.887
				0.239	-0.141	0.419	0.005	-0.443	0.483	

  

PanelB: ProP/A <sub>t</sub> =Issued*(Offer/PSA <sub>t</sub> )										
N	Issued	Offer/PSA <sub>t</sub>	M/B <sub>t</sub>	EBITDA <sub>t-1</sub>	SIZE <sub>t-1</sub>	PPE <sub>t-1</sub>	D/A <sub>t-1</sub>	Scaled R <sub>2</sub>	Log Likelihood	
204	0.486** [2.232]	-0.167 [-0.492]	-0.177 [-0.878]	1.839 [0.670]	-0.003 [-0.017]	-0.003 [-1.990]	-1.360** [1.168]	0.945	0.287	-97.838
204	0.134 0.517** [2.466]	-0.046 —	-0.049 [-1.342]	0.506 [0.545]	-0.001 [-0.004]	-0.001 [-1.936]	-0.374 [1.482]	0.26	0.286	-97.959
204	—	-0.413 [-1.295]	-0.244 [-1.209]	3.297 [1.277]	-0.032 [-0.199]	-1.694*** [-2.571]	1.080 [1.360]		0.264	-101.349
		-0.116	-0.068	0.924	-0.009	-0.475	0.303			

ProP/At は、新株発行数に公開価格を掛け合わせた資金調達額を、IPO 時点の資産総額で基準化したものである。ProT/At は、既存株主の売出株式数に売出価格を掛け合わせたものと新株発行による資金調達額 (ProP) との合計を、IPO 時点の資産総額で基準化したものである。ProP/At-1 は、IPO 時の資産総額増加によるバイアスを取除くために、IPO 一期前の資産総額で基準化したものである。Issued は、新株発行数を期末発行済み株式数で除したものである。Offer/PSA は、公開価格を一株当たりの資産総額で除したものである。表中一段目は推定係数、二段目の括弧内は漸近的 t 値、三段目は限界効果をあらわしている。\*\*\* は 1%；\*\* は 5%；\* は 10% で統計的に有意であることを示す。

[表 3] (3) 式の推計結果

Year	N	(D/A) <sub>t</sub> -(D/A) <sub>t-1</sub>										
		Timing	Hot	Market	M/B <sub>t-1</sub>	EBITDA <sub>t-1</sub>	SIZE <sub>t-1</sub>	PPE <sub>t-1</sub>	R&D <sub>t-1</sub>	RDD <sub>t-1</sub>	AdjR <sub>2</sub>	F-Stat
IPO	205	0.326*** [2.366]	0.057*** [4.198]	-0.040** [-2.572]	0.011** [2.566]	-0.262*** [-2.942]	0.021*** [3.063]	0.088*** [3.242]	1.697 [0.621]	0.052 [0.682]	0.253	2.817***
IPO+1	206	-0.042*** [-2.776]	-0.002 [-0.116]	0.001 [0.070]	-0.032*** [-7.177]	-0.705*** [-8.881]	0.012* [1.736]	0.023 [0.746]	-0.881* [-1.712]	-0.088*** [-3.629]	0.536	7.241***
IPO+2	208	-1.71E-03 [-0.116]	0.020 [1.410]	0.008 [0.488]	-6.21E-03 [-0.641]	0.066 [0.832]	4.05E-03 [0.576]	-6.96E-03 [-0.232]	-0.033 [-0.512]	-1.90E-02 [-1.258]	0.013	1.074
IPO+4	211	-0.012 [-1.121]	-0.016 [-1.479]	-0.014 [-1.203]	9.98E-04 [0.465]	-0.198*** [-2.853]	2.41E-03 [0.472]	0.013 [0.636]	0.372* [1.869]	0.014 [1.532]	0.110	1.683**
IPO+6	210	-0.010 [-0.629]	-0.004 [-0.278]	0.024 [1.396]	3.03E-03 [0.452]	-0.122 [-1.236]	-3.84E-03 [-0.600]	-0.049* [-1.662]	-0.455* [-1.935]	-0.016 [-1.358]	0.025	1.140

\*\*\* は 1%；\*\* は 5%；\* は 10% で統計的に有意であることを示す。

-0.042 の 1% 水準で予想通りマイナスに有意となっているが、新規公開時点においては、推計値 0.326 の 1% 水準でプラスに有意となっている。Hot ダミーは、新規公開時点においてのみ、推計値 0.057 の 1% 水準でプラスに有意となっている。つまり、マーケット・タイミングを的確にとらえて新規公開した企業は、公開時点よりも公開から一年経過した時点で負債比率を大幅に低下させるということである。また、Market ダミーは新規公開時点において、推計値 -0.040 の 5% 水準でマイナスに有意となっている。

[仮説 3] の推計結果は [表 4] の各上下段を参照されたい。Timing ダミーは予想通り、IPO+1 から IPO+6 のいずれの時点にかけてもマイナス

の符合で検出されており、新規公開時点からの年数の経過とともに推計値はマイナスに大きくなっている。特に、IPO+4 では推計値 -0.074 (-0.072)、IPO+6 では推計値 -0.083 (-0.080) とともに 1% 水準でマイナスに有意となっている。一方、Hot ダミーは、IPO+1 から IPO+6 のいずれの時点にかけてもプラスの符合で検出されており、特に、IPO+1 では推計値 0.042 (0.044)、IPO+2 では推計値 0.058 (0.055) とともに 1% 水準でプラスに有意となっているという結果が得られた。また、Market ダミーは、IPO+1 から IPO+6 時点のいずれにかけても 1% 水準でマイナスに有意な符合で検出されている。注目すべき点は、マーケット・タイミングを最も的確にとらえて新規公開した企

[表4] (4) 式の推計結果

		(D/A) <sub>t</sub> -(D/A) <sub>t-1</sub> IPO										
Year	N	Timing	Hot	Market	M/B <sub>t-1</sub>	EBITDA <sub>t-1</sub>	SIZE <sub>t-1</sub>	PPE <sub>t-1</sub>	R&D <sub>t-1</sub>	RDD <sub>t-1</sub>	AdjR <sub>2</sub>	F-Stat
IPO <sub>t-1</sub>	206	-0.024	0.042***	-0.046***	-0.022***	-0.788***	0.035***	0.089***	0.142	-0.070***	0.559	7.794***
		[-1.482]	[2.651]	[-2.590]	[-4.871]	[-9.219]	[4.303]	[2.793]	[0.265]	[-2.789]		
		-0.027	0.044***	-0.057***	—	-0.728***	0.044***	0.112***	0.297	-0.070***	0.478	6.164***
IPO <sub>t-2</sub>	206	[-1.551]	[2.635]	[-2.996]	—	[-8.026]	[5.591]	[3.403]	[5.161]	[-2.589]		
		-0.031	0.058***	-0.047**	-0.018	-0.420***	0.043***	0.096***	0.002	-0.026	0.349	3.924***
		[-1.481]	[2.897]	[-2.100]	[-1.307]	[-3.758]	[4.473]	[2.318]	[0.021]	[-1.224]		
IPO <sub>t-4</sub>	206	-0.038*	0.055***	-0.051**	—	-0.481***	0.047***	0.115***	0.008	-0.025	0.348	4.019***
		[-1.880]	[2.758]	[-2.298]	—	[-4.765]	[5.253]	[3.000]	[0.085]	[-1.210]		
		-0.074***	0.012	-0.086***	0.005	-0.884***	0.050***	0.136***	0.310	-0.002	0.246	2.787***
IPO <sub>t-6</sub>	206	[-2.792]	[0.481]	[-3.059]	[0.488]	[-5.501]	[4.297]	[2.829]	[0.648]	[-0.095]		
		-0.072***	0.014	-0.085***	—	-0.872***	0.049***	0.134***	0.359	-0.001	0.249	2.869***
		[-2.755]	[0.563]	[-3.060]	—	[-5.501]	[4.278]	[2.803]	[0.788]	[-0.062]		
IPO <sub>t-6</sub>	206	-0.083***	0.009	-0.054*	0.026	-0.995***	0.053***	0.089	-0.621	-0.021	0.184	2.240***
		[-2.719]	[0.287]	[-1.619]	[1.393]	[-5.109]	[4.439]	[1.510]	[-1.201]	[-0.831]		
		-0.080***	0.013	-0.056*	—	-0.925***	0.050***	0.072	-0.542	-0.024	0.179	2.236***
		[-2.625]	[0.425]	[-1.652]	—	[-4.903]	[4.240]	[1.247]	[-1.052]	[-0.975]		

\*\*\* は 1%；\*\* は 5%；\* は 10% で統計的に有意であることを示す。

業群（Timing ダミーで認識されている企業群）においては、マーケット・タイミングが負債比率を低下させる影響は、公開時点から 6 年経過しても続く持続的なものという点である。

つまり、マーケット・タイミングを的確にとらえて新規公開した企業（つまり、Timing ダミーとしてとらえられた企業群）の負債比率は、新規公開から 6 年程度経過しても、持続的に低下する傾向を有する。すなわち、[仮説 3] は成立しているということである。

## 6. 結論

本稿では、企業の新規公開という事象に焦点を当て、マーケット・タイミングが、資本構成の動態に及ぼす影響に関する実証分析である。新規公開市場には、マーケット・タイミングをとらえやすい明確なサイクル（hot issue periods）が存在すると考えられており、新規公開は自然実験（natural experiment）的な要素を持つと考えられる。分析に際しては、マーケット・タイミング理論に関する 3 つの仮説を構築し検証を行なった。分析の結果得られた事実は次の通りである。

新規公開時の資金調達額が多い（大きい）企業ほど、強含みの期間（hot issue periods）に新規公開している。すなわち、公開市場における強含みの期間（hot issue periods）は、企業にとって新規公開の絶好の機会であり、まさしくマーケット・タイミングということである。

マーケット・タイミングを的確にとらえて新規公開した企業の負債比率は、新規公開直後よりも、公開から一年経過した時点で大幅に低下する傾向

を有する。マーケット・タイミングを的確にとらえていても、とらえていなくても、負債比率の変化分は新規公開時点で低下する傾向を有している。しかしながら、新規公開から一年後のそれに及ぼすマイナスの影響は、マーケット・タイミングを的確にとらえている企業の方が、そうでない企業よりもはるかに大きいということである。

マーケット・タイミングを的確にとらえて新規公開した企業の負債比率は、新規公開から六年程度経過しても、持続的に低下する傾向を有している。すなわち、マーケット・タイミングが負債比率に及ぼすネガティブな影響は Baker and Wurgler [2002] が指摘したような持続性・粘着性を有する事象である。すなわち、マーケット・タイミングは、負債比率の累積変動に対してネガティブな影響を及ぼしており、その影響の程度は、新規公開からの時間の経過とともに大きくなっていくということである。すなわち、マーケット・タイミングが負債比率に及ぼすネガティブな影響は、かなりの程度の持続性・粘着性を有する事象ということである。

## 参考文献

- Alti, A.[2004], “How Persistent is the Impact of Market Timing on Capital Structure?” *Journal of Finance*, 61 (4), pp. 1681-1710.
- Baker, M., and Wurgler, J.[2002], “Market timing and capital structure,” *Journal of Finance*, 57 (1), pp. 1-32.
- Graham, J.R., and Harvey, C.R.[2001], “The theory and practice of corporate finance: Evidence from the field,” *Journal of Financial Economics*, 60, pp. 187-243.