

新規公開時における株式売却制限 がアンダープライシングに与える 影響¹

ロックアップ契約と公開前規制がもたらすシグ
ナリング効果からの考察

神戸大学 忽那憲治ゼミ

熊谷一宏 佐野尚志 寺西優貴 山尾 遼
Mustika Perwitasari

2007年12月

¹本稿は、2007年12月1日、2日に開催される、ISFJ日本政策学生会議「政策フォーラム2007」のために作成したものである。本稿の作成にあたっては、忽那教授（神戸大学）をはじめ、多くの方々から有益且つ熱心なコメントを頂戴した。ここに記して感謝の意を表したい。しかしながら、本稿にあり得る誤り、主張の一切の責任はいうまでもなく筆者たち個人に帰するものである。

要約

本稿は新規公開時において、ロックアップ契約と公開前規制という新規発行株式に制限を与える契約と法律がアンダープライシングにどのような影響を及ぼすかを調べたものである。アンダープライシングとは、流通市場において成立する初値が公開価格を上回る現象のことであり、多くの研究者や実務家の間で関心を浴びている。Ritter (1986)によるとアンダープライシングは新規上場企業にとっての間接コストとなっている。これは新規上場企業が初値で資金調達出来たにも関わらず、それよりも低い公開価格で資金調達してしまったことにより、本来であれば調達が可能であった金額を手に入れることができなかったということであり、この機会費用のことを間接コストと定義している。

本稿においてロックアップ契約と公開前規制というほぼ同内容の2つの契約と規制が存在している日本において、この2つの契約と規制がアンダープライシングに与える影響を考察することで、ベンチャー企業が新規上場する際の間接コストとなりうるアンダープライシングを低減させるための政策提言がおこなうことができる。日本経済の発展を促進するためには、イノベーションを起こすベンチャー企業とその中心的な役割を果たすアントレプレナーの存在が不可欠である。また本研究の学術的な意味での貢献は、日本において、ロックアップ契約と公開前規制の双方を考慮した最初の論文であるということができよう。欧米においては、新規公開時におけるロックアップ契約に関する研究が数多く存在している。日本においても船岡 (2005)が日本におけるロックアップ契約に関する研究はおこなっているが、公開前規制にまで踏み込んだ研究は存在していない。新規上場時における株式売却制限に関する研究としては新しい観点を取り入れ、より現実的な市場の分析をおこなったという点で有意義なものになっている。

今回実証分析をおこなうにあたってデータサンプルは2000年から2006年までに新規上場を行った691社を対象にしている。本稿での仮説はロックアップ契約と公開前規制という契約と規制がもたらす、任意と強制という性質に着目した。さらにロックアップ契約と公開前規制に該当する増資の時期の違いにも着目することで、これらがもたらすシグナリング効果についての検証をおこなっている。シグナリングモデルの構築は新規株式市場において情報の非対称性が存在し、効率的市場仮説の存在を否定することが基本となっている。新規株式公開におけるアンダープライシングの発生において、効率的市場仮説が存在していないという説明を行ったのがRock (1986)である。この研究では情報の非対称性を用いた解釈を行っている。IPO市場において、情報優位の投資家と情報劣位の投資家が存在しているという仮定を置いた。この仮定の下で、情報優位の投資家が、公開価格が高すぎる、あるいは、リスクに見合うだけの収益が上がらないと判断した新規公開株式を、情報劣位の投資家が購入させられる可能性を指摘した。このような可能性が存在していたとしても、情報劣位の投資家を市場に留めさせ、投資全体としてリスクに見合う収益を提供するためには公開価格を低く設定する必要がある。この結果、公開価格が本来の企業価値よりも低くなる、すなわちアンダープライシングを生み出すというモデルを提唱している。Rock (1986)の情報の非対称性モデルを発展させたものに、シグナリングモデルが存在する。発行企業と投資家間の情報の非対称性についてRockとは逆の仮定を置き、発行企業の方が投資家よりも情報を持っていると仮定している。発行企業が企業の将来キャッシュフローの現在価値やリスクについて、投資家よりも情報を持っているならば、アンダープライシングが、真に高い価値のある企業

であることを投資家に確信させるための手段になるかもしれない。Allen and Faulhaber (1989)、Grinblatt and Hwang (1989)、Welch (1989)は、こうした考えを理論化した。

このような先行研究に基づき仮説を構築し、実証研究をおこなった。推定方法としてはOLSによる最小二乗法を用いて計量的に分析を行っている。被説明変数をアンダープライシングとし、説明変数をロックアップ契約と公開前規制に関する変数を用いている。更に、コントロール変数としては公開所要年数、売上高、資金調達額、マーケットの状況など様々なコントロール変数を用いることで、説明力の高いモデルを構築した。実証結果は以下のとおりとなっている。

最初の仮説1においてロックアップ契約と公開前規制がアンダープライシングに正の影響を与え、公開前規制のほうがロックアップ契約よりもアンダープライシングに与える影響が大きいということを提示した。実証結果として公開前規制はアンダープライシングに正の影響を与えるということが統計的に有意であるということが示されたが、ロックアップ契約はアンダープライシングに影響を与えるということが統計的に有意であるということを示すことはできなかった。これはCourteau (1995)が示したようにロックアップ契約がシグナリング効果を示すという結果とは一致しない。Brav and Gompers (2003)と同様にロックアップ契約に関してはシグナリング仮説を棄却するという結果と整合的なものとなっている。

次に経営陣のロックアップ契約と公開前規制における情報に関する分析をおこなった。公開前規制が経営陣の自己利益を追求しているというシグナルが発生しているために、アンダープライシングに対して負の影響を及ぼす。一方で、ロックアップ契約において経営陣が同意しているということは、売却禁止のコストを負担するということになるため、質の高い企業だというシグナルになる。そのためロックアップ契約に経営陣が同意しているということはアンダープライシングを増大させるという結果をもたらすという。これが仮説2である。実証分析を行うと仮説2で考えたように、経営陣のロックアップ契約の情報に関してはアンダープライシングに正の影響を与えるが、経営陣の公開前規制の情報に関してはアンダープライシングに負の影響を与えるということが統計的に有意であることが示された。この結果はロックアップ契約に関してはAggarwal, Krigman and Womack (2002)と整合的なものになっている。

最後にロックアップ契約と公開前規制における株式売却数制限がアンダープライシングに正の影響を及ぼすという仮説3を検証した。これは制限株式数の割合が売却禁止のコストを負担する割合が高くなるということから、発行企業の質に関して高いシグナルを出しているために、アンダープライシングに正の影響を与えるというものである。検証の結果、正の影響を与えることは示されたが、統計的には有意ではなかったため、限定的に支持されたということが言えよう。

更に、この研究を通して実証的に分析した結果から、公開前規制の廃止とベンチャー企業を取り巻く環境のインフラの整備を政策提言として述べる。公開前規制を廃止することで、アンダープライシングにおける間接コストは削減され、ベンチャー企業の持続的な発展の一助となると考えている。またベンチャー企業を取り巻く環境のインフラの整備も今後は一段と必要となってくる。公開前規制の廃止、そして積極的にベンチャー企業の発展につながるような環境を整えることで、日本の経済活性化につながると考えている。

目次

はじめに	6
第1章 先行研究レビュー	8
第1節 アンダープライシングに関する先行研究	8
第2節 ロックアップ契約と公開前規制に関する先行研究	9
第2章 仮説の設定・モデルの提示	12
第1節 仮説の設定	12
第2節 分析モデルの提示と変数の説明	14
第3章 データ	18
第1節 データソース	18
第2節 分析モデルの設定と変数の説明	18
第4章 実証分析・実証分析の結果と考察	20
第1節 回帰分析	20
第2節 結果考察	20
第5章 まとめ	24
第6章 政策提言	25
第1節 公開前規制の廃止、ロックアップ契約の普及	25
第2節 ロックアップ契約普及のための法律、社会インフラの整備	26

参考文献・データ出典

はじめに

新規株式公開(Initial Public Offering 以下 IPO)は未上場企業が新規に株式を証券取引所に上場し、取引所において不特定多数の投資家に対して株式の売買を可能にすることである。IPO に関する学術的研究は欧米において盛んであり、数多くの研究成果が報告されている。

IPOにおいては数多くのアノーマリが確認されており、その中の一つにアンダープライシング現象が存在する。これは流通市場において成立する初値が公開価格を上回る現象²のことであり、多くの研究者や実務家の間で関心を浴びている。図表 1 参照。Loughran, Ritter and Rydqvist (1994)によるとアメリカ、イギリス、日本におけるアンダープライシングの平均はそれぞれ 15.3%、12.0%、32.5%であるということが報告されている。また、Jenkinson and Ljungqvist (2001)による IPO の 44 本の実証研究のまとめからアンダープライシング現象は国際的、かつ、継続的なものであるということが報告されている。アンダープライシング現象は投資家の観点と企業の観点からするとその特性が異なってくる。投資家の観点から考えると、株式を公開価格で取得し、初値で売り抜けることができると、高い株式収益率を得ることができる。しかし、企業の観点から考えると、初値で資金調達できたにも関わらず、それよりも低い公開価格で資金調達をしてしまったことにより、本来であれば調達が可能であった金額を手に入れることができなかったということの意味しており、Ritter (1987)はこれについて間接コストとして言及している。

IPOを行う際に、企業やそれを取り巻くステークホルダーに様々な契約や規制が設けられている。そのうちの1つがロックアップ契約である。ロックアップ契約とは、アンダーライターに対して経営者やベンチャーキャピタル(以下VC)等の大株主が株式公開後の一定期間³、自身が保有する株式を売却しない旨を確約するものである。ロックアップ契約はアメリカ、イギリス等の国においても一般的に交わされており、日本では2000年12月8日に導入された。

一方、日本ではロックアップ契約が導入される以前から公開前規制という日本独自の法律が存在している。この法律は特定の者が公開予定株式を低廉な価格で譲り受け、公開後に売り抜けることで不当な利益を得るのを防ぐのが狙いである。

我が国では、新規上場における発行株式に影響を与える規制や契約が2つ同時に存在するという珍しい状況下にある。日本ではロックアップ契約は2000年12月から市場を安定させる目的で導入された。しかしながら日本ではそれ以前から公開前規制という法律が存在している。図表 2 参照。公開前規制は制定以降、何度も規制が緩和され続けており、1999年の改正により、契約と規制の違いはあるものの実質的に果たす役割としてはロックアップ契約の内容に近づきつつある。このため、ロックアップ契約は公開前規制の代替となることも可能で

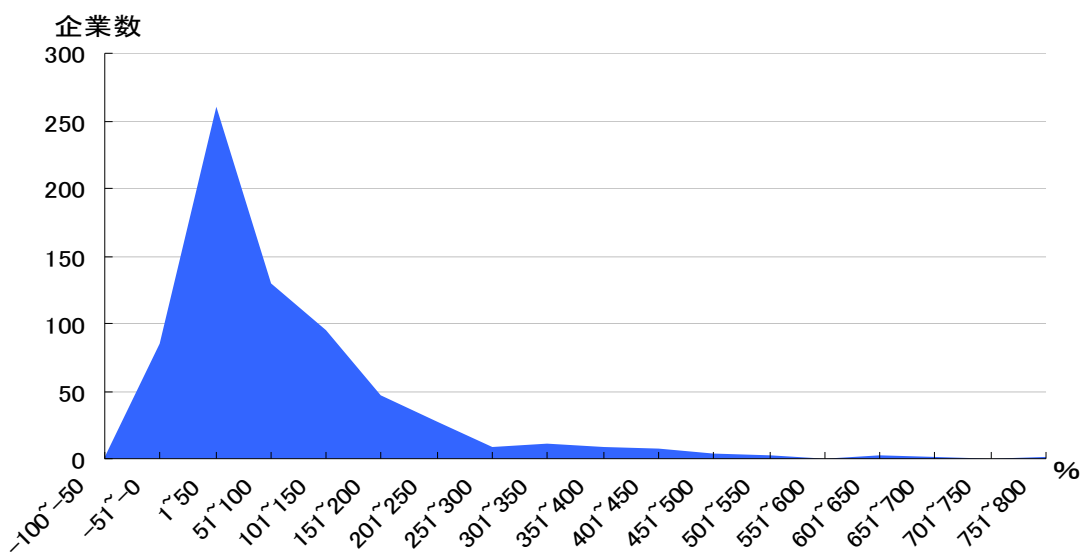
² IPO のプロセスでは、まず発行市場で主幹事を勤める引き受け証券会社が新規公開株のすべてを引き受け、幹事証券会社がそれぞれ投資家に販売する。企業と主幹事の交渉によって、公開株式総数とその販売価格は事前に決定される。公開価格とはこの販売価格のことである。公開価格は、主幹事証券会社が、株価算定能力の高いとされる機関投資家などの意見を参考に仮条件(価格帯)を設定し、これを基に投資家の需要を踏まえて(ブックビルディング)決定する。次いで、上場後、流通市場において市場価格が付く。初値とはこの市場価格のことであり、一般に上場日の終値のことである。

³ 日本においては通常 180 日間である。

あろう。このほぼ2つの同内容の契約と規制が同時に存在しているため、IPO時における株式売却制限を二重に課しているという状況が存在しているということは、日本における新興市場を取り巻く環境が欧米と比較して発展しているとは言えず、ベンチャー企業発展の足かせとなっている可能性が存在している。ロックアップ契約と公開前規制の契約と規制という特質、更には増資時期に着目することで、両者の差異を考察し、より最適な制度の構築というものに貢献したいと考える。

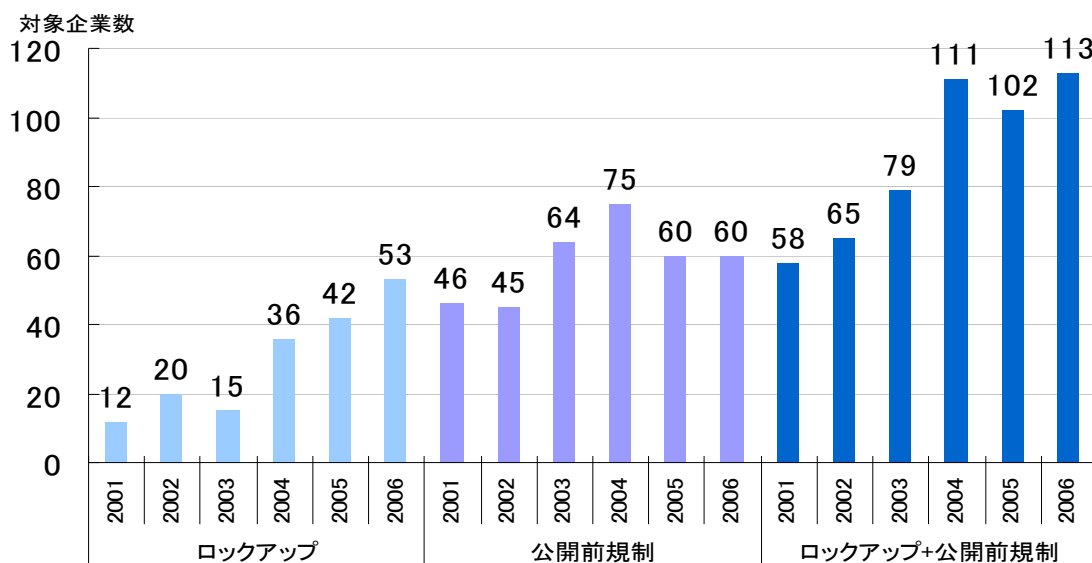
本稿の構成は次の通りである。2章において、アンダープライシングやロックアップに関する先行研究に関して取り上げる。3章では我々の仮説を提示し、分析を行うためのモデルを示す。4章で実証分析に用いるデータソースや基本統計量を示した後に、5章で回帰分析を行い、その結果を考察する。6章において、本稿でのまとめを述べたいと思う。

図表1 日本におけるアンダープライシングの分布図



出所：独自作成

図表2 ロックアップ契約対象企業と公開前規制対象企業数の推移



出所：独自作成

第1章 先行研究レビュー

第1節 アンダープライシングに関する先行研究

多数の投資家が参加する株式市場において形成される株価は、その時点において入手可能なすべての情報を織り込んでおり、その結果として株価は企業価値を反映させたものであると考えられる。これらの仮定は効率的市場仮説と呼ばれるものである。この効率的市場仮説の考え方に基くと、アンダープライシングは公開価格がベンチャー企業の真の企業価値を反映し、価格が引き上げられることによって初値と公開価格が等しくなるように決定されるはずである。しかしながら、実際には世界各国でアンダープライシングの現象が存在している。この原因を解明するために、数多くの研究がなされている。

この新規株式公開におけるアンダープライシングの発生において、効率的市場仮説が存在していないという説明を行ったのが Rock (1986)である。この研究では情報の非対称性を用いた解釈を行っている。IPO 市場において、情報優位の投資家と情報劣位の投資家とが存在しているという仮定を置いた。この仮定の下で、情報優位の投資家が、公開価格が高すぎる、あるいは、リスクに見合うだけの収益が上がらないと判断した新規公開株式を、情報劣位の投資家が購入させられる可能性を指摘した。このような可能性が存在していたとしても、情報劣位の投資家を市場に留めさせ、投資全体としてリスクに見合う収益を提供するためには公開価格を低く設定する必要がある。この結果、公開価格が本来の企業価値よりも低くなる、すなわちアンダープライシングを生み出すというモデルを提唱している。

Rock (1986)の情報の非対称性モデルを発展させたものに、シグナリングモデルが存在する。シグナリングモデルでは、発行企業と投資家間の情報の非対称性について Rock とは逆の仮定を置き、発行企業の方が投資家よりも情報を持っていると仮定している。発行企業が企業の将来キャッシュフローの現在価値やリスクについて、投資家よりも情報を持っているならば、アンダープライシングが、真に高い価値のある企業であることを投資家に確信させるための手段になるかもしれない。Allen and Faulhaber (1989)、Grinblatt and Hwang (1989)、Welch (1989)は、こうした考えを理論化した。

また公開価格と初値の乖離におけるアンダープライシングを、企業側の観点から間接コストとして捉えた研究としては、Ritter (1987)がある。この研究において本来であれば調達可能であった資金を獲得できなかった機会費用を、新規発行企業における間接コストだとして Money left on the table. と表現している。

第2節 ロックアップ契約と公開前規制に関する先行研究

ロックアップ契約とはアンダーライターに対して経営者や VC 等の大株主が株式公開後の一定期間株式を売却しない旨を確約するものである。ロックアップ契約を締結する目的として、Field and Hanka (2001)は次の3点を挙げている。(1)ロックアップ対象者に上場後の数ヶ月間、業務遂行の努力を継続させる。(2)インサイダーが悪い情報を前もって知ったとしても自己の保有株式の売却を行わないという確かなシグナルとなる。(3)アンダーライターのプライスサポートを容易にする。

Courteau (1995)は、Leland and Pyle (1977)のシグナリングモデルを応用し、ベンチャー企業の経営者が分散化しないポートフォリオを保有していることに加えて、ロックアップに同意している保有期間の長さが、企業のシグナルとなることを指摘している。経営者が公開後にすぐに持分を売却できるのであれば、シグナリング戦略は投資家を説得するには十分ではないが、ロックアップ契約に同意することによって企業の質が高いというシグナルを市場に対して送るということになる。

また Brav and Gompers (2003)は、ロックアップ契約を結ぶ目的について、企業の質を示すシグナリング仮説の他に、モラルハザードを減少させるためのコミットメント手段として、機能するコミットメント仮説と、アンダーライターが発行企業から追加的な報酬を得るためであるとする追加的報酬仮説を提示し、3つの仮説を検証したが、この論文では結果として、コミットメント仮説を支持している。

Aggarwal, Krigman and Womack (2002)の論文においてはアメリカの1994-99年のIPO企業618社のデータを用いて分析を行い、経営者のロックアップ契約に対する保有比率の高さがアンダープライシングと正の相関があるということ进行分析した。

日本において、ロックアップ契約は2001年12月から導入された。『ベンチャーキャピタルハンドブック』で述べられているように、日本においてロックアップ契約が導入された理由の一つとしては、1999年にマザーズ、2000年にヘラクレスが開設されて以来、両市場において情報の非対称性が大きいと考えられる企業が数多く上場するようになったことが挙げられている。

日本のロックアップに関する代表的な研究は船岡 (2005)が挙げられる。この論文は企業によりロックアップに同意している主体が異なることに注目し、その主体が経営陣およびVCである場合のシグナリング効果に焦点を当てたものである。分析結果は以下の2点である。1点目は、経営陣のロックアップのシグナルは、公開価格にプラスに反映されており、アンダープライシングに与える影響は限定的なものである。2点目は、VCのロックアップのシグナルは公開価格には反映されておらず、アンダープライシングの程度には有意にプラスの影響をおよぼしている。これらの結果より、初値が効率的に決定されていると仮定するのであれば、経営陣のロックアップのシグナルは、情報の非対称性の低減にある程度寄与するものであるが、VCのロックアップのシグナルは、情報の非対称性を低減させるものではないということが示された。

一方で、公開前規制は1986年のリクルートコスモス事件を発端に成立した法律であり、任意の契約であるロックアップ契約とは性質が異なる。1989年4月の施行以来、幾度か緩和の方向で変更がなされており、現在の公開前規制の内容は以下の通りである。上場前制限期間内⁴に行われた第三者割当増資等に係る株式等の取得者は、上場申請会社との間で、上場後一定期間⁵について取得した株式を継続所有することを書面により確約しなければならないというものである。図表3参照。

⁴上場申請直前事業年度末の1年前の日の翌日から上場日の前日までである。

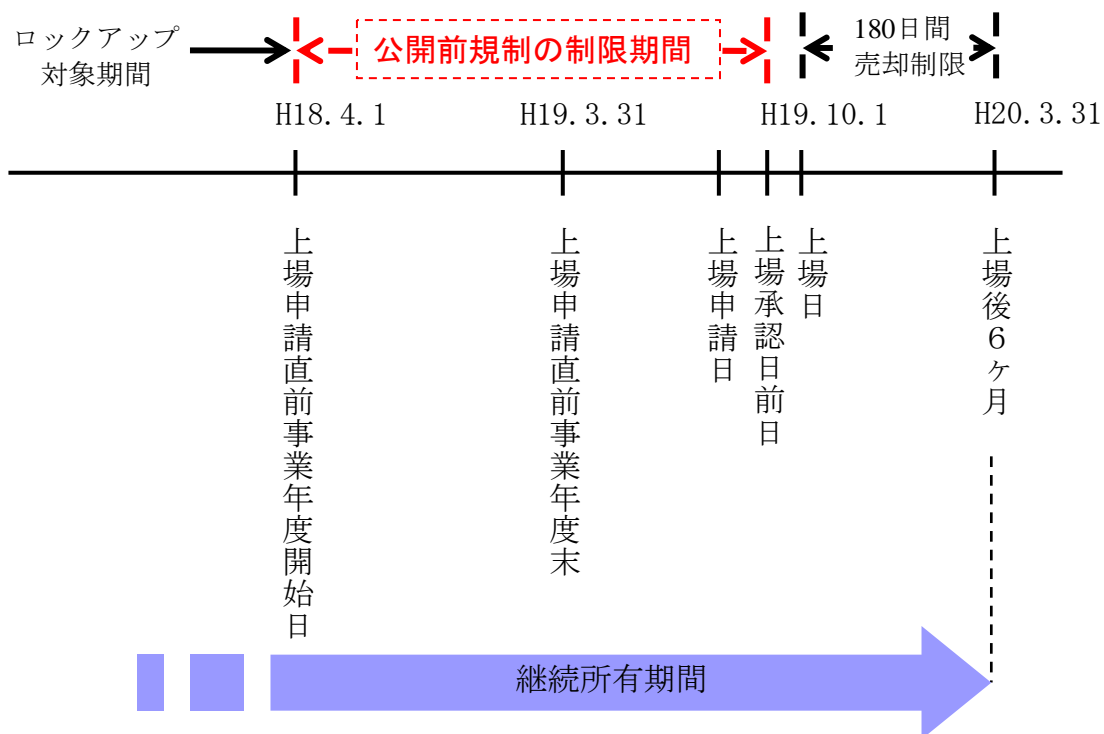
⁵第三者割当増資の日から上場日以降6か月間である。

しかしこの期間が1年間に満たない場合は、当該第三者割当増資の日以降1年間となる。

ロックアップと公開前規制を比較すると、契約と規制の違い、更には第三者割当増資が行われた時期の違いを挙げることができる。契約と規制の違いは任意と強制的の違いによって生じる、売却制限のコスト負担を選択する時期の違いが考えられる。また時期の違いの観点から説明すると、公開前規制は上場申請直前年度の開始日から上場承認日前日の制限期間内の増資分については規制によって強制的に上場後の売却が制限される。図表4参照。この規制が存在しているのでロックアップ契約の対象となった株式は制限期間以前、すなわち、少なくとも上場申請日前日の1年より前に取得されたものということになる。

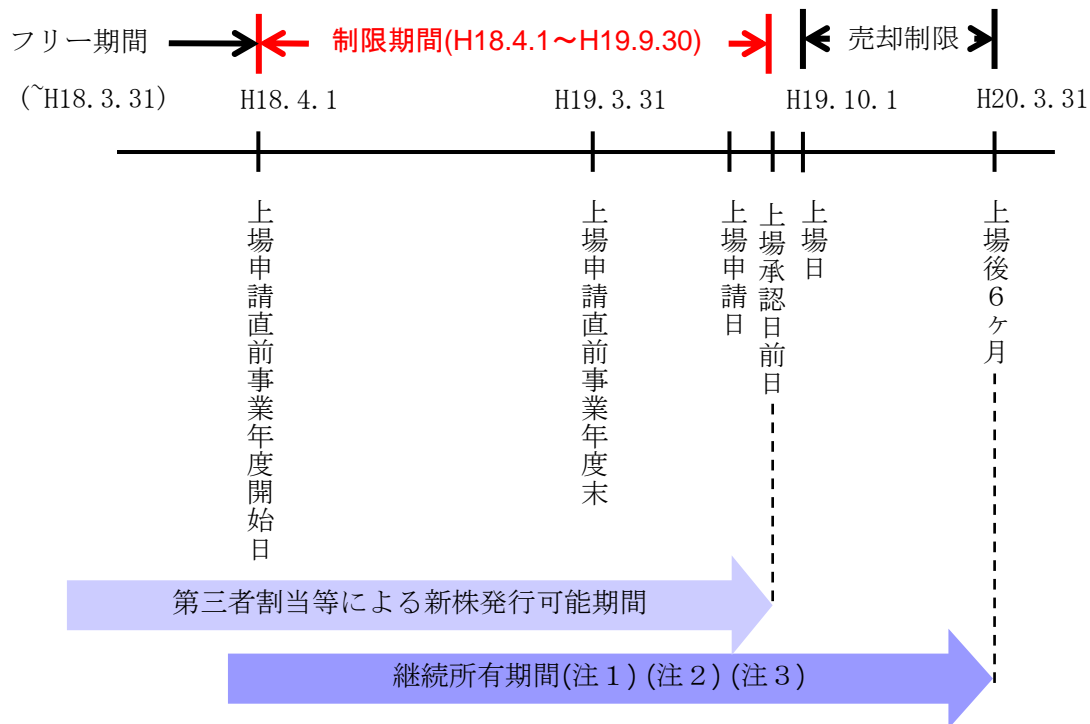
以上のように先行研究のレビューを行うと、新規株式公開市場においては情報の非対称性のために効率的市場仮説ということが成立しえない。この情報の非対称性の存在が存在しているために、新規公開市場においてはアンダープライシングという特異な現象をもたらしている。この情報の非対称性のモデルを用いて、Allen and Faulhaber (1989)、Grinblatt and Hwang (1989)、Welch (1989)らはシグナリングモデルを構築した。またアンダープライシング現象は新規公開企業にとっての間接コストとなっていると Ritter (1986)は述べている。Courteau (1995)はこのアンダープライシング現象とロックアップ契約との関係を、シグナリング仮説を用いて検証した。日本のデータソースを用いてロックアップ契約とアンダープライシングの関係を検証したのが船岡(2005)である。しかしながらこの研究では、ロックアップ契約がもたらすシグナリング効果に関しては検証しているが、日本でなおも一般的である公開前規制を考慮した検証はおこなわれていない。本稿では、ロックアップ契約および公開前規制がもつ契約と規制、更には増資時期に着目したシグナリング効果を分析する。またロックアップ契約と公開前規制を結んでいる経営者の情報によるシグナリング効果と新規株式制限数におけるシグナリング効果という観点からの分析も行う。

図表4 ロックアップ契約のタイムライン



出所：独自作成

図表3 公開前規制のタイムライン



- (注1) 上場申請日の直前事業年度末の1年前の日以後において行われた第三者割当等により割り当てられた募集株式(当該割り当て株式に係る取得株式等を含む)が対象。
- (注2) 上場日以後6ヶ月を経過する日が割り当て株式に係る払込期日又は払込期間の最終日から1年間経過していない場合は、割り当て株式に係る払込期日又は払込期間の最終日から1年間経過する日までが継続所有期間となる。
- (注3) 割当株式に係る取得株式等の継続所有期間は、当初の割当株式に係る継続所有期

出所：『マザーズ上場の手引』東京証券取引所より独自作成

第2章 仮説の設定とモデルの提示

第1節 仮説の設定

本稿では、以下の3つの仮説を提示し、それによってロックアップ契約と公開前規制による新規株式発行時の株式売却制限がアンダープライシングに与える影響を考察する。

Courteau (1995)はインサイダーにとって新規公開後の売却禁止は多大なコストになることから、ロックアップに同意していることは売却禁止のコストを負うことのできる証であり、質の高い企業であることを示すシグナルであると指摘した。また、Welch (1989)は質の高い企業が上場後に株式を追加発行する際に高い価格をつけるために、IPO時にアンダープライシングをするというシグナリングモデルを示した。これによると質の高い企業はアンダープライシングをシグナリングの一環としてとらえているため、アンダープライシングを回避するつもりはないと示されている。

上記を踏まえ、ロックアップ契約と公開前規制それぞれのシグナリング効果について比較、検証を試みる。まず公開前規制に関して、ロックアップ契約と同様に新規公開後インサイダーを含む株主が一定期間株式の売却禁止に関わるコストを負うという点から、公開前規制対象株主の存在は質の高い企業であるというシグナルを発すると考える。

次にロックアップ契約と公開前規制が同様のシグナリング効果を示すとした上で、両者の相違点について考察する。ロックアップ契約と公開前規制を比較した場合、任意で結ぶ契約と法的な規制という違い、さらに第三者割当増資が行われた時期の違いが挙げられる。まずこの2点について説明していく。公開前規制の存在する日本においては、上場申請直前年度の開始日から上場承認日前日の制限期間内の増資分については規制によって強制的に上場後の売却が制限される。したがってロックアップ契約の対象となった株式は制限期間以前、すなわち、少なくとも上場申請日前日の1年より前に取得されたものということになる。これが増資時期の違いである。そして新規公開企業の株式は上場直前期の方が高額であるため、ロックアップ契約の対象となる株式よりも、公開前規制対象となる株式の方が取得者にとってはより大きな費用になると考えられる。

次に任意の契約と法的な規制との違いについては2点挙げられる。1点目に、任意と強制的の違いによって生じる、売却制限のコスト負担を選択する時期の違いが考えられる。ロックアップ契約は公開前規制とは相対的に過去の時点で株式を取得し、上場直前期の段階までに売却制限の有無を任意選択することが可能である。対して公開前規制は制限期間内に株式を取得した場合は強制的に売却制限が課されることから、株式を取得する時点で売却制限を自らに課すということになる。つまりロックアップが任意契約であるという側面を考慮しロックアップ契約と公開前規制を比較すると、売却制限期間は同じであるが、実質的には売却禁止に伴うコストを負担する期間は公開前規制の方が長い。

また、2点目として上場後の株主の行動にも影響を与えられよう。公開前規制においては法的な規制であることから制限を課された株式を売却することが不可能なのに対し、

ロックアップ契約により売却を制限された株式については相応のコストを支払うことで契約を反故にすることが可能である。

以上をまとめると、公開前規制はロックアップ契約に比べて株式の取得金額が大きく、売却禁止コストの負担期間が長い。加えて公開後の株式売却の可能性が存在しないため、対象者により大きなコストを課すことになる。したがって公開前規制の対象者は、ロックアップ契約の対象者に比べ、より大きなコストを負担する能力があると言える。そして、このことがより質の高い企業であるとのシグナルを発していると考えられる。これは、売却禁止コストの負担期間とシグナリング効果の大小の関係は、ロックアップ期間が長いほど企業の質の高さを示すとした Courteau (1995)のモデルと整合的である。以上をまとめて第1の仮説とする。

仮説 1

新規株式発行時において、ロックアップ契約と公開前規制の存在はそれぞれ企業の質の高さを示すシグナルになり、アンダープライシングに正の影響を与える。さらにロックアップ契約に比べ、公開前規制の方が強いシグナリング効果を発しており、アンダープライシングにより大きな影響を与える。

続く仮説では株式売却制限の対象者に着目する。Aggarwal, Krigman and Womack (2002)によると IPO 企業の経営者の保有比率の高さとアンダープライシングは正の相関関係にある。さらに船岡 (2005)によると経営陣がロックアップの対象者であるというシグナルは公開価格にプラスに反映されているが、アンダープライシングに与える影響は限定的であるとされている。

今回の分析においては過去の研究で示された経営陣のロックアップシグナルを、公開前規制という日本独自のもう1つの株式売却制限の存在を加味した上での検証を試みる。それと同時に、経営陣が公開前規制の対象となっている場合のシグナルについても考察する。Courteau (1995)、船岡 (2005)が提示したように、ロックアップ契約においては経営陣が売却禁止のコストを負担することが企業の質の高さを示すシグナルであると考えられる。

公開前規制においては、その独自の性質を考慮した上で経営者の立場に着目したい。経営者は第3者割当増資を決定する立場にある。また、公開前規制対象となる株式は、最短で上場日前日の1年以内に取得したものである。つまり経営者が公開前規制の対象になっているということは、上場直前期に自らに株式を割り当てたことを意味する。このことは経営陣が上場後の値上がりを利用して自己の利益追求を図ったものであると考えられる。つまり経営陣の公開前規制対象株式の割合が高いということは利己的な経営陣が支配する企業としてとらえられ、企業の質にマイナスの影響を与える。これがシグナルとなり、アンダープライシングに負の影響を与える。以上をもって第2の仮説とする。

仮説 2

企業の発行済株式のうち、経営陣のロックアップ契約対象株式の割合が高くなるほどアンダープライシングに正の影響を与える。一方で経営陣の公開前規制対象株式の割合が高くなるほどアンダープライシングに負の影響を与える。

また、船岡 (2005)は Courteau (1995)をもとに日本のロックアップ契約について、経営者、VCの保有する売却制限株式の割合に着目して、公開価格およびアンダープライシングに与える影響を分析した。ここでは船岡 (2005)と同じく売却制限株式の割合からシグナリング効果の大きさを考察する。ロックアップ契約と公開前規制の対象株式数合わせたものを株式売却数制限とすると、その発行済株式数に占める割合が高ければ高いほど、企業の質の高さを示すシグナリングになる。すなわちアンダープライシングが大きくなる。これが第3の仮説である。

仮説 3

新規株式発行時において、企業の発行済株式数における株式売却制限(ロックアップ契約株式数+公開前規制株式数)の割合が高くなるほど、アンダープライシングに正の影響を与える。

第2節 分析モデルの提示と変数の説明

まず初めにモデルで使用する予定である変数について説明する。重要な変数は被説明変数である `upricing`(アンダープライシング)。次に重要な説明変数となるものを説明する。最初にロックアップ契約を説明する `lockup`、`lockupall`、`lockupin`、`lockupvc`。次に公開前規制に関する説明変数である `koukai`、`koukaiall`、`koukaiin`、`koukaivc`。最後に株式売却数制限を説明する `rshare` である。また `lockup` と `koukai` の交差項に関しては、ロックアップ契約と公開前規制の両方に該当するものを表す説明変数としている。

以下はこれらの被説明変数と説明変数、そしてコントロール変数に関する詳細である。図表 5 参照。

被説明変数

- `upricing`(アンダープライシング)
(初値 - 公開価格)/公開価格で求める。

説明変数

- `lockup`(ロックアップ採用企業ダミー)
シグナルとしてロックアップそのものの影響を検証するために、ロックアップを採用している企業であれば 1 をとるダミー変数。
- `lockupall`(ロックアップ対象株式数割合)
全ロックアップ対象株式数/新規発行株式数で求める。
- `lockupin`(ロックアップに同意している経営者の割合)
経営者のロックアップ対象株式数/新規発行株式数で求める。
- `lockupvc`(ロックアップに同意している VC の割合)
VC のロックアップ対象株式数/新規発行株式数で求める。
- `koukai`(公開前規制採用企業ダミー)
シグナルとして公開前規制そのものの影響を検証するために、公開前規制を採用している企業であれば 1 をとるダミー変数。
- `koukaiall`(公開前規制対象株式数割合)
全公開前規制対象株式数/新規発行株式数で求める。
- `koukaiin`(公開前規制に同意している経営者の割合)
経営者の公開前規制対象株式数/新規発行株式数で求める。
- `koukaivc`(公開前規制に同意している VC の割合)
VC の公開前規制対象株式数/新規発行株式数で求める。
- `rshare`(新規発行時株式売出数制限割合)
(ロックアップ対象株式数+公開前規制対象株式数)/新規発行株式数で求める。

ロックアップ契約と公開前規制以外のアンダープライシングに与える諸要因として、公開所要年数 $lage$ 、資金調達総額 $lproc$ および、売上高 $lsale$ をコントロール変数として用いる。 $lproc$ は、資金調達額の影響を見るための公募と売上の双方を合わせた資金調達総額である。以上の3変数はすべて自然対数値を用いている。またマーケットの状況をコントロールする変数である $runup$ は、Hamao, Packer, and Rittet (2000) に従い、ジャスダック・インデックス⁶ の公開前10日間の変化率を採取したものである。

次に主幹事証券会社の質を判断するために、Bradley et al. (2001) を参考にして、引受業者占有率が高い野村・大和・日興の各証券会社が主幹事である場合を抽出している。ここで主幹事が野村・大和・日興の場合に1をとるダミー変数として $undn$ を用いる。

またVC投資は情報の非対称性を減少させることを示した Barry et al (1990) 及び Megginson and Weiss (1991) に従い、VCの投資先企業であるか非投資先企業であるかを考慮するために、 vci を用いる。これはVCの投資先企業であれば1、非投資先企業であれば0の値をとる。

最後に本稿では複数の市場から新規公開企業のサンプルを取得している。そのため、マザーズ、ヘラクレスに上場した企業であれば1を、ジャスダックに上場した企業であれば0をとるようなダミー変数として $market$ を加える。

次に仮説を分析するためのモデルを設定する。モデルは船岡 (2005) を参考に構築している。ここで本来モデルに関しては規制株式数の影響を見るために、上記で説明したような変数をすべて考慮したモデルを構築する必要があった。しかしながら $lockupall$ がほかの変数とかなり高い相関を示すことが見られた。図表6参照。多重共線性⁷の影響が存在すると考えたために、重要な説明変数であるが、今回はモデルから除外することにした。またそれと比較する形で用いる予定であった $koukaiall$ も今回のモデルでは削除することにした。

モデル1～3が仮説1を検定するモデルであり、モデル2が仮説2を検定するモデルである。最後にモデル3が仮説3を検定するモデルである。これらのモデルをOLSすなわち最小二乗法を用いてパラメータを推定する。

モデル1

$$upricing = \beta_0 + \beta_1 lockup + \beta_2 koukai + \beta_3 lage + \beta_4 lsale + \beta_5 lproc + \beta_6 undn + \beta_7 vci + \beta_8 market + \beta_9 runup$$

モデル2

$$upricing = \beta_0 + \beta_1 lockup + \beta_2 lockupin + \beta_3 lockupvc + \beta_4 koukai + \beta_5 koukaiin + \beta_6 koukaivc + \beta_7 lage + \beta_8 lsale + \beta_9 lproc + \beta_{10} undn + \beta_{11} vci + \beta_{12} market + \beta_{13} runup$$

モデル3

$$upricing = \beta_0 + \beta_1 lockup + \beta_2 koukai + \beta_3 rshare + \beta_4 lage + \beta_5 lsale + \beta_6 lproc + \beta_7 undn + \beta_8 vci + \beta_9 market + \beta_{10} runup$$

⁶本章のサンプルには、ヘラクレスおよびマザーズに公開した企業が含まれているが、一部のサンプル期間においては両市場の指数が存在していないため、全サンプルにジャスダック・インデックスを使用する。ヘラクレス指数は2003年7月1日より、東証マザーズ指数は2003年9月16日より、それぞれ公表が開始されている。

⁷K変数回帰モデルで複数の説明変数が似た動きをする場合、個別パラメータの推定が困難になること。係数の標準誤差が非常に大きくなったり、t値が非常に小さくなったりする。

図表5 モデルに含まれる変数及び予測される符号

変数名	定義	予想される符号
upricing	アンダープライシング (初値－公開価格)/ 公開価格	
lockup	ロックアップ採用企業ダミー ロックアップを採用している企業は1をとる	+
lockupall	ロックアップ対象株式割合 全ロックアップ対象株式数/ 新規発行株式数	+
lockupin	ロックアップに同意している経営者の割合 経営者のロックアップ対象株式数/ 新規発行株式数	+
lockupvc	ロックアップに同意している VC の割合 VC のロックアップ対象株式数/ 新規発行株式数	+
koukai	公開前規制採用ダミー 公開前規制を採用している企業は1をとる	+
koukaiall	公開前規制対象株式割合 全公開前規制対象株式数/ 新規発行株式数	+
koukaiin	公開前規制に同意している経営者の割合 経営者の公開前規制対象株式数/ 新規発行株式数	-
koukaivc	公開前規制に同意している VC の割合 VC の公開前規制対象株式数/ 新規発行株式数	+
lockup*koukai	ロックアップ契約と公開前規制の交差項 ロックアップ採用かつ公開前規制採用であれば1をとる	+
rshare	新規発行制限株式数割合 (ロックアップ対象株式数+公開前規制対象株式数)/ 新規発行株式数	+
lage	公開所要年数 公開所要年数を自然対数でとったもの	
lproc	資金調達額 公募と売出の双方を合わせた資金調達額を自然対数でとったもの	
lsale	売上高 売上高を自然対数でとったもの	
runup	ジャスダック・インデックス変化率 ジャスダック・インデックスの公開前2週間の変化率	
undn	主幹事証券会社ダミー 主幹事が野村・大和・日興の場合に1をとる	
vci	VCダミー VCの投資先企業であれば1をとる	
market	マーケットダミー マザーズもしくはヘラクレスに上場した企業であれば1をとる	

出所：独自作成

図表6 分析に用いる変数の相関係数

	Lockup	lockupall	lockupin	lockupvc	koukai	koukaiall	koukaiin	koukaivc	rshare	Koukailockup
Lockup	1.0000									
Lockupall	0.8714	1.0000								
Lockupin	0.6878	0.7777	1.0000							
Lockupvc	0.2384	0.2671	0.0911	1.0000						
Koukai	0.0619	0.0491	0.0609	-0.0592	1.0000					
Koukaiall	-0.0185	-0.0575	-0.0493	-0.0233	0.4638	1.0000				
Koukaiin	0.6882	0.7783	1.0000	0.0911	0.0612	-0.0493	1.0000			
Koukaivc	-0.0164	-0.0596	-0.0309	0.0152	0.2968	0.5484	-0.0309	1.0000		
Rshare	0.8303	0.9369	0.7283	0.2554	0.1771	0.2300	0.7289	0.1137	1.0000	
Koukailockup	0.6942	0.5980	0.5037	0.0794	0.4060	0.1294	0.5042	0.0770	0.6069	1.0000

出所：独自作成

第3章 データ

第1節 データソース

本稿のデータソースは『株式上場白書』、『株式店頭公開白書』(2000-2006年、亜細亜証券)を用いてデータを取得している。この『白書』がカバーしていないデータに関しては EDINET、eol により取得した新規公開時の目論見書のデータを用いて作成した。分析データはロックアップ契約が最初に導入されたのが 2000 年 12 月 8 日であるが、2000 年の新規公開時目論見書のデータが入手不可能だったため、2001 年～2006 年の期間の JASDAQ、マザーズ、ヘラクレスの新興市場に上場した企業を対象にしている。サンプル数は 766 社である。しかしながら、これらの中でも上場廃止、あるいは M&A 等により目論見書の取得が不可能なものが存在した。そのため数社のデータが取得不可能となっている。そのため 691 社が今回の分析におけるサンプルとなる。ジャスダック指数に関しては Financial Quest を参考にしている。

第2節 基本統計量

今回調べた企業の 691 社における各変数の基本統計量は図表の 7、に記載している。被説明変数であるアンダープライシングの平均値は約 81.6% である。最大値は約 772%、最小値は -72.5% である。また、ロックアップ契約が存在する企業は 178 社で公開前規制に同意している企業は 349 社ある。ロックアップ契約と公開前規制の両方対象となっているのは 99 社ある。図表 8 参照。

次にロックアップ契約と公開前規制に関して詳細に見ていく。ロックアップ契約が存在する企業において、その制限株式数が占める割合は平均で約 12% にあたる。ロックアップ契約に VC が同意しているのが全体の約 0.7% であり、経営陣が同意しているのは約 7.4% である。一方で、公開前規制の対象となっている会社において、公開前規制における株式数制限は約 4% 程度である。半数近くの企業が対象となっている公開前規制ではあるが、その制限されている株式数比率は低いようである。公開前規制対象となっている VC が保有する株式の平均が約 0.8%、経営陣が同意しているのが、約 7.35% である。これからわかるように制限対象となっているのは、経営陣が VC に比べて多い。

図表 7 主要変数の主な基本統計量

変数	平均値	中央値	標準偏差	最小値	最大値
upricing	0.850	0.503	1.076	-0.725	7.727
lockup	0.257	0.000	0.437	0.000	1.000
lockupin	0.073	0.000	0.182	0.000	0.936
lockupvc	0.008	0.000	0.048	0.000	0.814
koukai	0.504	1.000	0.500	0.000	1.000
koukaiin	0.736	0.000	0.182	0.000	0.936
koukaivc	0.008	0.000	0.028	0.000	0.333
rshare	0.177	0.011	0.283	0.000	0.964
age(年)	17.699	14.045	14.264	1.000	72.000
proc	2383.421	1080.500	7845.261	65.000	123,501.000
sale(百万円)	10,640.000	4570.000	26,166.000	112.000	433,186.000

出所：独自作成

図表 8 ロックアップ契約と公開前規制の対象企業の内訳

		ロックアップ契約		小計(公開前規制)	
		あり	なし		
公開前規制	あり	企業数	99	349	448
		割合	14.3%	50.5%	64.8%
	なし	企業数	178	65	243
		割合	25.8%	9.4%	35.2%
小計(ロックアップ契約)		277	414	691	
		40.1%	59.9%	100.0%	
		合計			

出所：独自作成

第4章 実証結果・実証結果考察

第1節 回帰分析

モデルの設定の章でも述べたように、今回はOLS⁸を用いて回帰分析をおこなう。今回はクロスセクションデータ⁹で分析を行っているために分散不均一が起こる可能性も存在している。そのため、White-test¹⁰をモデル1～3についておこなった。その結果モデル1についてはP値=0.0000、モデル2についてはP値=0.0000、モデル3についてはP値=0.0000となった。今回はロバスト検定を用いた結果も表示し、実証結果はロバスト検定¹¹を用いた結果を利用して解釈する。

第2節 結果考察

仮説1はモデル1～3によって検証をおこなった。図表9、10参照。例えば、モデル1においてkoukai変数は正の符号を示した。またkoukai変数は統計的にも5%水準で有意であることが示された。しかしながらlockup変数については統計的に有意な結果を得ることができなかった。

このことから、仮説で考えたように公開前規制についてはアンダープライシングに正の影響を与えるということが示された。一方で、lockup変数で有意な結果が出なかったのはロックアップ契約が2000年12月に制定されたことで、現在もなおロックアップ契約による情報の非対称性の低減が投資家に有効に認識されていないという可能性が考えられる。また係数を比較しても公開前規制のほうがアンダープライシングに対して強い影響をもたらしている。Courteau (1995)が示したような、ロックアップ契約が企業のシグナルとなることに関して有意な結果を見ることはできなかった。このことは日本においてもBrav and Gompers (2003)が支持したように、コミットメント仮説が存在している可能性を示しているのかもしれない。

⁸最小2乗法。残差の2乗和を最小にすることで、最も適した回帰式を導き出す方法。

⁹一時点で多数の観測値を集めた横断面データのこと。

¹⁰分散不均一が疑われるような場合、WhiteのOLS分散推定量と通常のOLS分散推定量を比較することで分散不均一の有無を検定によって確かめること。

¹¹OLSは線形回帰の標準的過程のずれに敏感で、一つの外れ値によっても大きな影響を受けてしまう。ロバスト回帰とはそれら真の分布が指定した分布とずれがあっても、効率がそれほど減少しない回帰分析法である。

れない。

仮説2に関してはモデル2によって検証をおこなった。モデル2において *koukaiin* 変数は正の符号を示し、*lockupin* 変数は負の符号を示し、ともに統計的に1%水準で有意であった。仮説で考えたように両者の影響は反対となっている。このことから、仮説2で考えたように経営陣の保有株式のうち、ロックアップ契約対象株式の割合が高くなるほどアンダープライシングに正の影響を与え、一方で経営陣の保有株式のうち公開前規制対象株式の割合が高くなるほどアンダープライシングに負の影響を与えることが示された。

仮説3に関してはモデル3によって検証を行った。モデル3において *rshare* 変数は仮説で提示した通り正の符号を示したが、統計的に有意ではなく限定的に支持されているにとどまっている。このことは、株式売却制限数自体はそれほど重要なシグナルではないことを示している。仮説2で示したように、株式売却の制限の主体が重要なシグナルとなっていると考えられる。

以上の回帰分析の結果から次のようなことが考察できる。日本ではロックアップ契約と比較すると、公開前規制が強いシグナルを発しているということがうかがえる。モデル1～3を通じて、公開前規制はアンダープライシングに対して強く正に有意な結果となっている。これは仮説で考えたようなシグナリング効果があると考えられる。次にロックアップ契約に関しては、本稿の仮説で提示したようなシグナリング効果があることは統計的には支持することはできなかった。これはロックアップ契約が2000年12月以降に導入されたために、シグナリング効果がうまく発揮できないという可能性が考えられるかもしれない。しかしながら経営陣の情報という観点から考えると、投資家サイドは敏感に反応している可能性が高いということがうかがえる。経営陣が公開前規制に同意しているということは、仮説のところでも示したように、上場直前期に第三者割当増資により自己の利益追求を図ったものと考えられる。また、ロックアップ契約に対しては経営陣が売却禁止のコストを負担するということが質の高い企業であるということを経営陣が市場に対してうまく伝えることができているということである。このような情報はアンダープライシングに反映している。最後に株式売却制限数がアンダープライシングに影響を与えるということは統計的に有意であることは示すことができなかった。しかしながら符号としては正を示しており、限定的には支持されたということができよう。このことは株式売却制限が発行株式数に占める割合はそれほど重要ではなく、株式売却制限自体が重要なシグナルになっているということができるとも考えられる。

図表9 OLSによる仮説検証結果

	モデル 1	モデル 2	モデル 3
intercept	3.384659 (9.36)***	3.39835 (9.29)***	3.379045 (9.34)***
lockup	-0.02435 (-0.26)	-0.090166 (-0.7)	-0.092422 (-0.58)
lockupin		31.39352 (-0.89)	
lockupvc		0.062118 (-0.08)	
koukai	0.1805158 (2.29)**	0.211561 (2.59)***	0.1733434 (2.17)**
koukaiin		-31.15982 (-0.88)	
koukaivc		-1.985327 (-1.39)	
rshare			0.1294099 (-0.53)
lage	-0.06204 (-1.21)	-0.065553 (-1.27)	-0.060277 (-1.17)
lsale	-0.144211 (-3.54)***	-0.140625 (-3.44)***	-0.144251 (-3.54)***
lproc	-0.152765 (-3.72)***	-0.154941 (-3.74)***	-0.153274 (-3.73)***
undn	0.0927122 (-1.12)	0.085152 (-1.03)	0.0910583 (-1.10)
vci	-0.004517 (-0.05)	-0.002125 (-0.02)	-0.00207 (-0.02)
market	-0.322763 (-3.25)***	-0.349715 (-3.47)***	-0.319396 (-3.21)***
runnp	0.5210141 (5.46)***	0.5099245 (5.33)***	0.5164537 (5.39)***
Ajusted R ²	0.1825	0.1821	0.1816
Number of Observation	689	688	689

(注) 括弧内は t 値を表わす。***1%で有意、**5%で有意、*10%で有意。

出所：独自作成

図表 10 ロバスト検定済みの仮説検証結果

	モデル 1	モデル 2	モデル 3
intercept	3.384659 (9.23)***	3.39835 (9.03)***	3.379045 (9.22)***
lockup	-0.02435 (-0.25)	-0.090166 (-0.89)	-0.092422 (-0.64)
lockupin		31.39352 (6.79)***	
lockupvc		0.062118 (-0.14)	
koukai	0.1805158 (2.33)**	0.211561 (2.65)***	0.1733434 (2.20)**
koukaiin		-31.15982 (-6.54)***	
koukaivc		-1.985327 (-1.33)	
rshare			0.1294099 (-0.55)
lage	-0.06204 (-1.27)	-0.065553 (-1.34)	-0.060277 (-1.25)
lsale	-0.144211 (-3.52)***	-0.140625 (-3.37)***	-0.144251 (-3.52)***
lproc	-0.152765 (-3.90)***	-0.154941 (-3.98)***	-0.153274 (-3.88)***
undn	0.0927122 (1.15)	0.085152 (1.04)	0.0910583 (1.13)
vci	-0.004517 (-0.05)	-0.002125 (-0.02)	-0.00207 (-0.02)
market	-0.322763 (-3.08)***	-0.349715 (-3.29)***	-0.319396 (-3.04)***
runnp	0.5210141 (6.23)***	0.5099245 (6.09)***	0.5164537 (6.13)***
Ajusted R ²	0.1932	0.1976	0.1935
Number of Observation	689	688	689

(注) 括弧内は t 値を表わす。***1%で有意、**5%で有意、*10%で有意。

出所：独自作成

第5章 まとめ

本稿では 2001 年から 2006 年に新規上場した企業を用いて、ロックアップ契約と公開前規制がもたらすシグナリング効果がアンダープライシングに与える影響を実証的に分析した。アンダープライシングに与える影響として、ロックアップ契約と公開前規制自体のシグナリング効果、ロックアップ契約と公開前規制における制限株式が与えるシグナリング効果、最後に経営陣が対象となったロックアップ契約と公開前規制それぞれのシグナリング効果を分析した。

本稿での実証分析の結果は以下の通りである。公開前規制とロックアップ契約がアンダープライシングに正の影響を与えるという仮説 1 における検証結果において、公開前規制は正の影響を与え、統計的にも有意であることが示された。しかし、一方ではロックアップ契約は統計的に有意であるというとは示されなかった。次に経営陣のロックアップ契約と公開前規制の情報がアンダープライシングに与える影響は、仮説で考えたように経営陣の公開前規制に関する情報は負に働き、経営陣のロックアップ契約に関する情報は正に働いた。これはともに統計的に有意な結果となっている。最後に株式売却制限がアンダープライシングに正の影響を与えるという仮説 3 は限定的に支持された。日本において、公開前規制はアンダープライシングに対して大きな影響力を持っているということができよう。

最後に本稿での反省点と今後の課題を述べる。本稿での反省点はまずロックアップ契約導入以降のすべての企業をサンプル数とする予定であったが、目論見書が入手不可能なものなどがあつたためすべてをサンプルとすることはできなくなってしまった。このため、統計的にはサンプル数は多いかもしれないが、回帰分析に大きな影響を与える企業を排除してしまった可能性も存在している。またロックアップ契約に関して VC が同意している数が少なかったために、有効的な分析をおこなうことができなかった。これはアメリカにおける状況とは大きく異なっている。また日本ではアメリカと比較してもハンズオン投資の未発達ということも挙げられるかもしれない。

今後の研究課題としては、ロックアップ契約と公開前規制の相乗効果に関してより深く踏み込んだ研究にしたいと考えている。今回のモデルにおいてロックアップ契約と公開前規制との相乗効果を観察するために交差項を用いたが、有意な結果を得ることができなかった。今後の研究会課題としてはこのような相乗効果を理論づけ、仮説を構築し、検証することが必要となってくる。

第6章 政策提言

ロックアップ契約と公開前規制がそれぞれ異なるシグナルを発し、初値が公開価格を上回るアンダープライシング現象に異なる影響を与えていることが検証の結果わかった。私達は新規公開企業の上場時の機会費用を抑えるためには、間接コストの低減が重要であると考えた。

新規公開時に適切な資金調達を行うことができなければ、ベンチャー企業がその後持続的に経済成長を遂げることが困難になる可能性がある。J.A Schumpeter によると経済は「5つの新結合」によって経済が発展し成長するとされている。この中で、彼は「5つの新結合」を、未知の新財貨や新品質の生産をして消費者に供給するというプロダクトイノベーション、新生産方式導入によるプロセスイノベーション、流通チャネル、新販路の開拓による新市場への参加によるマーケットイノベーション、原料、半製品の供給源の開拓、新組織実現による独占的地位の形成、または独占の打破としている。彼はこれらの結合がアントレプレナーによって生み出されるとした。すなわち、動的な経済発展をもたらすためには、アントレプレナーの存在が欠かせないとしている。米国中小企業庁は1996年の『米国中小企業白書』で、8074のイノベーションを特定し、そのうち55%がベンチャー企業によるものと推測した。このようにアントレプレナーはベンチャー企業とともに成長し、イノベーションに多大なる貢献をする。ベンチャー企業が持続的な発展を続けるために、新規株式公開時において、資金調達における多大な間接コストをベンチャー企業が負担するわけにはいかないと私達は考えた。日本が今後動的な経済発展を続け、世界における競争力を維持していくためには、アントレプレナーがイノベーションをおこなうことができるような環境を整えることが必要である。そこで本稿ではアンダープライシングがもたらす間接コストを軽減させるために政策提言をおこないたいと考える。本稿の研究からロックアップ契約と公開前規制においてどのような組み合わせが最も間接コストを低減させることができるのか、またどのような環境を整えれば低減が可能なのかという観点から政策提言を行う。

第1節 公開前規制の廃止、ロックアップ契約の普及

まず企業側からの観点として、公開前規制を行っているというシグナルがアンダープライシングに大きな正の影響を与えていることから、公開前規制の廃止の必要性がある。

公開前規制の廃止によって、アンダープライシングの度合いはより小さなものになると考

えられる。そうすることで新規公開企業は間接コストを負担することなく、新規上場の際に、その企業に見合っただけの適切な資金調達額を得ることができるであろう。このことは上記で述べたようにベンチャー企業の保護にもつながるはずであろう。

次に企業側の観点に投資家からの観点も加味して政策提言を考える。日本では以前から、投資家保護という意識が欧米に比べて低い。リクルートコスモス事件以前、つまり公開前規制が導入される以前は投資家にとって情報の非対称性がかなり大きく現在よりも不利な新規株式公開市場環境であったと考えられる。公開前規制の導入によって、新規公開企業の上場後、割当を受けていた第三者が大量に持ち株を売り抜けるリスクは小さくなり投資家保護は幾分進んだ。しかし、公開前規制の導入は逆に新規株式公開企業の資金調達を制限してしまい、徐々に規制緩和の方向で法律の改正が進んだ。つまり公開前規制では投資家と新規株式公開企業の両者を立てることは困難なのである。一方ロックアップ契約には契約の任意性があるので、投資家は契約を結んだというシグナルを受け取ることができ、情報の非対称性の低減に役立つ。新規株式公開企業は資金調達の制限が緩やかになり公開前規制時にあった弊害は無くなる。

Loughran, Ritter and Rydqvist (1994)によると国ごとにアンダープライシングの度合いが異なっているということが言える。ロックアップ契約が普及しているアメリカ、イギリスでは平均的なアンダープライシングの度合いが 15.3%、12.0%と 10%台であるのに対して、日本の平均的なアンダープライシングの度合いは 32%と非常に大きなものとなっている。このことから公開前規制ではなくロックアップ契約の普及によって、より効率的な初値がつき、アンダープライシングが低減されていくのではないかと考える。

公開前規制は何度かの規制緩和によって、徐々にその存在の必要性が小さくなってきている。より汎用性が高いロックアップ契約で代替することが可能なはずであり有益な点も多い、2つの似た制度を存続させ続ける理由は特に存在しない。結論として公開前規制の廃止、ロックアップ契約の普及を政策提言する。

第2節 ロックアップ契約普及のための法律、社会インフラの整備

現在日本では公開前規制という法律が長らく存在していたため、第3者割当増資等を規制するその他の法律や仕組みが未発達な状況にある。

第1節では間接コストを増大させる公開前規制を廃止し、代替的な規制としてより汎用性の高いロックアップ契約を普及させていくべきであると政策提言をおこなった。本節ではそのためにどのような法律を新たに作成する必要があるのか、またベンチャー企業を取り巻く環境をどのように改善していけばよいのかという環境整備について政策提言をおこなう。

公開前規制を廃止し、ロックアップ契約を普及させていくうえで重要となってくるのは、投資家保護のための法律である。アメリカでは第三者割当増資等をうけた者が、新規株式上場後に一般投資家に著しい損失を与えた場合、その損失に見合う責任を取らなければならぬというモラルハザードを禁じる法律が存在している。この法律の存在が、VC等がロックアップ契約を結ぶインセンティブとなっている。

新規株式公開を目指すベンチャー企業を取り巻く環境の改善については、アーリースター

ジでのハンズオン投資の活発化、奨励が挙げられる。これはデータ取得中の発見事項であるが、日本ではハンズオン投資を行っている VC やエンジェル等の出資者が依然として少なく、それらの投資家が投資を行っていたとしてもロックアップ契約に同意している場合はかなり稀である。これは日本におけるハンズオン投資がまだまだ未熟であることに起因すると思われる。ハンズオン投資を優遇するような政策、VC や他の出資者が出資したいと思うベンチャー企業を探しやすくするネットワークの構築、更にはアメリカの SBA(中小企業庁)がおこなっている SBIC program のように VC が安心して出資できるよう支援するインフラ整備が重要である。出資者が新規上場企業と運命共同体であることを認識するならば、ロックアップ契約件数は自ずと増加していくであろう。

参考文献・データ出展

《先行論文》

- Aggarwal, K., L.Krigman, and K. Womack. (2002), "Strategic IPO: Underpricing, Information Momentum, and Lockup Expiration Selling," *Journal of Financial Economics*, 66: 105-137.
- Allen, F. and G.R. Faulhaber. (1989), "Signalling by Underpricing in the IPO Market," *Journal of Financial Economics*, 23: 303-323.
- Brav, A. and P. A. Gompers. (2003), "The Role of Lockups in Initial Public Offerings," *Review of Financial Studies*, 16: 1-29.
- Courteau, L. (1995), "Under-Diversification and Retention Commitments in IPOs," *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 30: 487-517.
- Field, L.C. and G. Hanka. (2001), "The Expiration of IPO Share Lockups," *The Journal of Finance*, 56: 471-500.
- Grinblatt, M. and C.Y. Hwang. (1989), "Signalling and the Pricing of New Issues," *Journal of Finance*, 44: 393-420.
- Hamao, Y., F. Packer, and J.Ritter. (2000), "Institutional Affiliation and the Role of Venture Capital: Evidence from Initial Public Offerings in Japan," *Pacific-Basin Finance Journal*, 8: 529-558.
- Jenkinson, T. and A. Ljungqvist. "Going Public: The Theory and Evidence on How Companies Raise Equity Finance," *Oxford University Press*, 2001.
- Leland, H.E. and D.H. Pyle. (1977), "The Determinants of Corporate Borrowing," *Journal of Financial Economics*, 5: 147-175.
- Loughran, T., J.Ritter, and K. Rydqvist. (1994), "Initial Public Offerings: International Insights," *Pacific-Basin Finance Journal*, 2: 165-199.
- Meggison, W. and K.Wess. (1991), "Venture Capitalist Certification in Initial Public Offerings," *The Journal of Finance*, 46(3): 879-903.
- Ritter, J.R. (1987), "The Cost of Going Public," *Journal of Financial Economics*, 19: 269-281.
- Rock, K. (1986), "Why New Issues Are Underpriced," *Journal of Financial Economics*, 15: 187-212.
- Welch, I. (1989), "Seasoned Offerings, Imitation Costs, and the Underpricing of Initial Public Offerings," *The Journal of Finance*, 44: 421-449.
- 船岡健太 (2005)、「ベンチャーキャピタル投資と新規株式公開市場：ロックアップ契約とオーバーアロットメント・オプションに関する実証研究」.

《参考文献》

- Joseph Alois Schumpeter (1912), 『経済発展の理論』岩波文庫.
- Richard A. Brealy, Stewart C.Myers and Franklin Allen, 『Corporate Finance(Eighth Edition)』 McGraw-Hill, 2006.
- Robert D.Hisrich, Michael P. Peters, Dean A. Shepherd, 『Entrepreneurship(Sixth Edition)』 McGraw-Hill, 2004.
- 荒井一博 (2000), 『ファンダメンタルマイクロ経済』中央経済社.
- 大阪証券取引所 (2003), 『上場関係規則集』大阪証券取引所上場部証券管理課.
- 岡村秀夫 (1997), 「日本の新規公開市場とアンダーライターの役割」『証券経済研究』第9号.
- 忽那憲治 (2006), 『ベンチャーキャピタルハンドブック』中央経済社.
- 東京証券取引所 (2003), 『上場関係規則集』東京証券取引所上場部証券管理課.

《データ出典》

EDINET… <https://info.edinet.go.jp/EdiHtml/main.htm>

Eol…………… <http://www.eol.co.jp/>

日経ファイナンスナルクエスト

『株式上場白書』 亜細亜証券 .

『株式店頭公開白書』 亜細亜証券 .