

株式公開時における IFRS の任意適用と アンダープライシング

酒 井 絢 美

- I はじめに
- II IFRS の適用と株式市場の動向に係る議論
- III ケースの概要
- IV 考察
- V おわりに

I はじめに

2014 年 10 月、国際財務報告基準（International Financial Reporting Standards：以下、IFRS）を適用した新規株式公開（Initial Public Offering：以下、IPO）が行われ注目が集まった。株式会社すかいらーく（以下、すかいらーく）の IPO 事例がそれである。そして同年 12 月にはテクノプロ・ホールディングス株式会社（以下、テクノプロ）がすかいらーくに続き 2 例目の IFRS 任意適用企業として東京証券取引所（以下、東証）一部上場を果たした。しかし、一般的に上場直後の株価は上昇傾向にあることが知られているにもかかわらず、当該 2 社の上場日の終値は、IPO の公開価格を割り込むという結果であった。

本稿の目的は、当該株価の動向が IFRS の任意適用と何らかの関係性を有するか否かについて分析することである。Hong et al. (2014) によると、IFRS の強制適用を行うと、情報の非対称性が減少し、上場直後の株価の上昇という現象が観察され難くなることが経験的に示されている。そこで本稿においては、Hong et al. (2014) による実証結果が諸外国のような IFRS 強制適用の場合だけでなく日本のような任意適用の場合においても適合するか否かについて、外部データを使用して理論的・客観的に考察する。そして、それによって Hong et al. (2014) の実証結果を拡張し、IFRS 任意適用および IPO に係る理論形成に対して新たな視座を提供する。

本稿の構成は以下のとおりである。次節において、IPO 時の情報の非対称性に関する議論に係る文献のレビューを行ったうえで、それに対して IFRS の適用がどのような影響を及ぼしたのか先行研究によって蓄積された証拠を確認する。続く第Ⅲ節では、本稿の分析対象である 2 社のケースの概要について述べ、IFRS を任意適用するに至った背

景を論ずる。第Ⅳ節では、第Ⅲ節からの因果メカニズムに基づき、IFRSの任意適用がIPO時の株価形成に与えた影響をより深く考察する。そして第Ⅴ節にて結論と貢献および研究上の限界を示す。

Ⅱ IFRSの適用と株式市場の動向に係る議論

1. 情報の非対称性とアンダープライシング

一般にIPO時は、IPOに係る経済主体（新規上場企業、主幹事証券会社、投資者等）の間の情報の非対称性が、既上場企業のそれに比べて極めて大きいといわれている。そして、そのことを一因として市場のアノマリーとして観察されるのが、アンダープライシング（underpricing）と呼ばれる現象である（Ibbotson（1975））。アンダープライシングとは、公開価格が上場直後の株価より低くなる現象のことを指す。¹「アンダープライシングは、時期、国、取引所、市場区分を問わず広範囲に確認されて」（岩井・保田（2010）p.30）おり、先行研究では、程度の差こそあれ景気の影響を問わず景況期においても不況期においても観察されている。²

アンダープライシングは、理論的には、公開価格が過度に低く設定されているか、あるいは上場直後に過度に高い株価となるかのいずれかに起因することになる。先行研究においては、これら2側面の検証も含め極めて多くの証拠の蓄積がなされているが、ここではIPOに係る経済主体のなかでも投資者間の情報の非対称性に着目して先行研究を概観した後、その他の経済主体の間の情報の非対称性に係る文献にも言及する。⁴

(1) 投資者間の情報の非対称性

新規上場企業の価値に関して情報優位の投資者と情報劣位の投資者の存在を仮定したのが、Rock（1986）による「勝者の呪い（Winner's Course Hypothesis）」仮説であり、今日ではこれが最も有力な仮説として定説になりつつある（金子（2013））。この仮説によると、情報優位の投資者は、公開価格が割高な時はその案件に参加せず、割安な時の

1 先行研究に倣い、本稿においても上場直後の株価の分析に際しては証券取引所に新規上場した後の初取引日の終値を用いることとする。

2 ただし、宮宇地（2012）では、日本において景気の悪化した2006年から2010年の期間に、2000年代中頃までにみられていたほどの大きなアンダープライシングが観察されにくくなっていることが指摘されている。

3 IPOに係る先行研究については、Ritter（2003）、Ljungqvist（2004）、中村（2004）、（2011）、忽那（2008）、岩井・保田（2010）、岡村（2011）といった文献において優れたレビューが行われている。詳細はそれらを参照せよ。

4 本稿にて取り扱う情報の非対称性に係る仮説の他にも、プリンシパル・エージェント仮説（Baron and Holmström（1980）、Baron（1982））やプロスペクト理論仮説（Loughran and Ritter（2002）、Ljungqvist and Wilhelm（2005））など、種々の仮説が発展してきている。

み参加するという行動をとる一方で、情報劣位の投資者は、公開価格が割高か割安かを判断することができないが故に、割高な案件にも割安な案件にも投資を行う。それゆえ、情報劣位の投資者は、割高な案件への投資による損失の分だけ自らのリターンの獲得に失敗することになるため、このままでは情報劣位の投資者が市場から退出してしまう虞がある。そこで、損失を補うだけの収益が見込まれ情報劣位の投資者が市場から退出しないよう、公開価格が低く設定され、平均的にはアンダープライシングが生ずることになる（Beatty and Ritter（1986）、Koh and Walter（1989））。

「勝者の呪い」仮説の他に、投資者間の情報の非対称性を論じた仮説として、投資者センチメント仮説（Investor Sentiment Hypothesis）、および情報カスケード仮説（Information Cascade Hypothesis）がある。まず、投資者センチメント仮説では、センチメントな投資者と企業価値を把握している投資者の2つのタイプの投資者が想定される（Loughran and Ritter（1995）、Ljungqvist et al.（2006））。そのような状況下において、新規上場企業にとっての最適行動は、本来の企業価値よりも公開価格を高めめに設定し資金調達額を多くすると同時に、企業価値を把握している投資者がそれ以外の投資者との取引によってリターンを得ることができるようにする、ということになり、センチメント投資者の想定する価格よりも低く設定された公開価格が結果としてアンダープライシングを引き起こすのである。次に、情報カスケード仮説とは、情報劣位の投資者が案件への参加について先行投資者に追従的な行動をとることを論じた仮説である（Welch（1992））。追従行動がみられるのであれば、アンダープライシングによって僅かな数の投資者に先に投資行動を起こさせることで、他の投資者を追従させることが可能となる。

（2）その他の経済主体の間の情報の非対称性

当然ながら、IPO に際して最も情報優位にあるのは新規上場企業自身である。そこで、情報優位な新規上場企業が、割安な公開価格という形で自社の企業価値の高さについてのシグナルを送るとするのが、シグナリング仮説（Signaling Hypothesis）である（Allen and Faulhaber（1989）、Grinblatt and Hwang（1989）、Welch（1989））。この仮説によると、公開価格が割安であっても、企業価値の高い企業は追加公募時により高い価格を設定できることから、上場時と上場後の資金調達の総額を最大化するためにアンダープライシングを行うということになる。

他方、主幹事証券会社と投資者との間にも情報の非対称性が存在すると考えられる。そのような情報の非対称性に基づき、主幹事証券会社が情報優位な投資者から情報を入手するために低い公開価格というコストを支払っている、とするのが情報顕示仮説（Information Revelation Hypothesis）である。公開価格の設定にあたり、ブックビルディ

ング方式⁵を用いる場合、主幹事証券会社には機関投資家等からプレ・ヒアリング等で情報を得る機会が設けられる。その際に、公開価格の設定に活かすことのできる情報の対価としてアンダープライシングを生じさせている、というのが本仮説の主張である (Benveniste and Spindt (1989), Hanley (1993), Hanley and Wilhelm (1995))。

2. IFRS と情報の非対称性

IFRS の適用が資本市場における情報の非対称性や情報環境に対してどのような影響を与えるかについては、いくつかの研究が蓄積されつつあるところである。⁶たとえば Daske et al. (2008) は、IFRS の強制適用が市場流動性、資本コストおよび株式の評価に与えた影響について、26ヶ国の3,100以上のサンプルを用いて検証した。市場流動性の代理変数には取引コストや bid-ask スプレッド等4つの指標を、株式の評価にはトービンの q (Tobin's q) をそれぞれ用いており、資本コストは会計数値を用いた4つの手法にて算出された。その結果、IFRS 適用後、市場流動性の上昇、資本コストの低下およびトービンの q の上昇が確認されたが、これらの影響は正式な IFRS 適用日以前に生じており、市場が強制適用の経済的帰結を期待していることを意味する、と論じた。そして、IFRS を強制適用することは資本市場のベネフィットをもたらすと結論づけている。

Li (2010) では、EU 18ヶ国における1,084企業の6,456観測値を分析した結果、全体としては、2005年のIFRS強制適用が資本コストを有意に減少させたことを示唆する証拠が得られた。そこで、サンプルを国ごとの法的強制力の強弱によって分類したところ、その資本コストの減少は強力な法的強制力を有する国々においてのみ観察されたものであり、したがって法的強制力こそがIFRS適用による資本コストへの影響の重要な決定要因である、と結論づけた。また、追加分析により、IFRS強制適用が資本コストを減少させるチャネルとして、情報開示の増加と比較可能性の向上という2点を発見した。

アナリストの情報環境に対してIFRSが及ぼした影響を分析した Byard et al. (2011)

-
- 5 ブックビルディング方式とは、「発行会社が希望する発行価格をもとに、機関投資家の意見も参考にして、一定の株価範囲である仮条件 (price range) がまず設定され、引受幹事証券会社 (発行会社との間で投資家への公開株式販売を引き受けた証券会社) を通じて、投資家に仮需要を積み上げ (これが狭義のBB) もらい、その需要状況や上場までの価格変動リスクを勘案して、公開価格を決定する方式である」(辰巳 (2011) p.24)。ブックビルディング方式における公開価格の決定に関しては本稿第4節にて図表4で示したとおりである。
 - 6 その他にIFRSの強制適用が資本市場に与えた影響についてIFRSによる比較可能性の向上という観点から分析した先行研究も散見される (Defond et al. (2011), Yip and Young (2012)) が、日本のIPOにおける発行市場での比較対象企業は主に日本の会計基準を適用している企業であることから、比較可能性を主眼とする先行研究は本稿では詳述していない。なお、Brüggemann et al (2013) では、それらの先行研究も含めた幅広い先行研究のレビューが行われている。

は、EU における IFRS 強制適用 1,168 社をサンプルとした実証研究を行い、IFRS 強制適用の強い体制を有し自国の会計基準と IFRS との差異が大きい国についてのみ、IFRS 強制適用によってアナリストの予測誤差および分散が減少することを指摘した。また、IFRS による報告に強いインセンティブを持つ企業ほどアナリストの予測誤差および分散の大きな減少が観察され、そうした企業においては IFRS の強制適用によってアナリストの情報環境が改善すると主張した。

Daske et al. (2013) においても、これまでの文献と同様に IFRS 適用の市場流動性や資本コストへの影響が分析されている。ただし、Daske et al. (2013) は財務報告についてのインセンティブ、実際の行動、および外部環境からの圧力によって企業を“label”（IFRS 適用のインセンティブが弱い）と“serious”（IFRS 適用のインセンティブが強い）に分類して検証を行い、“serious”においてのみ流動性の向上と資本コストの低下を示唆する結果が得られた。そして、IFRS 適用に係る資本市場への影響について説明を試みる際には、それが企業の幅広い財務報告のインセンティブや戦略を反映したものでもあるという点について慎重にならなければならない、と警鐘を鳴らしている。

日本における IFRS 適用の経済的帰結を分析した文献としては、井上・石川（2014）がある。井上・石川（2014）では、IFRS 任意適用の日本企業 25 社についてパイロット・テストという位置づけで実証研究が行われており、研究開発費比率、負債比率および外国人持株比率が高い企業ほど IFRS を適用する傾向にあること、IFRS 適用の公表時にいったん資本コストは上昇するがその後は低下し、結果的にコントロール企業との差は消滅すること、の 2 点が明らかにされた。この結果については、「本稿の分析企業が、[IFRS 適用→流動性向上→資本コスト低下] のルートをとらない企業から構成されている」という解釈がなされている（井上・石川（2014）p.38）。

これらの先行研究が既上場市場を対象としており、主に財務報告企業と投資者との間の情報の非対称性について分析しているのに対し、Hong et al. (2014) は特に情報の非対称性が大きな IPO に焦点を当てている。そして、IFRS が IPO プロセスの参加者間における情報の非対称性を減じさせ、その結果 IFRS 強制適用の場合に IPO 時におけるアンダープライシングが減少する傾向にあることを示した。具体的には、Hong et al. (2014) では、IFRS の強制適用を行った 20 ヶ国の 1,540 件の IPO について、IFRS 強制適用でない国（Non-IFRS Adoption Countries）と比較して、IFRS 強制適用前後の変化を傾向スコアマッチングの手法にて検証が行われた。(1) IFRS 強制適用でない国、(2) 米国を除く IFRS 強制適用でない国、(3) 発展途上国を除く IFRS 強制適用でない国、の IPO 企業という 3 つのベンチマークを設定し PSM 法で分析した結果、それら 3 つのすべてにおいて IFRS 強制適用後にアンダープライシングが減少することを示唆する証拠が得られた。加えて、IFRS 強制適用後 IPO 企業はより外国市場で増資を行う傾向に

あり、その際にアンダープライシングは国内市場と外国市場の両方において減少していること、さらにその減少の程度は外国市場の方が国内市場よりも大きいことを見出し、外国人投資者が IFRS に起因する財務報告の改善の恩恵を受けているという指摘がなされている。

Hong et al. (2014) のサンプルの分類によると、日本は IFRS 強制適用でない国 (Non-IFRS Adoption Countries) に分類されている。しかし、日本においては 2010 年 3 月 31 日以降に終了する事業年度から IFRS の任意適用が認められており (金融庁 (2009)), 2014 年 10 月にはすかいらーくが、同年 12 月にはテクノプロが、IFRS を任意適用した有価証券届出書を提出して東証一部上場を果たした。そこで次節以降では、これら 2 社の上場のケースを概観した上で、Hong et al. (2014) の主張が IFRS 強制適用のみならず IFRS 任意適用時にも適合するか否かについて検証を行う。

Ⅲ ケースの概要

1. 株式公開の経緯

すかいらーくは、「ガスト」や「バーミヤン」といったファミリーレストラン事業を運営する業界最大手の企業であり、業種は小売業に分類される。1962 年の創業以来、順調に成長を続けてきたが、1990 年代以降は様々な新しい業態の導入などを試みるも苦戦が続き、2006 年には業績の低迷などを背景に創業家出身の経営者による MBO が行われ上場廃止になった⁷。その後 2011 年からは米国投資会社のベインキャピタルが筆頭株主となって経営改革を進め、業績は徐々に回復し、2014 年 10 月 9 日、二度目の東証一部上場を果たした。その際、IPO 時に IFRS を採用しているのは日本で初めてのケースであるということから注目が集まった。

すかいらーくに続き 2 例目の IFRS 任意適用企業として IPO を果たしたテクノプロは、技術者派遣・請負事業を統括する企業である。業種はサービス業に分類され、主に輸送用機器や産業用機械等の製造業との取引を多く行っているほか、学校法人や公的研究機関との取引も行っている。2012 年にプロンプトホールディングス株式会社から、かつての株式会社グッドウィル系列の人材派遣事業等 5 社を譲り受け、それらも含めた連結子会社を統合する形でテクノプロが設立された。そしてその後、2014 年 12 月 15 日に上場を果たした際には、新興市場ではなく東証一部に直接上場であったことが話題を集めた。

7 すかいらーくが 2006 年に実施した MBO については見吉 (2013) が詳しい。

2. IFRS 適用の背景

先述したとおり、2 社はいずれも、上場之际し IFRS を任意適用した有価証券届出書を提出している。一般に、IFRS の任意適用には主として①のれんの金額、②研究開発費の金額、③外国人株主持株割合、④海外売上高比率、といった要素が影響を及ぼすといわれている（井上・石川（2014）⁸）。そこで、2 社の有価証券届出書におけるそれぞれの数値を、同年に日本基準を適用した有価証券届出書を提出し東証一部に上場した企業 7 社の平均値（中央値）¹⁰と比較すると、第 1 表のようになる。

第 1 表 IFRS 任意適用への影響要因の比較

	すかいらーく	テクノプロ	日本基準適用企業
①のれん（百万円）	146,320	29,202	30,907 （188）
①のれん／総資産	0.476	0.546	0.064 （0.002）
②研究開発費（百万円）	—	—	824.1 （—）
③外国人株主持株割合	97.78%	99.99%	7.26% （0%）
④海外売上高比率	10% 未満	10% 未満	10% 未満

注）カッコ内は中央値。

（出所：有価証券届出書を基に筆者作成。）

第 1 表から、2 社ともに総資産に占めるのれんの割合と外国人株主持株割合が極めて高いことがみてとれる。日本基準適用企業と比較しても、それらの項目が突出していることは歴然であり、日本基準適用企業の総資産に占めるのれんの割合の平均値が約 6.4 %であったのに対し、IFRS 適用企業 2 社の総資産に占めるのれんの割合は約 50% であった。また、2 社の外国人株主持株割合は 95% 以上となっていた一方で、日本基準適用企業の平均値は 7.26% であった。2 社の場合、こうした特性が IPO 時における IFRS 任意適用の意志決定に影響を及ぼした可能性があることが推察される。

IV 考 察

1. 2 社の公開価格と市場での評価

すかいらーくとテクノプロの IPO 条件および結果は、第 2 表のとおりである。第 2

- 8 井上・石川（2014）によるパイロット・テストでは、IFRS 採用の有無と上述の 4 項目との関係について重回帰分析を行った結果、4 項目のうち「のれん」および「海外売上高比率」について有意な結果が得られていない。しかし、この結果については「コントロール企業は、IFRS 適用企業の産業と規模でマッチングされたものであり、将来の IFRS 適用予備軍という見方もできる」（井上・石川（2014）pp.29-30）こと、および「わずかに 25 社の IFRS 適用初年度を分析対象としたものである」（井上・石川（2014）p.39）ということが自身によって指摘されており、さらなるサンプル数の増加と研究成果の蓄積が待たれるところである。
- 9 本稿において日本基準とは、日本における企業会計基準および企業会計基準適用指針等を指す。
- 10 具体的には、株式会社 gumi、株式会社ジャパンディスプレイ、株式会社ジョイフル本田、株式会社西武ホールディングス、株式会社リクルートホールディングス、ダイキョーニシカワ株式会社、日立マクセル株式会社、メタウォーター株式会社の 8 社であり、株式会社日立マクセルについては株式会社日立製作所との親子上場の特殊事例として除外している（50 音順）。

表においても、前節と同様に日本基準適用企業との比較を示している。

第2表 2014年東証一部上場企業のIPO条件と結果

	すかいらく	テクノプロ	日本基準適用企業
仮条件（下限）	1,200 円	1,800 円	2,085 円 (2,400 円)
仮条件（上限）	1,450 円	1,950 円	2,307 円 (2,550 円)
公開価格	1,200 円	1,950 円	2,228 円 (2,220 円)
公開株数	77,683,400 株	27,255,000 株	69,123,671 株 (136,472,000 株)
ロックアップ期間	180 日	90 日	90 日 / 180 日
主幹事証券会社	野村證券	野村證券	野村證券 5 社, その他 2 社
上場日の終値	1,143 円	1,915 円	2,287 円 (2,240 円)
上場日の出来高	15,279,000 株	10,191,800 株	26,110,071 株 (7,049,500 株)
アンダープライシング ¹¹	-0.048	-0.018	0.023 (0.053)

注) カッコ内は中央値。

(出所：東京証券取引所「新規上場会社 2014 年」を基に筆者作成。)

第2表から、日本基準適用企業については、2014年においても先行研究での結果と同様に平均的には上場日の終値が公開価格と比較して高い値となっている、すなわちアンダープライシングが生じていることがみてとれる。他方、すかいらくとテクノプロについては、上場日の終値が公開価格を下回っており、アンダープライシングが生じていない。これは、IFRSを適用するとアンダープライシングが減少する傾向にある、という Hong et al. (2014) の実証結果と整合的な結果である。

ただし、すかいらくとテクノプロについて、IFRSの適用とは異なる別の要因によりアンダープライシングが生じなかった可能性も存在する。先行研究においては、主幹事証券会社の規模、ロックアップ期間の有無、公開価格の設定方式などがアンダープライシングに影響を及ぼす要因として挙げられている。具体的には、主幹事証券会社の規模が小さいほど、ロックアップ期間の規定がないほど、公開価格の設定が入札形式によるほど、アンダープライシングは生じたい傾向にあるとされる。そこで第2表を確認すると、すかいらくとテクノプロの主幹事証券会社は、他の日本基準適用企業の中でも最も主幹事証券会社となっている件数が多い野村證券であった。ロックアップ期間についても、すかいらくとテクノプロはそれぞれ180日、90日と設定されており、日本基準適用企業と比較して特段の相違は見当たらない。公開価格の設定方法も、日本基準適用企業と同様ブックビルディング方式にて定められている。IPO条件については、すかいらく、テクノプロともに、日本基準適用企業と比較して大きな相違がみられるわけではなく、一般的にアンダープライシングが生じやすいとされる状況にあるといえよう。

また、すかいらくとテクノプロのIFRSと日本基準の利益の差異については第3表

11 アンダープライシングについては、先行研究に倣って（上場日の終値－公開価格）／公開価格という式にて算出している。

のとおりである。

第3表 IFRS 適用によって生じた表示組替および認識・測定の違い（単位：百万円）

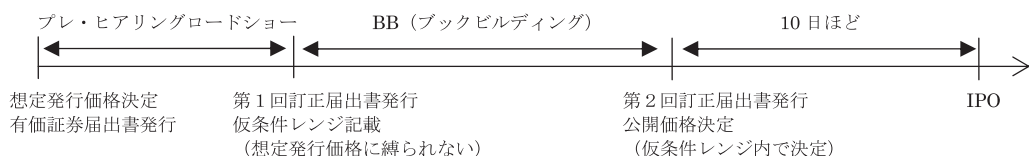
日本基準での表示科目	すかいらーく	テクノプロ
売上高	+185	△35
売上原価	△298	△42
売上総利益	△113	+6
販売費及び一般管理費	+1,930	△1,506
営業利益	+1,817	△1,500
営業外収益	△981	△2
営業外費用	+7,594	△139
特別利益	△196	△4
特別損失	△5076	△595
税金等調整前当期純利益	+3,158	2,255
法人税等	△2,923	+113
少数株主損益調整前当期純利益	+235	+2,141
その他の包括利益合計	+23	△13
包括利益	+258	+2,128

（出所：新規上場申請のための有価証券報告書（Iの部））

第3表より、いずれも IFRS の適用により包括利益の金額が高くなるというベネフィットを享受していることがみてとれる。ここにも、2社の IFRS 適用のインセンティブとなり得るメリットが見受けられる。しかし、こういった財務報告数値は、そもそも公開価格が決定する以前に公表されたものであり、第1図にて示したように、ブックビルディング方式の場合には仮条件が決定される段階で考慮に入れられるものである¹²。したがって、本2事例においてもそれらがアンダープライシングに直接的に影響を及ぼしたとは判断しがたい。

これらの検証から、すかいらーくとテクノプロの2社の事例においては、IFRS の任意適用がアンダープライシングを減じさせている一因となっている、ということが導出される。また、それは IPO 市場における情報の非対称性が IFRS によって減少する可能性があるということを示唆している、という解釈も可能であろう¹³。

第1図 IPO における価格設定フロー



（出所：岩井・保田（2010）p.205 より一部抜粋・加筆）

- 12 先行研究においても、包括利益金額等がアンダープライシングに影響を及ぼすといった主張がなされている文献は、筆者の調査した限りでは見当たらなかった。
- 13 ただし、これは必ずしも日本基準と比較して IFRS が優れているということを意味するわけではない。たとえば、IFRS 任意適用による IPO の場合には情報優位の投資者がほとんど存在せず、結果として情報の非対称性が少なくなっているにすぎない、という状況も想定されるからである。

2. 代替的仮説の検証

第Ⅲ節にて述べたとおり、本2事例においては極めて巨額ののれんが計上されていることが大きな特徴であった。日本基準においてはのれんの定額償却が発生するのに対し、IFRS ではのれんの償却は行わず、将来減損が生じた時に減損損失を計上するのみである。それゆえのれんに関しては、第3表のとおり IFRS を適用すると日本基準に比べ利益には正の影響を及ぼすものの、将来の減損損失の計上をもたらし虞がある。それゆえ、投資者が将来の減損を見越してディスカウントしているが故にアンダープライシングが起っていない、という代替的仮説が生ずることとなる。

しかし、先にみたように、すかいらーくとテクノプロの価格決定方式はブックビルディング方式である。ブックビルディング方式をとっている以上、公開価格は投資者の需要を鑑みた上で決定される。もし投資者がのれんの減損リスクをディスカウントしているのであれば、それは仮条件や公開価格にも当然に反映されることになる。¹⁴したがって、アンダープライシングが生じなかった要因をのれんの減損リスクに求めるには、情報劣位な投資家である流通市場の投資者が、減損リスクが考慮に入れられた公開価格をそれでもなお割高であると判断する必要があるわけであるが、これは先行研究にて示されたいずれの仮説とも理論的に整合しない。

また、のれんの減損リスクは上場後も引き続き存在することから、もし当該ディスカウントが生じているのであれば、それは減損損失の計上が現実のものとなるまでの間、継続して存在するはずである。ところが、上場後の株価の推移を確認すると、すかいらーく、テクノプロともに上昇傾向にあった。2社の株価の動向（上場から2015年2月末時点まで）を示したのが第2図である。

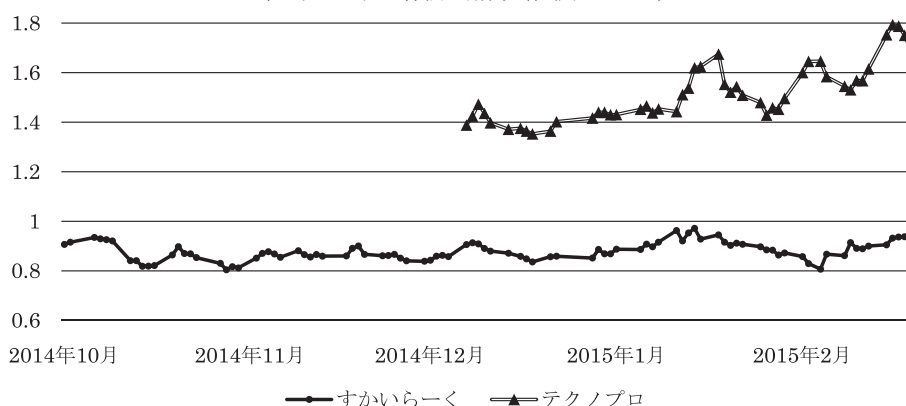
第2図をみると、すかいらーくの株価はほぼ横ばいであるが、テクノプロの株価は上昇傾向にあることが分かる。しかし、第Ⅲ節にて示したとおり、総資産に占めるのれんの割合はむしろテクノプロの方が大きいことを鑑みると、少なくとも株価の動向のみから、のれんの減損リスクのディスカウントが継続していると主張することは困難である。¹⁵以上の議論から、投資者がのれんの将来減損リスク分だけディスカウントしている

14 ブックビルディング方式における一連の価格に含まれる情報は、以下のとおりである（岩井・保田（2010）p.206 図表14より一部抜粋）。

- ・ 想定発行価格：公開企業と主幹事証券会社が協議のうえ決定。実態としては、主幹事証券会社が、類似会社の株価等の情報を基に算出した価格からディスカウントして設定している可能性がある。
- ・ 仮条件価格：プレ・ヒアリングを通じて得られた機関投資家の私的情報が反映される。
- ・ 公開価格：需要積み上げを通じて得られた機関投資家や個人投資家の情報が反映される。但し、主幹事証券会社が何らかの理由から、需要積み上げ等から得られた情報を公開価格に十分に反映しない状況も発生し得る。なお、実態としては、公開価格は多くの場合、仮条件の上限で設定され、仮条件の上限を超えることはほとんどない。
- ・ 初値：流通市場の投資者の評価が反映される。

15 本来ならばのれんの減損リスクはのれんの金額の多寡によって決まるわけではなく、将来キャッシュ／

第 2 図 2 社の株価の動向（終値／TOPIX）



ためにアンダープライシングが起こらなかった、という説明はなされ難いということになる。¹⁶それゆえ、前節の議論の帰結のとおり、強制適用ではなく任意適用であっても IFRS はアンダープライシングを減少させる可能性があると考えられるのである。

V おわりに

本稿では、2014 年に日本において IFRS を適用した有価証券届出書を提出し IPO を果たした 2 社のケースを取り上げ、Hong et al. (2014) によって経験的に示された「IFRS を強制適用するとアンダープライシングが減少する」という結果が、IFRS 任意適用時にも適合するか否かについて検討した。分析の結果、2 社の IPO に際してアンダープライシングは生じておらず、Hong et al. (2014) をはじめとする先行研究にて論じられている、IFRS を適用すると情報の非対称性が減少するという主張に整合的な帰結となった。また、本稿において分析した 2 社を、のれんと外国人株主持株割合という観点から IFRS を適用するインセンティブが強い企業であると位置づけると、本稿の考察結果は Byard et al. (2011) や Daske et al. (2013) による実証結果とも整合的といえる。

本稿の貢献は、以下のとおりである。第一に、IFRS の任意適用に関する研究への貢献である。Hong et al. (2014) も含め、多くの欧米の先行研究が IFRS 強制適用に関し

16 フローの如何によって決まる。株価だけをみれば、すかいらくについてのみ減損リスクのディスカウントが継続している、とも捉えられ得るが、だとするとテクノプロにアンダープライシングが生じなかった点について何らかの別の説明が必要ということになるため、そのような解釈の理論的妥当性には疑問が残る。また、元来 IPO 後は中長期的にアンダーパフォーマンス（市場インデックスや類似企業に比べて株価が悪化傾向にあること）が生ずることが知られている（Gregoriou (2011)）。それにもかかわらず、すかいらくについても少なくとも株価が下落傾向にあるとはいえないことから、当該企業におけるのれんの減損リスクに対するディスカウントの存在を、理論整合的に提示することは困難である。

16 非公式資料ではあるが、すかいらく上場時の投資者へのヒアリング調査によっても、のれんの減損損失についてディスカウントを行うという明確な証拠は得られていない。

て分析しているのに対し、本稿では日本特有の状況である¹⁷、IFRS 任意適用という点に焦点を当てて分析を行っている。その意味で本稿は、Hong et al. (2014) の実証結果を拡張し、バリエーション増大ケース (Flyvbjerg (2001)) として理論形成に資する証拠の蓄積の一助となるものである。第二に、IPO に関する研究への貢献である。IPO におけるアンダープライシングに関しては、諸外国と同様に日本においても様々な側面から研究の蓄積が進んでいるが、本稿は会計基準の任意適用が情報の非対称性に及ぼす影響という観点からアンダープライシングに関する研究の積み上げを行っている。

ただし、本稿にはいくつかの点で研究上の限界が存在する。まず、本稿では外部データのみを用いて事例研究を行っているが、株価の形成には外部に表出されない情報が影響を及ぼすことも多く、そのすべてを捉えきれてはいない。さらに、アンダープライシングという現象が実際にどのようなメカニズムで発生するのかという点については、いまだに完全には解明されておらず、本稿で論じた以外にも何らかの別の要因が関係している可能性が残存する。また、本稿では IPO における IFRS の任意適用に関しての問題提起を行ったが、井上・石川 (2014) の指摘するとおり、今後「IFRS 適用企業の増加に伴って、市場評価が変化する可能性も十分にありうる」(井上・石川 (2014) p.39)。本稿での考察を基盤としてこれからの議論を展開していくなかで、こうした点を考慮し検証することについては今後の課題としたい。

参考文献

- Allen, F., and Faulhaber, G. R. (1989) "Signalling by Underpricing in the IPO Market," *Journal of Financial Economics*, Vol.23, No.2, pp.303-323.
- Baron, D. P. (1982) "A Model of the Demand for Investment Banking Advising and Distribution Services for New Issues," *The Journal of Finance*, Vol.37, No.4, pp.955-976.
- Baron, D. P., and Holmström, B. (1980) "The Investment Banking Contract for New Issues under Asymmetric Information: Delegation and the Incentive Problem," *The Journal of Finance*, Vol.35, No.5, pp.1115-1138.
- Beatty, R. P., and Ritter, J. R. (1986) "Investment Banking, Reputation, and the Underpricing of Initial Public Offerings," *Journal of Financial Economics*, Vol.15, No.1, pp.213-232.
- Benveniste, L. M., and Spindt, P. A. (1989) "How Investment Bankers Determine the Offer Price and Allocation of New Issues," *Journal of Financial Economics*, Vol.24, No.2, pp.343-361.
- Brüggemann, U., Hitz, J. M., and Sellhorn, T. (2013) "Intended and Unintended Consequences of Mandatory IFRS Adoption: A Review of Extant Evidence and Suggestions for Future Research," *European Accounting Review*, Vol.22, No.1, pp.1-37.
- Byard, D., Li, Y., and Yu, Y. (2011) "The Effect of Mandatory IFRS Adoption on Financial Analysts' Information Environment," *Journal of Accounting Research*, Vol.49, No.1, pp.69-96.

17 日本の他に IFRS の強制適用を行っていない国としては、米国やインド等が代表例として挙げられる。米国では外国企業に対して IFRS に基づく財務諸表の提出を認めているほか、インドにおいても限定的に IFRS の適用が認められている。

- Daske, H., Hail, L., Leuz, C., and Verdi, R. (2008) "Mandatory IFRS Reporting around the World: Early Evidence on the Economic Consequences," *Journal of Accounting Research*, Vol.46, No.5, pp.1085–1142.
- Daske, H., Hail, L., Leuz, C., and Verdi, R. (2013) "Adopting a Label: Heterogeneity in the Economic Consequences around IAS/IFRS Adoptions," *Journal of Accounting Research*, Vol.51, No.3, pp.495–547.
- DeFond, M., Hu, X., Hung, M., and Li, S. (2011) "The Impact of Mandatory IFRS Adoption on Foreign Mutual Fund Ownership: The Role of Comparability," *Journal of Accounting and Economics*, Vol.51, No.3, pp.240–258.
- Flyvbjerg, B. (2001) *Making Social Science Matter*, Cambridge University Press.
- Gregoriou, G. N. (2011) *Initial Public Offerings (IPO): An International Perspective of IPOs*, Butterworth-Heinemann.
- Grinblatt, M., and Hwang, C. Y. (1989) "Signaling and the Pricing of New Issues," *The Journal of Finance*, Vol.44, No.2, pp.393–420.
- Hanley, K. W. (1993) "The Underpricing of Initial Public Offerings and the Partial Adjustment Phenomenon," *Journal of Financial Economics*, Vol.34, No.2, pp.231–250.
- Hanley, K. W., and Wilhelm, W. J. (1995) "Evidence on the Strategic Allocation of Initial Public Offerings," *Journal of Financial Economics*, Vol.37, No.2, pp.239–257.
- Hong, H. A., Hung, M., and Lobo, G. J. (2014) "The Impact of Mandatory IFRS Adoption on IPOs in Global Capital Markets," *The Accounting Review*, Vol.89, No.4, pp.1365–1397.
- Ibbotson, R. G. (1975) "Price Performance of Common Stock New Issues," *Journal of Financial Economics*, Vol.2, No.3, pp.235–272.
- Koh, F., and Walter, T. (1989) "A Direct Test of Rock's Model of the Pricing of Unseasoned Issues," *Journal of Financial Economics*, Vol.23, No.2, pp.251–272.
- Li, S. (2010) "Does Mandatory Adoption of International Financial Reporting Standards in the European Union Reduce the Cost of Equity Capital?," *The Accounting Review*, Vol.85, No.2, pp.607–636.
- Ljungqvist, A. (2004) "IPO Underpricing: A Survey," *Handbook in Corporate Finance: Empirical Corporate Finance*, Espen Eckbo, ed. Available at SSRN: <http://ssrn.com/abstract=609422>
- Ljungqvist, A., Nanda, V., and Singh, R. (2006) "Hot Markets, Investor Sentiment, and IPO Pricing," *The Journal of Business*, Vol.79, No.4, pp.1667–1702.
- Ljungqvist, A., and Wilhelm, W. J. (2005) "Does Prospect Theory Explain IPO Market Behavior?," *The Journal of Finance*, Vol.60, No.4, pp.1759–1790.
- Loughran, T., and Ritter, J. R. (1995) "The New Issues Puzzle," *The Journal of Finance*, Vol.50, No.1, pp.23–51.
- Loughran, T., and Ritter, J. R. (2002) "Why don't Issuers Get Upset about Leaving Money on the Table in IPOs?," *Review of Financial Studies*, Vol.15, No.2, pp.413–444.
- Ritter, J. R. (2003) "Investment Banking and Securities Issuance," *Handbook of the Economics of Finance*, Vol.1, Part A, George M. Constantinides, Milton Harris and René M. Stulz ed., Corporate Finance, pp.255–306.
- Rock, K. (1986) "Why New Issues are Underpriced," *Journal of Financial Economics*, Vol.15, No.1, pp.187–212.
- Welch, I. (1992) "Sequential Sales, Learning, and Cascades," *The Journal of Finance*, Vol.47, No.2, pp.695–732.
- Welch, I. (1989) "Seasoned Offerings, Imitation Costs, and the Underpricing of Initial Public Offerings," *The Journal of Finance*, Vol.44, No.2, pp.421–449.
- Yip, R. W., and Young, D. (2012) "Does Mandatory IFRS Adoption Improve Information Comparability?," *The Accounting Review*, Vol.87, No.5, pp.1767–1789.
- 井上謙仁・石川博行 (2014) 「IFRS が資本市場に与えた影響」『証券アナリストジャーナル』第 52 巻第

- 9号, pp.28-40.
- 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」Financial Research and Training Center Discussion Paper Series DP 2009 (13).
- 岡村秀夫 (2011)「IPO 研究の展開」『商学論究』第 58 巻第 3 号, pp.45-65.
- 金子隆 (2013)「わが国の IPO における合法的利益相反の可能性」『三田商学研究』第 55 巻第 6 号, pp.21-44.
- 株式会社すかいらーく (2014 a)「新規上場申請のための有価証券報告書 (I の部)」平成 26 年 8 月 28 日。
- 株式会社すかいらーく (2014 b)「有価証券届出書」平成 26 年 8 月 28 日。
- 金融庁 (2009)「連結財務諸表の用語, 様式及び作成方法に関する規則等の一部を改正する内閣府令」2009 年 12 月 11 日。
- 忽那憲治 (2008)『IPO 市場の価格形成』中央経済社。
- 辰巳憲一 (2011)「IPO における情報と公開価格決定方式〜ブックビルディング方式はなぜ優勢な公開株価決定方式なのか?〜」『学習院大学経済論集』第 48 巻第 1 号, pp.23-44.
- テクノプロ・ホールディングス株式会社 (2014 a)「新規上場申請のための有価証券報告書 (I の部)」平成 26 年 11 月 10 日。
- テクノプロ・ホールディングス株式会社 (2014 b)「有価証券届出書」平成 26 年 11 月 10 日。
- 東京証券取引所 (2014)「上場会社情報 新規上場会社 - 2014 年 -」http://www.tse.or.jp/listing/new/index_old2014.html (最終閲覧日: 2015 年 2 月 20 日)。
- 中村宙正 (2004)「米国の新規株式公開市場に関する諸学説の再検討」『経済学研究』第 53 巻第 4 号, pp.113-126.
- 中村宙正 (2011)「英国の新規株式公開市場に関する諸学説の再検討」北海道大学大学院経済学研究科 Discussion Paper, Series B, No.2011-94.
- 宮宇地俊岳 (2012)「IPO における初値乖離の現状と要因」『追手門学院大学ベンチャービジネス・レビュー』第 4 巻, pp.55-65.
- 見吉英彦 (2013)「すかいらーく社の事例から見る日本企業の MBO 戦略に関する考察」『六甲台論集 経営学編』第 60 巻第 1 号, pp.1-20.