

(調査研究報告書)

東南アジア地域のイスラム諸国における 新規株式公開(IPOs)の研究

—マレーシアを中心として—

代表研究者氏名 鷗崎 清貴(大分大学経済学部 教授)

1. はじめに

ASEAN(Association of South-East Asian Nations: 東南アジア諸国連合)は、過去10年間に高い経済成長を見せており、今後、世界の「開かれた成長センター」となる潜在力が、世界各国から注目されている¹。

本稿では、その中で多くのイスラム教の人が住み、名目GDPでシンガポールの次に成長しているマレーシアを取り上げ、新規株式公開(Initial Public Offerings: IPOs)の際に生じるアンダープライシング²について分析を行う。

マレーシア証券取引所(Malaysian Stock Exchange: MSE)における新規株式公開に関する様々な研究がなされている³。しかしながら、それらの多くは、法律の異なるイスラム法準拠企業(Shariah Compliant Companies)と非イスラム法準拠企業(Non Shariah Compliant Companies)を区別せず分析を行っている。そのため、本稿ではこれらを区別し比較することにより、より明確な分析を行なう。近年イスラム法準拠企業は、イスラムの人々が国際資本市場に参加するようになったため、これらの市場においてより重要になってきた。また2011年末において、MSEに上場した企業の89%は、イスラム法準拠企業であり、イスラム教の投資家であるか否かに関わらず、これらの企業はマレーシアの市場に大きな影響を及ぼしている⁴。

¹ 外務省 HP によれば、ASEAN(Association of South-East Asian Nations: 東南アジア諸国連合)は、1967年の「バンコク宣言」によって設立され、原加盟国はタイ、インドネシア、シンガポール、フィリピン、マレーシアの5か国で、現在インドネシア、カンボジア、シンガポール、タイ、フィリピン、ブルネイ、ベトナム、マレーシア、ミャンマー、ラオスの10か国である。キリスト教の全人口は31.5%であり、イスラム教のそれは、23.2%である。マレーシアでは、仏教の20%と比べ、イスラム教の人口が61%となっている。

² 初期収益率とは、新規株式公開(IPOs)において、公開直前に公募・売り出しの形で新規公開株式を投資家に割り当てるときの価格(以下、公開価格という)で購入して、公開初日に市場で成立する価格(以下、初値という)で売却して得られる収益率である。市場が効率的で関係者が同一の情報を持ち、取引コストが存在しないとす新古典派的ファイナンス理論において、この新規公開価格と初値は、均衡価格になるはずである。この新規公開株式価格と初値との差を意味するアンダープライシングを説明するのは困難であるといわれている。

³ 例えば、Dowson(1987), Yong and Isa(2003), Prasad et al(2006), Uddin(2008), Murugesu and Santhapparaj(2009), Abu Bakar and Uzaki(2012)などがある。

⁴ List of Shariah-Compliant Securities(2011)

現在マレーシアに進出している日本小売企業は、セブンイレブン、ユニクロ、ベスト電器、紀伊國屋、伊勢丹、イオンが挙げられる。特に1984年に設立したセブンイレブンマレーシア(7-Eleven Malaysia Holding Berhad)は、2014年5月にマレーシア証券取引所(MSE)に上場を果たしている。外資系コンビニエンスストアへの外資からの直接投資は禁止されており、参入する場合ローカル資本のパートナー会社に経営をゆだねる必要がある。サークルKサンクスも、2012年12月に地元のモファスグループとサークルKマレーシアを設立し、フランチャイズ展開を計ろうとした。2015年にサークルKサンクスがファミリーマートと合併することになり、この計画は撤退することとなった⁵。このように、現在日本企業が直接MSEに新規株式公開を行うことは困難であるが、将来に向けMSEでの新規株式公開の現状と課題を研究する必要がある。

本稿では、MSEにおいて新規株式公開する企業のアンダープライシングの存在を明らかにし、その原因を分析する。

2. マレーシア証券取引所における新規株式公開の現状

2.1 イスラム金融

マレーシアの新規株式公開におけるイスラム法準拠企業とイスラム法費準拠企業とを比較する前に、イスラム金融について概略する。

イスラム金融とは、イスラム法に従う形式での金融取引を指す。イスラム法(Shariah: シャリヤ)を遵守しながら、近代的金融システムのメリットを享受するシステムである⁶。世界初の近代イスラム金融機関は1963年にエジプトで設立された。マレーシアにおいても、政府巡礼基金(Lumbaga Tabung Haji)が、ムスリムのメッカ巡礼の資金を貯蓄する機関として1969年に設立され、これがイスラム金融発展の端緒となった。それ以降オイルマネーが蓄積した中東イスラム諸国を中心に発展したが、今では、マレーシアもイスラム金融主要国の1つとなっている。

イスラム金融の最大の特徴はイスラム法で定められる4つの戒律に抵触しないことであり、①金利(Riba:リーバ)の禁止、②コーランで禁じられたもの(豚肉、アルコール、ポルノ)(Haram:ハラーム)に関わる取引の禁止、③取引における不確定性(Gharar: ガラール)の禁止、④投機行為(Maisir: マイシール)の禁止、が厳しく遵守される。さらに、関係者が利益や損失を共にするようなリスクの共有が推奨されており、極端なリスク分配は教義上望まれない。このようなイスラム法の適格性を国際的に認定する代表的組織は、イスラム金融機関会計監査機構(The Accounting and Auditing

⁵ 日本経済新聞 2012年11月15日付

⁶ 国際協力銀行(2014)P.129, 国際協力銀行(2007)p.15そして中川(2013)pp.14-19を参照。

Organization for Islamic Financial Institutions:AAOIFI), イスラム金融サービス理事会(The Islamic Financial Services Board:IFSB)があげられる⁷。

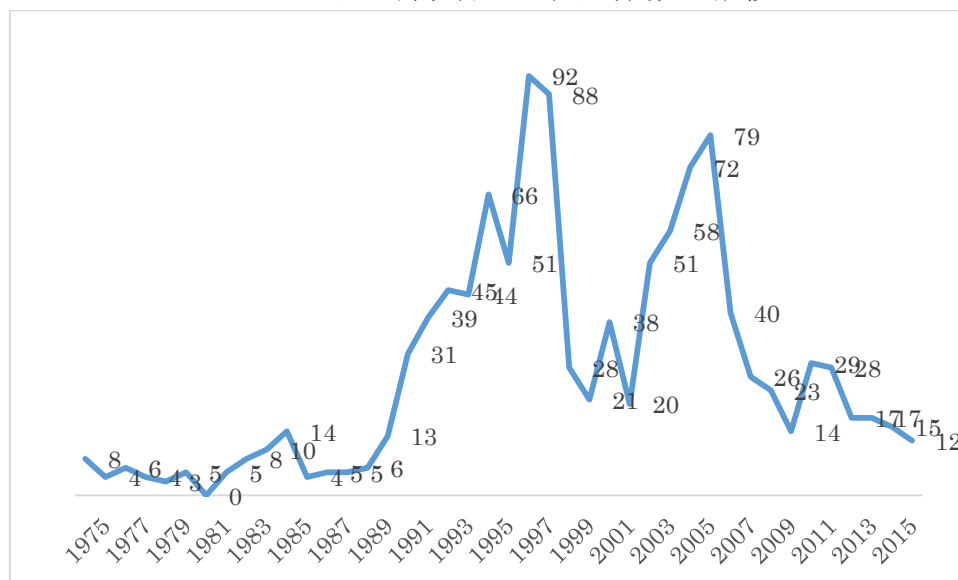
当然のこととして、マレーシアにおける新規株式公開を行うイスラム法準拠企業は、これら4つの戒律を遵守しなければならない。

2.2 マレーシアにおける新規株式公開の概要

マレーシアには、主要市場(Main Market)と新興市場(ACE Market)の2種類の株式市場がある。1973年にシンガポール取引所と分離して以降、当初262社の上場企業は、2006年にはMain BoardとSecond BoardそしてMESDAQ Marketの合計で1,027社まで増加した。しかし、2009年の市場の改革後、2015年12月3日現在で、Main Marketに793社、ACE Marketに109社の合計902社が上場している⁸。

また、MSEにおける新規株式公開企業数は、当初1974年8社だったものが、1996年には92社となった。その後減少したものの、2005年には年間79社となり、その後再び減少して2015年12月3日現在、Main Board 8社、Ace Market 4社の合計12社となっている。

図表 2-1
MSEにおける新規株式公開企業数の推移



資料：マレーシア証券取引所HP

Main Market と ACE Market との上場基準の大きな違いは、①利益基準、②時価総額基準、③株主分布基準の有無である。Main Market では、①税引

⁷ 国際協力銀行(2014)P.129を参照。

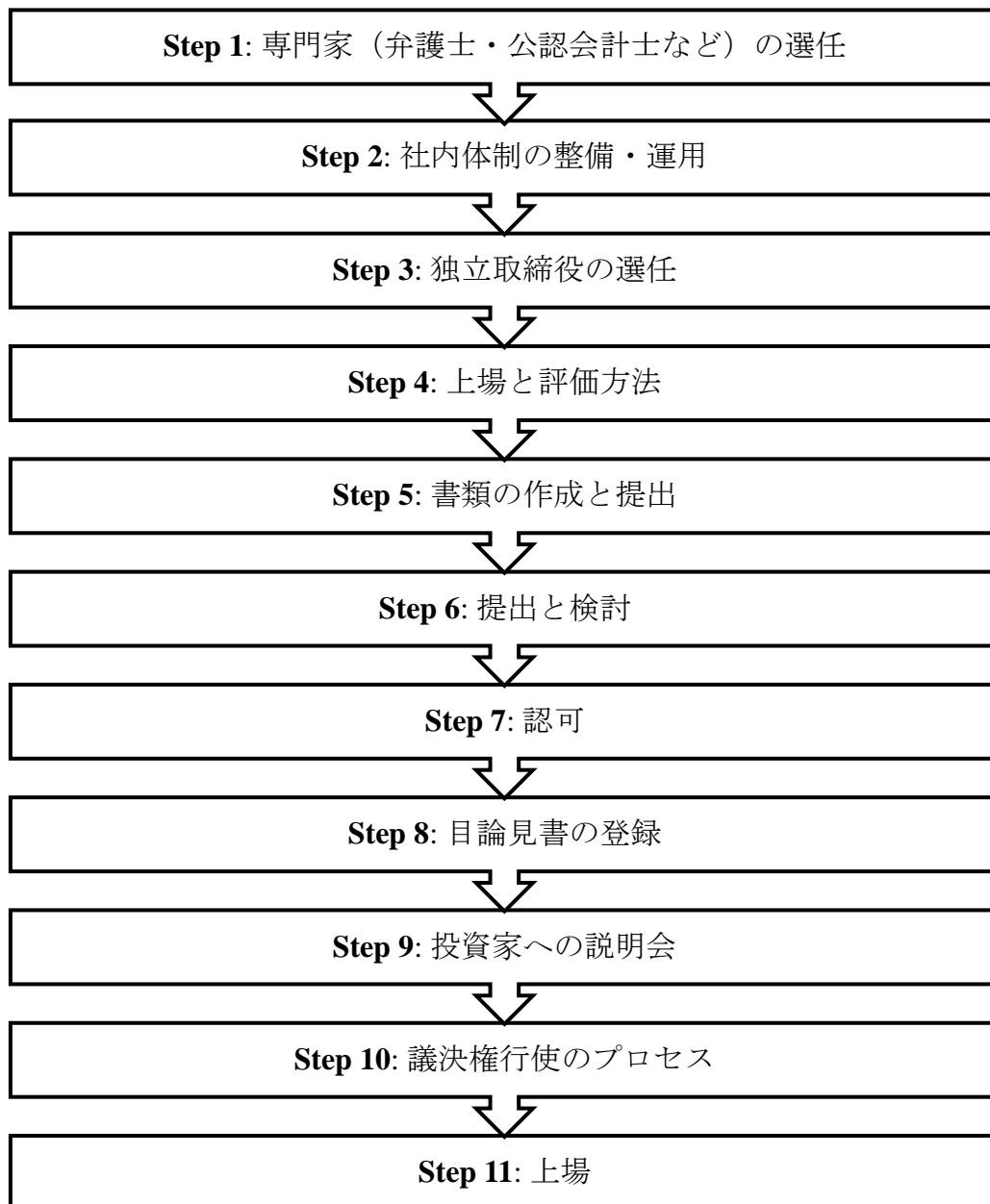
⁸ マレーシア証券取引所HPを参照。

後利益が3～5期連続の黒字で、累計で2,000万リンギ（約6億円）以上であること、②上場時の時価総額が5億リンギ（約150億円）以上であること、③100株以上の株主数が1,000人以上となることが規定されている。ACE Market では、①利益基準と②時価総額基準の条件がなく、③の株主数については、100株以上の株主数が200人以上であることとなっており、Main Market に比べて緩和されている⁹。

マレーシアでのIPOsの手続きは、図表2-2の通りである。

図表 2-2
マレーシア証券取引所でのIPOsのプロセス

⁹ 国際協力銀行(2014)を参照。



資料：マレーシア証券取引所 HP

Step 1: 専門家（弁護士・公認会計士など）の選任

マレーシアにおける IPOs の主要アドバイザーは、投資銀行である。

Step 2: 社内体制の整備・運用

主要アドバイザーは、IPOs を行う企業の企業組織、取締役の構成、コーポレート・ガバナンスそして内部統制のような上場に必要となる社内体制についてアドバイスを行う。

Step 3: 独立取締役の選任

全ての IPOs 企業は、少なくとも 2 名または取締役会の 2/3 の取締役を独立取締役に任命する。

Step 4: 上場と評価方法

IPOs 企業と主要アドバイザーは、最適な株主構成、IPOs 株式の公開方法を決定しなければならない。また将来の収益を予測するために過去の収益にもとづいた企業評価を行わなければならない。

Step 5: 書類の作成と提出

マレーシア証券取引所への上場申請書類には、IPOs 企業の上場と評価方法が含まれる。取締役、役員そして関連団体を記載する必要がある。主要アドバイザーもまた、すべての情報が真実で、正確でそして虚偽がないことを署名しなければならない。

Step 6: 提出と検討

上場の申請書の再審理が、正式な申請の前に行われる。目論見書は、証券取引委員会のウェブ上で 15 マーケットデー観覧される。

Step 7: 認可

マレーシア証券取引所が、上場承認の書類を発行するが、証券取引委員会は見積書の登録に対する原則認可の書類を発行する。

Step 8: 目論見書の登録

マレーシア証券取引所と証券取引委員会からの認可を受けた後、IPOs 企業はその IPOs 目論見書を作成しなければならない。

Step 9: 投資家への説明会

目論見書が公開されると企業は、投資家への説明会を開催しなければならない。その説明会は、企業の役員による投資家へのロードショウ、説明そしてプレゼンテーションである、

Step 10: 決議権行使のプロセス

主要アドバイザーと相談しながら、IPOs の公開価格と発行数を決定する。

Step 11: 上場

IPOs 企業は、マレーシア証券取引所で上場のセレモニーが行われ、当日取引が行われる。

3. 先行研究

これまで、マレーシア資本市場における新規株式公開の際のアンダープライシングに関する実証研究が行われてきた。その中で、初期収益率に関するマレーシアのアンダープライシングについての初期の研究は、Dowson (1987)である。彼は、1978 年 - 1984 年におけるマレーシアにおける IPOs の初期収益率が 166.7%であることを示した。これは、同時期に行われた香港 13.8%やシンガポール 39.4%と比べ非常に高いも

のであった。また、Jelic, et al. (2001)は、1980年－1995年において99%であると述べた。Yong and Isa, (2003)は、1990年1月－1998年12月でのマレーシアにおけるIPOsの初期収益率が、94.91%であることを示した。またMurugesu and Santhapparaj (2009)は、1999年-2004年では、81%であったと述べた。

Prasad, et al. (2006) は、1968年－1992年におけるマレーシアのIPOsに関する短期と長期の現象¹⁰を分析し、他の発展途上国と比べても、マレーシアのそれは61%と高いことを示した。

Abu Bakar and Uzaki (2012) は、マレーシアの2000年－2011年における476社のIPOs企業の初期収益率を分析し、35.87%であることを示した。

Ibbostson, Sindelar and Ritter(1988)は、1960年－1984年の間に新規株式公開を行なったアメリカの企業8,688社の平均初期収益率が16.3%と述べている。また、Loughran, Ritter and Rydqvist (2007)が述べているように、アメリカだけではなく他の国においても、新規株式公開の高い収益率が見られる。

図表3-1は、アジアにおけるIPOsの初期収益率の概要である。

図表 3-1
世界における IPOs の初期収益率

Countries/Region	Period of Studies	IPO underpricing	Authors
Bangladesh	1995-2005	480.72%	Islam, Ali and Ahmad (2010)
China	1996-2000	129.16%	Chi and Padgett (2005)
Japan	2001-2006	60.21%	Uzaki (2009)
Sri Lanka	1987-2008	34%	Samarakoon (2010)
Thailand	1990-2007	22.99%	Ekkayokkaya and Pengniti (2012)
India	2004-2006	22.62%	Pande and Vaidyanathan (2007)
Indonesia	2003-2011	22.2%	Darmadi and Gunawan (2012)

¹⁰ 長年にわたり世界中の研究者がIPOsに関する短期と長期の2つの現象を研究している。1つは、なぜ短期的なアンダープライシングが非常に高いのかということであり、2つ目は長期的にIPOs株式の価格がなぜ上昇しないのかということである。

Singapore	1993-2005	16.5%	Zhang, C. and King, T.H.D. (2008)
-----------	-----------	-------	-----------------------------------

4. 実証分析

マレーシアにおける 2000 年－2011 年の新規株式公開した企業は 476 社である。それを産業別に分けると図表 4-1 に示される。工業製品の IPOs 企業数が一番多く 134 社であり、全体の 28.15%であり、貿易・サービス業が 22.05%で、テクノロジーが 20.80%であり、この 3 業種で全体の 70%を占めている。

図表 4-1
2000 年－2011 年産業別企業数

Industries	計(2000-2011年)	Percentage (%)
Industrial Products	134	28.15%
Trading/Services	105	22.06%
Technology	99	20.80%
Consumer Product	73	15.34%
Property	19	3.99%
Real Estate Investment Trusts (REITs)	13	2.73%
Construction	11	2.31%
Plantation	9	1.89%
Finance	7	1.47%
Infrastructure Project Cos.	4	0.84%
Close/Fund	1	0.21%
Special Purpose Allocation Company	1	0.21%
TOTAL	476	100.00%

資料：マレーシア証券取引所 HP

また、この 476 社をイスラム法準拠企業とイスラム法非準拠企業とに分け年次別の推移を示したものが図表 4-2 である。マレーシアにおいては、イスラム法準拠企業が圧倒的に多く IPOs を行っており、全体の 88%を占めている。

図表 4-2

マレーシアにおける 2000 年 - 2011 年 IPOs 企業数の推移

Year	<i>Shariah</i> -Compliant Companies	Non <i>Shariah</i> -Compliant Companies
2000	36	2
2001	20	0
2002	48	3
2003	48	10
2004	60	12
2005	70	9
2006	35	3
2007	22	4
2008	22	1
2009	13	1
2010	23	6
2011	23	5
Total	420	56

資料：マレーシア証券取引所 HP

4.1 被説明変数:アンダープライシング

図表 4-3 は、2000 年—2011 年におけるイスラム法準拠企業とイスラム法非準拠企業のアンダープライシング（初期収益率）を表している。イスラム法準拠企業のアンダープライシングの平均は 38.16%であり、イスラム法非準拠企業が 18.71%であった。

i 企業の IPOs における初期収益率は、以下のように定義される。

$$R_i = \frac{P_1 - P_0}{P_0}$$

R_i : i 企業の IPO における初期収益率

P_0 : i 企業の IPO における公開価格

P_1 : i 企業の上場取引初日の終値

2000 年—2011 年の初期収益率は図表 4-3 に表される。

図表 4-3

イスラム法準拠企業とイスラム法非準拠企業の初期収益率

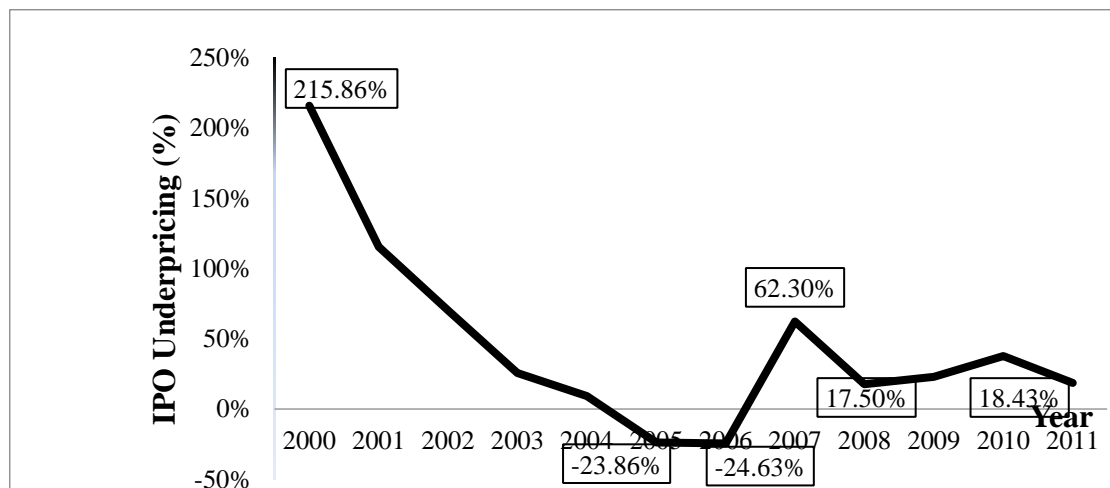
Type of Company	会社数	初期収益率平均	最小	最大	標準偏差
Shariah-compliant	420	38.16%	-0.79	6.55	1.12436
Non Shariah-compliant	56	18.71%	-0.88	3.76	0.92017

IPOs 市場の 88% を占めるイスラム法準拠企業の 2000 年-2011 年の初期収益率の平均は、38.16% であり、イスラム法非準拠企業のそれは、18.71% であった。

イスラム法準拠企業のアンダープライシング(初期収益率)の推移は、図表 4-4 である。2000 年の 215.86% の後、アンダープライシングは減少し続け、2005 年と 2006 年には、それぞれ -23.86% と -24.63% でとなった。その後、2007 年には 62.30% に上昇したが、2011 年には 18.43% となった。

図表 4-4

イスラム法準拠企業のアンダープライシングの推移



4.2 説明変数

先行研究によると、IPOs のアンダープライシングに対し影響を及ぼすさまざまな変数がある。本稿で用いた説明変数は、以下の通りであり、図表 4-5 に結果をまとめた。

4.2.1. アンダーライター

日本では IPOs を行う企業は、アンダーライターとして主幹事証券会社を選任するが、マレーシアではその役割を投資銀行が担っている。

2008年のマレーシアにおいてこの役割を果たすのは、15行の投資銀行であった。アンダーライターには、(1) 発行前のマーケティング、(2) 公開価格の決定、(3) IPOs後の株価安定化の重要な役割がある。

(1) 発行前のマーケティングは、投資家からの情報を収集し発行価格や発行数を決める手がかりにするだけでなく、IPOsの成功によって、上場後のアンダーライターの評判にも結びつくため重要である。1980年-2004年までのIPOsのアンダーライターのランキングは、フロリダ大学のRitter教授のホームページから見る事ができる。したがって、アンダーライター間には大きなランキングの開き、または評判の差があることがわかる。

(2) 公開価格の決定は、ブックビルディング方式を行うため、発行価格の決定から投資家への株式割り当てについてまで裁量権を持つ。

(3) IPOs後の株価安定政策には買い支えを行うが、アンダーライターは、IPOs発行企業と自らの関係投資家との利害相反があると考えられる。

Hamao et al.(2000)は、日本において証券会社系ベンチャー・キャピタル(VC)による持株がある場合、そのIPOsのアンダープライシングを減少させないことを示した。

日本では、アンダーライター間に系列化があり、アンダーライターはベンチャー・キャピタルからIPOs株を購入する。したがってアンダーライターは系列化のベンチャー・キャピタルが保有する株式により利益を上げることが出来る。

Ellis, K., R. Michaely, and M. O' Hara (2000) は、アンダーライター間の競争の特徴を調べた。中規模のIPOsの手数料は、常に7%である。これは、アンダーライター間の価格競争からのみ来るのではない。彼らは、関係する6つの変数を基準化し、アンダーライター間の競争の程度を示すZスコアを導入した。これらの変数は、手数料、価格値引、公開90日前の推薦、公開前3ヶ月間のマーケット・メイク高、評判、そして以前の負債関係である。日本とは異なり、米国ではアンダーライターの変更は比較的頻繁に起こるようである。彼らは、アンダーライター間で生じる競争が、どのような特徴を持っているかを明らかにしようとした点で興味深い。

本稿では、1年間に5社以上のイスラム法準拠企業のIPOsを行った投資銀行を「名声の高いアンダーライター」と考える。また1社以上5社未満の企業を「名声の低いアンダーライター」とする。Carter, et al., (1998) は、名声の高いアンダーライターが行ったIPOsのアンダープライシングが小さいと述べている。しかしながら、マレーシアのアンダーライターの相違によって、アンダープライシングは、それぞれ37.31%と35.17%と大きな差は見られない。

4.2.2. 市場の相違

2009年8月以降、マレーシアには2つの証券市場、メイン市場とACE市場がある。この前は3つの証券市場、メイン市場、セカンド市場そしてMESDAQ市場があった。メイン市場とセカンド市場がメイン市場となり、MESDAQ市場がACE市場に変わった。ACE市場に上場しようとしている企業は比較的創業間もない企業が多いため、ACE市場は新興市場といえることができる。

メイン市場とACE市場とのアンダープライシングは、それぞれ77.74%と-44.83%であった。これによりマレーシアにおけるIPOsにとって、市場の決定は重要な意味があることが分かった。

4.2.3. 産業別相違

工業製品のイスラム法準拠企業のIPOs企業数が一番多く127社であった。貿易・サービス業が90社で、金融業は1社であった。テクノロジーと金融業のアンダープライシングだけが、それぞれ-35.51%と-76.50%でマイナスであった。プランテーション産業のそれは、104.50%であった。

4.2.4. 超過募集

超過応募 (oversubscribed) とは、買い取り引受において幹事証券会社が割り当てられた株数より多くの株数を販売する能力を持つ状態を指す。引受証券会社はそう成るようにならば、もし実際に超過応募状態になればオーバーアロットメント (OAO) ¹¹ を行使し、投資家の注文に答えようとする。これによって引受証券会社は付加的に利益を得る¹²。

Kenourgios, et al. (2007) は、IPOsの際の情報の漏えいのため、超過募集が大きくなると、IPOsのアンダープライシングが生じると述べている。

図表 4-5
説明変数の概要

Determinants of IPO Underpricing	企業数	中央値	最小値	最大値	標準偏差
Underwriter reputation:					
1. High underwriter reputation	221	37.31%	-0.79	6.50	1.01975

¹¹ 当初の募集・売出予定株数を超える需要があった場合、主幹事証券会社が発行会社の大株主等から一時的に株式を借り、当初の売出予定株数を超過して、募集・売出しと同じ条件で追加的に投資家に販売すること。野村證券 HP を参照。

¹² 辰巳 (2006) p.235 を参照。

2. Low underwriter reputation	195	35.17%	-0.79	6.55	1.19640
3. Less than 1 (one) underwriter reputation	4	230.75%	0.45	4.15	1.65393
Types of market:					
1. ACE market	136	-44.83%	-0.79	0.58	0.27248
2. Main market	284	77.74%	-0.79	6.55	1.16213
Types of market:					
1. Industry product	127	46.92%	-0.79	6.50	1.12849
2. Trading/services	90	61.24%	-0.74	6.55	1.41625
3. Technology	90	-35.51%	-0.78	2.96	0.48536
4. Consumer product	70	68.99%	-0.72	3.89	1.10350
5. Property	17	60.29%	-0.43	2.38	0.69651
6. Construction	10	75.25%	-0.04	1.66	0.47750
7. Plantation	8	104.50%	0.08	2.20	0.78212
8. Infrastructure project cos.	4	76.37%	-0.05	1.43	0.89846
9. Real Estate Investment Trusts	3	26.17%	-0.02	0.68	0.36852
10. Finance	1	-76.50%	-0.77	-0.77	-
Times of oversubscription	420	29.87 times	-0.60	377.96	-

次はアンダープライシングと説明変数との関係を分析するために以下の重回帰分析を用いる。

$$R = \alpha + \beta_1(UR) + \beta_2(TM) + \beta_3(TI) + \beta_4(OS) + \varepsilon$$

R: IPOs のアンダープライシング

UR: アンダーライターの名声

TM: 市場の種類

TI: 産業の種類

OS: 超過募集の大きさ

図表 4-6
重回帰分析の概要

Variables	Coefficient	t-statistics
Intercept	0.704	(6.549)
Underwriter reputation	-0.079	(-0.826)
Oversubscription	0.002	(1.933)*
Types of market	-1.384	(-9.264)***
Industry - property	-0.077	(-0.308)
Industry - technology	0.168	(0.981)
Industry - plantation	0.364	(1.029)
Industry - trading and service	0.324	(2.397)**
Industry - consumer product	-0.016	(-0.111)
Industry - industry project cos.	0.089	(0.181)
Industry - construction	0.075	(0.235)
Industry - REITs	-0.374	(-0.660)
Industry - Finance	-0.095	(-0.097)
R square = 28.3%		
F value = 13.396		
Durbin Watson = 1.350		

- * Indicate statistical significance at the 10% level
- ** Indicate statistical significance at the 5% level
- *** Indicate statistical significance at the 1% level

図表 4-6 は、重回帰分析の結果を示している。

市場の種類、超過募集、そして貿易・サービス業が統計上有意であった。一方アンダーライターの名声と産業（貿易・サービス業を除く）は、有意ではなかった。この結果は他の実証研究と異なっている。

Kenourgios, et al. (2007) は、アンダーライターの名声がアンダープライシングに影響を及ぼすとしている。Kirkulak and Davis (2005)もまた、アンダーライターとアンダープライシングとは正の関係があることを示している。

本稿の研究は、市場の種類がイスラム法準拠企業のアンダープライシングに有意な影響を及ぼすことを示している。

決定係数が 28.3%であり、他の要因がアンダープライシングにより影響を及ぼしていることが分かった。

5. 結論

本稿では、2000年-2011年のマレーシアにおけるイスラム法準拠企業とイスラム法非準拠企業の新規株式公開（IPOs）時におけるアンダープライシングが、存在するのか、もしそうであったら、どのような要因によって決定されるかを検討した。そこでは、説明変数としてアンダーライターの名声、産業の種類、そして超過募集を用いて分析を行った。そこでは以下のことが明らかになった。

第1に、IPOs市場の88%を占めるイスラム法準拠企業の2000年-2011年の初期収益率の平均は、38.16%であり、イスラム法非準拠企業のそれは、18.71%であった。

これにより、マレーシアにおけるアンダープライシングが確認され、イスラム法準拠企業のアンダープライシングの方がイスラム法非準拠企業のそれよりも高いことが分かった。

第2に、名声の高いアンダーライターが行っているIPOsと名声の低いアンダーライターが行っているIPOsを分け、それぞれのアンダープライシングを比較した。

それらのアンダープライシングは、それぞれ37.31%と35.17%であった。

アンダーライターの名声は、アンダープライシングに明確に影響があるとはいい難い。Carter, et al., (1998)が、他の国々で行ったのとは異なり、名声の高いアンダーライターが行ったIPOsのアンダープライシングが小さいとは、いえなかった。

第3に、市場の種類でのアンダープライシングの相違は明確であった。ACE市場は-44.83%であった。すなわち、公開価格より初値の方が低いというIPOsでは珍しい現象が見られた。一方メイン市場では77.74%と高いアンダープライシングが見られた。ただ、ACE市場におけるテクノロジー産業のアンダープライシングは、61.3%であった。発展途上国における資本市場において、テクノロジー産業は、新興市場において重要な役割を果たしているといえる。

アンダープライシングを考察する際、市場選択は重要な要因である。

第4に、産業の種類で考察すると、メイン市場におけるプランテーション産業のアンダープライシングは、104.50%であった。一方テクノロジー産業や金融業のそれは、それぞれ-35.51%と-76.50%であった。

第5に、超過募集の平均時間を求めると、29.87であった。Kenourgios, et al. (2007) が1997年-2002年にギリシャで行ったそれは89.96であり、マレーシアの超過募集の平均時間よりもかなり大きい。

最後に、本稿ではアンダーライターの名声、産業市場の種類、市場の種類、そして超過募集を説明変数として分析を行ったが、決定係数が28.3%であり、本稿のモデルではアンダープライシングにより影響を及ぼしている要因を十分に特定することはできなかった。また、イスラム法非準拠企業のIPOs企業数が少なく、十分にイスラム法準拠企業と比較分析できたとはいえない。

今後世界でイスラム法準拠企業がより多く創業・成長し、IPOsを行う機会が増えると考えられる。今後は、インドネシアやタイ等のイスラム金融の経済国家の研究を加えてサンプル数を増やし、イスラム法準拠企業のIPOsとイスラム法非準拠企業のIPOsとを比較分析したいと考える。

参考文献

- Abu Bakar, N. and Uzaki, K. (2013) An empirical Study of IPO Underpricing for Shariah-Compliant Companies Listed at Malaysian Stock Exchange (MSE) International Winter Conference on Business and Economics Research pp.18-19.
- Abu Bakar, N. and Uzaki, K. (2012) A Test of Initial Public Offerings (IPOs) underpricing performance in Malaysian Stock Exchange (MSE) The Third Asian Business & Management Conference, Osaka, Japan
- Carter, R.B., Dark F. H., and Singh, A.K. (1998) Underwriter Reputation, Initial Return and Long-Run Performance of IPO stocks. *The Journal of Finance*, Vol. LIII, No.1
- Chi, J., & Padgett, C. (2005). Short-Run Underpricing and its Characteristics in Chinese Initial Public Offering (IPO) Markets. *Research in International Business and Finance*, 19(1), pp.71-93.
- Darmadi, S., & Gunawan, R. (2012). Underpricing, Board Structure, and Ownership: An Empirical Examination of Indonesian IPO Firms *SSRN Electronic Journal* pp.1-36.
- Dawson, S.M. (1987) Secondary Stock Market Performance of Initial Public Offers, Hong Kong, Singapore and Malaysia: 1978-1984, *Journal of Business, Finance & Accounting*, 14(1) pp.65-76.
- Ekkayokkaya, M., & Pengniti, T. (2012). Governance Reform and IPO Underpricing *Journal of Corporate Finance*, 18(2), pp.238-253
- Ellis, K., R. Michaely, and M. O' Hara (2000) When the Underwriter is the Market Maker: An Examination of Trading in the IPO Aftermarket,

- The Journal of Finance.
- Hamao Yasushi, Frank Packer, and Jay R. Ritter(2000) ‘Institutional Affiliation and the Role of Venture Capital: Evidence from Initial Public Offerings in Japan’ , Pacific-Basin Finance Journal, Volume 8, Issue 50.
- Ibbotson R., Sindelar J. and Ritter J. (1988), Initial public offerings, *Journal of Applied Corporate Finance*, 1, pp.37-45.
- Islam, A., Ali, R., & Ahmad, Z. (2010). An Empirical Investigation of] the Underpricing of Initial Public Offerings in the Chittagong Stock Exchange. *International Journal of Economics and Finance*, 2(4), pp.36-46.
- Jelic, R., Saadouni, B. and Briston, R. (2001) Performance of Malaysian IPOs: Underwriters Reputation and Management Earnings Forecasts. Pacific-Basin Finance Journal, No. 9, pp.457-486.
- Kenourgios, D.F., Papathanasiou, S. and Melas, E.R. (2007) Initial Performance of Greek IPOs, Underwriter’ s Reputation and Oversubscription, *Managerial Finance*, Vol. 33, No. 5, pp.332-343.
- List of Shariah-Compliant Securities (2011) (http://www.sc.com.my/wp-content/uploads/eng/html/icm/sas/sc_syariahcompliant_111125.pdf)参照 2015. 11. 30.
- Kirkulak, B and Davis, C. (2005)Underwriter Reputation and Underpricing: Evidence from the Japanese IPO Market Pacific-Basin Finance Journal 13 (4), pp. 451-470
- Murugesu, J., & Santhapparaj, A. S. (2009). Valuation Errors and the Initial Price Efficiency of the Malaysian IPO Market. *The IUP Journal of Applied Finance*, 15(10).
- Pande, A.Vidyanathan, R. (2007). Determints of IPO Underpricing in the National Stock Exchange of India. *APRIA Conference in Taipei*
- Prasad, D., Vozikis, G. S., & Ariff, M. (2006). Government Public Policy, Regulatory Intervention, and Their Impact on IPO Underpricing: The Case of Malaysian IPOs. *Journal of Small Business Management*, 44(1), 81-98. doi:10.1111/j.1540-627X.2006.00155.x
- Ritter Jay R. (<https://site.warrington.ufl.edu/ritter/ipo-data/>)参照 2015.12.10
- Samarakoon, L. P. (2010). The Short-Run Underpricing of Initial Public Offerings in the Sri Lankan Stock Market. *SSRN Electronic Journal*, (20), pp.1-38.
- Titman, S., and B. Trueman, 1986, Information quality and the valuation of new issues, *Journal of Accounting & Economics* pp.159-172.

- Uddin, M. H. (2008). An Empirical Examination of Intended and Unintended IPO Underpricing in Singapore and Malaysia. *International Research Journal of Finance and Economics*, 20(20), pp.55-74.
- Uzaki, K. (2009). The Effect of Innovation on Corporate Value in IPOs. *Japan Finance Association, Working Paper*, No.1.
- Yong, O., and Isa, Z. (2003) Initial performance of new issues of shares in Malaysia, *Applied Economics*, 35, pp.919-930.
- Zhang, C. (Xinde), & King, T.-H. D. (2008). The Decision to Cross-List: The Case of Chinese IPOs and ADRs. *SSRN Electronic Journal*.
- 外務省 HP (<http://www.mofa.go.jp/mofaj/area/malaysia/>) 参照 2015.11.30。
- 国際協力銀行 (2014) 『マレーシアの投資環境』 (<https://www.jbic.go.jp/ja/information/investment/inv-malaysia201402>) 参照 2015.11.30。
- 国際協力銀行海外投融資情報財団 (2007) 「イスラム金融の概要」 (https://www.joi.or.jp/pdf/0704_IslamicFinance.pdf) 参照 2015.11.30。
- 中川利香 (2013) 「マレーシアのイスラム金融—国際金融市場のハブを目指して—」 『日立総研』, Vol. 7, PP.14-19。
- マレーシア証券取引所 HP (<http://www.bursamalaysia.com/market/listed-companies/initial-public-offerings/listing-statistics/>) 参照 2015.12.10。
- 野村証券 HP (<https://www.nomura.co.jp/terms/japan/o/overallotment.html>) 参照 2015.12。
- 辰巳憲一 (2006) 「米国の IPO と証券発行規制について」 『学習院大学経済論集』 第43巻第2号 (http://www.gakushuin.ac.jp/univ/eco/gakkai/pdf_files/keizai_ronsyuu/contents/4302/4302tatsumi.htm) 参照 2015.12.10。
- 日本経済新聞 2012年11月15日付。