

新規株式公開（IPO）における取締役会の ジェンダーダイバーシティの役割—文献サーベイ—

松 本 守

概要：本稿の目的は、IPO研究（過小値付け：Underpricing）の文脈において、取締役会のジェンダーダイバーシティがどのように評価されているのかをサーベイすることである。IPOは多くの研究者の関心を集め続けているイベントであり、IPOに関する理論・実証研究は膨大な数に上る。本稿では、IPOにおける定型化された事実の1つとして知られている、過小値付けに関する先行研究を踏まえたうえで、IPO企業のCEOの性差に着目した実証研究をレビューした。

キーワード：新規株式公開（IPO）、過小値付け（Underpricing）、ジェンダーダイバーシティ（Gender Diversity）

1. はじめに

米金融大手ゴールドマン・サックスが新規株式公開（Initial Public Offering、以下IPO）の引き受けに際して、上場を希望する欧米企業に最低1人の女性取締役の選任を求めることを、同社デービッド・ソロモンCEOが米テレビCNBCのインタビューで明らかにした（日本経済新聞、2020年1月25日）。加えて、NASDAQもまた、上場企業に対して、女性取締役の登用を義務付ける方針を明らかにしている（日本経済新聞、2020年12月3日）¹。

近年のわが国においても、CSR（企業の社会的責任）やESG（環境・社会・企業統治）を背景に、全上場企業に対して女性取締役を1人以上導入することが求められていることに加えて、機関投資家が株主総会の議決権行使にあたって女性活用に基づいた評価を行うようになってきている。

日本ではまだ、IPOに際してこのような動きは見られないものの、米国では未上場企業がIPOを行い上場企業になるにあたって、取締役会における女性取締役の有無がIPOの必須条件になりつつある。こうした女性取締役の登用を義務付ける取り組みにどれだけの経済的な効果があるのだろうか。これま

でのIPO研究の中で、取締役会におけるジェンダーダイバーシティはどのような評価をされてきたのであろうか。

本稿の目的は、このような動向を受け、IPOにおける取締役会のジェンダーダイバーシティの役割に関する先行研究をサーベイすることである。本稿のこのようなサーベイを通じて、現時点において、これまでどのようなエビデンスが提示されているのか、また、学術的にはこのような取り組みにどれだけの経済的な効果があるのか、を明らかにすることができるであろう。

IPOは長らく多くの研究者の関心を集めてきたイベント（トピック）であり、今なお関心を集め続けている。それはなぜだろうか。おそらく、その理由の1つは、後述するように、IPO直後に、短期間に株価の高騰を観察することができる興味深いイベントであるからであろう。一般に、IPOは、投資家が短期間に一般の金融商品と比べて大きなリターンを得ることができる可能性が高いイベントである。また、IPOは多くの研究者を引きつける、いくつかの特徴を兼ね備えているイベントでもある。

そもそもIPOというのはどのようなイベントなのであろうか。形式的には、必要な手続きを経て、新

1 世界の90の証券取引所が参加する「持続可能な証券取引所（SSE）イニシアチブ」によると、女性活躍推進に関する記載もある「ESG報告書」の提出を求める証券取引所は45、上場ルールに組み込んでいる取引所も24にのぼる（日本経済新聞、2019年11月12日）。

規に証券取引所に上場することである。言い換えれば、未上場企業（未公開企業）が上場企業（公開企業）になることである。このイベントには実に多くの側面がある。上場を維持するコスト（例えば、情報開示のコスト）がかかるものの、企業の認知度は飛躍的に高まるであろう。その結果、資金調達手段が多様化すると同時に、株式の流動性が増すことにもなるであろう。他方で、IPOは、多くのケースにおいて、創業者や創業者一族によって私的に所有されていた企業が不特定多数の一般の投資家によって所有されるようになるイベントでもある。これを通じて、創業者が創業者利得を得るだけでなく、株式所有構造が大きく変化することになるであろう。言い換えると、IPOによって所有と経営の分離が劇的に進むことになるため、コーポレート・ガバナンスの問題が重要になってくるイベントでもあると言える。また、多くのケースにおいて、IPOはIPO時に公募株式による資金調達が行われることから、資本構成が変化するイベントである。資本構成の変化に伴い、企業の投資行動にも影響を及ぼすかもしれない。さらに、学術的に長らく問題とされてきたことは、そもそもなぜ企業はIPOを行うのかということである。これは難解な問題である。IPOの意思決定を行うことには、上述したように、様々なトレードオフが発生すると考えられるからである²。おそらく、IPOを行って上場企業になることが可能であるにもかかわらず、未上場のままでいる企業も存在すれば、創業時からIPOを目指し、いつどうやってIPOを行うかとIPOのタイミングを計っている未上場企業も存在するであろう³。IPOはこのような特徴を有するイベントであるため、マーケットマイクロスト

ラクチャーやコーポレート・ガバナンスなど、多くのトピックで取り扱われているイベントである。

本稿の構成は以下の通りである。まず、2節ではIPOにおける定型化された事実の1つである過小値付け（アンダープライシング）について簡単にレビューする。そして、3節では取締役会のジェンダーダイバーシティが有するガバナンス効果に関する先行研究をレビューする。また、4節ではIPO時の過小値付けとIPO企業のCEOの性差の関係について分析した研究をレビューする。最後に、5節では結論を述べ、今後の課題を検討する。

2. IPOにおける定型化された事実：アンダープライシング

これまでのIPOに関する先行研究では、とりわけIPO後の株価パフォーマンスについて多くの研究蓄積がある（Jenkinson and Ljungqvist（2001）など）。それは、IPO後の株価パフォーマンスにある規則性が観察できるからであろう。その1つは、世界各国で観察されている、初値が公開価格を上回る現象である（Loughran et al.（1994））。

これまでIPO後の株価パフォーマンスについては、IPOにおける定型化された事実（Stylized facts）として、短期的な過小値付け（アンダープライシング：Short-run Underpricing）の存在が世界各国で確認されている⁴。これは、「新規株式公開（IPO）直前に公開価格で新規公開予定の株式を購入し上場後すぐに売却すると、平均的に短期間に大きな初期収益率（Initial Return）が得られる⁵」というものである⁶。IPOに関する理論・実証研究の中で最

2 忽那（2004）は「設立後数十年を経過した成熟企業が中心であるという新規公開企業の属性、そこから派生する特徴として、新規公開の目的が資金調達ではなく、企業の名声や優秀な人材の獲得といった資金調達以外である企業が多く存在していることなどは、明らかにアメリカの新規公開企業とは異なる特徴である」と述べている。

3 Ljungqvist（1996）やPagano et al.（1998）はIPOのタイミングについて議論している。

4 Jenkinson and Ljungqvist（2001）は、IPOにおける定型化された事実として、（1）過小値付け（Underpricing）、（2）長期アンダーパフォーマンス（Long-run Underperformance）、（3）IPOと初期収益率の周期性（Cycles in IPO Volume and Initial Return）を挙げている。一般的には、これら3つが指摘されているが、本稿では過小値付けのみを取り上げている。

5 岡村（1997）、28頁。

6 金子（2019）によれば、先進7カ国における初期収益率の平均値は、日本が44.7%（1970～2016年）、ドイツが23.0%、米国が16.8%、英国が16.0%、イタリアが15.2%、フランスが10.5%、カナダが6.5%であり、最も日本の値が大きい。また、金子（2019）は、1989年4月以降から2017年12月の期間に入札方式で公開価格が決定されたIPOの初期収益率の平均値は13.1%であったが、1998年1月から2017年12月の期間にブックビルディング方式で公開価格が決定されたIPOの初期収益率の平均値は67.6%であったことを指摘している。日本のIPOにおける公開価格決定方式の変遷については金子（2019）が詳しい。

も多い研究がこの過小値付けに関するものである (Aggarwal and Rivoli (1990))。なぜ初期収益率がプラスであることが過小値付けと表現されるのだろうか。通常、初期収益率は、以下の式で表される。

$$\text{初期収益率} = \frac{(\text{初値} - \text{公開価格})}{\text{公開価格}}$$

式からも明らかなように、投資家が新規公開株式の発行価格である公開価格 (offer price) で購入し、上場後に流通市場で最初に付けられた価格、すなわち、初値で売却することで得られる収益率のことである⁷。

学術的には、この「初期収益率が通常の株式収益率に比べて非常に高いということは、売買開始後に初めて市場でつく価格 (初値) がファンダメンタルズを反映して決まるという仮定をするかぎり、なんらかの理由で公開価格が非常に低く決められているということの意味する⁸」と解釈されており⁹、「発行企業にとってはアンダープライシングにともなう調達コストを意味している¹⁰」。

一般に、企業の経営者と投資家間には企業の質 (quality) について情報の非対称性が存在している。企業の経営者は自社の経営状態や将来キャッシュフローについての私的情報を有している一方で、投資家はそうした情報を十分に有していない。こうした状況下において、市場に質の高い企業 (high-quality companies) と質の低い企業 (low-quality companies) が存在する場合、企業が株式を発行すると投資家は真の企業価値についての情報を持たないために平均的に株式を評価することで、トータルでは適切に評価されているものの、過大評価される

企業と過小評価される企業をもたらす (Myers and Majluf (1984))。すなわち、質の高い企業は過小評価され、質の低い企業は過大評価されることになる。したがって、最も株式を発行するインセンティブを持つ企業は質の低い企業であろう。その結果、株式市場では質の高い企業は駆逐され、質の低い企業の株式のみが取引されることになる。つまり、これは資金調達に関する逆選択 (adverse selection) 問題である。

このことはまた、市場で新規に株式を発行する場合にも当てはまる (Pagano et al. (1998), Lowry (2003), Rydqvist and Hogholm (1995))。特に、市場で新規に株式を発行する、すなわちIPOを行うような企業は、既に証券取引所に上場している企業と比べて営業年数が低く、こうした点からも情報の非対称性の程度が大きいと、上述の逆選択問題がより深刻となると考えられる (Helwege and Liang (1996), Prows (1998))。

これまで、IPO時の過小値付けを説明する多くの理論・実証研究が行われてきたが、これらはいわゆる情報の非対称性に基づいた議論が大半である (Ljungqvist and Wilhelm (2003), 金子 (2019))¹¹。基本的に、この情報の非対称性は、IPO企業 (株式発行企業)、投資銀行 (IPOの引受業者)、投資家の3者の間に生じる情報格差のことを指している。

情報の非対称性を前提とした議論の中で、最も広く知られているのがRock (1986) が主張する「勝者の呪い (winner's curse)」仮説である。

このモデルは、上述の投資家と発行者間における情報の非対称性に起因する逆選択とは別に、一部の投資家が他の投資家と比べて情報が劣位にある状況を想定しており、投資家間における情報の非対称性

7 初値は初約定日の終値が利用されることも多い。

8 福田・芹田 (1994)、221頁。

9 ただし、Aggarwal and Rivoli (1990) が指摘しているように、初期の価格ではなく長期の価格が企業の真の価値を反映しているのであれば、IPOが短期的には過小評価 (過小値付け) されているのではなく過大評価されていることになると考えられる。

10 忽那 (1999)、46頁。この意味で、この過小値付けはIPOの間接的コストと呼ばれることがある。先行研究ではまた、この間接的コストとは別に、証券会社への手数料やその他の発行諸費用などを直接的コストと呼び、両者をIPOを行う際にかかるコストととらえている。

11 過小値付けを説明する理論をサーベイしている金子 (2019) によれば、情報の非対称性に基づくものとして、後述する (1) 逆選択仮説、(2) 情報獲得 (情報顯示) 仮説、(3) シグナリング仮説、(4) 利害対立仮説、の4つがある。この他にも、発行企業・引受業者間のリスク配分に着目したもの、制度的要因に着目したもの (訴訟回避仮説、安定操作仮説)、発行企業の所有・支配構造に着目したもの (支配権維持仮説、エージェンシーコスト削減仮説)、行動ファイナンスに基づくもの (情報カスケード仮説、プロスペクト理論、投資家センチメント仮説) もある。

に着目している。こうした状況を下にRock (1986) は、新規公開株式の価値に関して投資家間の情報の非対称性に起因して逆選択問題が生じ¹²、逆選択問題を解決に導くために新規公開株式の過小値付けによる一定の初期収益率の保証が必要であると主張した。つまり、過小値付けによって生じるプラスのリターンは、情報劣位の投資家を新規公開株式の取引に参加させるための報酬とみなすことができる(金子 (2019))。

こうしたRock (1986) の逆選択仮説を検証するために、Beatty and Ritter (1986) は事前の不確実性 (ex ante uncertainty) という概念を導入し、事前の不確実性が高い新規公開株式ほど過小値付けの程度が大きくなる(公開価格が低く設定される)ことを論証している。先行研究では、事前の不確実性を表す代理変数として、企業規模や営業年数などが利用されており、企業規模が小さく、営業年数が短い企業ほど過小値付けされる程度が大きくなるということが報告されている¹³。

3. 取締役会におけるジェンダーダイバーシティの役割

近年、コーポレート・ガバナンスの分野において、女性や男性といった性差(ジェンダー)に着目した研究が活発に行われている。ここでは、取締役会における女性の存在がコーポレート・ガバナンスにどのような影響を及ぼしているのかを概観する¹⁴。

コーポレート・ガバナンスにおけるジェンダーダイバーシティ (Gender Diversity) に関する諸外国を対象とした研究の多くは、取締役会における女性取締役の存在(取締役会のジェンダーダイバーシティ)がコーポレート・ガバナンスの役割を担っていると見る見方を支持している。このような研究の

多くは、男性取締役とは異なるバックグラウンドを有する女性取締役が、独立社外取締役 (Independent Outside Director) と同様に、取締役会の機能やそこでの議論・意思決定に好ましい影響をもたらす存在であり (Adams and Ferreira (2009))、取締役会における「完全なる外部者」 (The Ultimate Outsider) として取締役会の独立性を高める存在であると考えられている (Carter et al. (2003))。

近年のコーポレート・ガバナンスに関する先行研究では、女性取締役が取締役会におけるモニタリング機能にポジティブな影響を及ぼしていることを示すエビデンスが報告されている。Adams and Ferreira (2009) は、女性取締役は男性取締役よりも会議の出席率が有意に高い、女性取締役比率が高い企業ほど男性取締役の会議出席率が有意に高い、女性取締役比率が高い企業ほど経営者交代と株式リターンの感応度が有意に高い、女性取締役比率が高い企業ほど役員報酬に占める株式ベースの報酬比率が有意に高い、といったエビデンスを報告している。また、Srinidhi et al. (2020) も、2004年から2015年までの米国企業 (26,783 firm-years, 141,415 director-firm-years) を対象に、男性取締役ではなく女性取締役がコーポレート・ガバナンス機能を改善しているエビデンスを報告している。具体的には、女性取締役が取締役会の独立性 (独立社外取締役比率) を有意に高めている、女性取締役が dual leadership (CEOと取締役会会長の兼任) を有意に解消させている、女性取締役がCEOの報酬を有意に削減している、CEOの交代を有意に促している、といったエビデンスが報告されている。

他方で、フリーキャッシュフロー (Jensen (1986)) を削減する有効な手段である配当政策のコーポレート・ガバナンス機能に着目し、Chen et al. (2017) はジェンダーダイバーシティが企業の配当政策 (配

12 情報優位の投資家 (informed investor) は過小評価されている(プラスのリターンが得られる)新規公開株式にしか投資しない一方で、情報劣位の投資家 (uninformed investor) は過小評価されている新規公開株式と過大評価されている(マイナスのリターンが得られる)新規公開株式に投資することになる。その結果、過大評価されている新規公開株式は全て情報劣位の投資家に割り当てられることになる。こうなると、情報劣位の投資家は新規公開株式を購入しようとしなくなり、IPO市場が成り立たなくなる。

13 また、これまでの過小値付けに関する先行研究では、どういった要因が過小値付けに影響を及ぼしているかが分析されており、ベンチャー・キャピタルのバックアップの有無 (Barry et al. (1990))、銀行による株式保有 (Hamao et al. (2000))、銀行からの借入 (James and Wier (1990))、引受業者の評判 (Carter and Manaster (1990))、監査会社の評判 (Beatty (1989)) などが過小値付けに影響を及ぼしていることが指摘されている。

14 ここでの議論は松本 (2020) に基づいている。

当性向など)に影響を及ぼしているかどうかを分析している。Chen et al. (2017) は、1997年から2011年までのS&P1500から抽出した企業(1,691社、12,050firm-years)を対象に、二段階最小二乗法や傾向スコアマッチング(Propensity score matching)手法を用いた差の差分分析(Difference-in-Difference analysis)によって、女性取締役を導入した企業と男性取締役を導入した企業の配当政策を比較し、女性取締役が配当の支払いに対してポジティブな影響をもたらしていることを報告している。

また、実証会計(Positive Accounting)分野では、女性取締役のモニタリング効果に着目して、女性取締役の存在と利益の質(Earnings Quality)の関係に関する分析が行われている。Srinidhi et al. (2011) は、2001年から2007年までのS&P COMPUSTAT収録企業を対象に、Heckmanの二段階推定によって女性取締役と利益の質の関係を分析し、女性取締役が利益の質を有意に高めていることを報告している。日本企業を対象としている類似した研究として海老原(2012)と松本(2019a)が挙げられる。海老原(2012)は、2008年から2010年までの日本企業(7,038firm-years)を対象に、利益の質を表す複数の指標のうちの1つであるアクルールズの質に対して、女性取締役の存在が有意に負の影響を及ぼしていることを見出しており、女性取締役のモニタリングによって利益の質が高まる可能性を指摘している。松本(2019a)は、2008年から2016年までの日本の銀行業(700firm-years, 10,678director-firm-years)を対象にして、取締役の属性(女性取締役、大学教員取締役、官公庁出身取締役、会計士・税理士出身取締役)と経営者業績予想の精度の関係を分析し、女性取締役と大学教員取締役の存在が経営者業績予想の精度(management earnings forecast accuracy)を有意に高めていることを見出しており、女性取締役と大

学教員取締役が銀行業のコーポレート・ガバナンスにおいて一定の役割を演じていることを指摘している¹⁵。

4. 過小値付け(アンダープライシング)と取締役会のジェンダーダイバーシティ

前節では取締役会における女性のガバナンス効果に関する先行研究をレビューした。これまでのIPO研究において、取締役会のジェンダーダイバーシティはどのように扱われているのであろうか。筆者が知る限り、IPO研究の文脈において、取締役会における女性の存在を明示的に扱っている研究は極めて少ないように思われるが、IPO時の過小値付けとIPO企業のCEOの性差に着目した研究としてMohan and Chen (2004)がある。Mohan and Chen (2004)は、IPO市場におけるジェンダーバイアス(gender bias)の存在を、IPO時の過小値付け(初期収益率)を利用して検証している。そこでは両者の関係について以下の3つの仮説が提示されている。

第1は、女性CEOを企業価値の不確実性を高める存在と見なしているものである。前節で述べたように、一般に企業価値に関する不確実性が高くなればなるほど、過小値付けの程度も大きくなる(Beatty and Ritter (1986))。先行研究では、女性は財務的な意思決定においてリスク回避的であること(risk averse)や男性に比べて自信過剰ではない(less confident)ことなどが指摘されているが、そのような固定観念を持って新規公開株式の真の価値を評価する場合、CEOの性差がその不確実性を高める要因と解釈されるかもしれない。つまり、投資銀行(引受業者)がこうした要因に基づいて新規公開株式を評価する場合、CEOが女性である新規公開株式(female-led IPOs)は男性がCEOである新規公開株

15 日本企業における女性取締役の登用と企業パフォーマンスの関係を分析した一連の研究として松本(2019b)と松本(2020)がある。松本(2019b)は2007年から2013年までのTOPIX500から抽出した236社(1,567firm-years)を対象に、女性取締役比率・女性社外取締役比率と企業パフォーマンス(Tobin's Q・ROA)の関係を、固定効果モデルや操作変数を利用した固定効果モデルによって分析している。そこでは、業種や内生性をコントロールしていない場合には両者に有意に正の関係が見られるものの、その関係は業種や内生性をコントロールすると消滅することが明らかにされている。また、松本(2020)は2009年から2013年までの全上場企業を対象に、男性取締役のみに占められている取締役会(女性取締役が存在していない取締役会)に女性取締役を登用した企業(イベント企業)を抽出し(イベント数:135)、そのイベント前後の企業パフォーマンス(Tobin's Q・ROA)について、傾向スコアマッチング手法を利用して実証的に分析している。そこでは松本(2019b)と類似した実証結果が報告されている。

式よりも割り引いてプライシングされる可能性がある（初期収益率は高い）。

第2は、女性CEOの経営能力をポジティブにとらえているものである。前節で述べたように、女性CEOが男性CEOよりも優れているという見方も可能であろう。投資銀行（引受業者）はCEOが女性であるIPO企業（female-led IPOs）を質の高い企業（high-quality firms）と評価し、公開価格を高く設定することも考えられる。この仮説が正しいのであれば、女性がCEOであるIPO企業の過小値付けの程度は低くなるであろう（初期収益率は低い）。

第3は、女性CEOと男性CEOで経営能力に差はないというものである。実際、一部の研究者から、財務的意思決定（financial decision making）において、女性が男性に比べてリスク回避的であるとは言えないという実証結果も報告されている（Schubert et al. (1999)）。そのため、IPOの主要な登場人物の1人である投資銀行（引受業者）はCEOの性差に基づいて公開価格を決定しようとはしないとも考えられる。この仮説が正しいのであれば、CEOの性差によって過小値付けの程度に差は観察されないはずである。

Mohan and Chen (2004) は、米国において1999年から2001年までにIPOを行った757社を対象に、IPO企業のCEOの性差、すなわち女性CEO（female-led IPOs）と男性CEO（male-led IPOs）という性差が初期収益率に影響を及ぼしているかどうかを実証的に分析している。具体的には、初期収益率を被説明変数とした回帰分析を行っている。ここでは、女性CEOダミーの係数は正であるものの、有意にゼロと異なっていないこと、女性CEOダミーとマーケット・コンディションを表すダミー変数との交差項についても同様に有意な結果は得られていないことが報告されている。これらの実証結果は、CEOの性差は初期収益率に影響を及ぼしていないこと、さらにはマーケットの状況（Cold Market）をコントロールしても結果が変わらないことを示唆している。これらの実証結果はまた、新規公開株式の公開価格がCEOの性差を考慮してプライシングされているわけではないことを示唆していると言えよう。

5. おわりに

本稿では、IPO研究（過小値付け：Underpricing）の文脈において、取締役会のジェンダーダイバーシティがどのように評価されているのかをサーベイした。具体的には、本稿では、IPOにおける定型化された事実として知られる過小値付けに関する先行研究を踏まえたうえで、IPO企業のCEOの性差に着目した研究をレビューした。その結果、以下の点が明らかとなった。

IPOにおける定型化された事実として知られている過小値付けに関する先行研究において、企業特性の1つとして、取締役会のジェンダーダイバーシティはこれまでほとんど注目を集めてこなかったという点である。本稿でレビューしたように、CEOの性差に着目した研究はあるものの、取締役会や監査役会レベルのジェンダーダイバーシティについてはこれまで分析の対象とはされてこなかったと言える。概して、IPOは世界各国で多くの研究者の関心を集めているイベントであり、IPOに関する膨大な理論・実証研究が行われているものの、IPO企業の企業特性の1つとして、取締役会のジェンダーダイバーシティに着目している研究は極めて少ないように思われる。

現在、IPOに際して女性取締役の登用が義務付けられつつあるが、その際に女性取締役が存在することの効果・役割については、ほとんど明らかにされていないように思われる。IPOの文脈において、取締役会における女性取締役の存在がどのような効果・役割を有しているかは実証上の課題であろう。

参考文献

- Adams, R. and D. Ferreira (2009), "Women in the Boardroom and Their Impact on Governance and Performance," *Journal of Financial Economics*, Vol.94, pp.291-309.
- Aggarwal, R. and P. Rivoli (1990), "Fads in the Initial Public Offering Market?," *Financial Management*, Vol.22, pp.45-57.
- Barry, C.B., C.L. Muscarella, J. W.Peavy III, and M.R. Vetsuypens (1990), "The Role of Venture Capital in the Creation of Public Companies:

- Evidence from the Going-Public Process," *Journal of Financial Economics*, Vol.27, pp.447-471.
- Beatty, R.P. (1989), "Auditor reputation and the pricing of initial public offerings," *Accounting Review*, Vol.64, pp.693-709.
- Beatty, R.P. and J.R.Ritter (1986), "Investment Banking, Reputation, and Underpricing of Initial Public Offerings," *Journal of Financial Economics*, Vol.15, pp.213-232.
- Carter, D.A., B. J. Simkins and W. G. Simpson (2003), "Corporate Governance, Board Diversity, and Firm Value," *Financial Review*, Vol.38, pp.33-53.
- Carter, R.B. and S.Manaster (1990), "Initial Public Offerings and Underwriter Reputation," *Journal of Finance*, Vol.45, pp.1045-1067.
- Chen, J., W. S. Leung, and M. Goergen (2017), "The Impact of Board Gender Composition on Dividend Payouts," *Journal of Corporate Finance*, Vol.43, pp.86-105.
- Hamao, Y., F.Packer, and J.R.Ritter(2000), "Institutional Affiliation and The Role of Venture Capital: Evidence from Initial Public Offerings in Japan," *Pacific-Basin Finance Journal*, Vol.8, pp.529-558.
- Helwege, J. and N.Liang (1996), "Is there a pecking order? Evidence from a panel of IPO firms," *Journal of Financial Economics*, Vol.40, pp.429-458.
- James, C. and P. Wier (1990), "Borrowing relationships, intermediation, and the cost of issuing public securities," *Journal of Financial Economics*, Vol.28, pp.149-171.
- Jenkinson, T. and A.Ljungqvist (2001), *Going Public: The Theory and Evidence on How Companies Raise Equity Finance second edition*, Oxford University Press: Oxford.
- Jensen, M.C. (1986), "Agency Costs of Free Cash Flow, Corporate Finance, and Takeovers," *American Economic Review*, Vol.76, No.2, pp.323-329.
- Loughran, T., J.R.Ritter and K.Rydqvist (1994), "Initial Public Offerings : International insights," *Pacific-Basin Finance Journal*, Vol.2, pp.165-199.
- Lowry, M. (2003), "Why does IPO volume fluctuate so much ?," *Journal of Financial Economics*, Vol.67, pp.3-40.
- Ljungqvist, A.P. (1996), "Can Firms Outwit the Market? Timing Ability and the Long-Run Performance of IPOs," *Empirical Issues in Raising Equity Capital*, in M.Levis (ed), North-Holland, pp.215-244.
- Ljungqvist, A.P. and W.Wilhelm (2003), "IPO Pricing in the Dot-com Bubble," *Journal of Finance*, Vol.58, pp.723-752.
- Mohan, N. J. and C. R.Chen (2004), "Are IPOs Priced Differently based Upon Gender," *The Journal of Behavioral Finance*, Vol.5, Issue.1, pp.57-65.
- Myers, S.C. and N.Majluf (1984), "Corporate financing and investment decisions when firms have information that investors do not have," *Journal of Financial Economics*, Vol.13, pp.187-221.
- Pagano, M., F.Panetta and L.Zingales (1998), "Why do companies go public ? An Empirical Analysis," *Journal of Finance*, Vol.53, pp.27-64.
- Prowse, S.D. (1998), "The Economics of the Private Equity Market," *Economic Review*, Third Quarter, Federal Reserve Bank of Dallas.
- Rock, K. (1986), "Why new issues are underpriced ?," *Journal of Financial Economics*, Vol.15, pp.187-212.
- Rydqvist, K. and K.Hogholm (1995), "Going public in the 1980s: Evidence from Sweden," *European Financial Management*, Vol.1, pp.287-315.
- Schubert, R., M. Brown, M. Gysler and H. W. Brachinger (1999), "Financial Decision-Making: Are Women Really More Risk-Averse?," *American Economic Review*, Vol.89, No.2, pp.381-385.
- Srinidhi, B., F. A. Gul and J. Tsui (2011), "Female Directors and Earnings Quality," *Contemporary Accounting Research*, Vol.28, No.5, pp.1610-1644.
- Srinidhi, B., Y.Sun, H.Zhang and S.Chen (2020), "How Do Female Directors Improve Board governance? A Mechanism Based on Norm Changes," *Journal of Contemporary Accounting and Economics*, Vol.16, pp.100-118.

- 海老原崇 (2012), 「トップマネジメントにおけるジェンダーダイバーシティと利益の質」, 辻正雄 (編), 『報告利益の管理と株式市場』, 早稲田大学産業経営研究所, pp.75-100.
- 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, pp. 25-42.
- 金子隆 (2019), 『IPOの経済分析: 過小値付けの謎を解く』, 東洋経済新報社.
- 忽那憲治 (1999), 「ベンチャー・ファイナンスと直接金融システム」, 国民金融公庫総合研究所編, 『ポストビッグバンの中小企業金融』, 中小企業リサーチセンター.
- 忽那憲治 (2004), 「新規株式公開における企業価値評価—ブックビルディング方式における公開価格決定プロセスと初期収益率—」, 『ビジネスインサイト』, pp.44-57.
- 福田充男・芹田敏夫 (1995), 「日本の新規株式公開市場に関する実証分析」, 『証券アナリストジャーナル』, 3月号, pp.13-24.
- 松本守 (2019a), 「わが国銀行業のコーポレート・ガバナンスが経営者業績予想の精度に及ぼす影響に関する実証分析—女性取締役・大学教員取締役・官公庁出身取締役はどのような役割を演じているのか—」, 『大銀協フォーラム研究助成論文集』, pp.1-23.
- 松本守 (2019b), 「日本企業の実証分析—女性取締役の登用は本当に企業パフォーマンスを引き上げるのか?—」, 『商経論集』, 第54巻, pp.69-82.
- 松本守 (2020), 「日本企業における女性取締役の導入効果に関する実証分析—女性取締役の導入は企業パフォーマンスの改善に寄与しているのか?—」, 『産業経理』, 第80巻, 第 2 号, pp.78-93.