

2017 年 1 月 1 日提出

平成 28 年度 卒業論文

IPO ほにやらら

サブタイトル

学籍番号 07-150041

東京大学経済学部経済学科

岡部 匡志

IPO ほにやら

目次

1 はじめに

本稿では、日本の新規株式公開¹⁾市場において、直近の数社のパフォーマンスがアンダープライシング²⁾にどのような影響を及ぼしているのかについて考察を行う。

2 IPO におけるアンダープライシング

2.1 アノマリーとしてのアンダープライシング

アンダープライシング自体は、国内外で一種の経済学的アノマリー³⁾として知られており、表??の通り、国内外でその存在が継続的に確認されている。

公開価格には企業のファンダメンタルズが適切に評価されており、初値は株式市場において効率的に形成されると想定するなら、このような現象が継続的に発生しているという事実は、アノマリーと言わざるを得ない。投資家にとっては、公開価格で株式を購入し、数週間後の上場後に株式を売却するだけで、高い収益率を得られることになり、実際に、IPO 時において、アンダーライター⁴⁾が実施する公募への抽選には個人投資家からの注文が殺到している状態である。

2.2 アンダープライシングの決定メカニズムについての仮説

前述した、IPO におけるアノマリー、ある種のマーケットの歪みは、研究者や投資家たちの強い関心を集めてきた。特に研究面の関心は、アンダープライシングを合理的に説明する決定メカニズムの解明に向けられており、数多くの仮説が提案されてきた。

¹⁾ Initial Public Offering。以下、「IPO」とする。

²⁾ 初期収益率とも、 $\{(\text{初値}) - (\text{公開価格})\} / (\text{公開価格})$ として示される。ここで、公開価格とは、「IPO 直前に希望する投資家に対して新規公開予定の株式を売却する際の価格 (岡村 2011[?])」である。また、本稿では初値として、マーケットで付けられた、取引初日における最初の価格を用いる。

³⁾ 例えば、辰巳・桂山 2005[?] に、ファイナンス分野で知られるアノマリーが詳しい。

⁴⁾ ここでは、株式の発行・売出しに際し、株式を売れ残った際に発行者や所有者から取得する者のことであり、日本国内においては、IPO を主導する主幹事証券会社を中心としたシンジケート団のことを指す。

表 1 世界各国における初期収益率の算術平均。Loughran et al.(1994, updated 2015) [?] より一部抜粋。

国名	サンプル数	期間	平均初期収益率 (100% からの乖離)
英国	4,932	1959-2012	16.0%
韓国	1,758	1980-2014	58.8%
シンガポール	609	1973-2013	25.8%
タイ	500	1987-2012	35.1%
台湾	1,620	1980-2013	38.1%
中国	2,512	1990-2013	118.4%
ドイツ	736	1978-2011	24.2%
日本	3,236	1970-2013	41.7%
フランス	697	1983-2010	10.5%
米国	12,702	1960-2012	16.9%

既存研究における仮説は、大きく 2 つに分類出来るだろう。すなわち、アノマリーの原因を情報の非対称性に求めるものと、各プレーヤーの限定合理性に求めるものである。

前者の仮説については、岡村 2011[?] によく整理されている。本稿では名前を挙げるに留めるが、「逆選択回避仮説（別名: Winner's Curse）」「エージェンシー仮説」「情報検事仮説」など、それぞれ、アンダーライターが公開価格を意図的に引き下げる誘引を持つことを説明しているものである。

また、アンダーライターではなく、投資家の側に、公開前需要の申告⁵⁾に際して、株式の市場価格の観察不能性によるリスクの存在から、公開価格を押し下げる誘引が存在することを説明した論文として、池田 2013[?] がある。

一方で、近年の行動経済学・行動ファイナンスの発展に伴い、プレーヤーの限定合理性を導入してアンダープライシングを説明しようとする研究が展開されている。その代表的なものとして、後の投資家は、それまでの他の投資家が行った購入意思決定を意思決定に反映させ、自らの都合に合わせて情報を無視、あるいは軽視し、先の投資家に追随する、情報カスケード効果⁶⁾が挙げられるだろう。

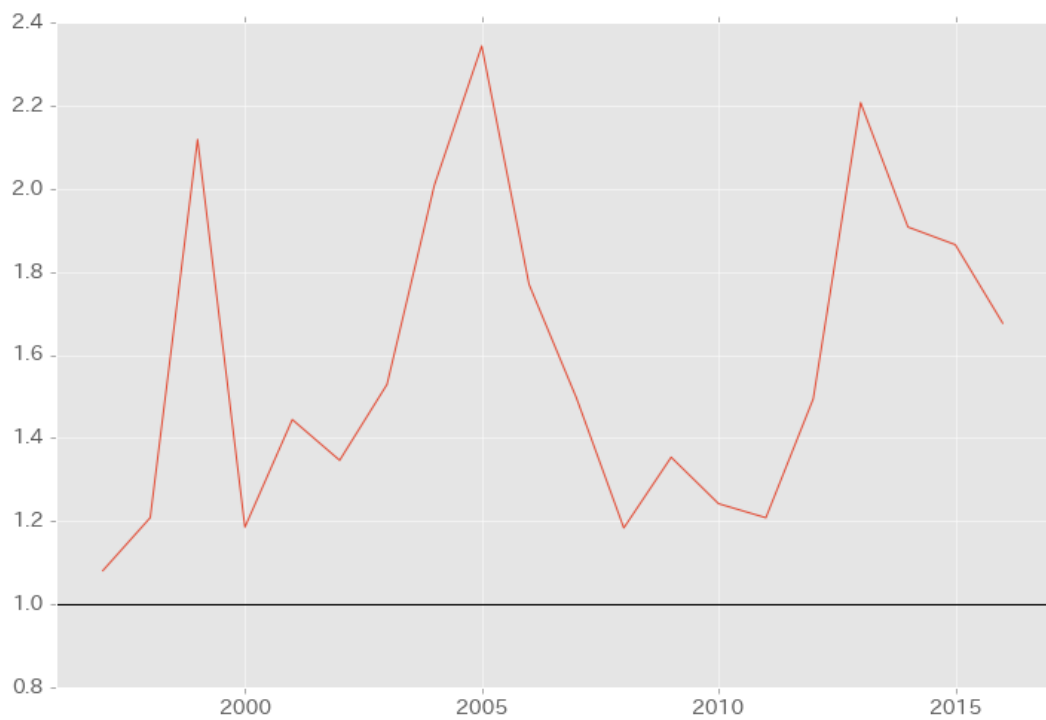
もちろん、現実的な解釈としては、「どの仮説が正しい／誤っている」という話ではなく、それぞれの仮説が折り重なった結果、しているものであるが、

本稿では、図??のように、アンダープライシングの程度が時期によって大きく異なっていることへの説明には不十分である。

⁵⁾ 後述する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の一部。

⁶⁾ Welch (1992)[?] がその端緒とされている。

図1 アンダープライシングの年度別平均値の推移 (1997～2017)



2.3 マーケット・センチメントを説明した先行研究の展望

3 リサーチ・デザイン

3.1 データ・ソース

3.2 データの特徴

3.3 モデルの構造と想定される結果

4 実証分析の結果

5 総括と今後の課題

参考文献

- [1] 岡村秀夫 (2011) 「IPO 研究の展開」, 『商学論究, 58(3):45-65』
- [2] 辰巳憲一・桂山靖代 「IPO リターン・リバーバル ―初取引日前後 IPO パフォーマンスのアノマリー分析―」, 『学習院大学 経済論集, 第 42 巻 第 3 号』
- [3] Loughram, T., Ritter, J. and Rydqvist, K. (1994) "Initial Public Offering: International Insights," Pacific-Basin Finance Journal 2, 165-199. (updated 2015)
- [4] 池田直史 (2013) 「IPO の株価観察不能性と正の初期収益率」, 『金融経済研究, 第 35 号 34-51』
- [5] Welch, I. (1992) "Sequential Sales, Learning, and Cascades," The Journal of FINANCE 47, 695-732.