

2014年度個人特別研究費A 研究成果概要

所属・職・氏名：商学部・教授・岡村 秀夫

研究課題：ティックデータを用いた新規公開株の価格形成に関する研究

研究期間：2014年4月1日～2015年3月31日

研究成果概要（日本文（全角）の場合は2,000字程度）

2014年度個人特別研究費Aを利用して行った研究は、主に以下の3点に整理できる。

- (1)市場環境・制度をふまえた初値形成に関する分析
- (2)新規公開株の長期パフォーマンスの計測
- (3)新規公開株の属性を考慮した短期・長期価格形成に関する分析

(1)市場環境・制度をふまえた初値形成に関する分析

市場価格の履歴が存在しないものに対して適切な価格を算定することは難しく、IPO市場においては公開価格と初値との間に大きな乖離が観察されてきた。公開価格で新規公開株を取得して上場直後に売却すれば、数日から数週間程度の短期間に十数%から数十%を超えるような収益率を平均的に獲得できる。国内外にわたり観察されるこのような事実は、IPOをめぐる一種のパズルとして幅広い関心を集めてきた。

新規公開株の価格形成に関しては、新規公開制度、新規公開企業の特性やその変化、金融市場の状況、投資家のセンチメントなど様々な要因で大きく変化することが知られている。日本においては、公開価格決定方式の変更、マザーズやナスダック・ジャパンをはじめとする新興市場の開設、2000年代後半以降の新興市場の統合・再編など、IPO市場を取り巻く環境・制度は過去四半世紀の間に度重なる変化を経験している。市場環境・制度の変化が与える影響を考察する上で、日本のIPO市場は優れた研究対象である。

ティックデータから得られる情報を用いた分析では、投資家の買い行動と売り行動の比較から、上半期のIPOにおいて、投資家が相対的に積極的な買い行動をとることが明らかとなっている。また、上半期の初期収益率が下半期に比べて高いことから、半年効果（上半期の収益率が津も半期に比べて高いという株式市場におけるアノマリー現象の一つ）が、新規公開株の価格形成に影響を与えていることが示唆された。

公開価格決定方式変更の影響については、類似会社比準方式から入札方式への変更に伴って初期収益率が大幅に低下したが、入札方式からブックビルディング方式への移行では初期収益率は大きく上昇していることが明らかになっている。なお、方式間の初期収益率の違いは、公開価格に反映される主な情報が機関投資家の評価であるか個人投資家の評価であるかの違い、主幹事証券会社の裁量幅の違い等に起因しているものと考えられる。

(2)新規公開株の長期パフォーマンスの計測

(1)で取り上げた初期収益率の水準は年によって大きな違いがある。仮に、市場環境や投資家行動の変化等の理由により初値が過熱した水準で形成されることがあっても、その後株式市場

で取引されていく中で、ファンダメンタルズを反映した水準に近づいていくものと考えられる。従って、上場後の株価長期パフォーマンスを検討することで、短期の価格形成についても有益な示唆が得られる。

長期パフォーマンスとして TOPIX をベンチマークに用いて計測した BHAR(Buy-and-Hold Abnormal Return)の結果から、入札方式が用いられていた期間については、ほぼ全ての年について TOPIX を下回るパフォーマンスであることが明らかになった。1997 年のブックビルディング方式の導入後については、1997 年と 1998 年に公開した銘柄は、半年後 (125 営業日後) から 3 年後 (750 営業日後) まで一貫して TOPIX を上回っていた。新興市場が出揃った 2000 年から 2003 年にかけては、おおむね良好なパフォーマンスを示していたが、2004 年から 2007 年については全般的に TOPIX を大幅に下回っていた。その後、2008 年、2010 年、2011 年については、比較的良好的なパフォーマンスであった。

(3)新規公開株の属性を考慮した短期・長期価格形成に関する分析

新規公開企業の規模を始めとした属性は初期収益率や長期パフォーマンスに影響を及ぼしている可能性があることから、市場と企業規模 (「公開価格×上場時株式数」) で分類したサブサンプル毎に初期収益率と長期パフォーマンス (BHAR) を計測・分析したところ、以下の知見が得られた。

まず、初期収益率に関して、入札方式期間 (ジャスダック) においては規模に関係なく一桁台の低い水準であった。ブックビルディング方式導入後に初期収益率は上昇しており、十数%から 100%を超える値を示している。全体の傾向としては大規模なほど初期収益率が低くなっており、供給制約が緩やかな場合は初値が過熱しにくいことを示唆するものと考えられる。また、同規模で市場横断的に比較した場合、おおむねマザーズが最も高く、次いでヘラクレス、ジャスダックの順であった。

長期パフォーマンスをみると、入札方式期間は全般的に低迷傾向を示していた。また、新興市場創設後 (2000 年以降) についても、大半の企業規模区分において TOPIX を下回っており、規模が大きくなるほど長期パフォーマンスは低迷する傾向が確認された。なお、ジャスダックとマザーズの最小規模区分に関しては、TOPIX を下回る場合でもマイナス一桁台が大半であり、規模の大きな区分と比較して、相対的に良好なパフォーマンスを示していることから、小規模な新規公開企業の一部が高い成長を果たしていることが窺える。

企業規模別にみた特徴を整理すると、ブックビルディング方式導入により小規模な企業の IPO が促進されたこと、また、これらの企業の長期パフォーマンスは相対的に良好であることが挙げられる。なお、規模の大きな企業については、長期パフォーマンスの低迷傾向が顕著であるという問題を指摘できる。

加えて、初期収益率の水準別に長期パフォーマンスを分析した結果から、過熱した水準での初値形成と長期パフォーマンス低迷の関係が示唆された。近年、行動経済学、行動ファイナンスの発展に伴い、投資家の限定合理性を導入して新規公開株の価格形成問題を説明しようとする研究が進展しており、これらの枠組みに沿って上記の結果を理解することが可能と考える。