

台湾 IPO 株のクロス・セクション分析

廖 美華（滋賀大学・院生）

日本、台湾、韓国などの株式市場においては、値幅制限が存在している。一方、アメリカ株式市場においては値幅制限が存在しない。値幅制限があるほうが良いか、無いほうが良いか、この問題を確かめるため、台湾株式市場のデータを用いて検証しよう。

1962 年台湾取引所が設立されて以来取引されるあらゆる株式に対し、値幅制限が適用されている。一方、株式市場のグローバル化に進むステップとして、台湾当局は値幅制限を外そうと考えている。その段階的政策として、2005 年 3 月 1 日から IPO 株に対して、最初の 5 日間（以下はイベント週という）について、上下 7% の値幅制限が解除されるという取引ルールに変更された。

周知のように、値幅制限の役割として、市場決済システムの安定化を図るために、投資家が市場情報を再評価し、投資戦略を再び考慮することができる、という冷却効果が期待される。こうして、ニュースイベントに激化する過剰反応を制止しようという趣旨である。しかし、値幅制限にタッチすることによって、市場のあらゆる情報を価格に完全に反映できなくなり、反映されない部分は翌日までに繰り越される。このように均衡価格まで調整するスピードを遅らせ、さらに値幅制限で反映できない部分を次の取引日の市場影響と混同させることになる。

情報が公表された後、時間をかけて株価が調整していくのは、セミストロング型の情報効率性仮説が成立していない証拠である。IPO 後の日次収益率の変化を観察すると、規制変更以前にはホット 이슈が存在し、規制変更以降には無くなる。そして、規制変更以前のイベント週において、制限価格にタッチする割合が極めて多い。第 2 週とその以降において、制限価格にタッチする割合が減少する。それに対し、規制変更以降のイベント週に、価格が激しく変動するが、IPO 後 6 日目以降において制限価格にタッチする割合がかなり多くなり、株価の影響が翌日に繰り越される傾向が強い。クロスセクション平均翌日収益率と平均日次変動率について IPO 後 1 日目が一番高い。その以降、二つの比率は共に次第に低くなるが、制限価格にタッチする割合は減少しない。

また、ウィーク型の効率市場仮説は、現在価格の動きから将来価格を予想できないとする。規制変更によって、系列相関が強くなるが、その有意性を観察するため、クロス・セクション回帰分析を行う。結果は、規制変更以前において、イベント週の超過収益率が高ければ、第 2 週の超過収益率も高いという超過収益率の予測力が存在していることを示す。規制変更以降において、第 2 週の超過収益率に対して予測力はなくなる。他の週を見ると、規制変更以前と以降には、有意になっている週数について、同様である。

規制変更以降、イベント週の株価変動が激しくても迅速に株価に関する情報を反映するならば、市場の効率性が上がる。しかし、その後、値幅制限の束縛によってその影響を完全に消化するまでの必要な期間が長く伸びる。それゆえに、IPO 後 5 日間だけに対する値幅制限の解除によって、市場効率性は悪化していると解釈できる。市場全体の安定性からみると、この IPO 企業に関する一時的な値幅制限解消は、非効率の問題を改善せずに、さらに、実際の市場にとって望ましくない結果を生み出す、という結論になる。