

インターネット掲示板は情報価値があるのかー新規公開の価格形成ー

神戸大学大学院経営学研究科後期博士課程 高橋陽二

ジャスダック、マザーズ、ヘラクレスにおける新規株式公開 (Initial Public Offering: IPO) を対象に、インターネット掲示板の情報が価格形成に与える影響を検討する。

日本では 1997 年 9 月より IPO の公開価格決定方式として、ブックビルディング方式が導入されている。ブックビルディング方式は、アンダーライターに価格決定や株式割当について裁量を与えていることが大きな特徴である。ブックビルディング方式をどのように解釈するのかという課題に対して、これまで広く受け入れられてきた、情報顕示理論がある (Benveniste and Spindt, 1989)。機関投資家のような情報優位な投資家から情報を集約し、適度なアンダープライシング (公開価格と初値の乖離) をレントとして提供しているというモデルである。しかしながら、情報顕示理論を用いるだけでは、IPO の価格形成の実態を十分に理解することはできない。近年、これまで明示的に扱われてこなかった個人投資家が価格形成に影響を与えていることを検討したモデルが提示され始めている (Derrien, 2005; Ljungqvist et al., 2006)。Cook et al. (2006) は、個人投資家の関心を喚起するためのプロモーション活動が価格形成に与える影響を検討しており、個人投資家の存在によって、発行企業とアンダーライターも利益を得ていることを明らかにしている。

日本では、IPO 株の約 8 割が個人投資家に対して割り当てられており、かつアメリカのブックビルディング方式と比べて、個人投資家の株式売買に大きく影響を与えうる市場環境の変化などの外的要因の影響を受けやすい傾向にある (忽那, 2008; Kutsuna et al., 2008 など参照)。そのため、個人投資家をプレイヤーとして検討することなく、IPO の価格付けの実態を解明することはできないだろう。本稿では、個人投資家のセンチメントを示す指標として、インターネット掲示板の情報を検討する (Antweiler and Frank, 2004; Das and Chen, 2007 など参照)。ニュース・ツー・ユーとボーダーズの調査によれば、個人投資家の 95% はインターネットを活用して情報収集を行い、そのうち 75% の投資家はネット証券会社や Yahoo! JAPAN などのポータルサイトを利用している。ポータルサイトのサービスのひとつであるインターネット掲示板は、個人投資家の株式売買に関する意見や関心の程度を知ることができる貴重な場である。ブックビルディング方式での価格決定プロセスと個人投資家の関心の大きさの関係性を検証し、IPO におけるインターネット掲示板の情報価値を検討する。インターネット掲示板は、日本を代表するポータルサイトである、Yahoo! JAPAN の掲示板情報を活用する。