

第1日午後 第4会場 自由論題報告要旨  
新規株式公開企業の初値形成プロセスと価格形成

高橋陽二 (岐阜聖徳学園大学)

2004年4月-2012年におけるジャスダック市場の新規株式公開 (Initial Public Offering、以下 IPO) 企業を対象に、初値形成プロセスとアンダープライシング (公開価格と公開後の初値の乖離) 及び IPO 後の株価パフォーマンスの関係について実証的に分析する。

IPO 研究における主要な論点として、(1) アンダープライシングが生じる、(2) IPO 後の株価パフォーマンスが低迷する、という2点があげられる (忽那, 2008 などを参照)。多くの先行研究では、2つの現象は個別に扱われてきた。上記の2点を統合的に検討するうえで、Miller (1977) の “Divergence of Opinion” (評価の分散) が意義深い視点を提供している。“Divergence of Opinion” を表す初値形成プロセスの指標として(1) オープニングスプレッド、(2) 取引成立までの時間、(3) フリップングレシオの3つを扱う。

Miller (1977) は、各投資家間に、企業価値に関する “Divergence of Opinion” が存在するならば、最も楽観的に評価している投資家から株式を購入することを予測している。そのため、アンダープライシングが発生する。その後、IPO 企業に関する追加情報が投資家にもたらされるにしたがって、“Divergence of Opinion” が小さくなり、投資家全体の平均的な評価に収斂していくことになる。

アメリカを分析対象とした代表的な先行研究として、Houge et al. (2001) がある。分析結果は、(1) オープニングスプレッドが広く、取引成立までの時間が長く、フリップングレシオが低い場合、アンダープライシングが大きくなり、(2) スプレッド、時間は同様の条件でフリップングレシオが大きい場合、株価パフォーマンスは低くなるという結果を示している。日本では、高橋(2009)が(1) 取引成立までの時間が長い場合、アンダープライシングは大きくなり、(2) 株価パフォーマンスは低下することが明らかにした。しかしながら、分析期間は2004年4月-2005年12月に限定されており、十分なデータを用いた分析ができていない。

本報告では、分析期間を2004年4月から2012年まで拡大したうえで、個人投資家が多いことから “Divergence of Opinion” が大きいと予測できる日本の IPO 市場を対象に再検証を行う。

#### 参考文献

Houge, T., Loughran, T., Suchanek, G. and Yan, X. (2001), “Divergence of Opinion, Uncertainty, and the Quality of Initial Public Offerings,” *Financial Management* 30, pp. 5-23.

Miller, E.M. (1977), “Risk, Uncertainty, and Divergence of Opinion,” *Journal of Finance* 32, pp. 1151-1168.

忽那憲治(2008)『IPO市場の価格形成』中央経済社。

高橋陽二(2009)「初値形成プロセスとアンダープライシング及び株価パフォーマンス—新規株式公開企業からの実証研究—」『日本ファイナンス学会第17回大会予稿集 (proceedings)』 pp. 205-214.