

新規公開時における価格形成と個人投資家への配分

高橋陽二（岐阜聖徳学園大学）

2006年8月-2013年のジャスダックにおける新規公開（IPO）企業161社を対象に、アンダープライシング（公開価格と初値の乖離）と個人投資家への配分の関係を検証したものである。サンプルは、日本証券業協会によって公表している「新規公開に際して行う株券の個人顧客への配分状況」が取得できる期間に依存している。なお、このようなIPO株式の配分状況がわかるデータは、世界的にも大変貴重なものである。

近年、いくつかの研究において個人投資家がIPOの価格形成に果たす役割について検討されている。Derrien [2005]とLjungqvist et al. [2006]は、Miller [1977]が指摘した“Divergence of Opinion”のモデルをもとに、個人投資家からアンダーライター、機関投資家と発行企業は利益を得ているというモデルを提示している。日本のIPO市場は、株式の約8割が個人投資家に対して割り当てられており（忽那，2008などを参照）、個人投資家がIPO市場の主要なプレーヤーである。さらに、日本のブックビルディング方式は、アメリカのそれと比べて、個人投資家の株式売買に大きく影響を与える可能性がある。

日本のIPO市場において、個人投資家の動向に焦点を当てた研究は必ずしも多くない（岡村，2013などを参照）。個人投資家のセンチメントを扱った研究として、高橋[2009]、高橋・山田 [2011]などがある。投資家センチメントを表す指標として、高橋 [2009]はインターネット掲示板の情報を、高橋・山田[2011]は入札方式下の応札倍率を用いたうえで分析を行っている。また、高橋[2014]は、“Divergence of Opinion”を表す指標をいくつか取り上げ、IPO初日の取引成立までの時間が大きな影響を及ぼしていることを明らかにしている。さらに、高橋[2012]では、不況期において、情報にアクセスしやすい東京都所在のIPO企業であれば安心感から人気化する傾向があることが確認され、個人投資家ほどローカルバイアスを受けやすいという先行研究と整合的な結果を示している。

これらの研究は、個人投資家の多い日本のIPO市場を考慮した研究であるものの、実際に個人投資家に対してIPO株がどの程度配分されているのかという観点は検討されていない。上記の「新規公開に際して行う株券の個人顧客への配分状況」では、①機関投資家と個人投資家の配分状況、②個人投資家のうち「規制に基づく抽選（同一確率で行う抽選）」とそれ以外の抽選、抽選によらない配分状況、③単元別配分状況の3つが確認できる。

本大会では、上記の関係を検証した結果を報告する。

*本稿の作成において、科学研究費補助金（若手研究(B)、課題番号 24730279）から支援を受けている。記して感謝したい。