

IP0 時のオーバープライシングが長期株価パフォーマンスに与える影響について

久留飛 精敏（ドリームベッド株式会社・県立広島大学大学院修了生）
高橋 陽二（県立広島大学大学院経営管理研究科）

本研究は、IP0 におけるオーバープライシング（以下、OP という）現象が、長期株価パフォーマンスに与える影響について考察するものである。これまでの IP0 に関する先行研究は、アンダープライシング（以下、UP という）の発生メカニズムに主眼が置かれている一方で、OP 企業が IP0 後にどのような株価推移を辿るのかという長期的な視点での実証分析は十分に蓄積されていない。そこで本研究は、OP の発生が長期的な株価低迷を引き起こす構造的要因であることを明らかにする。

まず、仮説の設定と分析方法について述べる。Allen and Faulhaber (1989) らのシグナリング仮説では、優良企業が情報の非対称性を解消するために、あえて UP によりコストを負担して品質をシグナルすると説明している。本研究では、OP 企業の長期株価パフォーマンスが低迷する理由として、このシグナリング仮説を理論的背景として援用する。つまり、成長力のある質の高い UP 企業は将来的に株価が上昇するが、OP 企業は本質的な成長力が低いいため株価が低迷し続ける。そこで仮説として「OP 企業は UP 企業よりも長期的な株価パフォーマンスにおいて、公開価格に対する戻り幅が小さい。」と設定した。分析にあたっては、2017 年から 2021 年の間に東京証券取引所に新規上場した 478 社を対象とした。また、IP0 時に UP か OP か、上場 3 年後の平均株価パフォーマンスが公開価格を上回ったか下回ったかの組み合わせにより、4 つの企業群に類型化した。その上で、コロナ禍における外的要因や企業属性等をダミー変数として統制し、各企業群における株価の公開価格に対する戻り幅の差異について、統計的検証を行った。

次に、その検証結果として、IP0 後に株価パフォーマンスの回復局面にあった OP と UP の企業同士を比較すると、企業属性（利益、ROE、社歴等）に大きな差異が見られないにもかかわらず、OP 企業の株価パフォーマンスの公開価格に対する戻り幅は、UP 企業の 1/2 に留まった。したがって仮説は支持された。Ritter (1991) らの先行研究が指摘するとおり、IP0 企業の株価パフォーマンスは長期に低下するとしても、OP と UP の企業間では顕著な格差が見られた。

最後に、本研究は、Spiess and Pettway (1997) らの米国での実証研究においては支持されなかったシグナリング効果が、日本市場においては OP というネガティブ・シグナルを通じて機能していることを実証した。また、OP になるとその後の長期株価パフォーマンスに対して深刻な影響を与え続けることを明らかにした。このように IP0 時の適正な価格形成においては、より中長期的な視点での慎重な判断が求められることを実務的に示唆するものである。