

## 取引方法とアンダープライシング

一橋大学 小西大  
一橋大学大学院 鈴木健嗣  
日本銀行 乗政喜彦

### < 報告要旨 >

新規株式公開 (IPO) の際、公開価格が初値を下回るというアンダープライス現象が世界的に確認されている。アンダープライスは、初値で資金調達できたところをより低い公開価格で資金調達してしまうという意味で、IPO 企業にとっての機会損失といえる。

こうしたアンダープライスに対し、さまざまな研究がなされてきた。既存研究のほとんどは、IPO 企業や主幹事証券会社が公開価格を過小に設定する必要があるという点に注目して議論を進めている。これに対し、本稿は公開価格の過小設定のみならず、初値の設定の違いに焦点を当てている。

日本の JASDAQ 市場では、マーケットメイク (MM) 方式とダッチ (DC) 方式の 2 種類の初値決定方法が並存している。これらの初値決定方式は、それぞれ異なる手順や主体により IPO 時の初値形成が行われる。こうした 2 つの初値決定方式が並存する市場は世界的に見てまれであり、初値の設定の違いが初期収益率に与える影響を検証する上で適切な市場といえる。本稿は、初値決定方式の違いがアンダープライスに与える影響を検証するため、MM 方式が利用可能となった 1999 年から 2002 年までに JASDAQ 市場に公開した 335 社を用いて分析している。

主な結果は、以下のとおりである。(1) アンダープライスの程度は MM 方式の方が低い。(2) アンダープライシングの標準偏差は MM 方式の方が小さい。(3) 初値決定方式の違いは長期パフォーマンスに影響を与えていない。こうした結果は、投資家に対し不安定な初期収益率をもたらす初値決定方式 (DC 方式) は、投資家にある程度のアンダープライスを提供するために、過小に公開価格を設定する必要があるという考えと一致している。

### < 討論者からのコメント >

関西学院大学 岡村秀夫

本報告の背景として、新規公開市場において継続的に観察される高い初期収益率の問題、ならびに新規市場向け市場における低い流動性という 2 つの問題を指摘することができる。

本報告では、特に JASDAQ 市場における売買方式の併存、すなわちオークション方式とマーケットメイク方式という 2 つの方式のいずれかによって取引されているという点に着目している。

初期収益率の問題において重要となる初値形成方法は、オークション方式銘柄ではダッ

チ方式と呼ばれる板寄せで決定され、マーケットメイク方式ではマーケットメーカー同士の Quote の競争によって決定されることになっている。従って、初値形成に關与するのは、ダッチ方式では投資家のみであるのに対して、マーケットメイク方式ではマーケットメーカーのみである。そこで、初値形成に關与する者の違いによって生じる情報格差が、価格形成過程に影響を与える可能性に注目した点が、本報告における最も獨創性の高い部分であると考えられる。その上で、初値形成方法と過小値付けの關係を解明し、新規公開市場における政策的含意を示した点が、本報告の大きな貢獻である。

ただし、本報告には、公開後の流動性に関して、ロックアップ採用銘柄についての検討が行われていない点、期間が公開後 30 日まで限定されている点、またアブノーマル長期パフォーマンス計測において比較対象となる企業の選定等が不十分な点、などの問題が見受けられる。しかし、このような問題は本報告の獨創性ならびに貢獻を大きく損なうものではなく、若干の改善を行うことによって、当該研究領域における主要な研究となることが期待される。

#### < 討論者のコメントに対するリプライ >

大変丁寧なコメントに対し、感謝申し上げます。

ロックアップ契約は主幹事証券会社と企業内部者間で結ばれ、企業内部者は公開後 6 ヶ月間取引を行うことが禁止されます。したがって、こうした契約を結んでいる企業と結んでいない企業間で流動性に違いが生じる可能性があると考えられます。ロックアップ契約を結んでいる銘柄につきましてはロックアップダミーを用いる、もしくはサンプルを外して検証をさせていただきたいと思います。

IPO 企業の流動性の検証では、本稿は公開後 5 取引日を除いた 25 取引日を対象にしました。これは、初期収益率が流動性に与える影響を検証した Pham et al.(2003)の研究に倣ったものであります。Reese(1998)は公開後 150 週間にわたって初期収益率がプラスの企業がマイナスの企業より流動性が高いことを示しております。したがって、本稿も流動性の計測期間を延ばして検証をさせていただきたいと考えています。

長期超過収益率の計測におきまして、ベンチマークとしてポートフォリオを用いた場合、統計量に負のバイアスが生じることが確認されています (Barber and Lyon, 1996)。したがって、本稿はベンチマークとしてシングルマッチを選択しました。

Barber, B. and J. Lyon, (1996), "Detecting abnormal operating performance: The empirical power and specification of test-statistics," *Journal of Financial Economics* 41, pp.359-399.

Pham, P., P. Kalev, and A. Steen, (2003), "Underpricing, stock allocation, ownership structure and post-listing liquidity of newly listed firms," *Journal of Banking and Finance* 27, pp.919-947.

Reese, W. (1998), "IPO underpricing, trading volume, and investor interest," Tulane University Working Paper.