

新規株式公開市場における Wave とアンダー・プライシングの決定要因

跡見学園女子大 比佐 優子

一橋大学 比佐 章一

アンダー・プライシングは、IPOの発行価格が、流通市場での初値を下回る現象であり、世界各国で観測されている。アンダー・プライシングが起こる要因として、情報の非対称性や、法的要因、税制、価格安定化などの制度的要因、また情報の連鎖行動(Information Cascade)や投資家のセンチメント、またProspect Theory や Mental Accountingなどの心理的要因などが指摘されている。

また新規上場(IPO)には、循環的な動きが見られることが知られている。Yung et al. (2007) は、このIPOの変動が、投資家と株式公開企業との間の情報の非対称によって引き起こされること、またこれにより、IPOの増加が、質の悪い企業の上場を促すことで、結果として、アンダー・プライシングが起こるとしている。このことは、情報の非対称性が大きいほど、IPOの循環的な現象を大きくすることを明らかにしているといえる。

また情報の非対称性の解消に対しては、銀行やベンチャー・キャピタル(VC)などが、その役割の一端を担っていると考えられてきた。例えば、VCは将来性の高い企業に投資することで最終的にIPOを実現することがおもな役割であり、そのために投資先企業に対して経営監視と経営支援を行っている。実際、Kaplan and Strömberg (2001)、Baum and Silverman(2004)、Gompers and Lerner (2004)などは、銀行やVCなどが、情報の非対称性を緩和しているとしている。本論文では、新規上場(IPO)におけるアンダー・プライシングと、循環的要因の決定要因について分析をいった。IPOの件数が多いときほど、アンダー・プライシングが多い事が、日本のIPO市場でもいえることが明らかとなった。このことは、IPOの変動が、投資家と株式公開企業との間の情報の非対称によって引き起こされることを示唆する結果といえる。

今回、IPO時点における株価のアンダー・プライシングおよびオーバー・プライシングについて、2001年から2003年の、日本のIPOについて検証をおこなった。その結果、VCが投資をした企業は、そうでない企業よりもアンダー・プライシングが大きいことがわかった。またオーバー・プライシングを考慮した場合でも同様で、VCが投資をしている企業のほうが、公示価格と初値の間の乖離が大きいことが明らかとなった。また産業の成長などファンダメンタルズ要因を考慮した場合でも同様の結果が見られた。まず産業のGDPや投資の成長率が高いと、初値の株価上昇率が高くなることがわかった。すなわち企業の直面する産業の成長率が高いため、株価が上昇したためと思われる。

またこうした要因をコントロールしても、VCの持株比率が高いほど、アンダー・プライシングやオーバー・プライシングが起こりやすいことがわかった。これはVCが、情報の非対称性を解消することで、アンダー・プライシングを解消する役割を果たしていないことを示唆しているといえよう。また社長持株比率が高いほど、アンダー・プライシングに影響を与えていること、また銀行の持株比率は、アンダー・プライシングと関連していないことがわかった。