

## IPO 前後の需要構造の変化：株価観察不能性に着目して

慶應義塾大学大学院生 池田 直史

新規株式公開（IPO）において、平均的に正の初期収益率が世界中で観察されている。この現象に対して、従来は、公開価格が意図的に低く設定されているという見方が一般的になされてきた。その中で今日最も支持されているものは、投資家間の保有情報の優劣を前提する仮説である。

しかし、投資家間の保有情報の優劣を前提する仮説に反する事実が示されている。日本に導入されている部分入札方式では、情報優位と考えられる企業内部者が入札に参加できず、また、たとえ情報優位の投資家に参加できたとしても、IPO 株の割当て株数に厳しい制限があるため、投資家間の保有情報の優劣は重要とならない。それにもかかわらず、正の初期収益率が観察されている。このことから、情報優位の投資家の存在を前提とせずに、正の初期収益率が生み出されるメカニズムを示す必要があると考えられる。

そこで、本稿では、情報優位の投資家の存在を仮定せずに、従来とは異なる視点から、初期収益率が正となることを理論的に示すことを目的とする。

IPO の場合、公開前の段階では、当然のことながら株価を観察することができない。このため、投資家は株価から得られる情報を利用して、将来の株価を予測することができない。一方、公開後では、株価を観察することで情報を得ることができ、この情報を利用して、将来の株価を予測することができる。したがって、公開前の段階では、株価からの情報が利用できないために、公開後に比して将来の株価の予測が不正確となり、この意味で投資家にとってリスクが大きいと考えられる。本稿では、このリスクに着目して、Grundy and McNichols (1989)のモデルを IPO に応用する。

本稿で提示するモデルでは、公開前の段階では、各投資家は自身の情報のみに基づいて IPO 株に対する需要を形成する。そして、公開直後に株価が観察可能になれば、追加的に株価からの情報を得て需要を形成する。このような想定では、公開前の段階において、投資家は、株価が観察できないことに由来するリスクに対してプレミアムを求めることになる。そして、公開直後において、そのリスクが解消されるために、公開前後で需要構造の変化が起こる。これによって、たとえ公開前において需給均衡水準に公開価格を設定していたとしても、平均的に正の初期収益率が生じることが示される。

この分析から、IPO における正の初期収益率の一部は、株価を観察できないことに由来するリスクによってもたらされている可能性が示唆される。