

投資家のセンチメントとIPOアンダープライシング

船岡 健太

一、はじめに

新規株式公開 (Initial Public Offering: IPO) にあたって主幹事証券会社は、公開企業の企業価値を評価し、価格算定能力が高いとされる機関投資家の評価や公開時の市場環境等を考慮しながら公開価格を決定する。しかし、公開価格の決定から一〇日後に到来する新規株式公開日 (売買開始日) において市場で決定される初値は、公開価格を上回ることが多い。この状況は、新規公開企業

にとつては、市場価格からアンダープライスされた公開価格で資金調達を実施していることになる。

この公開価格と初値が乖離する問題は、以前より議論されているものの、二〇〇八年に日本証券業協会が設置した「新興市場のあり方を考える委員会」の報告書 (本年五月公表) の中でも指摘されるなど、現在においても解決をみていない。本稿では、研究の蓄積が進んでいないIPO市場における投資家のセンチメントに焦点を当て、公開価格を設定する際にセンチメントを考慮すること

によりアンダープライシングの水準を低減させることができないかについて検討する。⁽¹⁾

二、公開価格の決定プロセス

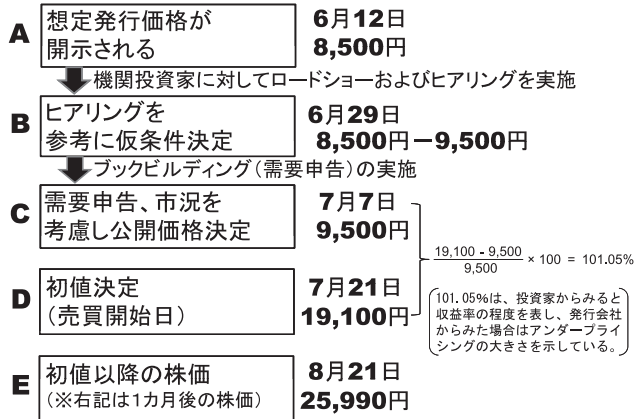
現行の価格決定方式であるブックビルディング方式における公開価格の決定プロセスを簡単に説明しておこう。図表1には、ブックビルディング方式のプロセスに加えて、二〇〇九年七月にマザーズ（東京証券取引所）において新規公開を行ったクックパッド社の各局面の株価を事例として示している。

図表1に示すとおり、公開価格は、A（想定発行価格）→B（仮条件）→C（公開価格）というプロセスを経て決定される。まず、出発点となる主幹事証券会社が算出するA（想定発行価格）は、最初の有価証券届出書において開示される価

格である。次に、主に機関投資家を対象に、公開会社による自社の事業内容等を説明するロードショーが開催される。このロードショーで公開企業に関して説明を受けた機関投資家等に対して主幹事証券会社はヒアリングを行う。ヒアリングにより採取される機関投資家の公開会社に対する評価は、主幹事証券会社が仮条件の設定を行う際に参考にされる。クックパッド社のケースでは八、五〇〇円から九、五〇〇円と決められたように仮条件は価格帯で設定される。証券会社は、この仮条件の範囲内で投資家からの需要申告を受け付ける。需要申告の受け付け終了後、申告が最も多かった価格や市況等を考慮し、最終的なC（公開価格）の決定が主幹事証券会社により行われる。

図表1に記しているD（初値）は、売買開始日における株価である。クックパッド社の初値は一九、一〇〇円であり公開価格の九、五〇〇円とは

図表 1 ブックビルディング方式における公開価格の形成プロセス
(クックパッド社の事例)



(注) クックパッド社においては、売買開始日である7月17日には売買が成立せず、翌営業日となる7月21日に初めて売買が成立している。

(出所) 株式会社クックパッド新株式発行並びに株式売出届出目論見書などより作成。

二倍の開きがある。⁽²⁾ 公開価格で割当を受けた投資家が初値で売却した場合の収益率は、初期収益率と呼ばれ、クックパッド社のケースにおけるその数値は、 $(19,100 - 9,500) \div 9,500 \times 100 = 101.05\%$ となる。

この101.05%を発行会社であるクックパッド社からみると、公開価格が初値に比してどれくらい過小に値付けられたのかを示す数値となる。新規公開企業がIPO時に獲得する調達金額は、公開価格に公募株式数を掛け合わせたものから引受証券会社に支払う引受手数料を差し引いた金額である。

公開価格が過小にプライシングされると調達金額は減少するので、IPO企業にとってはアンダープライシングの程度は小さいほうが望ましい。センチメントを取り込むことにより、アンダープライシングの低減を実現することができな

いかについては次節以降で考察を行う。

三、IPO市場のセンチメント

「投資家は今後の市場環境について楽観的（悲観的）な見方を示している」というような楽観的であるとか悲観的であるといった投資家のセンチメントの大きさを測定することは難しい。IPO時のアンダープライシングを扱う研究では、投資家のセンチメントを考慮する場合、市場全体のインデックスを採り入れていることが多い。

しかし、近年の研究においては、市場全体のインデックスではIPO市場のセンチメントを捉えることができないのではないかという問題提起がなされている。⁽³⁾このような問題提起が行われているものの、IPO市場のセンチメントの測定に関しては、これまでに決定的な成果を得ていな

い。

どのような方法で算出すれば、IPO市場のセンチメントを適切に表すことができるのであろうか。以下では、IPO市場の投資家のセンチメント（IPOセンチメント指数）は、ある企業が上場する直前において既に上場したIPO企業の初期収益率と上場後のパフォーマンスによって決定づけられるという考えのもとに論を進める。まず、(1)において初期収益率と上場後のパフォーマンスがセンチメントの形成におよぼす影響について整理を行い、次に(2)でIPOセンチメント指数の算出方法を定義し、(3)では数値例を用いてIPOセンチメント指数の算出方法を示す。

(1) IPO市場におけるセンチメントの形成

投資家が新規公開株式を取得できる最初の機会
は、ブックビルディング（需要申告）に参加する

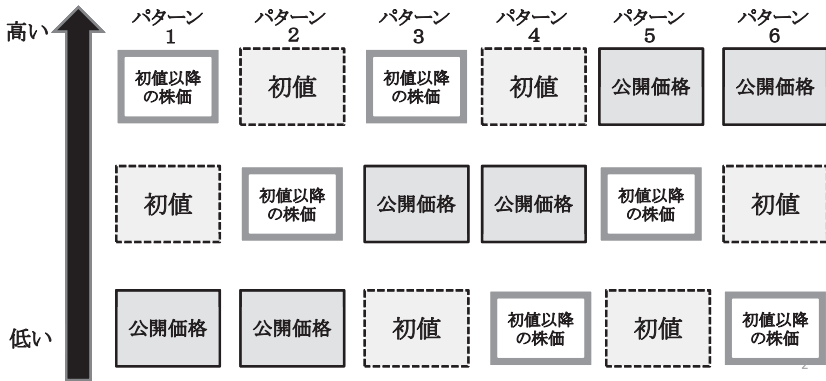
ことによる公開価格での取得である。しかし、需要申告を行ったとしても、確実に新規公開株式を入手できるとは限らない。公開株式数に対する応募株式数が数十倍にもおよぶような注目度の高い新規公開株式を入手することは、特に困難である。

新規公開株式を需要申告の次に入手できる機会は上場日（売買開始日）における市場での購入である。人気の高い IPO では、公開株式を入手することができなかった投資家を多く生み出し、これらの投資家の一部が上場日以降における市場での買い付けに向かうことが予想される。売買開始日以降において買い付けが集中する状況は、上場日以降の株価に対してはプラスの影響をもたらすであろう。このプラスの影響により株価の上昇が実現した場合、公開価格で取得した投資家だけではなく、初値で購入した投資家についても短期間

のうちに利益を確定することが可能となる。このような好パフォーマンスの IPO が連続して出現した場合には、次に続く IPO 投資への楽観を引き起こし、プラスのセンチメントが生み出されることが予想される。⁽⁴⁾ 逆に、パフォーマンスの良くない IPO 企業が連続すると、センチメントは低下し、ブックビルディングへの不参加、初値での投資を控えるといった行動がなされることが予想される。

どのような場合にセンチメントがプラス、あるいはマイナスとなるのかについて、図表 2 を用いて整理してみよう。先に述べたように、新規公開株式を取得することができる最初の機会である公開価格での取得が実現した投資家、および次の取得の機会となる初値で取得した投資家が、獲得する利益の大きさによりセンチメントが形成されると、公開価格と初値の乖離（初期収益率）

図表2 公開価格、初値、および初値以降の株価の高低に関するパターン



(出所) 船岡・増田・忽那(2009)。

とともに、初値以降のパフォーマンスに注目することになる。

「公開価格」、「初値」および、「初値以降の株価」の三つの株価の高低を比較する場合、図表2に示す六パターンの組み合わせが考えられる。これらの六パターンのうち、公開価格で取得した投資家が利益を獲得できる機会が存在するのは、パターン1から4までである。この四パターンのうち、パターン1、2、および4については初値が公開価格より高い。パターン1については、図表1に示したクックパッド社のように、初値が公開価格よりも高いことに加えて、初値以降の株価が、初値以上の水準で推移しているケースである。このケースでは、公開価格、あるいは初値のどちらで取得しても利益を確保することができ、センチメントはプラスの方向に形成されるであろう。パターン2、および4に関しては、公開価格

では利益を獲得できるものの、初値以降の株価が初値を下回っている状態にあり、初値買いでは損失が発生する。このパターン2と4のセンチメントに関しては、公開価格での取得を試みる投資家に対してはプラス、初値買いをしようとする投資家にはマイナスの影響をおよぼすと思われる。

逆に、パターン5では、初値で投資を行った場合には利益を確保することが可能であるが、公開価格で取得した投資家には利益を獲得する機会が存在しない。この場合においては、公開株式に対するセンチメントは慎重になり、初値に対するセンチメントは高くなる方向に向かうであろう。

このように公開価格での取得と初値買いに対する影響の符号が異なる場合は、両者のバランスにより、センチメントにプラスの影響を与えるのか、あるいは、センチメントを冷やすことになるのかが決定的な点と考える。

(2) IPOセンチメント指数の測定

公開価格で取得する投資家もいれば、初値以降の株価で購入する投資家もいる状況においては、両者のセンチメントを考慮すると、より精緻にセンチメントを表すことができると思われる。公開価格に対するセンチメント（初期収益率）と初値に対するセンチメント（上場後のパフォーマンス）を足し合わせて算出するセンチメントの計算式を具体的に示しておこう。

個々のセンチメントを合算したものがIPOセンチメント指数となるが、どの範囲を対象にセンチメントを足し合わせるのかについては、IPOを行ったタイミングにより識別することになる。

センチメントの計算式を定義するに際し、この上場日のタイミングの識別が可能となるように、IPOを行った企業を上場日にもとづき、過去から時系列に並べ、 k 番目に株式公開を行った企業を

図表3 センチメントの算出方法

$$\begin{aligned} \text{センチメント}_k &= \text{初期収益率}_k + \text{上場後のパフォーマンス}_k \\ \left[\begin{array}{c} \text{企業}_k \text{の} \\ \text{センチメント} \end{array} \right] & \left[\begin{array}{c} \text{企業}_k \text{の公開価格、初値、および初値以降の株価を用いて下記の} \\ \text{ように算出} \end{array} \right] \\ &= \frac{\text{初値}_k - \text{公開価格}_k}{\text{公開価格}_k} + \frac{\text{初値以降の株価}_k - \text{初値}_k}{\text{初値}_k} \quad (1) \end{aligned}$$

※初値以降の株価は、IPOセンチメント指数(図表4を参照)の算出対象企業の上場日(売買開始日)の直前日における株価を抽出

(出所) 筆者作成。

企業 k とする。この企業 k のセンチメントを「センチメント k 」と表し、図表3の(1)式のように定義する。企業 k の初期収益率と上場後のパフォーマンスを合算したものが、「センチメント k 」(企業 k のセンチメント)となる。

次に、企業 k のIPOセンチメント指数の定義を行う。企業 k の直前にIPOを行った企業の初期収益率と上場後のパフォーマンスが企業 k への投資に影響をおよぼすと考える。直前の期間の範囲として、どこまでさかのぼるのかについては、先行研究に従って、三カ月前までとする⁽⁵⁾。ここでは、企業 k の上場日の三カ月前から上場日の前日までの期間のうち、 $k-h$ 番目にIPOを行った企業が、もつとも過去にIPOを行った企業とする。ここで、企業 k のIPOセンチメント指数を

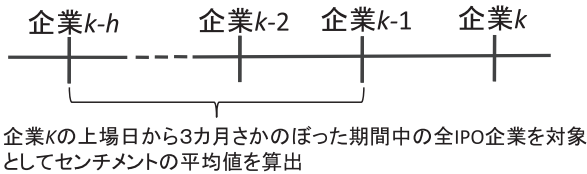
図表4の(2)式のように定義する。

図表4の(2)式では、企業 k の直前のIPOであ

図表 4 IPOセンチメント指数の算出方法

$$\text{IPOセンチメント指数}_k = \frac{\text{企業}_{k-1}\text{のセンチメント} + \text{企業}_{k-2}\text{のセンチメント} + \dots + \text{企業}_{k-h}\text{のセンチメント}}{\text{企業}_k\text{の上場日の3カ月前から上場日の前日までの期間のIPO企業数}} \quad (2)$$

企業_kのIPO
センチメント指数



※企業_{k-h}は、企業_kの上場日から3カ月さかのぼった期間の中で最も過去にIPOを行った企業となる。IPOを行う企業数には変動があるため、企業_{k-1}から企業_{k-h}までの企業数は、企業_kの上場する時期によって異なる

(出所) 筆者作成。

る企業_{k-1}のセンチメントから企業_{k-h}のセンチメントを足し合わせ、このセンチメントの和を企業_{k-1}から企業_{k-h}までの企業数で割った値が企業_kのIPOセンチメント指数となることを示している。つまり、企業_{k-1}から企業_{k-h}のセンチメントの平均値が、企業_kのIPOセンチメント指数となる。IPOを行う企業数には変動があるので、企業_{k-1}から企業_{k-h}までの企業数は、企業_kの上場する時期によって異なる。次の(3)では、数値例を用いて、具体的にIPOセンチメント指数を算出してみよう。

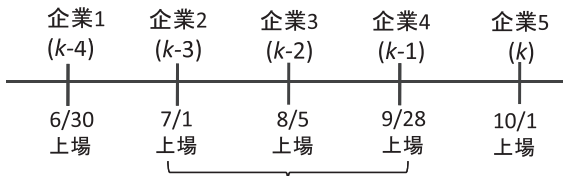
(3) IPOセンチメント指数の計算例

図表5では、数値例を用いて、具体的なIPOセンチメント指数の算出方法を示している。六月三〇日から一〇月一日までの間に企業1から企業5がIPOを行うという設定のもと、企業5のI

図表5 IPOセンチメント指数の計算例

A	B	C	D	E	F	G	H	I
企業名	上場日	企業5をkとする場合	公開価格	初値	9月30日の株価	初期収益率 =(E-D)/D	上場後のパフォーマンス =(F-E)/E	センチメントの計算 =G+H
企業1	6月30日	k-4	600	900	810	0.5	-0.1	0.4
企業2	7月1日	k-3	500	600	660	0.2	0.1	0.3
企業3	8月5日	k-2	800	800	680	0	-0.15	-0.15
企業4	9月28日	k-1	200	300	285	0.5	-0.05	0.45
企業5	10月1日	k	700					

$$\text{企業5のIPOセンチメント指数} = \frac{0.45(\text{企業4のセンチメント}) - 0.15(\text{企業3のセンチメント}) + 0.3(\text{企業2のセンチメント})}{3(\text{センチメントを加算する企業数})} = 0.2$$



企業5(10/1上場)の上場日前3カ月間(7/1～9/30)にIPOを行った企業のセンチメントの平均値を算出
(出所) 筆者作成。

POセンチメント指数を算出するプロセスを以下に記す。まず、企業5のIPOセンチメント指数を算出する場合、企業5の直前のIPOである企業4からの企業までのセンチメントを加算するのかについて確認する。

前で定義したようにIPOセンチメント指数を算出する企業の上場日前三カ月のIPO企業が加算対象となるので、一〇月一日が上場日である企業5のIPOセンチメント指数を算出する場合、七月一日から九月三〇日までにIPOを行った企業のセンチメントが加算対象となる。七月一日以前の六月三〇日上場の企業1は対象とならず、企業2から企業4の三つの企業のセンチメントの平均値を求めることになる。図表4の(2)式に対応させ、各企業をkで表現すると、IPOセンチメント指数を算出する企業5がkであり、k-1が企業4、k-2が企業3、k-3が企業2となる。

企業5のIPOセンチメント指数を算出する際に用いる企業4、3、および2のセンチメントについては、図表5中の表のI列において各企業の初期収益率（G列）と上場後のパフォーマンス（H列）を足し合わせることで求められている。三つの企業のセンチメントは、それぞれ〇・四五（企業4）、マイナス〇・一五（企業3）、〇・三（企業2）であり、この三つのセンチメントを合計し三で割ると〇・二となり、この〇・二が企業5のIPOセンチメント指数となる。このようにして求めるIPOセンチメント指数が、アンダープライシングの水準を説明することができるのかについては次節以降でみていこう。

四、IPOセンチメント指数が アンダープライシングにおよ ぼす影響

前節までにおいて定義したIPOセンチメント指数がアンダープライシングにおよぼす影響について検証を行うサンプルは、一九九八年二月三日に日本証券業協会に登録（現在のジャスダック市場に上場）した新興通信建設（現在は和興エンジニアリング）から二〇〇八年二月一九日にジャスダック市場に上場したペーパーボーイアンドコーまでの一年間にIPOを行った全企業一五〇一社を対象としている。上場する日の直前期間において上場したすべての企業の初期収益率と上場後のパフォーマンスが投資家心理に影響を与えるであろうという理由により、ジャスダック市場

図表6 IPO企業数の推移（1998-2008年）

	1998年	1999年	2000年	2001年	2002年	2003年	2004年	2005年	2006年	2007年	2008年	市場別計
東証一部、二部	14	8	25	16	20	17	22	18	29	13	7	189
大証一部、二部	7	12	12	3	3	3	3	1	3	0	0	47
名証一部、二部	1	5	4	0	1	0	0	0	1	1	0	13
その他取引所	2	5	2	0	0	0	0	0	0	1	0	10
小 計	24	30	43	19	24	20	25	19	33	15	7	259
ジャスダック	62	73	97	97	68	62	71	65	56	46	18	715
NEO	—	—	—	—	—	—	—	—	—	3	1	4
マザーズ	—	2	27	7	8	31	56	36	41	23	12	243
ヘラクレス	—	—	33	43	24	7	16	22	37	25	9	216
大証新市場	—	2	4	0	0	0	—	—	—	—	—	6
アンビシヤス	—	—	0	1	0	0	1	1	4	5	1	13
セントレックス	—	0	0	1	0	0	5	13	13	2	1	35
Qボード	—	—	0	0	0	1	1	2	4	2	0	10
小 計	62	77	160	149	100	101	150	139	155	106	42	1242
合 計	86	107	204	168	124	121	175	158	188	121	49	1501

(注) ヘラクレスには、ナスダックジャパンへの上場企業を含んでいる。

(出所) ディスクローチャー実務研究会編『株式公開白書』各年版より作成。

やマザーズ市場などに限定せず、全市場のIPO企業を対象としている。

(1) 検証期間におけるIPO企業数の推移

検証に用いる一五〇一社の新規公開企業数の時系列の推移を図表6で確認しよう。図表6は、一九九八年一月から二〇〇八年二月までの上場会社数の推移を市場別に示している。一九九九年一月にマザーズが開設されたことに続いて、ナスダックジャパンが開設された二〇〇〇年には、二〇四社もの企業がIPOを行ったが、翌年からは減少に転じ、二〇〇三年には一二一社にまで落ち込んでいる。これらは、マザーズやヘラクレスなどの新興市場への上場会社数が減少したことが影響している。この時期に新興市場へ上場する企業が減少したのは、二〇〇〇年に発覚したマザーズ上場企業の不祥事などがその理由として

考えられる。

これらの影響が弱まった二〇〇四年には、マザーズでは五六社、ヘラクレスにおいては一六社の両市場で計七二社の企業が IPO を行い、全体でも一七五社と前年より五四社も増加している。二〇〇五年と二〇〇六年においても、全市場で、それぞれ一五八社、一八八社の企業が新規株式公開を行った。近年、市場は低迷することとなり、新規公開企業数は、二〇〇七年は一二二社となり、二〇〇八年においては四九社と激減している。

上場市場別にみると、全体に占める割合としては、ジャスダック等のベンチャー企業向け市場が約八割、東証、大証などの本則市場が残りの約二割となっている。上場した会社の不祥事などがあるものの、IPO 市場全体における、新興市場への上場会社数の占める割合は大きい。

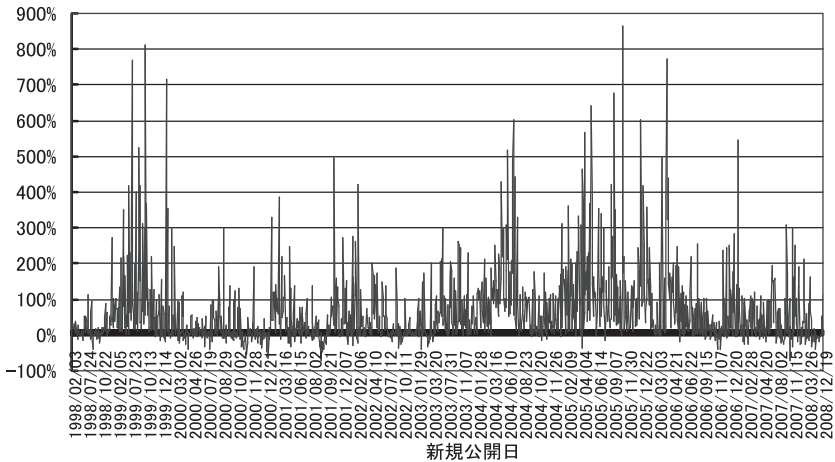
(2) アンダープライシングの推移

図表7は、観測企業一五〇一社のアンダープライシングの大きさを時系列に横一列に並べたグラフである。この図表7からはアンダープライシングの水準には大きな変動があることがみてとれる。まず、インターネットバブルと呼ばれる一九九九年の後半から二〇〇〇年の初めにかけては、八〇〇%を超える企業があるなど、非常に高い時期となっている。

二〇〇〇年三月から一月までの期間は三〇〇%となる企業はあるものの、マイナスになる企業も多く総じて低い水準にある。二〇〇〇年一二月から二〇〇一年五月頃までは一部低い企業はあるものの全体的には高い時期となっている。

二〇〇一年六月以降から九月頃までは低水準の企業が多数あるが、二〇〇一年一〇月から二〇〇二年六月までは逆に高い数値を示している。二〇

図表7 アンダープライシングの推移（1998－2008年）



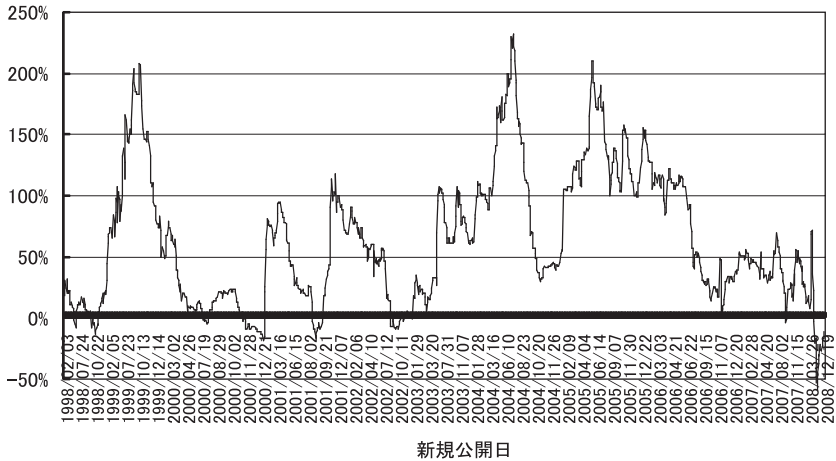
（出所） ディスクロージャー実務研究会編『株式公開白書』各年版より作成。

〇二年七月から二〇〇三年三月までは、また低水準で推移するものの、その後二〇〇四年七月頃までは一〇〇％以上、つまり公開価格の倍以上の初値をつける企業が多く、二〇〇％以上の会社が一八社もあるなど、IPOマーケットは過熱した状況であったと言っている。その後はマイナスになる会社がある一方、一〇〇％以上になる企業も多数あり、高低交錯したような状況が続いている。二〇〇五年後半あたりから再び過熱した状況を見ることができ、近年においては、波はあるものの、低水準である企業が多い状況となっている。

(3) IPOセンチメント指数の推移

図表8はIPOセンチメント指数の推移であるが、まず、最初の山であるインターネットバブル期にあたる一九九九年一〇月においては二〇〇％

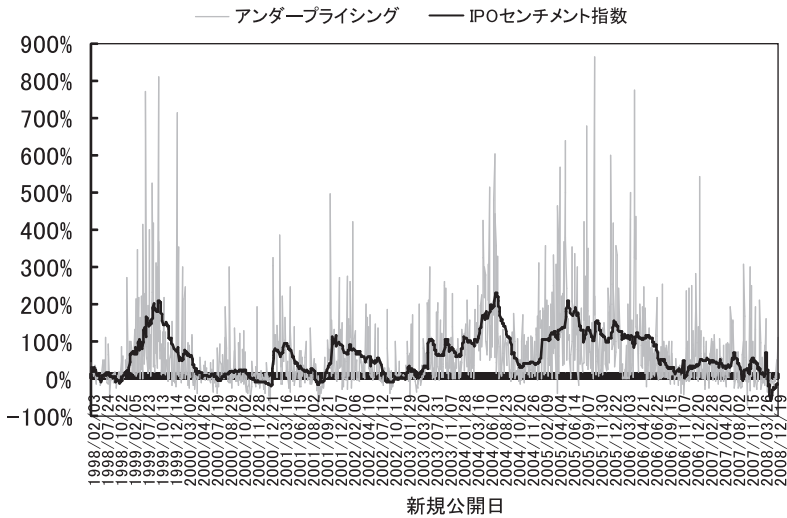
図表 8 IPOセンチメント指数の推移（1998－2008年）



（出所） 各社株価より作成。

を超えている状況を看取することができる。次に、二〇〇〇年一月から二〇〇四年三月までの状況をみると、ここでは、およそ〇～一〇〇%の範囲でIPOセンチメント指数が推移している。この時期におけるIPOセンチメント指数は、五〇%を超えてから一〇〇%近辺で山を数回付け、逆に下落局面では〇%付近で谷を形成している。ただし、二〇〇四年四月以降はそれまでの状況とは異なり、一〇〇%を超えてからも上昇を続け、高いところでは二二〇%にも達し、一〇〇%を超える状況が六カ月近く継続した。この六カ月間、すなわち二〇〇四年四月から九月の平均初期収益率は一四二%であり、二〇〇〇年から二〇〇三年までの年平均の一八・五三%の三倍程度になっている。なお、同期間のIPOセンチメント指数の平均も一六三%と高水準の値を示している。IPOセンチメント指数は、二〇〇五年六月

図表9 アンダープライシングとIPOセンチメント指数の推移(1998—2008年)



(出所) 図表7、8のデータより作成。

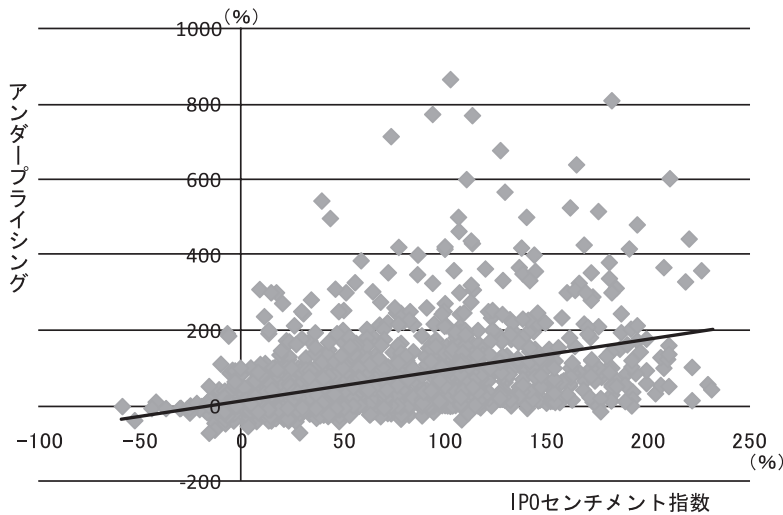
には再び二〇〇%を超えた後は、現在にいたるまでに概ね右下がりの状態が続いている。

(4) IPOセンチメント指数とアンダープライシングの相関関係

図表7と図表8からは、一九九九年のインターネットバブル期、二〇〇四年および二〇〇五年のホットイシュー期といったアンダープライシングの水準の高い時期は、IPOセンチメント指数も高い数値を示していることがわかる。図表9は、図表7と図表8を重ね合わせたものである。図表9からは、アンダープライシングとIPOセンチメント指数の推移における山と谷のトレンドは、ほぼ一致していることを確認することができる。

図表10は、横軸にIPOセンチメント指数、縦軸にアンダープライシングをとり作成した散布図である。IPOセンチメント指数が高い場合は、

図表10 散布図（アンダープライシングとIPOセンチメント指数：1998－2008年）



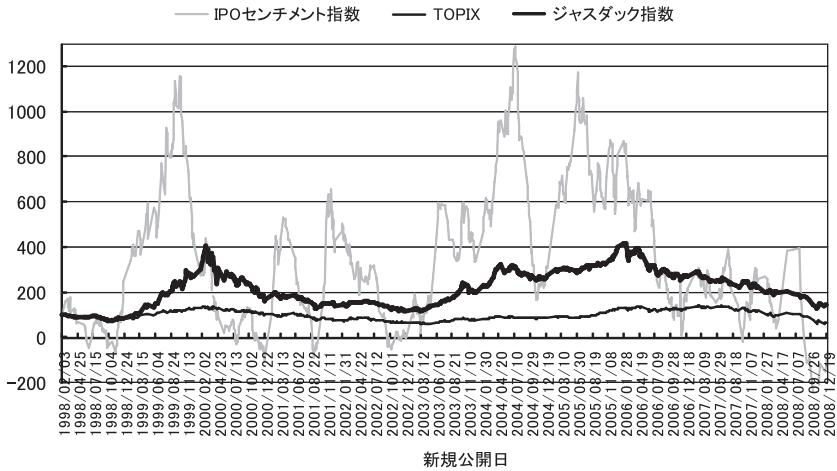
（出所）図表7、8のデータより作成。

アンダープライシングの水準も大きいという、両者に正の相関関係が存在することを窺うことができる（相関係数は、〇・四三）。

図表11は、IPOセンチメント指数、TOPIX、およびジャスダック指数の三つの指数を重ね合わせたものである。重ねるにあたっては、三つの指数とも、観測期間の起点である一九九八年二月三日を一〇〇として表示している。この図表11からは、IPOセンチメント指数については、市場全体の指数であるTOPIXおよびジャスダック指数よりも変動が大きく、かつ両指数とはトレンドの向きが異なる部分があることがみてとれる。この異なる部分は、IPO市場には、市場全体の指数では捉えることができない、固有のセンチメントが存在することを示唆しているのかもしれない。

また、図表としては示していないが、アンダー

図表11 IPOセンチメント指数、TOPIX、およびジャスダック指数の推移(1998-2008年)



(注) 1998年2月3日時点の各指数を100として示している。

(出所) 東京証券取引所ホームページ (<http://www.tse.or.jp/>)、ジャスダックホームページ (<http://www.jasdaq.co.jp/>)、および図表8のデータより作成。

プライシングを被説明変数として、説明変数にはIPOセンチメント指数と市場全体の指数を用いて、上場までの所要年数等のアンダープライシングの水準に影響をおよぼす諸要因をコントロールすることにより行なった回帰分析においても、IPOセンチメント指数は市場全体の指数を上回る影響力をもつことが示された。

五、おわりに

本稿では、IPO市場のセンチメント指数を定義し、この指数がアンダープライシングにどのような影響をおよぼしているのかについて考察を行った。検証結果においては、今回定義したIPO市場センチメント指数がアンダープライシングに正の影響をおよぼしている結果が示された。

最後に、今回の実証結果より導かれるインプリ

ケースションを以下に述べ本稿を終えることにしたい。

日本の IPO 市場は、米国などに比べて、個人投資家の参加が多いという特徴を有しているが、公開価格の設定においては、一般投資家の投資判断が十分に考慮されていないと思われる。ブックビルディング方式では、図表 1 に示したように、一般投資家の需要を調査し、この需要を反映させた上で公開価格を決定している。しかしながら、仮条件の価格帯を決定するまでのプロセス（図表 1 における A から B までのプロセス）においては、一般投資家が関与する機会が存在しない。つまり、一般投資家の評価は、仮条件の価格帯の範囲内では反映されないことになる。仮条件の範囲外においても公開価格の設定をできるようにするなどの方法により、IPO 市場のセンチメントを公開価格の設定に取り込み、一般投資家の評価

を反映させることができる余地を広げれば、アンダープライシングの水準を低減させることができるのではないだろうか。

ただし、本稿で説明してきた IPO センチメント指数は、その値が比較的高い値を示している時期であっても、初値が公開価格を下回るようなケースが稀に発生することがある。こうしたケースが生じたあとでは、センチメントが一気に逆の向きに振れることが多い。本稿で定義したセンチメントでは、このような動向を十分に反映できるとは言えない。投資家のセンチメントはある事象が生じることにより急激に変化することがあり、これらの変化を数値化するためには、今後様々な工夫を行う必要がある。

また、短期的な初値ではなく、中長期的な株価と比較した場合においても公開価格は過小評価であるといえるのかについても、今後の課題の一つ

として研究を進めていきたいと考えている。

(注)

- (1) 本稿における議論は、船岡・増田・忽那(二〇〇九)にもとづいている。
- (2) クックパッド社においては、売買開始日である七月一日には売買が成立せず、翌営業日となる七月二日に初値がついている。
- (3) この問題提起については、Cornelli, Goldreich and Ljungqvist (2006)を参照されたい。
- (4) ここの議論は、投資家が証券の購入に関する意思決定を連続的に行っているのであれば、後に意思決定を行う投資家はその前の投資家が行った購入意思決定から学ぶことができるので、良好なパフォーマンスが続いた後には、投資家に向かう投資家が多くなり、逆に、パフォーマンスがふるわないケースが連続した場合には、後の投資家は投資を見合わせるようになるという Welch (1992) のカスケード理論に依拠している。
- (5) Derrien (2005) では、産業別の指数の三カ月間の変化率をセンチメントの代理変数として用いている。

(参考文献)

- 日本証券業協会(二〇〇七)、「会員におけるブックビルディングのあり方等について―会員におけるブックビルディングのあり方等に関するワーキング・グループ報告書」。
- 日本証券業協会・新興市場のあり方を考える委員会(二〇〇九)、「新興市場のあり方を考える委員会報告書―新興市場の機能と信頼の回復に向けて」。
- 船岡健太・増田芳宏・忽那憲治(二〇〇九)、「投資家のセンチメントとIPOアンダープライシング」証券経済学会第71回全国大会報告論文。
- Cornelli, F., D. Goldreich and A. Ljungqvist (2006), "Investor Sentiment and Pre-IPO Markets," *Journal of Finance* 61, pp.1187-1216.
- Derrien, F. (2005), "IPO Pricing in "Hot" Market Conditions: Who Leaves Money on the Table?," *Journal of Finance* 60, pp.487-521.
- Welch, I. (1992), "Sequential Sales, Learning, and Cascades," *Journal of Finance* 47, pp.695-732.

(ふなおか けんた・当研究所研究員)