

岡村秀夫著

『日本の新規公開市場』

(東洋経済新報社, 2013年)

船 岡 健 太

I. 本書の特徴

新規株式公開において主幹事を務める証券会社は、新規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10日位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、初値が効率的に形成されていると考えるのであれば、新規公開企業にとっては、市場価格(初値)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することになる。一方、投資家サイドから捉えると、公開価格で取得し、初値で売却するとプラスのリターン(初期収益率)を獲得することが可能となる。

著者も本書で述べているように、公開価格、ないしは初値の水準が効率的であるか否かについて検証することは非常に難しい課題である。だが、著者は、近年の関連する先行研究のサーベイを丹念に行うことにより、公開価格がアンダープライシングというより、初値が効率的な

水準よりも過大に形成されていることが多いのではないかというスタンスで本書の分析を実施している。この初値がファンダメンタルズよりも過大な水準で形成されているであろうということに焦点を当てていることは、本書の大きな特徴である。

なぜ、初値が非効率的に形成されるのかについては、主に投資家センチメント(感情, 関心度)に注目した分析が行われている。新規公開市場における投資家センチメントに着目した研究は、本書の執筆時点では Derrien [2005], Cornelli, Goldreich and Ljungqvist [2006], Dorn [2009]などに限られ、蓄積が進んでいない状況にある。

本書の実証分析は、先行研究を踏まえた上で丁寧に行われており、新規公開市場における投資家センチメントの研究の進展に寄与することが意図されている。この書評においては、次節で本書の構成に関する記述を行い、第3節では本書の貢献について述べる。

II. 本書の構成

本書は以下に示すように序章を含めて計9つの章で構成されている。

序章	本書の問題意識
第1章	日本の新規公開市場
第2章	IPO研究の展開
第3章	系列関係と財務の健全性
第4章	入札方式下における引受証券会社の役割
第5章	新規公開株の初値形成と半年効果
第6章	長期パフォーマンスと半年効果
第7章	子会社公開
第8章	新規公開企業の業績と株式所有構造

以下においては、投資家センチメントに着目した実証研究が実施されている3つの章（第4章、第5章、第6章）をピックアップし、その内容を紹介することにした。

1. 第4章 入札方式下における引受証券会社の役割

日本においては、1989年4月から1997年9月まで入札方式が用いられていた。ブックビルディング方式に比して、入札方式では、価格決定における引受証券会社の裁量は限定的である。1989年の入札方式導入当初は、落札加重平均価格を機械的に公開価格としていたため、公開価格決定における引受証券会社の関与は、入札下限価格と入札上限価格の設定の部分に限られていた（1992年4月からは入札上限価格が廃止されている）。

このように入札方式導入当初は、アンダーライターの役割は非常に限定的であったが、1992年12月28日から改正された入札方式では、引受証券会社が、入札状況、公開までの期間リスク、需要見通しなどを総合的に勘案し、落札加重平均価格から修正を行うことが可能となった。

著者は、この制度改正に着目し、引受証券会社はどのような場合に落札加重平均価格に手を加えるのかに関する分析を行っている。入札が過熱し、落札加重平均価格が企業のファンダメンタルズから乖離したものになった場合、引受証券会社は、公開価格を適切な水準に設定するために、落札加重平均価格を引き下げるであろうという仮説を提示している。

この仮説を検証するために、入札の過熱度合いを示す変数として、入札倍率（入札株数に対する応札の倍率）と上昇率（入札下限価格から落札加重平均価格への上昇率）に注目し、分析の結果、この両変数が統計的に有意に正となったことを報告している。この検証結果より、引受証券会社は、ディスカウント率の決定という形で、情報生産と引受リスク負担という引受機能を果たしようというインプリケーションを提示している。

また、この入札倍率と上昇率が高く過熱気味であるほど、初期収益率が高くなることも報告している。

2. 第5章 新規公開株の初値形成と半年効果

日本の株式流通市場において、7月から12月の下半期の収益率より1月から6月の上半期の収益率が高いという「半年効果」が観察されることが先行研究で確認されている。第5章では、この流通市場で確認することができる「半年効果」が、発行市場においても生じているのかに関する検証を行っている。

2005年1月から2011年12月の間にジャスダック、マザーズ、ヘラクレスの3市場で新規公開を実施した企業の初期収益率を対象とする検証では、3つのいずれの市場においても半年効果

が存在することを明らかにしている。

仮条件中間値から公開価格への上昇率を投資家センチメントの代理変数とみなし、この上昇率が上半期において有意に高いというエビデンスを提示し、投資家のセンチメントに関しても半年効果が存在する可能性について言及している。

投資家のセンチメントに関しては、日中の取引データであるティックデータを用いた分析も実施されている。最初の取引日である売買開始日の uptick (直前の約定に比べて高い価格での約定) と downtick (直前の約定に比べて低い価格での約定) のそれぞれの数の比 (uptick 数 / downtick 数)、uptick と downtick のそれぞれの取引金額の比 (uptick 取引金額 / downtick 取引金額) においては、いずれもジャスダック市場に関して上半期の方が有意に高いという結果を提示し、下半期に比べて上半期に、相対的に投資家が積極的な買いの行動をとっているのではないかとしている。

また、上記の仮条件中間値から公開価格への上昇率、および uptick と downtick の取引数と取引金額の比率についての変数が、公開価格と初値の乖離にプラスの影響を与えており、投資家センチメントが強い場合に初値が高騰する可能性について言及している。

3. 第6章 長期パフォーマンスと半年効果

新規公開の売買開始日の株価を基点に長期パフォーマンスを計測する場合、初値が過大であるほど、その長期のパフォーマンスは低くなることが観察されている (Kutsuna, Smith and Smith 2009)。初期収益率が大きい上半期の新規公開企業の長期パフォーマンスは、下半期に

新規公開を行う企業よりも、低下することが考えられる。

第6章では、このような問題意識のもとに1993-2007年のジャスダック市場における新規公開企業を対象として、売買開始日から1250取引日までの長期パフォーマンスの計測を行い、新規公開を実施した月が上半期か下半期によって、そのパフォーマンスに差異が存在するののかについて検証している。

最初の売買開始日から250日、500日、750日、1000日、1250日の期間について、価格決定方式の違い (入札方式、ブックビルディング方式、両方式含むすべて)、および平均値と中央値のいずれの結果からも、入札方式1000日の平均値を除いて、上半期に新規公開を行った企業の長期パフォーマンスは、下半期実施の新規公開企業に比して有意に低いという検証結果を提示している。

上記の結果より、株式市場全体の半年効果によって上半期に新規公開を実施した企業の初期収益率が高くなりやすい (過大な水準で初値が形成されやすい) ために、上半期に新規公開された銘柄の長期パフォーマンスが低迷しているであろうと結論づけている。

III. 本書の貢献

日本の新規公開市場における初値は、入札方式、ブックビルディング方式のいかんにかかわらず、常に効率的に形成されていると考えることは難しいというエビデンスを提示したことは、本書の大きな貢献である。

近年、アジアの新規公開市場にセンチメントを扱った論文が、香港市場を対象とする Li and Gao [2013] やインド市場に注目した

Neupane, Paudyal and Thapa [2014]など、いくつかの研究がアクセプトされている。だが、日本の新規公開市場におけるセンチメントを真正面から取り上げた論文は、今のところ、英文のレフリードジャーナルには、残念ながら登場していない。

本書で著者が行った、センチメントの代理変数として入札倍率を用いた検証や日中のティックデータを用いた分析は、Li and Gao [2013]やNeupane, Paudyal and Thapa [2014]に引けを取らないものであると感じる。著者のIPOセンチメントに関する論文が、レフリードジャーナルに掲載されるポテンシャルを有していると感じるのは評者だけではないであろう。

レフリードジャーナルにトライする場合は、入札方式下におけるディスカウント率が初期収益率におよぼす大きさに関する分析をぜひ追加していただきたい。この分析を実施する際には、ディスカウント率の内生性に関してロバストであることが求められよう。

また、本書は第1章と巻末において、各市場の上場審査基準や各年における新規公開企業の当期純利益などの基本統計量が記されており、日本の新規公開市場の全体像を知ることができるよう工夫されている。第2章において手際よく整理されている先行研究のレビューは、仮説の設定や検証結果の解釈の記述に厚みをもたらしている。

上記の特徴を持つ本書は新規公開企業の価格形成の在り方や制度設計について議論を行う際には必携の書物であると思われる。前節で紹介したトピック以外にも、子会社公開や株式所有

構造が新規公開後の業績に与える影響なども本書では取り扱われており、今後とも、IPOファイナンスの必読文献として多くの研究者に読み継がれていくであろう。また、ファイナンスの研究者のみならず、起業家やベンチャーキャピタリスト、ベンチャー企業の支援担当者などに是非読んでいただきたい一冊である。

参 考 文 献

- 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.
- Dorn, D. [2009], "Does Sentiment Drive the Retail Demand for IPOs?," *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 44, pp.85-108.
- Jiang, L. and L. Gao [2013], "Investor Sentiment and IPO Pricing during Pre-Market and Aftermarket Periods: Evidence From Hong Kong," *Pacific-Basin Finance Journal*, 23, pp. 65-82.
- Kutsuna, K., J.K. Smith and R.L. Smith [2009], "Public Information, IPO Price Formation, and Long-Run Returns: Japanese Evidence," *Journal of Finance* 64, pp.505-546.
- Neupane, S., K. Paudyal and C. Thapa [2014], "Firm Quality or Market Sentiment: What Matters More for IPO Investors?," *Journal of Banking and Finance*, 44, pp.207-218.
- (九州産業大学商学部准教授・当研究所客員研究員)