

科学研究費助成事業 研究成果報告書

平成 28 年 6 月 19 日現在

機関番号：33704

研究種目：若手研究(B)

研究期間：2012～2015

課題番号：24730279

研究課題名(和文) 新規株式公開時の価格形成における個人投資家の役割に関する実証研究

研究課題名(英文) The Role of Individual Investors on IPO Pricing: Evidence from Japan

研究代表者

高橋 陽二 (TAKAHASHI, Yoji)

岐阜聖徳学園大学・経済情報学部・准教授

研究者番号：20566533

交付決定額(研究期間全体)：(直接経費) 1,900,000円

研究成果の概要(和文)：新規株式公開(IPO)時の効率的な価格形成を実現するために、個人投資家の行動について分析した。具体的には、個人投資家へのアロケーション、IPO企業の所在地、IPO企業の初値形成が、IPO時の価格形成にどのような影響を与えるのかを実証的に分析した。情報の非対称性モデル、行動ファイナンスによる説明という、これまでのIPOの研究動向を考慮した研究がある程度実現できたものと考えている。

研究成果の概要(英文)：We analyzed about the role of individual investors on IPO pricing. This study explores whether and how allocation to individual investors, firm location (urban versus. rural), initial price formation affects IPO pricing in Japan. We can discuss the asymmetric information and behavioral finance implication on our findings.

研究分野：ファイナンス

キーワード：新規株式公開(IPO) 価格形成 個人投資家 アロケーション センチメント

1. 研究開始当初の背景

新規株式公開 (IPO) は、一般投資家から市場を通じて資金調達を行う初めての機会である。そのため、発行企業、証券会社など IPO に関わる主要なプレーヤーにとって、投資家 (とりわけ、個人投資家) の行動を十分に考慮することなく、IPO 時に効率的な価格形成が実現することはないだろう。

日本の IPO 市場は、個人投資家の参加状況に諸外国とは異なる特徴を持っている。例えば、アメリカでは、個人投資家に対する IPO 株式のアロケーションは、限られた割合しか行われない。対照的に、日本では、IPO 株式の大部分が個人投資家に割り当てており、個人投資家の行動、とりわけ個人投資家のセンチメントが IPO の価格形成に大きく影響を与えていると考えられる。

また、日本では、IPO 株式のアロケーション状況が公表されているという特徴を持つ (日本証券業協会「新規公開に際して行う株券の個人顧客への配分状況」)。一般的に、アロケーション状況に関わるデータは入手が難しく、国際的にも大変貴重なデータである。

上記のような背景に基づき、投資家のセンチメント、株式のアロケーションと IPO 時の価格形成の関係について分析を行う。

2. 研究の目的

IPO 時の効率的な価格形成に関する研究は、欧米を中心にかなりの蓄積がある研究テーマである。本研究は、IPO 時の価格形成における個人投資家の役割を検証することを目的としている。このような検証は、情報の非対称性モデル、行動ファイナンスによる説明という、これまでの IPO の研究動向を考慮した分析を可能にする。

情報の非対称性モデルでは、情報を持つ/持たない、もしくは証券会社と継続的な/一時的な関係にある投資家を機関/個人投資家と仮定したうえで、IPO 時の価格形成を説明している。これまでの欧米の実証研究では、証券会社からのデータ提供など限られたサンプルを用いた分析しか実施されてこなかった。日本では、上記の「新規公開に際して行う株券の個人顧客への配分状況」(日本証券業協会) から機関投資家と個人投資家に対するアロケーション状況がわかる。機関投資家と個人投資家に対するアロケーション状況が、IPO 時の価格形成にどのような影響を与えているのかを実証的に分析する。

行動ファイナンスの視点からは、個人投資家の行動が IPO 時の価格形成に影響を与えるモデルが提示されているものの、実証研究は必ずしも多くない。そのような状況にある主な要因は、データの制約である。これまで

インターネット掲示板等の情報を活用し、個人投資家の行動が IPO 時の価格形成に大きな影響を与えている可能性が指摘されている。しかしながら、IPO 株式のアロケーション状況が明らかでないことから、個人投資家が本当に IPO 時の価格形成に影響を与えているのかという疑問を残していた。投資家のセンチメント、とりわけ個人投資家のセンチメントが IPO 時の価格形成にどのような影響を与えているのかを実証的に分析する。

3. 研究の方法

本研究の方法としては、データセットの構築及び実証分析、分析結果の報告を通じた研究の精緻化、という2つをいかに効率的に実施するのかということに尽きる。

データセットの構築は、これまでの研究活動と同様に、継続的に IPO 企業の属性データを整備するとともに、本研究における主要なデータのひとつである「新規公開に際して行う株券の個人顧客への配分状況」を編集・整備していく。データセットを構築しながら、適時分析を進める。データセットを構築する、分析する、という順番に拘らないことで、研究の停滞を回避している。なお、「新規公開に際して行う株券の個人顧客への配分状況」の編集・整備には、いくつかの障害があった (4. 研究成果を参照されたい)。

適時分析を進めることで得られた結果、併せて、本研究と関連するこれまでの研究結果は、国内外の学会や研究会での報告を通じて、課題を明らかにし、その課題を改善し、精緻化を図るというサイクルを実施する。

4. 研究成果

研究成果は、下記の3点に大別できる。個人投資家へのアロケーション、IPO 企業の所在地、IPO 企業の初値形成が、IPO 時の価格形成にどのような影響を与えるのかを実証的に分析している。

2006年8月-2014年12月におけるジャスダック市場の IPO 企業を対象に、IPO 株式の個人投資家に対するアロケーションがアンダープライシング (公開価格と初値の乖離) にどのような影響があるのかを検証している。分析の結果、個人投資家に対するアロケーションがアンダープライシングにマイナスの影響を与えていることが明らかになった。一見すると、情報の非対称性モデルのひとつであるブックビルディング理論と統合的な結果である。しかしながら、なぜ日本において個人投資家に対して70-80%の IPO 株式が割り当てられているのかという疑問に十分な回答は得られていない。本研究は、2016 Winter Global Conference on Business and Finance において、Outstanding Research Award を受賞している。なお、本研究において用いた「新

規公開に際して行う株券の個人顧客への配分状況」は、各証券会社がどのように株式のアロケーションを実施したのかという情報を示しており、各 IPO 企業のアロケーション状況の把握には多大な時間を要した。また、データが利用できる期間の IPO 企業が限定されていたことから、十分なサンプルを用いた分析がしにくい状況にあった。上記のような制約もあり、研究の実現にやや時間を要した。

次に、2006-2010 年の IPO 市場を対象に、所在地が IPO 時の価格形成にどのような影響を与えるのかを検証している。IPO 企業の所在地を検討することによって、都市部の/そうでない IPO 企業が情報優位者/劣位者であると判断できる。そうであれば、より効率的な価格形成が実現されるのは、都市部の IPO 企業となる。また、IPO 企業の価格形成には、投資家がどのような投資行動を行うのが影響する。すなわち、楽観的な投資家が多い都市部の IPO 企業であれば、アンダープライシングの程度が大きくなることが考えられる。分析の結果、都市部の IPO 企業は、そうでない IPO 企業に比べてアンダープライシングの程度は小さくなく、好況期でも同様の傾向が示された。不況期において、投資家は情報にアクセスしやすい都市部（東京都）であれば、安心感から人気化する傾向があった。個人投資家のセンチメントが IPO 時の価格形成に大きな影響を与えている可能性が示唆された。

最後に、2004 年 4 月-2005 年 12 月におけるジャスダック市場の IPO 企業を対象に、“Divergence of Opinion”の指標として、初値形成プロセス（オープニングブレード、取引成立までの時間、フリッピングレシオ）とアンダープライシング及び IPO 後の株価パフォーマンスの関係を検証している。分析の結果、取引成立までの時間がアンダープライシングにプラスの影響を与え、アンダープライシングが株価パフォーマンスにマイナスの影響を与えていることが明らかになった。個人投資家の多い日本の IPO 市場では、取引成立を遅らせることで買いが買いを呼ぶ現象が生じている可能性が示唆された。

これらの 3 点の研究成果は、投資家のセンチメント、株式のアロケーションに関する分析を行うことによって、情報の非対称性モデル、行動ファイナンスによる説明という、これまでの IPO の研究動向を考慮した研究がある程度実現できたものと考えている。しかしながら、いくつかの課題もあることから、今後も継続して研究を進展させる予定である。

5 . 主な発表論文等

[雑誌論文] (計 8 件)

Yoji TAKAHASHI, Why do the Underwriters Allocate Individual Investors more IPO Shares in Japan?, Global Conference on Business and Finance Proceedings, refereed, Volume 11, Number 1, 2016, pp.314-320

高橋 陽二、新規公開 (IPO) の価格形成における行動ファイナンスの研究動向、感性工学、査読無、Vol.13、No.3、2015、pp.151-153

高橋 陽二、【書評】起業家と投資家の軌跡-アメリカにおけるベンチャーファイナンスの 200 年- (小野正人著、中央経済社、2013 年)、VENTURE REVIEW、査読無、No. 26、2015、pp.91-92

Yoji TAKAHASHI, IPO Pricing and Allocation to Individual Investors: Evidence from Japan, Proceedings of 2015 International Conference on Business and Information (BAI2015), refereed, 2015, Published in CD-ROM

高橋 陽二、新規株式公開企業の初値形成プロセスと価格形成、証券経済学会年報、査読無、第 49 号、2014、pp.311-318

高橋 陽二、アントレプレナー・ファイナンスにおけるリアル・オプションの有用性、先物・オプションレポート、査読無、Vol. 25、No. 12、2013、pp.1-5

高橋 陽二、IPO 企業の価格形成と地域性、証券経済学会年報、査読無、第 47 号、2012、pp.151-156

Yoji TAKAHASHI, IPO Pricing and Firm Location: Evidence from Japan, Proceedings of 2012 International Conference on Business and Information (BAI2012), refereed, 2012, Published in CD-ROM

[学会発表] (計 8 件)

Yoji TAKAHASHI, Why do the Underwriters Allocate Individual Investors more IPO Shares in Japan?, 2016 Winter Global Conference on Business and Finance (GCBF), 2016.1.6, Honolulu (USA)

高橋 陽二、Why do the Underwriters Allocate Individual Investors more IPO Shares in Japan?, 2015 年度先端経済分析研究会 (CASE2015)、2015.9.6、ダイワロイネット那覇国際通り (沖縄県)

Yoji TAKAHASHI, IPO Pricing and Allocation to Individual Investors: Evidence from Japan, 2015 International Conference on Business and Information (BAI2015), 2015.7.7, Macao (China)

高橋 陽二、新規公開時における価格形成と個人投資家への配分、証券経済学会第82回全国大会、2014.11.2、和歌山大学(和歌山県)

高橋 陽二、新規株式公開企業の初値形成プロセスと価格形成、証券経済学会第80回全国大会、2013.10.5、札幌学院大学(北海道)

高橋 陽二、女性が役員に就任する要因とその影響、企業家研究フォーラム第11回年次大会、2013.7.13、大阪大学中之島センター(大阪府)

高橋 陽二、IPO Pricing and Firm Location: Evidence from Japan, 2012年度先端経済分析研究会(CASE2012)、2012.9.2、下関グランドホテル(山口県)

Yoji TAKAHASHI, IPO Pricing and Firm Location: Evidence from Japan, 2012 International Conference on Business and Information (BAI2012), 2012.7.3, Renaissance Sapporo Hotel (Hokkaido)

[図書](計1件)

高橋 陽二 他、有斐閣、オープン・イノベーションのマネジメント-高い経営成果を生む仕組みづくり-、2015、326(139-168)

6. 研究組織

(1)研究代表者

高橋 陽二(TAKAHASHI, Yoji)

岐阜聖徳学園大学・経済情報学部・准教授

研究者番号: 20566533