

第 1 章

IPO における市場別アンダープライシング

—金融危機の影響—¹⁾

小巻 泰之

1. はじめに

新規公開株式 (IPO, Initial Public Offering) については、順調に上場社数が増加し、2006 年には 188 社に上った。しかし、2007 年頃から生じた世界的な金融危機は、IPO 市場に大きな影響を及ぼした。

新規公開社数は基本的に低迷状況にある。2009 年には 19 社と 2006 年の 10 分の 1 の水準まで減少した。その後、戻したものの、2011 年においても 2006 年の 4 分の 1 程度の水準にとどまっている。

また、2006 年までは公開価格から初値の上昇率がプラスを示したのは新規上場株式の 80% 超を維持していた。特に、2004、2005 年は 95% と IPO のほとんどの銘柄が上昇していた。しかし、これも 2007 年以降低下状況にあり、2008 年には下落する IPO の方が多くなった。その後、改善傾向を示しているものの、20% を超える IPO で初値が公開価格を下回る状況にある。さらに、IPO を延期した会社数は金融危機が顕在化する前にあたる 2006 年に 5 社を数え、2011 年も 5 社が上場延期するなど、IPO の環境は金融危機を挟んで大きく様変わりしている様子がうかがえる (表 1)。

本論では、金融危機前後の日本における IPO における価格形成について検証する。日本に限らず、IPO では公開価格と公開後市場で初めて値付けされる初値との関係で、初値が公開価格を上回ることが多い。この状況をアンダープライシングと呼び、この発生要因につい

表 1. IPO の発行市場別上場状況

	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011
既存取引所	24	17	29	19	33	15	7	6	6	9
新興市場	100	101	146	139	155	106	42	13	16	27
ジャスダック	68	62	70	65	56	45	18	6	9	16
マザーズ	8	31	57	36	41	23	12	4	6	11
ヘラクレス	—	—	16	22	36	25	9	1	—	—
総数	124	121	175	158	188	121	49	19	22	36
新興市場割合	80.6%	83.5%	83.4%	88.0%	82.4%	87.6%	85.7%	68.4%	72.7%	75.0%

出所) 各取引所ホームページなどから著者作成。

1) 本研究は、日本大学経済学部産業経営研究所研究費の助成を受けた。記して感謝したい。

て、欧米では既に多くの先行研究がある。

本論での分析にあたっては、特に次の2点について留意して進める。

第1に、金融危機の分析上の取扱いである。金融危機に限らず、税制変更などのイベントの影響を分析する場合、ダミー変数を用いることが多い。しかしながら、明確な金融危機の起点を求めるのは困難である。ここでは、金融危機により市場の不透明性が高まったと考え、株価指数（日経225）及び外国為替相場（ドル円レート）のヒストリカル・ボラティリティを用いる。その他、金融政策変数（コールレート）、市場の基調（上昇基調か下降基調か）に関する変数も加えて、金融危機の影響を計測する。

第2に、上場市場の特性を考慮した分析を行う。東証1部・2部や大証1部・2部のような市場（以下、既存市場）と、ジャスダックやマザーズなどの市場（以下、新興市場）に区分して、アンダープライシングの発生要因を分析する。両市場では上場基準が大きく異なり、どちらの市場に上場するかにより投資家にとって情報量が違うと考えられる。

本論の構成は、2節で金融危機を挟む過去10年間のIPOの状況について、市場別に整理する。3節ではIPOにおけるアンダープライシングに関する先行研究を中心にみたく、アンダープライシングの発生要因を上場市場別に実証分析を行う。最後に総括を4節で行う。

2. 市場（取引所）別にみたIPOの状況

2.1 上場基準

各市場の上場基準は表2の通りである。東証1部・2部に比べて、純資産、利益基準及び継続事業基準で、新興市場の上場基準が大きく緩和されていることがわかる。さらに、新興市場では、ジャスダックとマザーズでは大きく異なる。ジャスダックでは利益基準があるものの、マザーズは上場対象になる事業で売上が計上されていれば、赤字企業であっても公開が可能となるなど、マザーズの方がさらに上場基準が緩和されている。つまり、多くのIPO企業にとって上場しやすい。

他方、投資家サイドからみれば、新規上場後のリスクがその分高いことも意味している。

2.2 初値上昇率

2002年以降、上場取引所別にみられる初値上昇率の傾向に大きな変化は見られない。IPOの平均的な上昇率は、既存市場より新興市場の方が概ね高水準である（表3）。しかも、新興市場では、上場基準が比較的緩いマザーズの方がジャスダックを上回っている。

しかしながら、新興市場を通じた上場社数は2008年までは80%を超えていたものの、2009年には68.4%となり、その後幾分増加したものの70%台と低下している。新興市場での上場が減少した分、既存取引所を通じた上場の割合が増加している。これにより、2009年の既存市場と新興市場との初値上昇率の乖離がほとんどない状況にあった。この背景には、もともとアンダープライシングの規模がより大きい新興市場での上場数が減少すると、

表 2. 既存市場及び新興市場の上場基準

	東証 1 部 2 部	大証ジャスダック	東証マザーズ	ヘラクレス
(1)株主数	800 人以上	300 人以上	300 人以上	400 人以上
(2)流通株式	a. 4,000 単位以上 b. 流通株式時価総額 10 億円以上 c. 流通株式数（比 率） 上場株券等の 30% 以上	公募又は売出し株式 数が上場株式数の 10% 又は 1,000 単位 のいずれか多い株式 数以上	a. 2,000 単位以上 b. 流通株式時価総額 5 億円以上 c. 流通株式数（比 率） 上場株券等の 25% 以上	1100 単位以上 (注 2)
(3)時価総額	20 億円以上	5 億円以上（上場日）	10 億円以上	—
(4)事業継続 年数	新規上場申請日の直 前事業年度の末日か ら起算して、3 年を 以前から取締役会を 設置して、継続的に 事業活動をしている こと	—	新規上場申請日から 起算して、1 年前以 前から取締役会を設 置して継続的に事業 活動をしていること	—
(5)純資産	連結純資産の額が 10 億円以上	2 億円以上（直前期 末）	—	6 億円以上
(6)利益	次の a 又は b に適合 すること a. 経常利益が 1 億円 以上（直前期）た だし、上場日にお ける時価総額が 50 億円以上の場合 は利益の額は問 わない b. 時価総額が 500 億円以上	経常利益が 1 億円 以上（直前期）た だし、上場日にお ける時価総額が 50 億円以上の場合 は利益の額は問 わない	—	1 億円以上

注) 1. 上場基準は 2012 年 6 月末時点。

注) 2. ヘラクレスは大証ジャスダックに統合される直前の基準で、「スタンダード基準第 1 号」のもの。
出所) 各取引所ホームページなどから著者作成。

表 3. 2002 年以降の IPO とアンダープライシングの状況

	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012
上場会社数	124	121	175	158	188	121	49	19	22	36	19
公開価格と初値 の関係											
アンダープ ライシング	94	105	165	151	159	89	20	13	10	19	15
内, 既存市場	13	16	26	17	18	7	0	5	4	4	1
占率	13.8%	15.2%	15.8%	11.3%	11.3%	7.9%	0.0%	38.5%	40.0%	21.1%	6.7%
内, 新興市場	81	89	139	134	141	82	20	8	6	15	14
占率	86.2%	84.8%	84.2%	88.7%	88.7%	92.1%	100.0%	61.5%	60.0%	78.9%	93.3%
初値変動率											
上昇率	75.8%	86.8%	94.3%	95.6%	84.6%	73.6%	40.8%	68.4%	45.5%	52.8%	78.9%
下落率	18.5%	10.7%	4.0%	1.9%	10.6%	24.0%	53.1%	21.1%	40.9%	38.9%	21.1%
下落回数	23	13	7	3	20	29	26	4	9	14	4
上場延期数	0	0	0	1	5	3	3	0	0	5	0

出所) 各取引所ホームページなどから著者作成。

当然の結果であるが、初値上昇率も低下傾向となることがわかる（表4）。

2.3 初値とその後の価格推移（市場変動率）

新規上場後、後に続く他のIPOの新規上場までの終値との比較を見る。これは、新規上場後は基本的には株式市場全体の影響を大きく受けるとの仮定から、後に続くIPOの影響を受けない期間（前日の）株価推移と初値を比較したものである。なお、翌日に新規の株式公開がある場合には、同日の終値を用いている。

表5をみると、取引所間で大きな差異が見られない。この点では、公開価格と初値との関係のように、IPOの特異な影響を受けていないことを示唆している。

表4. 市場別初値上昇率

		2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011
既存取引所	平均値	5.2%	34.2%	59.6%	32.3%	8.3%	8.5%	-5.8%	34.2%	1.7%	8.9%
		(49.7%)	(75.6%)	(68.7%)	(28.0%)	(19.2%)	(35.6%)	(2.3%)	(45.8%)	(7.4%)	(25.9%)
新興市場	平均値	37.0%	56.9%	109.1%	145.0%	91.6%	55.5%	22.6%	35.9%	32.6%	26.7%
		(66.2%)	(69.3%)	(107.0%)	(134.6%)	(119.0%)	(68.3%)	(54.7%)	(47.3%)	(54.3%)	(57.6%)
ジャスダック	平均値	29.8%	36.1%	94.8%	107.8%	59.8%	44.2%	3.2%	34.2%	10.0%	-5.9%
		(64.8%)	(53.4%)	(99.3%)	(103.0%)	(83.5%)	(48.0%)	(34.9%)	(51.8%)	(44.3%)	(15.2%)
マザーズ	平均値	24.2%	97.4%	134.0%	166.9%	103.6%	85.0%	60.2%	62.8%	73.0%	74.1%
		(28.8%)	(76.1%)	(120.5%)	(116.3%)	(109.1%)	(78.6%)	(77.4%)	(49.2%)	(50.2%)	(64.1%)
ヘラクレス	平均値	—	—	96.2%	213.3%	150.7%	62.0%	24.2%	5.0%	—	—
		—	—	(78.6%)	(179.4%)	(162.6%)	(54.9%)	(31.2%)	—	—	—
総平均	平均値	34.6%	52.9%	100.9%	131.4%	77.0%	49.6%	18.5%	35.4%	24.2%	22.2%
		(63.3%)	(69.7%)	(103.2%)	(131.8%)	(112.8%)	(66.8%)	(51.6%)	(45.5%)	(48.1%)	(51.7%)

出所) 各取引所ホームページなどから著者作成。

表5. 市場別上場後の変動率（市場変動率）

		2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011
既存取引所	平均値	-0.2%	0.8%	2.8%	0.9%	-1.6%	3.7%	-8.6%	4.9%	-0.7%	-0.6%
		(8.4%)	(6.8%)	(14.9%)	(7.8%)	(14.0%)	(15.1%)	(12.9%)	(18.8%)	(8.1%)	(7.7%)
新興市場	平均値	-5.0%	2.4%	2.2%	-1.5%	-1.3%	-0.6%	-9.3%	3.1%	-13.7%	3.1%
		(12.4%)	(23.7%)	(14.6%)	(18.2%)	(17.3%)	(19.8%)	(21.3%)	(28.6%)	(13.4%)	(28.2%)
ジャスダック	平均値	-1.8%	-2.5%	2.5%	-2.6%	-2.9%	-0.1%	-10.1%	13.5%	-16.6%	6.3%
		(10.9%)	(9.4%)	(13.8%)	(21.8%)	(18.6%)	(22.6%)	(23.4%)	(33.4%)	(11.8%)	(33.8%)
マザーズ	平均値	-8.7%	12.5%	2.0%	-3.1%	0.4%	-1.9%	-14.3%	4.4%	-13.8%	-1.5%
		(7.8%)	(35.5%)	(15.1%)	(14.4%)	(15.9%)	(16.8%)	(17.0%)	(40.8%)	(14.3%)	(17.5%)
ヘラクレス	平均値	—	—	4.1%	9.2%	-0.2%	0.4%	-3.2%	-6.7%	—	—
		—	—	(16.7%)	(13.5%)	(19.8%)	(20.5%)	(26.5%)	—	—	—
総平均	平均値	-3.6%	2.8%	2.3%	-1.2%	-1.3%	-0.1%	-9.3%	3.9%	-9.8%	2.2%
		(11.5%)	(22.6%)	(14.6%)	(17.1%)	(16.7%)	(19.3%)	(20.6%)	(24.4%)	(13.3%)	(24.6%)

出所) 各取引所ホームページなどから著者作成。

3. 先行研究

全ての IPO がアンダープライシングとなるわけではない。2002 年以降では 2005 年に 95.6% がアンダープライシングとなっているものの、金融危機後はアンダープライシングの比率は低下し 2008 年には 40.8% となっている。

そもそも、アンダープライシングは投資家サイドからみれば収益であるものの、発行会社からみれば公開価格が過小であり、本来であれば調達可能な資金を逸した逸失資本とみなすことが可能である。これまで、アンダープライシング存在については、Baron (1982) のプリンシパル・エージェントモデル、Rock (1986) の逆選択モデルなどが示されてきた。これら先行研究の背景にあるのは情報の非対称性である。Baron (1982) は、情報の非対称性下で、発行企業をプリンシパル、アンダーライターをエージェントとしたプリンシパル＝エージェントモデルを構築し、IPO を分析している。アンダーライターは情報の非対称性が大きいほど、新規上場株式の好調な売買を期待して、公開価格が適正な価格より低く設定させる可能性を指摘している。Rock (1986) のモデルでも基本的な考えは同様であり、情報の非対称性を軽減するために、アンダープライシングの発生要因にしていると指摘している。

一方で、一般的に、金融市場において効率的市場仮説 (efficiency market hypothesis) が成立しているとすれば、市場では「新たな情報」が瞬時に評価され価格に織り込まれることから、新たな情報は市場には影響を及ぼさないことになる。しかしながら、金融市場が不安定な要素をもつのは、川西 (2002) によれば、その取引が現在の財と将来の財を交換する異時点間のものであることが原因と指摘している。現時点の取引を行う上では、将来の取引が確実に履行できるなどの情報が重要であるものの、将来の情報が確実ではなく (情報の不確実性の存在)、取引の相手方に関する情報が偏在 (情報の非対称性) しており、このことが金融市場を不安定にさせている。したがって、アンダープライシングであることは、投資家と発行会社間の情報の非対称性を考えれば、金融市場を安定化させる効果が期待されるものと考えられる。

日本の先行研究では、増田 (2005) が代表的なものと位置づけできる。増田 (2005) は、初値上昇率とその後の価格変動率を合成したものを市場センチメント指標として 2000 年から 2004 年までの IPO について分析している。結果は IPO 市場におけるホットイシューマーケットの出現により投資家センチメントが楽観化し、IPO のパフォーマンスに影響を与えることを示している。しかし、投資家楽観化がアンダープライシングでの発生原因としているが、発行市場を区分した分析ではなく、発行企業の置かれた状況を考慮する必要があるのではないかと考える。

4. アンダープライシングにおける構造変化

4.1 データと推計モデル

ここでは2002年から2011年に新規上場された全銘柄1013を用いる。具体的には、公開価格、新規上場初値、その後続いて新規上場されるIPOの上場日前日の価格の3つの価格をもとに、公開価格から初値までの初値上昇率、初値後次のIPO前日の価格までの変動率（市場変動率）を算出する²⁾。その後続いて新規上場されるIPOの上場日前日の価格を用いるのは当該IPOの影響による価格設定であると仮定したものである。もっとも、同日に複数のIPOが発行される場合もあり、翌日に他のIPOが発行される場合もある。複数の場合は特段考慮せず、翌日に他のIPOが発行される場合には、当該IPOの発行日当日の終値を用いている。1013銘柄の個々の変動率を算出した上で、四半期系列を作成する。IPO関連のデータの四半期系列は当該四半期に含まれるデータの単純平均値としている。

アンダープライシングの発生要因における金融危機の影響を推計するために、モデルには金融危機変数を取り入れる。一般的に、イベントを取り入れる場合にはダミー変数を用いることが多いが、本論では株式市場（日経225）及び外国為替市場（ドル円レート）での不透明感を示す指標としてヒストリカル・ボラティリティを用いる。ボラティリティの高まりは金融危機の影響が市場に浸透していることを示していると考えた。その他、前期の平均初値上昇率をIPOの環境変数、前期の株価変動率を市場環境変数として用いている。また、マクロ経済政策の影響をみるために、金融政策の変数として無担保コールレートを入れた推計も行っている。

どの推計においても、構造変化をチェックするため、Cusumテストを実施している。

4.2 既存市場と新興市場

ここでは、既存市場と新興市場におけるアンダープライシングの発生要因を分析する。新興市場は、東証1部・2部などの既存市場を除くすべての市場である。

4.2.1 金融危機の影響（表6）

既存市場では、株式市場全体の変動（5%有意）、為替市場HV及びIPO上場後の変動が10%有意となった。ただし、IPO上場後の変動の符号はマイナスであり、符号条件で考えると逆の結果となっている。基本的に、既存市場では金融危機の影響を受けてIPOのアンダープライシングが生じていると判断できる。しかも、構造変化テストを行うと、2006年第3四半期以降、構造変化が生じたことが有意に観察できる（図1）。

2) 2007年まではどの取引所においても、初値変動率と市場変動率は無相関な関係であったことが認められる。しかしながら、リーマンショック後には、既存取引所及びジャスダック、マザーズにおいて2008年、2009年と相関関係の高まりが有意に確認できる。特に、ジャスダック市場では2010年まで3年間有意な相関関係が認められる。

表 6. IPO アンダープライシングにおける金融危機の影響

既存市場

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.	R-Square	DW
定数項	-0.163	0.208	-0.783	0.441	0.25	1.52
IPO 初値上昇率	0.160	0.161	0.994	0.330		
IPO 上場後変動	-1.005	0.564	-1.784	0.086		
株価 HV	-0.009	0.012	-0.755	0.457		
為替 HV	0.058	0.029	1.965	0.060		
株式市場変動率	1.635	0.615	2.658	0.013		

新興市場

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.	R-Square	DW
定数項	0.163	0.308	0.529	0.600	0.36	2.16
IPO 初値上昇率	0.488	0.141	3.451	0.002		
IPO 上場後変動	0.065	0.662	0.099	0.922		
株価 HV	-0.003	0.015	-0.207	0.837		
為替 HV	0.025	0.044	0.556	0.582		
株式市場変動率	2.073	0.874	2.372	0.024		

注) 1. 既存市場とは、東証・大証など従来の株式市場のこと。

注) 2. 推計期間は 2002 年第 1 四半期～2011 年第 4 四半期。

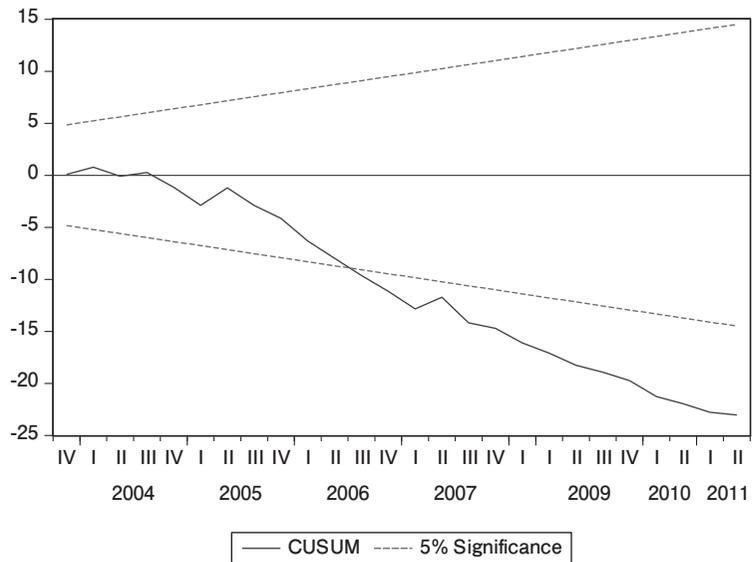
一方、新興市場では、IPO 初値変動率が 1% 有意、株式市場全体に変動が 5% 有意となっている。ここでの結果は、先行研究（増田等）と一致したものと見える。新興市場における IPO では、過去の IPO のパフォーマンスが当期の IPO のアンダープライシングに影響を与えており、当該 IPO の固有のリスクを、他の IPO のパフォーマンスで測る形となっていると考える。つまり、IPO 企業自体の収益状況などが影響していない可能性を示唆している。また、金融危機の代理変数は株価、為替とも有意ではない。ただし、株式市場全体の変動とは有意であることから、アンダープライシングに何らかの影響を与えていると考えられる。なお、新興市場では構造変化は観察されない。

つまり、金融危機前の IPO のアンダーウエイトは新興市場に上場する IPO から生じたものであったが、金融危機後は新興市場でのアンダープライシングは減少し、その分既存市場での IPO アンダーウエイトが増加する状況が生じている。

4.2.2 マクロ経済政策の影響（表 7）

次に、4.2.1 節で推計したモデルに金融政策変数を追加する。既存市場及び新興市場とも金融政策変数を加えて推計しても、他の変数の有意性には変化はみられない。ただし、金融政策の影響は既存市場と新興市場で異なる結果となっている。新興市場では金融政策の影響はみられないものの、既存市場では 10% 有意となっている。

(既存市場)



(新興市場)

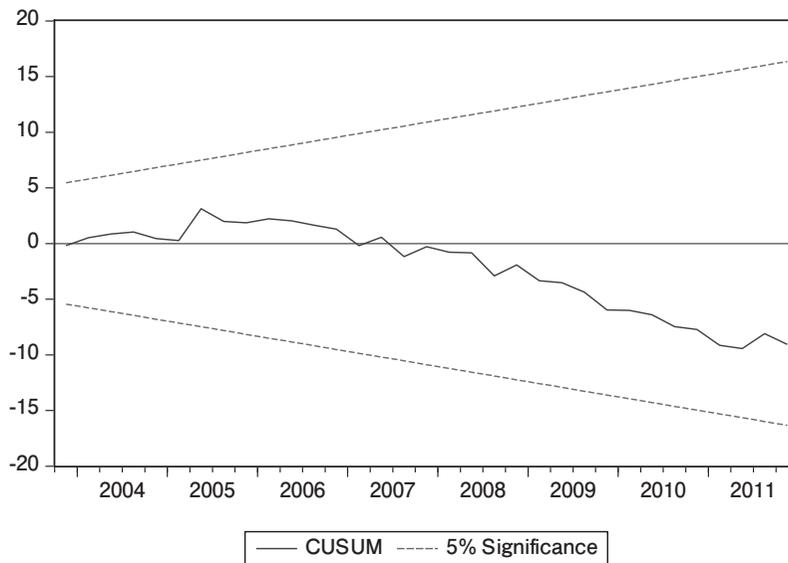


図 1. IPO 市場の構造変化

つまり、新興市場ではアンダープライシングが発生するのは個別 IPO に依存した問題であるが、既存市場では IPO に限らず他の株式と同様に、金融政策が株式の価格形成に影響を与えている可能性を示している。

表 7. 金融政策の影響

既存市場

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.	R-Square	DW
定数項	-0.087	0.202	-0.430	0.671	0.32	1.55
IPO 初値上昇率	0.069	0.160	0.433	0.669		
IPO 上場後変動	1.020	0.537	-1.902	0.069		
株価 HV	-0.011	0.011	-0.974	0.340		
為替 HV	0.064	0.028	2.261	0.033		
コールレート	-0.548	0.285	-1.920	0.066		
株式市場変動率	1.381	0.600	2.300	0.030		

新興市場

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.	R-Square	DW
定数項	0.155	0.318	0.486	0.631	0.36	2.05
IPO 初値上昇率	0.361	0.171	2.112	0.043		
IPO 上場後変動	0.195	0.161	1.206	0.237		
株価 HV	-0.051	0.679	-0.075	0.941		
為替 HV	-0.006	0.016	-0.391	0.699		
コールレート	0.033	0.046	0.711	0.482		
株式市場変動率	-0.343	0.410	-0.836	0.410		

4.3 ジャスダックとマザーズ

ここでは、新興市場のジャスダック及びマザーズの市場を個別に分析する。

4.3.1 金融危機の影響 (表 8)

ジャスダックは、概ね 4.2.1 での新興市場の結果と同様、前期の IPO 初値上昇率が 1% 有意、株式市場変動率が 5% 有意となっている。基本的に、金融危機の影響は認められない。また、金融政策の変数を追加しても、推計結果に変化はない。

一方、マザーズは、全ての変数が有意とならない。金融政策も変数を追加しても変化はない。このことは、マザーズではジャスダック市場とは異なる要因でアンダープライシングが発生している可能性を示唆している。

4.3.2 過去の情報の影響 (表 9)

そこで、IPO 初値上昇率について、さらに過去の情報 (2 期前 IPO 初値上昇率) を追加して、本論で用いた全ての市場について推計した。マザーズを除き、既存市場、新興市場全体及びジャスダックについては推計結果に大きな変化はない。

しかし、マザーズについては、2 期前 IPO 初値上昇率が 5% 有意となった。金融政策の変数を追加した場合でも 2 期前 IPO 初値上昇率は 10% 有意となっている。このことは、マザーズでは、同じ新興市場でもジャスダックとは異なる要因でアンダープライシングが発生して

表 8. ジャスダックとマザーズ（金融危機の影響）

<金融政策の変数除き>

ジャスダック市場

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.	R-Square	DW
定数項	-0.252	0.312	-0.808	0.425	0.32	2.13
IPO 初値上昇率	0.422	0.148	2.848	0.008		
IPO 上場後変動	-0.026	0.459	-0.057	0.955		
株価 HV	-0.007	0.015	-0.485	0.632		
為替 HV	0.074	0.049	1.515	0.140		
株式市場変動率	2.619	1.032	2.537	0.017		

マザーズ市場

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.	R-Square	DW
定数項	0.821	0.574	1.430	0.164	0.08	2.05
IPO 初値上昇率	0.133	0.200	0.665	0.512		
IPO 上場後変動	-0.176	0.697	-0.252	0.803		
株価 HV	-0.014	0.027	-0.523	0.605		
為替 HV	0.038	0.088	0.435	0.667		
株式市場変動率	2.464	1.709	1.441	0.161		

<金融政策の変数含み>

ジャスダック市場

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.	R-Square	DW
定数項	-0.227	0.311	-0.730	0.471	0.33	2.15
IPO 初値上昇率	0.388	0.151	2.578	0.015		
IPO 上場後変動	-0.146	0.470	-0.310	0.759		
株価 HV	-0.012	0.016	-0.733	0.470		
為替 HV	0.088	0.050	1.756	0.090		
コールレート	-0.452	0.412	-1.097	0.282		
株式市場変動率	2.425	1.044	2.323	0.027		

マザーズ市場

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.	R-Square	DW
定数項	0.850	0.577	1.472	0.153	0.07	2.04
IPO 初値上昇率	0.105	0.203	0.518	0.609		
IPO 上場後変動	-0.209	0.701	-0.298	0.768		
株価 HV	-0.019	0.027	-0.695	0.493		
為替 HV	0.059	0.092	0.640	0.528		
コールレート	-0.562	0.643	-0.875	0.390		
株式市場変動率	2.244	1.735	1.294	0.207		

注) 推計期間は 2002 年第 1 四半期～2011 年第 4 四半期。

表 9. 過去の情報の影響

既存市場

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.	R-Square	DW
定数項	-0.145	0.247	-0.586	0.564	0.22	1.54
IPO 初値上昇率(1期前)	0.169	0.175	0.966	0.345		
IPO 初値上昇率(2期前)	-0.095	0.175	-0.542	0.593		
IPO 上場後変動	-0.844	0.616	-1.372	0.184		
株価 HV	-0.011	0.012	-0.864	0.397		
為替 HV	0.061	0.032	1.919	0.068		
株式市場変動率	1.479	0.649	2.278	0.033		

新興市場

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.	R-Square	DW
定数項	0.119	0.314	0.381	0.706	0.37	2.04
IPO 初値上昇率(1期前)	0.376	0.169	2.228	0.033		
IPO 初値上昇率(2期前)	0.194	0.161	1.209	0.236		
IPO 上場後変動	0.023	0.670	0.034	0.973		
株価 HV	-0.004	0.015	-0.238	0.813		
為替 HV	0.025	0.045	0.557	0.581		
株式市場変動率	2.053	0.889	2.309	0.028		

ジャスダック市場

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.	R-Square	DW
定数項	-0.279	0.321	-0.867	0.393	0.31	2.06
IPO 初値上昇率(1期前)	0.364	0.174	2.088	0.046		
IPO 初値上昇率(2期前)	0.122	0.174	0.700	0.490		
IPO 上場後変動	-0.096	0.481	-0.200	0.843		
株価 HV	-0.008	0.016	-0.518	0.608		
為替 HV	0.075	0.050	1.506	0.143		
株式市場変動率	2.604	1.075	2.423	0.022		

マザーズ市場

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.	R-Square	DW
定数項	0.689	0.604	1.140	0.266	0.16	1.96
IPO 初値上昇率(1期前)	0.050	0.212	0.237	0.815		
IPO 初値上昇率(2期前)	0.396	0.217	1.821	0.082		
IPO 上場後変動	0.096	0.770	0.124	0.902		
株価 HV	-0.019	0.027	-0.701	0.491		
為替 HV	0.028	0.091	0.312	0.758		
株式市場変動率	1.389	2.174	0.639	0.529		

注) 推計期間は 2002 年第 1 四半期～2011 年第 4 四半期。

いることを示している。マザーズはジャスダックと異なり、赤字企業でも上場可能となることから、同じマザーズで上場した企業のより安定的な情報を必要としていると考えられる。

5. まとめ

IPO のアンダープライシングの多くは新興市場で発生している。この背景には、先行研究が指摘する通り、上場基準が比較的緩和された市場での上場であるため、新規上場企業の状況に関する情報の非対称性をプレミアムの形で埋めていると考えられる。

しかしながら、アンダープライシングが発生するかは、新興市場での過去の初値上昇率が有意となっていることから、金融危機後には新規上場全体の低迷が影響しアンダープライシングは大きく減少している。この点では、増田（2005）が指摘する市場センチメントの楽観化がアンダープライシングの要因ともいえるが、一方で、市場環境の悪化により情報の非対称性がより拡大し、より多くのプレミアムを求めた（つまり公開価格が過大評価）ことを示していると考えられる。

このことは、金融危機後の既存市場におけるアンダープライシングの割合が増加したことから窺える。既存市場では、事業継続や利益など上場基準がより厳しく、投資家にとって既存市場で上場していることがシグナルとして、当該新規上場企業に関する情報の非対称性を緩和していると考えられる。したがって、新興市場で上場する IPO でアンダープライシングが発生するのは、新興市場での上場基準の緩和により生じた情報の非対称性を埋めるものと判断できよう。

また、新興市場でもジャスダックとマザーズではアンダープライシングの発生要因が異なることも観察された。マザーズではジャスダックと比較して、より緩和された上場基準となっている。赤字企業でも上場可能なのはマザーズの大きな特徴といえる。しかしながら、赤字企業であることは投資家にとってより大きな情報の非対称性に直面していると考えられる。この結果、表4でみられるように、ジャスダックに比べてマザーズの初値上昇率の規模が大きいことから窺える。また、アンダープライシングの発生要因についても、ジャスダックとは異なり、より過去の情報（IPO 初値上昇率）まで重視した形で公開価格が形成されている可能性が示された。

以上のように簡単な計測ではあるが、IPO におけるアンダープライシングは発行市場別に実施すると、各市場における情報の非対称性の規模の違いが存在することを示唆される。またその要因は、上場基準の緩和により情報の非対称性の規模に違いが生じたと判断される。

参考文献

忽那憲治（2008）『IPO 市場の価格形成』中央経済社。

- 船岡健太 (2009) 「投資家のセンチメントと IPO アンダープライシング」『証券レビュー』第 49 卷, 第 9 号.
- 増田芳宏 (2005) 「IPO 市場におけるセンチメントとアンダープライシング」神戸大学大学院経営学研究科.
- Baron, D. P. (1982) "A Model of the Demand for Investment Banking Advising and Distribution Services for New Issues," *Journal of Finance* 37, pp.955-976.
- Benveniste, L. M. and Spindt, P. A. (1989) "How Investment Bankers Determine the Offer Price and Allocation of New Issues," *Journal of Financial Economics*, 24, pp.343-362.
- Chemmanur, T. J. (1993) "The Pricing of Initial Public Offerings: A dynamic Model with Information Production," *Journal of Finance* 48, pp.285-304.
- Rock, K. (1986) "Why New Issues are Underpriced," *Journal of Financial Economics* 15, pp.187-212.