

2010年12月 アカデミックセミナー要旨

設備投資研究所

講師：NUS Business School, National University of Singapore, Professor Emir Hrnjic

演題：Market-wide sentiment, firm-level sentiment, and the IPO pricing process

日時：2010年12月6日（月）15:30～17:30

要旨

本研究は、IPOの価格形成過程に対する市場の地合いの影響に関する実証研究である。米国におけるIPO初日の平均収益率は18-20%と非常に高く（過小値付け現象）、1960年から2008年にかけて月次平均収益率は大きく変動している。一般に報道されている、市場の地合いと過小値付けの正の相関は理論によって支持されている。しかし、実証研究では市場の地合いの影響は確認されていない。但し、先行の実証結果は、少ないサンプル数、短いサンプル期間、そして地合いに関する代理変数の不適切な選択に依存している可能性がある。そこで、本研究は、1981年から2009年にかけて、米国で新規公開した5198社を対象に、より適切な代理変数を導入することで、地合いがIPOの評価・過小値付け・過小値付けの月次のボラティリティーに影響を与えるか、そして裁定が困難なIPO（ハイテク産業・R&D支出の多い企業等は成長性・収益性の評価が困難である）に関して過小値付けの傾向が強く見られるかを検証している。

本研究は、IPOの投資家と消費者の地合いが同一視できるという仮定の下で、ICS (Index of Consumer Sentiment by University of Michigan) と CBIND (Index of Consumer Confidence by Conference Board) に着目する。ICSは500の家計を対象とした、各家計の相対的経済状態に関する5項目の質問に対する回答を集計した複合スコアである。一方、CBINDは5000の家計を対象とした、世帯所得・就業機会・景気動向に関する各5項目の質問に対する回答を集計した複合スコアである。ICSとCBINDを各々ファンダメンタルズ（配当利回り・信用スプレッド・3ヶ月物TBの月次利回り・GDP成長率・消費成長率・勤労所得成長率・失業率・インフレ率・資産に占める消費の割合）に回帰し、残差を市場の地合いの代理変数とする。

また、本研究は企業レベルの地合いも検討する。取引を個人投資家と機関投資家に分類し、個人投資家に関する「買い手が主導した取引数」から「売り手が主導した取引数」を差し引いた後、Asthana et al. (2004)に基づいて算出した、取引初日における個人投資家の変則的な取引数を企業レベルの地合いの代理変数とする。

IPOの評価に関する推計では、同一産業・同一規模の非IPO企業に対するIPO企業の過大評価の程度（発行済株式の公開価値／前年度売上高あるいは前年度EBITDAの両企業の比率）を算出し、市場レベル・企業レベルの地合いとコントロール変数（主幹事ランキングの最大値・ハイテク産業ダミー変数・ベンチャーキャピタル参加ダミー変数・NASDAQ

上場ダミー変数等)に回帰している。推計の結果、頑健ではないものの、地合いが公開初日の IPO の評価に影響を与えていることが判明した。

IPO の過小値付けに関する推計では、過小値付け(公開価格に対する IPO 初日の終値の上昇率)を市場レベル・企業レベルの地合いとコントロール変数(前述の変数に加えて登録公開価格帯の中央値に対する公開価格からの変化率)に回帰している。推計の結果、市場の地合い・企業レベルの地合いが共に有意に IPO の過小値付けと正の相関を持つことが示された。また、サブサンプルを用いた同様の推計結果は、裁定の困難でない企業と比較して、裁定の困難な企業に過小値付けの傾向が見られることを示している。

IPO の過小値付けのボラティリティーに関する推計では、1 か月間に発行された全 IPO の過小値付けの標準誤差を市場の地合い、修正された市場レベルの地合い(集計された企業レベルの地合いを市場レベルの地合いに回帰した、企業レベルの地合いの予測値)、修正された企業レベルの地合い(残差)、とコントロール変数に回帰している。推計の結果、市場の地合い、修正された市場レベル・企業レベルの地合い共に過小値付けのボラティリティーと正の相関があることが示された。

以上の推計結果は、金融市場の価格形成に投資家の行動が影響するという行動ファイナンス理論と整合的といえる。

以 上