

# 報告論文要旨

タイトル： 隠れマルコフモデルによるアンダープライシングの推計と決定要因

跡見学園女子大学 比佐優子

横浜市立大学 比佐章一

本論では、アンダープライシングの決定要因について、マクロ経済の要因と銀行やVCなどの投資など企業金融のミクロ的要因を考慮し、1998年から2005年に上場した企業を対象に分析を行った。アンダープライシングには、循環的な動きが見られることが指摘されている。Yung et al. (2007) は、情報の非対称性が大きいほど、IPOの循環的な現象を大きくなり、アンダープライシングが起りやすくなるかと主張されてきた。

アンダープライシングの要因については、これまで多くの研究がミクロ的視点から、情報の非対称性の問題を指摘し、これを緩和する存在として銀行や証券会社およびベンチャー・キャピタル（以下VCと記す）の役割を検証してきた。

しかし、IPOの個別企業のIPOについてのレジーム・チェンジの特定はおこなっておらず、そのため実際の景気循環とIPOとのアンダープライシングの関係を解明しているとはいえなかった。本論ではHamilton(1994)のマルコフ・レジーム・スイッチング・モデルを用いて、変動するアンダープライスの転換点の特定化を試み、この値をもとに回帰分析をおこなった。

本論では、こうしたミクロ的視点に加え、マクロ的視点からアンダープライシングの決定要因について解明を試みた。分析の結果、景気拡大の局面ではアンダープライシングが起り、さらに低いレジームから高いレジームに景気が転換するとき、アンダープライシングは起りにくいことが明らかになった。景気が上向くときには市場は効率的であるが、その後追隨行動が発生し、アンダープライシングが生じるのである。また、企業の業績とROEがアンダープライシングを増加させることから、Allen and Faulhaber (1989)などが主張するように、優良企業はあえてアンダープライシングを受け入れている見方を示している。そして証券会社については、むしろアンダープライシングを導いている結果であった。また、この時期、金融危機に直面する銀行では自己資本比率の制約によって、IPO企業への投資が減少していたことが確認された。負債を通じての規律付けの効果は認められたの、銀行や銀行系VCのモニタリングの効果は確認できなかった。証券系VCにおいてのみアンダープライシングが起りにくいという結果が得られた。

本論は、アンダープライシングについてIPO企業のミクロ的要因とマクロ的要因について検証をおこなった。その結果、主幹事証券会社や証券系VCを除いては株主にみるガバナンス構造などミクロの有意性は見られず、むしろマクロの景気要因がアンダープライシングに影響を及ぼしているのである。