

IPO Bubble

慶應義塾大学ビジネススクール

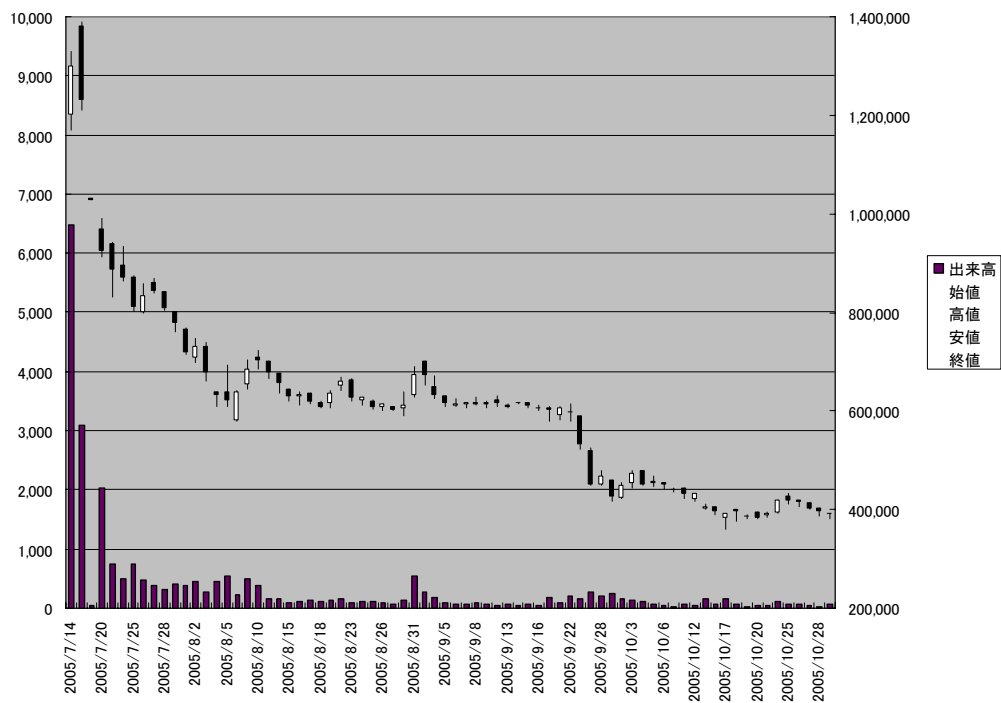
小幡績

seki@kbs.keio.ac.jp

mixi Inc.
2007/2/9



Copyright (C) 2007 Yahoo Japan Corporation.



新規上場銘柄の初値騰落率ランキング(2005)

順位	銘柄	証券番号	市場	公募価格 (円)	初値(円)	騰落率 (%)
1	オールアバウト	2454	ジャスダック	260,000	2,020,000	677
2	セレブリックス	2444	ヘラクレス	460,000	3,400,000	639
3	ゲームホット	3792	札証アンビ シャス	100,000	700,000	600
4	アライヴウコミュニティ	1400	ヘラクレス	300,000	2,000,000	567
5	エムビーエス	1401	福証Qポート	80,000	480,000	500
6	GMOペイメントゲートウェイ	3769	マザーズ	800,000	4,500,000	463
7	ジャパンベストレスキューシ ステム	2453	マザーズ	230,000	1,200,000	422
8	レイコフ	8941	ヘラクレス	500,000	2,400,000	380
9	アビックス	7836	ジャスダック	330,000	1,540,000	367
10	シンワアートオークション	2437	ヘラクレス	650,000	3,010,000	363

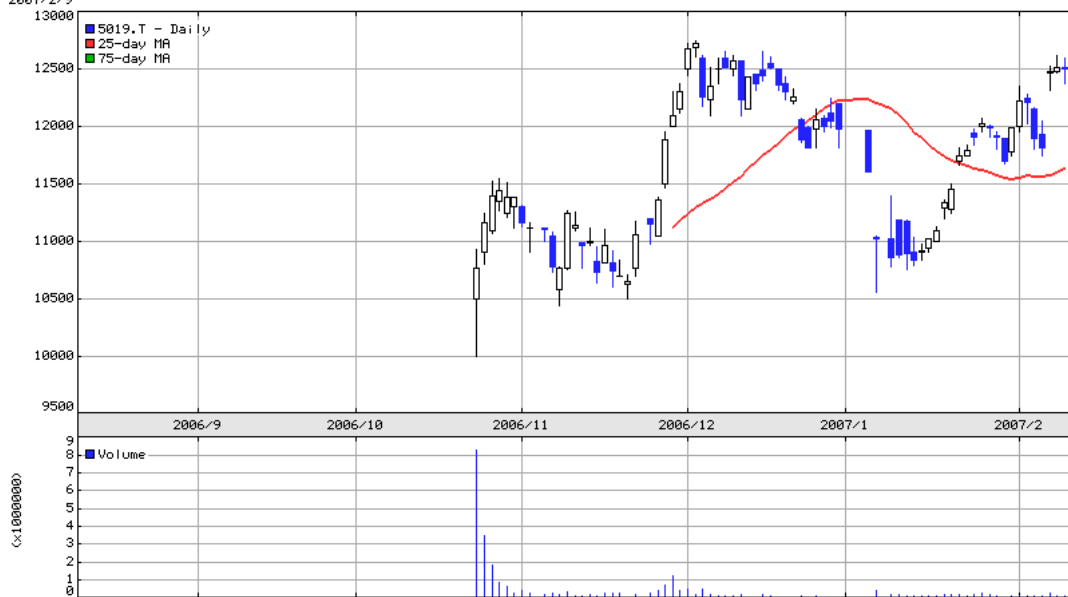
明らかなIPO Bubble

- 5倍、6倍は当たり前
- 1億円の現金をネット証券口座間で移動
 - 抽選に当たるために
- 対面証券はIPO配分を武器に口座を維持

IPO Puzzle around the world

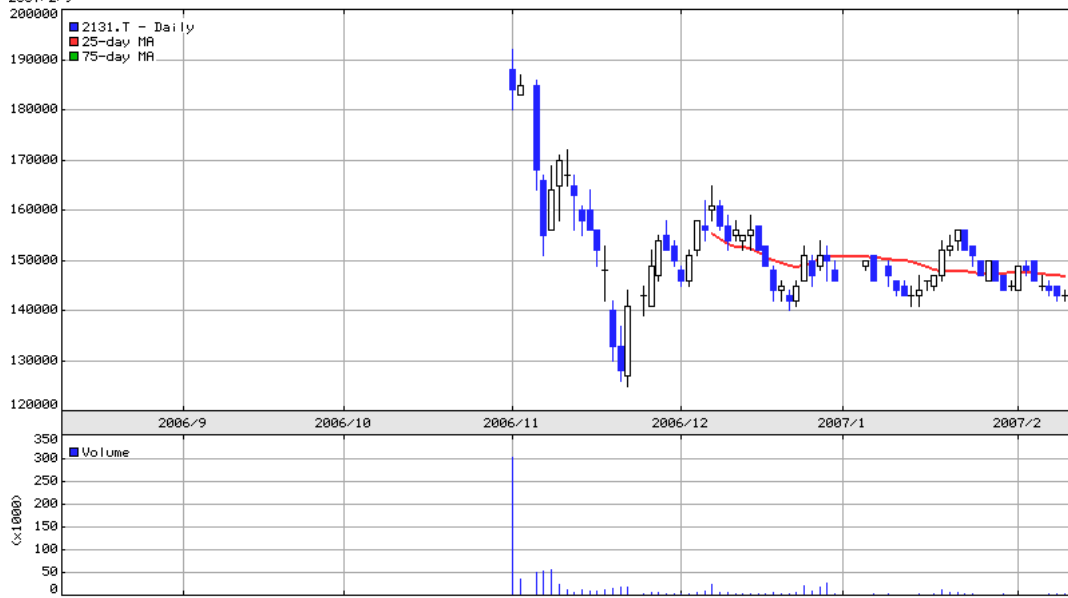
- 異常なのは日本だけでない
- IPO Puzzle
 - Underprice at the issue
 - Overprice on the first day
 - Long run low performance

Idemitsu Kosan Co.Ltd.
2007/2/9



Copyright (C) 2007 Yahoo Japan Corporation.

Recordia Golf Co.Ltd.
2007/2/9



Copyright (C) 2007 Yahoo Japan Corporation.

Many ways to go

- Three puzzles
 - Why underprice?
 - Issuers leave money on the table
 - Why long run low performance?
 - IPO effect? Or Small size effect?
 - Simply bubble
- Three approaches
 - Efficient market
 - Micro structure
 - Behavioral argument

IPO bubble by BF

- 他の議論を排除するわけではない
- First day return: extremely high
- Long run: low return
 - Bubble: 両方を同時に説明できる

Bubble

- 定義は？
 - ファンダメンタルズで説明できない価格の動き
 - 価格急騰、そして暴落
- Irrational, crazy, stupidと言い切れるか？

本当のpuzzle

- 初値が高すぎることで、公募価格が安すぎることもない
- 暴落するとわかっている、なぜ初値で買うのか？

仕手株はbubbleか？

- 先ほどの定義は満たしている
- しかし、仕手株が上がり始めているのを見つけたらどうするか？
 - 危ないので近寄らない: リスクが高い
 - 乗る

IPO Bubbleも同じ

- 落ちることはわかっているが、どこまでいけるか
 - 落ちる前に抜ければ、プラスのリターン
 - 誰も長期保有しようと思っていない

本研究のメッセージ

- IPO Puzzle
 - BFで説明できる
 - かつ一定の合理性がある
 - Noise traderの意味不明の行動ではなく、ある一定の目的、行動原理をもった投資家の行動として描写できる可能性
- IPO Bubbleだけでなく、すべてのBubbleに共通な構造

Findings

- IPO初値バブル
 - 直前のマーケットインデックスの動きと正の相関
 - ジャスダックでは目立たない: マザーズ、ヘラクレス
 - それぞれの市場のインデックスとの相関
 - その他の要素
 - 資金調達サイズ: 負の相関
 - 成長性(売り上げ、利益伸び率)、収益性(PERなど): 無関係
 - 基本的にファンダメンタルズは無関係
 - インダストリー: 意外と関係ない
- 解釈: Investor sentimentと需給

Findings (2)

- 長期(初値後)のリターン
 - 長期になるほど初値リターンと負の相関
 - 1年間では、ファンダメンタルズも大きな影響
 - 売り上げ伸び率: 正で有意
 - 市場放出比率: 負で有意
- Implication
 - 短期と長期は別世界

Findings (3)

- 初値直後のリターンは？
 - 上場1週間: 初値リターンとの相関なし
 - 上場1週間と2週目: 正で有意
 - そもそも: 初値後も、負のリターンではない
 - 分散が大きい为上にもチャンスあり

先行研究

- IPO Puzzle
 - Ritter (2003) survey
 - Under priceの研究の方が多い
 - Micro structureとしてやりやすい?
- Hot market and Sentiment
 - Loughran and Ritter (2002)
 - Ljungqvist et al (2006)

Data

- 2003年9月以降上場
 - (2006年8月まで:ただし事後のリターンについては、2006年3月までの上場)
- マザーズ、ヘラクレス
- 184銘柄

とりあえずの結論

- IPO Puzzle

- Investor SentimentによるBF approachで説明
- ただし、sentimentはnoisy, irrationalという意味ではない
- 短期と長期は別
 - Gamble: a big winner vs many losers ?
 - 今後の課題

残されている課題

- 多数
- Under priceについて
 - Under priceにした方がlong run performanceが良い？
 - Bubble銘柄とFundamentals銘柄は別世界？