



Investor Sentiment and IPO Market Puzzles: Evidence from Hong Kong Stock Market

何, 相濱

(Degree)

博士 (経営学)

(Date of Degree)

2023-03-25

(Date of Publication)

2024-03-01

(Resource Type)

doctoral thesis

(Report Number)

甲第8573号

(URL)

<https://hdl.handle.net/20.500.14094/0100482321>

※ 当コンテンツは神戸大学の学術成果です。無断複製・不正使用等を禁じます。著作権法で認められている範囲内で、適切にご利用ください。



学位論文審査要旨

氏名 何 相濱

論題 Investor Sentiment and IPO Market
Puzzles: Evidence from Hong Kong Stock
Market
投資家のセンチメントと IPO 市場のパ
ズル：香港株式市場の実証結果にもと
づいて

審査 令和 5 年 3 月

神戸大学

論文内容の要旨

本論文は、1999 年から 2017 年までの香港株式市場のメインボードおよび GEM（Growth Enterprise Market：成長企業市場）を対象に、新規株式公開（IPO）パズルとして知られる短期のアンダープライシング、長期のアンダーパフォーマンスと投資家心理に焦点を当て、香港株式市場における IPO プロセスの特徴であるデュアル・トランシェ・オファー・メカニズム（DTOM）とクローバック条項が、投資家心理と IPO パズルの関係性にどのような影響を及ぼすのかを分析した研究である。

本論文は 6 章で構成されている。第 1 章と第 6 章は、それぞれ導入部分と結論部分である。第 2 章では、香港株式市場の特徴である DTOM の概要とクローバック条項について説明がされている。第 3 章では、香港株式市場における投資家心理が IPO パズルにどのような影響を与えるのかを検証している。具体的には、投資家心理の直接的な変数指標として Thomson Reuters MarketPsych Indices（TRMI）における香港ハンセン指数（HSI）のセンチメントを用い、HSI に対する市場全体のセンチメントが IPO におけるアンダープライシングとアンダーパフォーマンスに与える影響について分析を行っている。第 4 章および第 5 章では、DTOM の下で、個人の投資家心理が IPO のアンダープライシングおよびアンダープライシングにどのような影響を及ぼすのかについて検証を行っている。両章とも、投資家心理として個人投資家の購買率（subscription rate）を用いて、個人投資家の購買率が高くなった際に発動されるクローバック条項によって、IPO のアンダープライシングおよびアンダーパフォーマンスが抑制されるのかを検証することに焦点が置かれている。

本論文における検証結果は以下の通りである。第 1 に、HSI のセンチメントが IPO の初日の収益率およびそのボラティリティに正の影響を与え、長期パフォーマンスには負の影響を与えることが示された。第 2 に、発行段階での個人投資家の需要、すなわち個人投資家の購買率を個人投資家心理の代理変数として用いると、DTOM によるクローバック条項の発動によって IPO のアンダープライシングが小さくなることが示された。第 3 に、DTOM によるクローバック条項の発動は、IPO 後 12 ヶ月、24 ヶ月、36 ヶ月の長期的な株価のアンダーパフォーマンスも小さくさせる効果があることが示された。

論文審査の結果の要旨

本論文の学術上の特色は、以下の 2 点に求められる。第 1 に、市場全体の投資家心理の代理変数として、TRMI の心理指数を用いた点である。従来の先行研究では、市場のセンチメントとして市場インデックスの収益率といった指標を用いることが多いが、本論文ではより厳密な意味での心理指標を用いて IPO パズルとの関係性を示している。第 2 に、香港株式市場における DTOM とクローバック条項が、IPO のアンダープライシングとアンダーパフォーマンスに及ぼす影響を検証している点である。過去にも DTOM に注目した研究はいくつか存在するが（例えば、Mcguinness、2009; Jiang & Li、2013; Chang et al.、2014）、DTOM と IPO パズルとの関連性を明確に示しているわけではないため、本論文はこうした関連性を検証した最初の研究である。

本論文は、実証結果から、DTOM とクローバック条項が以下のプロセスを経て IPO パズルの抑制をもたらすと主張している。個人投資家の IPO 銘柄に対する人気が過熱した際、クローバック条項が発動することで個人投資家に割り当てられる株式数が増大する。そのことは株式を割り当てられなかった個人投資家による IPO 銘柄への過熱行動が緩和されることを意味し、公開初日に個人投資家による買いが集中しづらくなる。その結果、IPO の株価がファンダメンタルから大きく乖離することが抑制される、といったものである。本論文で推測されるこのメカニズムが正しければ、DTOM とクローバック条項は、IPO における株価の歪みを抑制する効果があることを示したことになる、政策上の意義は大きい。

以上の点より、本論文は、香港株式市場において、投資家心理と IPO パズルとの間に明確な関係性が存在することを示した点、そして DTOM の存在が香港株式市場の IPO のアンダープライシングとアンダーパフォーマンスを抑制しうることを示した点で学術的貢献が大きいと言える。

一方で、本論文には分析上の問題点もあるように思われる。上記の通り、本論文では DTOM とクローバック条項が香港株式市場の IPO パズルを抑制する効果があったことを主張している。もちろんその可能性はありえるものの、その関係性を頑健に示すためにはより多くの検証が必要である。例えば、クローバック条項が発動される基準となる購買率 15 倍、50 倍、100 倍周りでの売買行動に非連続な動きがみられる

のかを検証するという方法がありうる。他にも、1999 年の DTOM 導入前後での香港株式市場の IPO パズルの比較や、DTOM のない他国株式市場との IPO パズルの比較を通じて、DTOM が導入された時期および市場においてのみ IPO パズルの抑制効果が見られることを示す方法も考えられるだろう。ただし、あくまでこうした指摘は、DTOM と IPO パズルとの関係性を示した本論文の貢献を前提にしたものである以上、本論文の本質的な価値を損ねるものではない。

以上の理由から、審査委員は、本論文の著者が、博士（商学）の学位を授与されるに十分な資質を持つものと判断する。

令和 5 年 3 月 6 日

審査委員	主査	教授	山崎 尚志
		教授	藤原 賢哉
		准教授	畠田 敬