

第4章 IPOにおける価格形成*

はじめに

本章では、2000年代初頭のIPOをめぐる市場間競争を概観した上で、IPOの課題として継続的に取り上げられている新規公開株の価格形成を中心に検討を行う。

東京証券取引所と大阪証券取引所の経営統合に伴い、2013年7月に現物市場が東証に集約され、事実上、IPOをめぐる市場間競争は終焉を迎えた¹⁾。振り返ってみると、1999年11月の東証「マザーズ」、2000年6月の大証「ナスダック・ジャパン」の創設を契機とし、店頭市場（2004年12月からジャスダック証券取引所）を含めた3市場を中心として市場間競争が繰り広げられてきた。その後、米ナスダックの撤退により、ナスダック・ジャパンは「ヘラクレス」に名称を変更し、さらに2010年10月にはヘラクレス、ジャスダック、ジャスダック証券取引所傘下のNEOが統合して、大証「(新) ジャスダック」となった^{2),3)}。そして、東証と大証の経営統合によって、ライバル関係にあった3市場は東証の下に集約されることとなった。

以下、第1節では、新興企業向け市場の代表格であるジャスダック、マザーズ、ヘラクレスの3市場について⁴⁾、その並立期である2000年以降を対象として、新規公開企業数、新規公開銘柄の規模（公募・売出額）、主幹事獲得状況について整理・比較検討する。第2節では、実務家、投資家、研究者のいずれの立場からも注目されている新規公開株の価格形成に関して検討する。短期の価格形成については、公開価格と初値の乖離、すなわち高い初期収益率の問題

を取り上げる。市場で形成される初値が効率的なものであるという立場からは、公開価格が過小に値付けされているということになるため、アンダープライシング（underpricing）とも呼ばれている。また、新規公開株の長期パフォーマンスの低迷現象が観察されていることから、短期・長期の両面から新規公開株の価格形成について検討を行う。第3節では、新規公開株の価格形成をめぐる議論について、市場参加者の合理性を前提とし、情報の非対称性からアプローチするものについて整理検討を行う。第4節では、近年の行動経済学、行動ファイナンスの発展をふまえ、投資家の限定合理性を導入して新規公開株の価格形成問題を説明しようとする研究に基づいて検討を行う。

1. IPO の概況

（1）新規公開企業数の動向

1999年にマザーズ、2000年にナスダック・ジャパンがそれぞれ創設され、ジャスダックを交えた市場間競争が開始された。図表4-1には1997年から2014年までの市場別新規公開企業数の推移が整理されている。

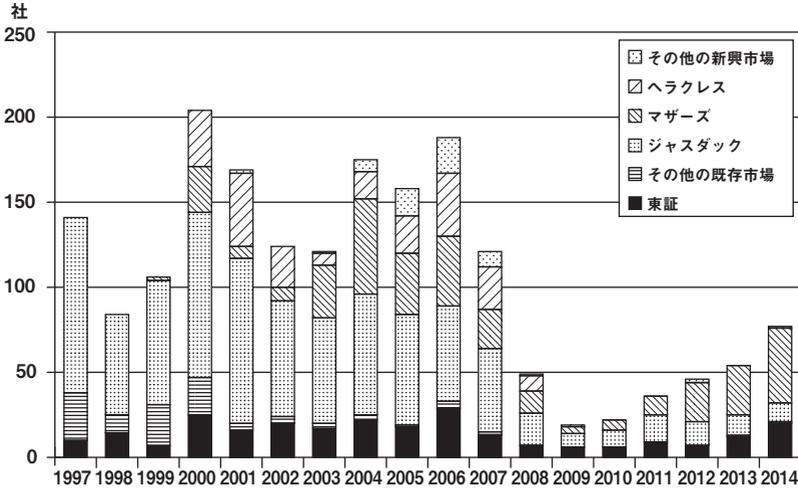
2000年には新市場創設が相次いだこともあって、最多の204社と前年の倍近いIPOが実施された。その後、2007年までは毎年100社を超える水準であったが、世界金融危機の影響もあり、2009年には19社と2000年の10分の1以下にまで落ち込んだ。その後、回復傾向に転じ、2014年には77社となった。

2000年代のIPOについては、ジャスダック、マザーズ、ヘラクレスの3市場が中心的な存在であったことを図表4-1から読み取ることができる。なお、近年の特徴的な変化として、2012年にマザーズのIPO件数がジャスダックを上回り、その後は差を拡大していることがあげられる。

（2）公開規模の動向

図表4-2（A）（B）では公開規模に関して、公募・売出額（公開価格 × 公

図表4-1 市場別新規公開企業数の推移



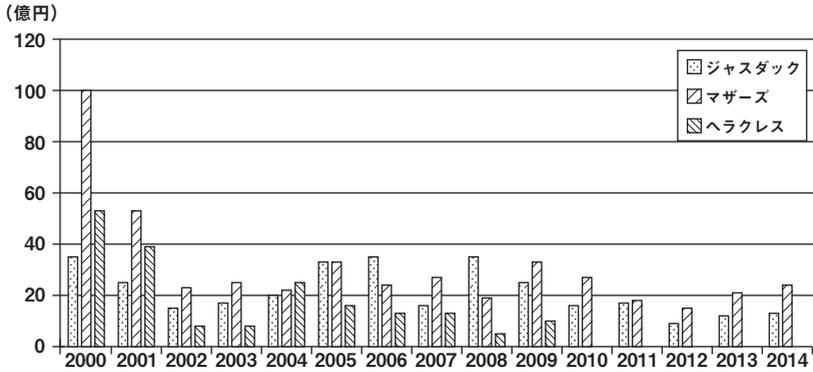
(注) ヘラクレスには旧ナスダック・ジャパンを含む。

〔出所〕各証券取引所 HP, 『株式公開白書』各年版 (プロネクサス), 『株式上場白書』各年版 (亜細亜証券印刷)

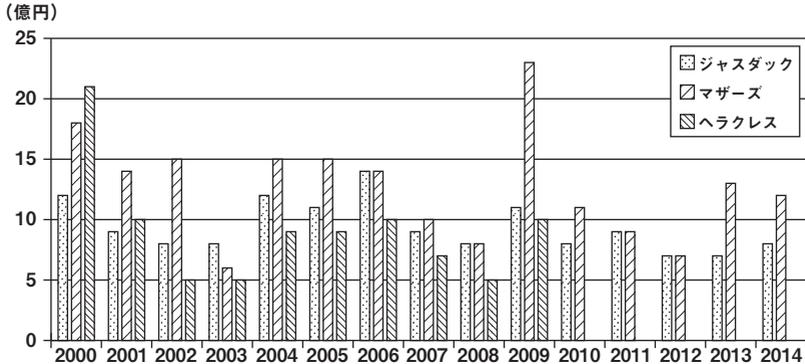
募・売出株数)の平均値・中央値を年別・市場別に整理している⁵⁾。市場間競争が開始された2000年については、ジャスダックが35億円・12億円(順に平均値・中央値)、マザーズが100億円・18億円(同)、ヘラクレス(当時:ナスダック・ジャパン)が53億円・21億円(同)となっており、新たに創設された2市場において多少大きな規模のIPOが実施されたことが分かる。2001年以降は規模が小さくなり、平均値で10数億円から30億円台、中央値で数億円から10数億円程度となっている。1件あたりの公開規模に関しては、マザーズが相対的に大きく、ジャスダックとヘラクレスが年により入れ替わるという状況が見受けられる。

次に、図表4-2 (C) では公募・売出額の年間合計額を市場別に整理している。2000年にはジャスダックで3400億円弱、マザーズで2700億円余り、ヘラクレスで1760億円余りの公募・売出が総計で実施された。ファイナンス面から考えた新規公開市場の機能としては、新規公開企業の資金調達、創業者をはじめとする既存株主の利益の実現などが考えられる。その意味でも、2000年代半ば

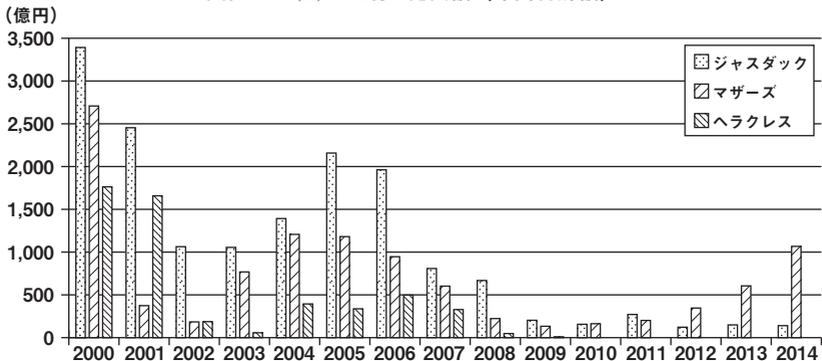
図表4-2 (A) 公募・売出額（平均値）



図表4-2 (B) 公募・売出額（中央値）



図表4-2 (C) 公募・売出額（年間合計額）



(注) ヘラクレスには旧ナスダック・ジャパンを含む。

〔出所〕各証券取引所HP、『株式公開白書』各年版（プロネクサス）、『株式上場白書』各年版（亜細亜証券印刷）

までは年間1000億円から2000億円台の公募・売出を果たしてきたジャスダックは、IPOに関する中心的な市場であったと位置づけられよう。なお、新規公開企業数と同様に、2012年以降についてはマザーズがジャスダックを公募・売出額でも上回り、差を拡大しつつある。

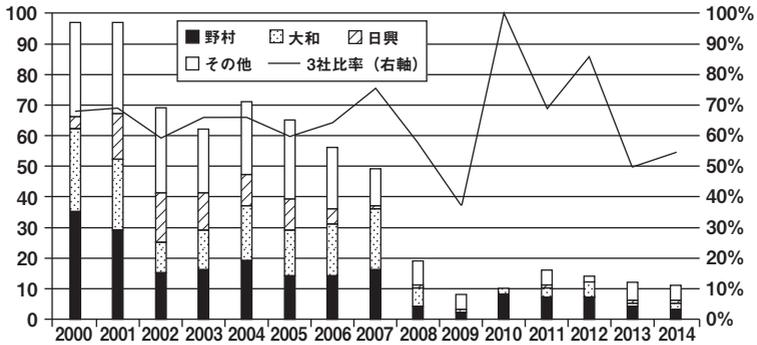
(3) 主幹事獲得状況

新市場創設とそれに伴うIPOの増加は、大手証券会社による主幹事の寡占状態に変化をもたらしたのだろうか。図表4-3 (A) (B) (C) には、ジャスダック、マザーズ、ヘラクレスにおけるIPOの主幹事獲得件数がそれぞれ整理されている。

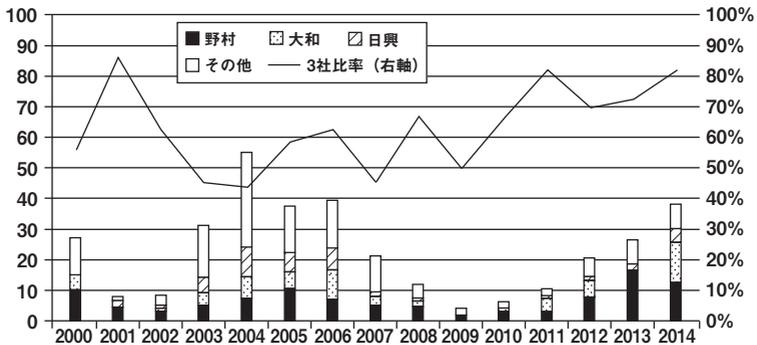
2000年から2007年まで、ジャスダックにおいては野村、大和がおおむね3割前後のシェアを保ち、日興が年によって変動しながらも、大手3社で6割から7割程度のシェアを獲得していた。マザーズについては、2007年頃まで大手3社のシェアは5割から6割程度と、ジャスダックに較べて全般的に低い傾向が見受けられる。ヘラクレスについては、旧ナスダック・ジャパン創設当初、大手3社のシェアは6割程度であったが、2003年以降は低落して2割から3割程度となった。金融危機後に新規公開市場が回復するなかで、2012年以降、新規公開企業数、公募・売出額ともにマザーズがジャスダックを上回るようになってきたが、同時にマザーズにおける大手3社のシェアも7割から8割程度に増加している。

このように、新市場の創設は、主幹事業務に関しても準大手・外資系証券会社等の参入という形で獲得競争を促進した可能性が考えられる。その後、金融危機、ヘラクレスとジャスダックの統合、ジャスダックの東証への移管など、市場制度・環境の激変を経て、IPO件数の回復を伴いながら再び大手3社のシェアが増加していることを指摘しておきたい。

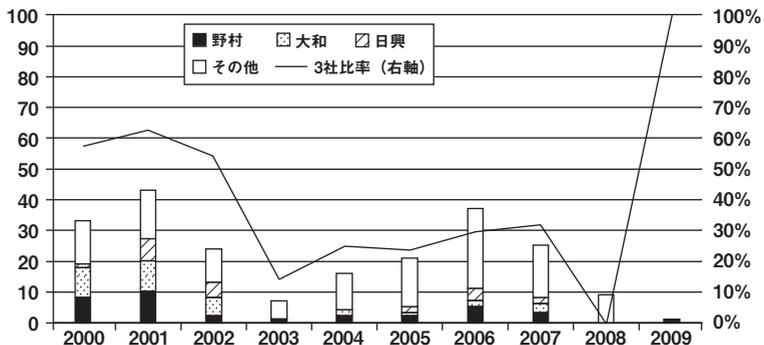
図表4-3 (A) 主幹事獲得件数の推移 (ジャスダック)



図表4-3 (B) 主幹事獲得件数の推移 (マザーズ)



図表4-3 (C) 主幹事獲得件数の推移 (ヘラクレス)



(注) ヘラクレスには旧ナスダック・ジャパンを含む。

〔出所〕各証券取引所 HP, 『株式公開白書』各年版 (プロネクサス), 『株式上場白書』各年版 (亜細亜証券印刷)

2. 「アンダープライシング」と「アンダーパフォーマンス」⁶⁾

新規公開株の価格形成は、研究者、実務家、投資家達の関心を幅広く集めてきたテーマである。その背景には、初期収益率（＝（初値－公開価格）／公開価格）の問題、すなわち公開価格から初値への高い収益率を数日程度の間を獲得できるという事象、が国内外を問わず継続的に生じていたことがあげられる。図表4-4には各国の初期収益率の状況が整理されている。10%台から数十%の初期収益率が日本に限らず世界中で広く観察されていることから、公開

図表4-4 各国の初期収益率

国名	サンプル数	期 間	平均初期収益率
中国	2,512	1990-2013	118.4%
インド	2,964	1980-2011	88.5%
韓国	1,720	1980-2013	59.3%
マレーシア	474	1980-2013	56.2%
日本	3,236	1970-2013	41.7%
台湾	1,620	1980-2013	38.1%
タイ	500	1987-2012	35.1%
ブラジル	275	1979-2011	33.1%
スイス	164	1983-2013	27.3%
スウェーデン	374	1980-2011	27.2%
シンガポール	609	1973-2013	25.8%
インドネシア	441	1990-2013	25.0%
ドイツ	736	1978-2011	24.2%
オーストラリア	1,562	1976-2011	21.8%
米国	12,496	1960-2013	16.9%
イタリア	312	1985-2013	15.2%
英国	4,932	1959-2012	16.0%
香港	1,486	1980-2013	15.8%
フランス	697	1983-2010	10.5%
トルコ	355	1990-2011	10.3%
カナダ	720	1971-2013	6.5%
ロシア	64	1999-2013	3.3%

〔出所〕 Loughran *et al.*〔1994〕 Table 1（2014年9月12日 update 版）より筆者作成。

〔参考 URL〕 <http://bear.warrington.ufl.edu/ritter/ipodata.htm>

価格と初値の乖離は IPO における特徴的な現象として指摘できよう。

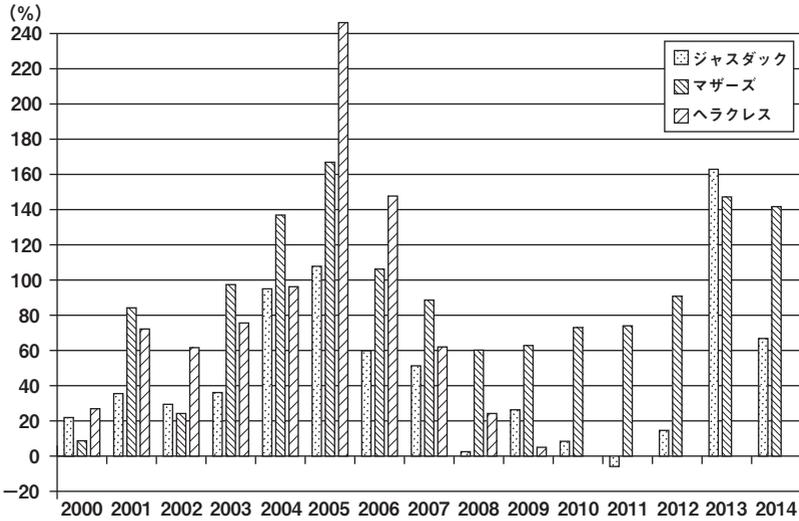
日本に関する詳細なデータとして、2000年以降の新興3市場における初期収益率の推移が図表4-5 (A) (B) に示されている。金融危機後の IPO が急減した一時期において、ジャスダックの初期収益率（平均値・中央値）がマイナスになっている年があるものの、大半の年・市場について正の初期収益率となっている。とりわけ、新規公開市場が活況を呈していた時期には、100%を超えるような値が観察されている。果たして、このような高い初期収益率は妥当なものなのだろうか。

このような事実を背景として、アメリカを中心として公開価格と初値の乖離に大きな関心が寄せられてきた。売出を行う既存株主や公募増資を行う当該企業などの立場からすれば、獲得できたかもしれない公開価格と初値の差が生じた理由について合理的な説明が必要ではないか、という疑問が生じる。株式市場で効率的な価格形成がなされているのであれば、市場で初めて付く初値こそが「正しい株価」であり、公開価格は何らかの理由によって過小値付け（アンダープライシング：underpricing）されていることになる。

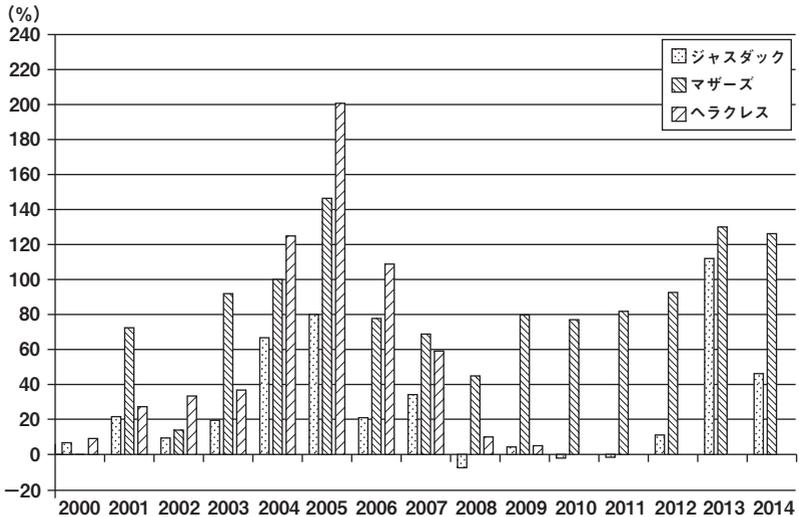
次に、図表4-6には日本の新規公開株の長期パフォーマンスとして、TOPIX をベンチマークとした BHAR (Buy-and-Hold Abnormal Return) の平均値と中央値が示されている。長期パフォーマンスの平均値はベンチマークの TOPIX を上回っており、良好であるように見受けられる。だが、中央値では新規公開後600営業日（250営業日＝約1年）を超える時期までパフォーマンスが悪化し続けており、その後もマイナス30%を下回る水準で推移している。このことは、一部の銘柄の収益率が非常に高くなっている影響で平均値が引き上げられている一方で、半数以上の銘柄の長期パフォーマンスが低迷していることを表している。すなわち、いわゆる「初値天井」に近い状態となっている新規公開株も少なくないと考えられる⁷⁾。

新規公開株の価格形成をめぐる上記の特徴的な事象は、短期的なアンダープライシングおよび長期的なアンダーパフォーマンス（underperformance）という一種のパズルとして研究者、実務家、投資家たちの強い関心を集めてき

図表4-5 (A) 初期収益率の推移 (平均値)



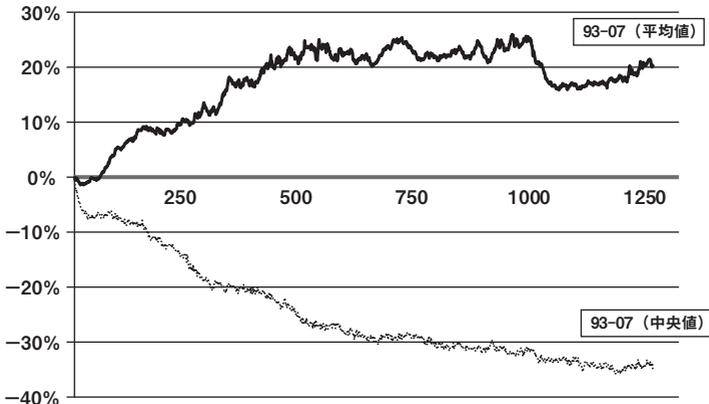
図表4-5 (B) 初期収益率の推移 (中央値)



(注) ヘラクレスには旧ナスダック・ジャパンを含む。

〔出所〕 各証券取引所 HP, 『株式公開白書』各年版 (プロネクサス), 『株式上場白書』各年版 (亜細亜証券印刷)

図表4-6 新規公開株の長期パフォーマンス (BHAR: 対 TOPIX)



〔原出所〕『NEEDS (日本経済新聞デジタルメディアの総合経済データバンク)』より筆者作成。

(原注) 1993-2007年の間にジャスダック市場において新規公開を行った銘柄のうち、1481社をサンプルとし、公開初日終値を基準として、1250日目までのBHARを算出した。

サンプルについて詳しくはⅢ節を参照のこと。

〔出所〕岡村〔2013a〕, 5頁

た。国際的かつ継続的に高い初期収益率が観察されるという事実を引きつけられるように、理論・実証両面から数多くの研究が蓄積されている。

ところで、近年行動ファイナンスを取り入れた近年のIPO研究の展開をふまえて、短期的な「アンダープライシング」というよりは、むしろ初値が効率的な水準よりも過大に形成されている可能性を指摘する研究結果が多くなっているように見受けられる。そして、初値が過熱して形成されていると考えれば、長期パフォーマンスの低迷も説明しやすい。従来から直感的には認識されていたことに、研究の枠組みが追いついてきたともいえよう。

3. 価格形成をめぐる議論：情報の非対称性

IPO研究が最も盛んなアメリカを中心に、1980年代初頭から情報の非対称性に着目した研究が活発に行われるようになった。先述したように、株式市場に

における初値が効率的に決定されているなら、新規公開時に観察される高い初期収益率は、公開価格の過小値付けにより生じていると考えられる。公募を行う新規公開企業、および売出を行う創業者等の既存株主の立場からすれば、 $(\text{初値} - \text{公開価格}) \times (\text{公募} \cdot \text{売出株数})$ を得る機会を失うことになる。

新規公開市場における新規公開企業、引受証券会社、投資家など各プレーヤーが合理的に行動しているなら、公開価格と初値の乖離には何らかの理由があるはずである。そこで、短期的なアンダープライシングの問題に取り組むにあたって、合理的な市場参加者を前提に、情報の非対称性を導入して理論的説明が試みられるようになった。

(1) 逆選択回避

逆選択のアイデアをアンダープライシングの理論的分析に応用した代表的な研究としては、「勝者の呪い (winners' curse)」で知られる Rock [1986] をあげることができる。

Rock [1986] は、投資家の間で企業価値に関する情報の非対称性、すなわち情報格差が存在するために、一種の逆選択問題が生じる可能性があると考えた。情報を保有する投資家達は、真の企業価値から過小値付けされた新規公開株の場合にのみ公募・売出に参加する。従って、彼らは常に正の収益率を獲得できる。一方、情報を保有しない投資家達は、新規公開株を取得した場合の平均的な収益率しか知り得ない。そのため、過小値付けされた新規公開株の場合には一部が割り当てられるに過ぎないが、真の企業価値よりも過大に値付けされている場合には、情報を保有しない投資家達がすべての新規公開株を取得することになる。皮肉なことに、情報を保有しない投資家達が新規公開株を十分に取得できた場合、すなわち勝者となった場合には、結果的にマイナスの収益率に直面することになる。

そこで、情報を保有しない投資家達が新規公開市場から退出してしまうことを避けるために、プラスの収益率を保証すること、つまり新規公開株全体に平均して過小値付けを行う必要性を Rock は指摘したのである。

(2) シグナリング

Allen and Faulhaber〔1989〕等は、新規公開企業と投資家の間に存在する情報の非対称性が新規公開株の過小値付けによって軽減される可能性について分析している。企業価値の高い企業があえて公開価格を低くすることによって、費用をかけて将来の収益力が高いというシグナルを投資家に伝達し、将来の増資の際に有利な条件で市場からの資金調達を可能にするという仮説である。

ただし、その後の実証研究によれば、シグナリング仮説が新規公開株のアンダープライシングを十分に説明できるとは言い切れない。IPO後に資金調達の選択肢が広がる可能性を考えれば、将来の増資を有利に実施することを主な目的にアンダープライシングを行うと考えるのは難しいかもしれない。

(3) エージェンシー問題

Baron and Holmström〔1980〕等は、引受証券会社と新規公開企業の間のエージェンシー問題に注目した。引受証券会社は新規公開株に対する投資家の需要について情報優位に立っており、しかも引受業務が非競争的なビジネスだとすれば、引受証券会社が新規公開株の流通・販売にかかる労力が最適水準を下回る可能性がある。

引受証券会社の立場からは、アンダープライシングを大きくすることで、公募・売出が失敗に終わる可能性を引き下げることができる上に、流通・販売に要する労力は少なく済む。一方、引受業務による報酬は公募・売出総額の一定比率（スプレッド）とされていることが多いため、大幅なアンダープライシングは報酬額を減少させることにつながる。このような状況に直面した新規公開企業は、アンダープライシングの大きさとスプレッド幅を組み合わせたメニューを引受証券会社に提示し、選択させることが考えられる。

上記のエージェンシー問題からのアプローチでは、新規公開企業と引受証券会社の間で企業価値に関する情報の非対称性が大きいほど、引受証券会社は新

規公開株のマーケティング・販売等に多くの労力を要することになり、その結果、公開価格がより低く設定されることになる。

(4) 情報顕示

現在多くの国で用いられているブックビルディング方式では、新規公開企業の価値を正確に反映させて公開価格を決定するには、継続的にIPOに参加している情報生産能力の高い投資家から、正確な情報を引き出すことが重要である。

Benveniste and Spindt [1989] の情報顕示仮説では、アンダープライシングとともに、裁量的配分を行うことによって、引受証券会社は投資家から正確な情報を引き出そうとすると考えた。彼らのモデルにおいて、投資家のタイプは、新規公開市場に常時参加している投資家と一時的に参加している投資家の2種類である。常時参加の投資家は、新規公開市場の状況や新規公開株の価値に関する質の高い情報を私的情報として保有している。仮条件が新規公開株の本来の価値よりも大幅に低く設定されているときに、常時参加の投資家がブックビルディングで虚偽の申告を行えば、公開価格と初値の乖離から利益を獲得できる可能性がある。

そこで、引受証券会社は、ブックビルディングで集約した情報に基づいて公開価格を設定する際に、仮条件からの調整を部分的にとどめて一定のアンダープライシングを行う。そうすることで、投資家に対して私的情報を正直に申告させる誘因を与え、また正確な良い情報を申告した投資家に対しては需要の高いIPOにおいて新規公開株を優先的に配分することで情報提供に報いることが可能となる。常時参加の投資家にとっても、1回限りの虚偽の申告で利益を獲得するよりも、継続的な取引関係のなかで正直に情報を申告する方が望ましいと考えられる。

なお、Loughran and Ritter [2004] が指摘したように、スピニング (spinning: IPOの意思決定を行う経営者個人に、人気のある他の新規公開株を割り当てる慣行) の問題を無視することはできない。一般的に、株主にとって公開

価格は高いことが望ましい。経営者がスピニングによる見返りを期待して、公開価格を低めに設定しようとする引受証券会社を選択することは、エージェンシー問題を生じさせることにつながる。

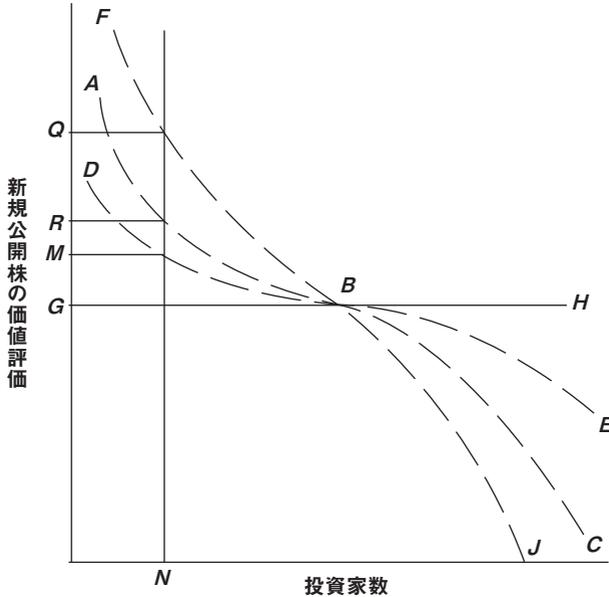
4. 供給制約と市場の「過熱」

近年、行動経済学、行動ファイナンスの発展に伴い、投資家の限定合理性を導入して新規公開株の価格形成問題を説明しようとする研究が展開されている。前節で紹介した議論が、最初の市場価格である初値の効率性を前提としているのに対して、本節で紹介する議論は初値が効率的に形成されているとは必ずしも想定していない。

Miller [1977] は、図表4-7のように新規公開株には空売り制約があり、短期的に供給量が N で一定であることから、公募・売出された株式がごく一部の投資家の需要で吸収される状況を考えて。その上で、投資家間の評価（意見）の分散（Divergence of Opinion）が大きくなった場合には、楽観的な投資家の存在が結果的に価格をつり上げることを示した。例えば、曲線 ABC から曲線 FBJ に変化した場合には、価格が R から Q まで上昇することになる。そして、長期的には評価が収敛するとともに株価が低下することになる。Miller [1977] は、投資家の行動・評価のあり方が新規公開株の価格形成に影響を与える可能性を指摘した先駆的な研究として位置づけられ、近年再評価されている。

図表4-8は新興3市場の初期収益率（平均値・中央値）、ならびに公開価格と仮条件上限価格が一致した比率について、年別に推移を示したものである。現行のブックビルディング方式では、仮条件上限価格と下限価格の間で公開価格が決定されており、公開価格が仮条件上限価格を超えて設定されることは事実上ない。従って、ブックビルディングを通じて集約される新規公開株への需要が強いと判断された場合には、仮条件上限価格に公開価格を設定すると考えられる。図表4-8における2005年前後および2013年から2014年のように、そのよ

図表4-7 新規公開株の需要と供給



〔原出所〕 Miller [1977] p.1152 figure1.

(注) N：新規公開株の供給量

曲線 ABC：新規公開株に関する投資家の需要曲線（対応する均衡価格：R）

曲線 FBJ：曲線 ABC よりも意見の分散が大きくなったときの投資家の需要曲線（対応する均衡価格：Q）

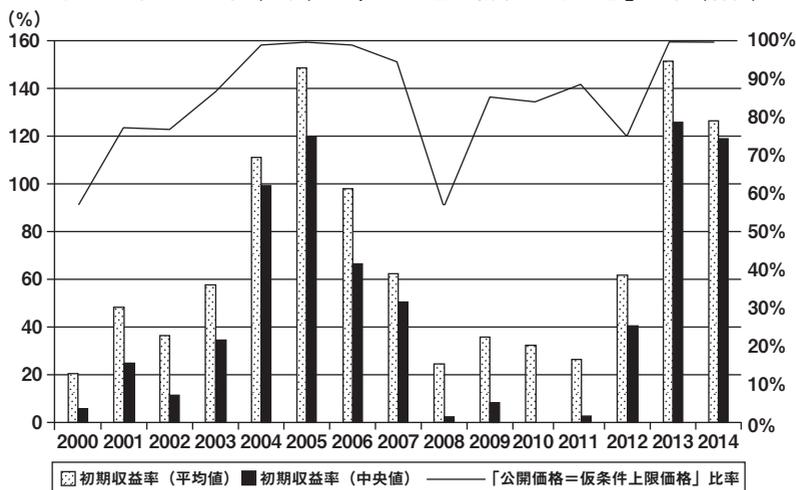
曲線 DBE：曲線 ABC よりも意見の分散が小さくなったときの投資家の需要曲線（対応する均衡価格：M）

〔出所〕 岡村 [2013a], 41頁

うな状況が頻繁に生じている時期には、新規公開株に対して楽観的な評価を持っている投資家が多いといえるかもしれない。そうであるなら、初期収益率が相対的に高い水準で形成されていることも理解しやすい。

図表4-9は、初期収益率の大きさと長期パフォーマンスの関係を示したものである。サンプルは、ブックビルディング方式が導入された1997年9月から2011年までの間にジャスダックで実施されたIPOである。これらのサンプルを用いて、初期収益率の四分位値で4つのサブサンプルに分割している（（1）が最小、（4）が最大）。そして、250日、500日、750日、1000日、1250日（営

図表4-8 初期収益率（左軸）と「公開価格＝仮条件上限価格」比率（右軸）



(注) ヘラクレスには旧ナスダック・ジャパンを含む。

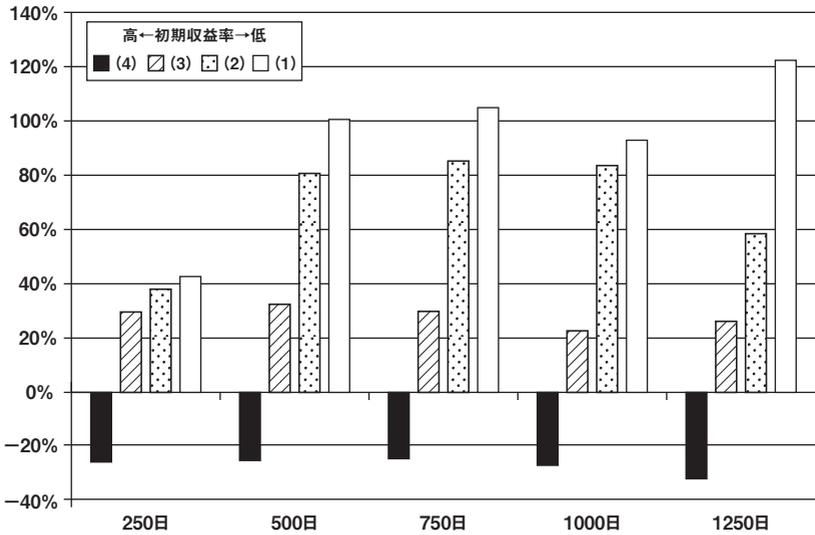
(出所) 各証券取引所 HP, 『株式公開白書』各年版 (プロネクサス), 『株式上場白書』各年版 (亜細亜証券印刷)

業日ベース)の長期パフォーマンスを計測した上で、サブサンプル毎の平均値と中央値を算出している。なお、長期パフォーマンスは、TOPIXをベンチマークとして用い、新規公開初日を基点にBHARを算出している。

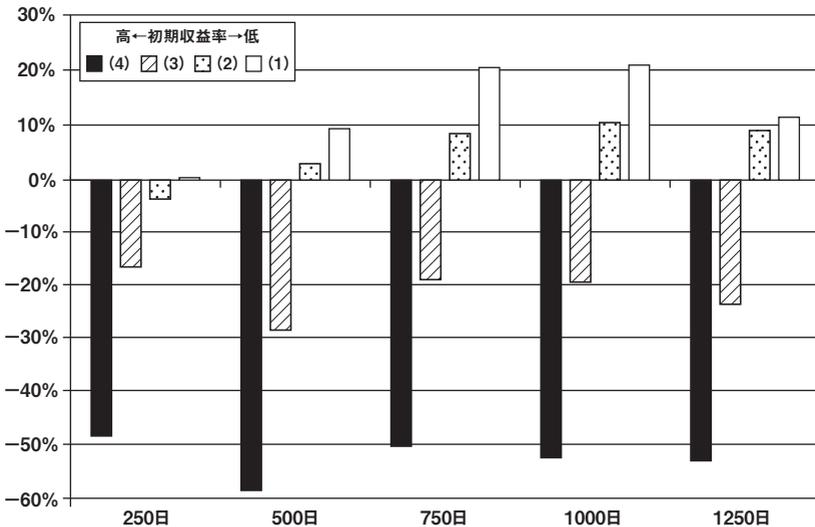
図表4-9 (A) から、初期収益率が最も高いサブサンプルについては長期パフォーマンスの平均値が継続的にマイナスとなっている一方で、残り3つのサブサンプルについてはいずれもプラスとなっている。図表4-9 (B) から、長期パフォーマンスの中央値については、初期収益率が最も高いサブサンプルにおいて大幅な低迷傾向を示していること、ならびに2番目に高いサブサンプルも継続的にマイナスとなっていることが分かる。初期収益率が低い2つのサブサンプルについては、平均値、中央値いずれも長期パフォーマンスがおおむねプラスとなっていることが分かる。初期収益率が高い場合に長期パフォーマンスが低迷する傾向は、初値が効率的というよりは「過熱」して形成された可能性を示唆するものである。

ところで、現実には、公開価格を上回る初値を付けたIPOに対して、アン

図表4-9 (A) 初期収益率と長期パフォーマンス (平均値)



図表4-9 (B) 初期収益率と長期パフォーマンス (中央値)



〔原出所〕「NEEDS」(日本経済新聞デジタルメディアの総合経済データバンク), 「日本株式会社ポートフォリオマスター」(金融データソリューションズ), 『株式公開白書』(プロネクサス)より筆者作成。

〔出所〕岡村〔2013〕, 21頁

ダープライシングへの疑問を呈するよりも、むしろ「成功」として新規公開企業その他の関係者が好意的に受け止めている状況が見受けられる。すなわち、IPOに対する評価が、公開価格や初値等の株価水準よりも株価の変化に大きく影響されている可能性が考えられる。

2002年にノーベル経済学賞を受賞したカーネマンとトベルスキーが提唱したプロスペクト理論によれば、人々の意思決定は富の増減に敏感に反応して行われるとしている。プロスペクト理論を応用してアンダープライシングの説明を試みた Loughran and Ritter [2002] では、ブックビルディングにおける仮条件の上限価格と下限価格の中間値を、既存株主にとって、IPO を評価する際の基準点として考えた。その上で、「公開価格と仮条件中間値の差」、「初値と公開価格の差」、既存株主の売出株数・継続保有株数、公募による希薄化の程度、などの関係によっては、必ずしもアンダープライシングを「失敗」とは感じないことを示している。

Ljungqvist, Nanda and Singh [2006] は、楽観的な見通しを持っている一部の非合理的な投資家の気持ちを利用して、新規公開企業はファンダメンタル価値を上回る部分の最大化を試みると想定した。公開価格は「初値 > 公開価格 > ファンダメンタル価値」となるように設定される。ここで、楽観的投資家が過大評価された初値（または IPO 後の市場価格）を受け入れるなら、公開価格で新規公開株を取得した常時参加の投資家は楽観的投資家に市場を通じて売却可能となる。長期的には株価はファンダメンタル価値に戻ると考えられるが、継続保有を期待され新規公開株を割り当てられた常時参加の投資家は、「(公開価格 - ファンダメンタル価値) × (継続保有株数)」の補償として「(初値 - 公開価格) × (楽観的投資家への売却株数)」を獲得しているとみなすことができる。本研究は、短期のアンダープライシングと長期のアンダーパフォーマンスの関連を説明している点で大変興味深いものといえよう。

おわりに

高い初期収益率は、公開価格で取得し、IPO直後に高値で売り抜けることのできた投資家にとっては好都合かもしれない。だが、過大な初値で新規公開株を購入してしまった投資家は、その後の長期パフォーマンス低迷に直面することになる。淵田〔2014〕によれば、日本の上場企業の3分の2は、時価総額300億円未満のいわゆるマイクロキャップであり、業績の分散が大きいこと、経営状態に懸念のある企業も含まれていると指摘している。

船岡〔2008〕が指摘しているように、日本のIPOにおいては機関投資家の関与がアメリカに較べて低く、また図表4-2でも示したように新規公開時に実施する公募・売上の規模が10億円から数十億円程度ということもあって、機関投資家の投資対象とはなりにくいことが考えられる。小規模の新規公開銘柄において供給制約等のために過大な水準で初値が形成され、その後マイクロキャップの状態に留まれば、低流動性、アナリストカバレッジの低さ、機関投資家によるガバナンスの欠如、ひいては新規公開企業の低成長性等、投資家にとって様々な不利益につながる恐れがある。

一方、公開基準の引き上げは証券市場へのアクセスを困難なものとする可能性があり、慎重な検討を要する問題である。例えば、Kutsuna and Smith〔2004〕は、入札方式下では質の高い企業が公開価格の設定を通じてシグナルを送ることが困難なために逆選択問題が発生し、小規模で質の高い企業にIPOを断念させていた可能性を指摘している。

新規公開市場がようやく回復傾向を示す中、投資家と企業双方にとって望ましいIPOのあり方について改めて検討が必要であろう。

*本章の元となった研究の一部は、2014年度関西学院大学・個人特別研究費の助成を受けている。ここに記して感謝する次第である。

<注>

- 1) いままでもなく、札幌証券取引所「アンビシヤス」、名古屋証券取引所「セントレックス」、福岡証券取引所「Qボード」は、それぞれ独自の一定の役割を果たしている。だが、IPO件数や市場規模等の面から、新興企業向け市場としては「マザーズ」、「ジャスダック」を開設している東京証券取引所にほぼ集約されたといえるだろう。
- 2) ヘラクレスとジャスダックの統合は2010年10月に実施されたが、ヘラクレスにおける最後のIPOは2009年3月17日のJCLバイオアッセイである。
- 3) 以下、本章では特に必要のない限り、ナスダック・ジャパン時代を含めてヘラクレスと表記する。また、店頭市場については、市場運営者の変更等がその後行われたが、いずれの時期についても、単にジャスダックと表記する。
- 4) 「アンビシヤス」、「セントレックス」、「Qボード」の他に、プロ投資家向け市場としてのTOKYO PRO Marketがあるが、IPO件数が極めて少なく、また投資家層が限定されているため、本章では取り上げていない。
- 5) 一部の大規模なIPOの影響を平均値が受けることから、一般的なIPO規模を把握するために、中央値をあわせて掲載している。
- 6) 2節以下の議論について、詳しくは岡村〔2013a〕を参照のこと。また、本章第2節以降は、岡村〔2013b〕に基づき大幅に加筆修正したものである。
- 7) 株価のみならず、業績についてもIPO後の低迷傾向が知られている。例えば、Kutsuna *et al.*〔2002〕では、日本におけるIPO後の業績低迷傾向を明らかにしている。

<引用・参考文献>

- 岡村秀夫〔2013a〕、『日本の新規公開市場』東洋経済新報社
- _____〔2013b〕、『新規公開株の価格形成』、『証研レポート』No.1681, 35-50頁
- 淵田康之〔2014〕、『日本のマイクロキャップ市場』、『野村資本市場クォーターリー』2014 Winter, 63-78頁
- 船岡健太〔2008〕、『新規公開株式のプライシングにおける機関投資家の役割—日本とアメリカの比較—』、『証券経済研究』第63号, 1-27頁
- Allen, F. and Faulhaber, G.,〔1989〕,“Signaling by Underpricing in the IPO market,” *Journal of Financial Economics* 23, pp.303-332
- Baron, D. and Holmström, B.,〔1980〕,“The Investment Banking Contract for New Issues Under Asymmetric Information: Delegation and the Incentive Problem,” *Journal of Finance* 35, pp.1115-1138
- 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.343-361
- Kutsuna, K., Okamura, H. and Cowling, M.,〔2002〕,“Ownership Structure Pre- and Post-IPOs and the Operating Performance of JASDAQ Companies,” *Pacific-Basin Finance Journal* 10, pp.163-181
- Kutsuna, K. and Smith, R.,〔2004〕,“Why Does Book Building Drive Out Auction Methods of IPO Issuance? Evidence from Japan,” *Review of Financial Studies* 17, pp.1129-1166
- Loughran, T., Ritter, J. and Rydqvist, K.,〔1994〕,“Initial Public Offerings: International Insight,” *Pacific-Basin Finance Journal* 2, pp.165-199 (2014 update Table 1, <http://bear.warrington.ufl.edu/ritter/IPOdata.htm>)
- Loughran, T. and Ritter, J.,〔2002〕,“Why don't Issuers Get Upset about Leaving Money on the Table in the IPOs?,” *Review of Financial Studies* 15, pp.413-443
- Loughran, T. and Ritter, J.,〔2004〕,“Why Has IPO Underpricing Changed Over time,” *Financial*

Management 33 (3), pp.5-37

Ljungqvist, A., Nanda, V. and Singh, R.,(2006), "Hot Markets, Investor Sentiment, and IPO Pricing," *Journal of Business* 79, pp.1667-1702

Miller, E. M. (1977), "Risk, Uncertainty, and Divergence of Opinion," *Journal of Finance* 32, pp.1151-1168

Rock, K., (1986), "Why New Issues are Underpriced?," *Journal of Financial Economics* 15, pp.187-212