

グーグル社に見る電子オークションを利用した 株式公開

福田 徹

一、始めに

情報処理及び通信技術の発達は、証券市場に対して絶大な影響を与えている。その一つとして、証券取引に関わる情報伝達及びデータ保管コストの低下がもたらすものが挙げられる。もう一つはポートフォリオ管理、証券化商品の組成に見られるような、収益及びリスクを推定し数量化を行うためのコストの低減によるものである。特に前者については、インターネットの普及やストレージ

価格の急速な低下により、その影響力が増大されたとと言えるだろう。株式流通市場では、売買注文のやり取り及びリアルタイムでの板情報の入手が低コストとなり、個人投資家が株式市場に回帰する主因となっている。また、企業情報の電子開示、会社説明会のウェブ・キャスティング化、ウェブ上でのアナリスト・レポートの販売等は、企業と投資家間に存在する情報の非対称性を縮小させる役割を果たしているだろう。しかしながら、株式発行市場においては、流通市場程に目立った変化が起こっていないように思われる。な

お、これから紹介するグーグル社の株式公開スキームは、インターネットの普及を利用した新たな試みと解釈されよう。よって、このスキームを整理し、それを採用したことで生じる結果を評価することは、今後の株式発行市場の発展にとって意義があるものと言えるだろう。以下では、まずグーグル社の株式公開までの実際の動きと公開スキームを説明する。そして、従来の株式公開スキームと比較することでその特徴を浮き彫りにした後、同社のスキームを評価する。

二、グーグル社の株式公開へ向けての動き

二〇〇四年八月一九日、グーグル社の株式がナスダック市場に公開された。同社は、インターネット・ユーザーの間で知らぬ者は無い検索エン

ジン運営企業の最大手である。この公開は、米国のITバブル崩壊後初めて、多額の資金調達を行うインターネット関連企業の株式公開であり、多くの注目を集めた。なお、最終的な公募・売出総額は一九億二〇〇万ドル（追加売出分を含む）に達している。この莫大な資金調達額以外にも、同社の株式公開は多くの話題を提供した。特に、その電子オークションを利用したスキームは、今後の証券会社の引受業務に対し多大な影響を及ぼす可能性があると考えられ、様々な議論を巻き起こした。

まず、同社が採用する株式公開のスキームの一端が最初に明らかとなったのは、二〇〇三年一月三日付けの Financial Times 紙上である。

これによると、同社は米国のITバブル崩壊後に明らかとなった引受業者の不祥事の再発防止、引受手数料の削減を目的として、公募・売出価格の

決定について電子オークションの採用を考慮していると報じられていた。これまで公募・売価格の決定は引受業務の中核であり、専門性を要求される付加価値が高いサービスであると認識されて来た。一方、株式公開直後に株価が急騰するケースが多いため、発行会社の間では、引受証券会社が意図的に公募・売価格を低く抑えているとの批判が存在していた。よって、同社が電子オークションを利用するのは、自ら適正な公募・売価格を見出す試みであると憶測する向きもあった。小規模の株式公開において電子オークションを利用する案件が散見され始めているものの、同社が行う巨額のものに関しては過去に例が無く、幅広い注目を集めた。

二〇〇四年四月二十九日、同社は有価証券届出書をSECに提出する。この中で、公募・売価格の決定について電子オークションの採用が明記さ

れた。その後、数回にわたる有価証券訂正届出書の提出によって、公開市場、参考入札価格レンジ、公募・売出株数など公開に係わる条件の詳細が明らかになって行く。一方、この期間においていくつかの問題が表面化していたのも確かである。まず、六月にメリル・リンチが引受幹事団から降りる決定を行っている。これは、通常より大幅に下回る引受手数料率及び失権株に対する保証を考慮すると、収益が上がらないと判断した結果であったと言われている。ちなみに新聞報道によると、引受手数料率は、業界の標準である七%に対して、三・五%まで引き下げられていたとされている⁽¹⁾。また、同社の共同創業者の雑誌におけるインタビュー⁽²⁾に加え、発行済株式数、付与したストック・オプション数の記載が過少であったと指摘されたことから、有価証券届出書の修正が必要となった。加えて株式市場の低迷等により、公開

グーグル社に見る電子オークションを利用した株式公開

図表 1 グーグル社の店頭登録までの動き

年月日	内 容
2003年10月23日	英 FT 紙が、オンライン・オークション方式を利用した株式公開を検討していると報じる。
2004年 4月29日	有価証券届出書を SEC に提出。インターネットによる入札を行うことを明記。引受主幹事は、モルガン・スタンレーと CSFB。
5月21日	有価証券訂正届出書を SEC に提出。新たに引受幹事団に29社が加わる。
6月21日	有価証券訂正届出書を SEC に提出。メリル・リンチが引受幹事団から外れる。
7月12日	有価証券訂正届出書を SEC に提出。ナスダックに店頭登録を行うと表明。
26日	有価証券訂正届出書を SEC に提出。入札のための価格レンジは108～135ドル。株数は、公募分1400万株、既存株主の売出分1060万株の合計2460万株。
30日	入札希望者のインターネットによる登録を開始。
8月13日	インターネット等から入札を開始。
17日	有価証券届出書に関する SEC からの効力発生の通知を得られず。当初予定していた17日中の公募・売り出しは不可能に。
18日	有価証券訂正届出書を SEC に提出。入札のための価格レンジを85～95ドルに引き下げ。既存株主の売出株数を550万株に縮小。
	SEC が有価証券届出書の効力発生を通知。
	入札を締め切り、公募・売り出しへ。価格は85ドル。
19日	ナスダックに店頭登録。初値は100ドル1セント

(出所) 各種資料により筆者作成

の直前となっても十分な量の入札が集まらず、参考入札価格レンジの下方修正、売出株数の縮小を余儀無くされている。これら問題点の対応等により、実際のナスダックへの登録は、同社が当初目論んでいた、八月上旬より遅れて八月一九日となった。但し、公開後の株価は公募・売出価格八五ドルに対して初値一〇〇・〇ドルを付け、三カ月を経過した時点（一月一九日）では一六九・四ドルとなり、高い上昇率を記録している。

三、具体的な株式公開スキーム

同社の株式公開スキームの中で最も特徴的なのは、電子オークションを利用した公募・売出価格の決定及び株式の配分であろう。なお、株式公開スキームのプロセスはそれらを含めて五段階に分割されている。

最初は、入札資格供与プロセス (The Qualification Process) である。このプロセスは、入札希望者が必須となる入札者ID (bidder ID) を取得するためのものである。実際には、同社が設けた専用のホームページにアクセスし、個人情報を入力し、電子版目論見書のダウンロード終了の確認、インターネットを通じて同社が送信する入札に関する情報に入手についての承諾等を経た上で、入札者IDが記載されているメールを受け取ることになっている。但し、入札希望者はあらかじめ引受幹事団に属する証券会社に口座を開く必要がある。なお、次のプロセスに移行すると入札者IDの取得は不可能となる。このプロセスは、同社が入札希望者のプロフィールを集め、入札者を確定させるものとも言えるだろう。

続いて、入札プロセス (The Bidding Process) となる。このプロセスにおいて、入札

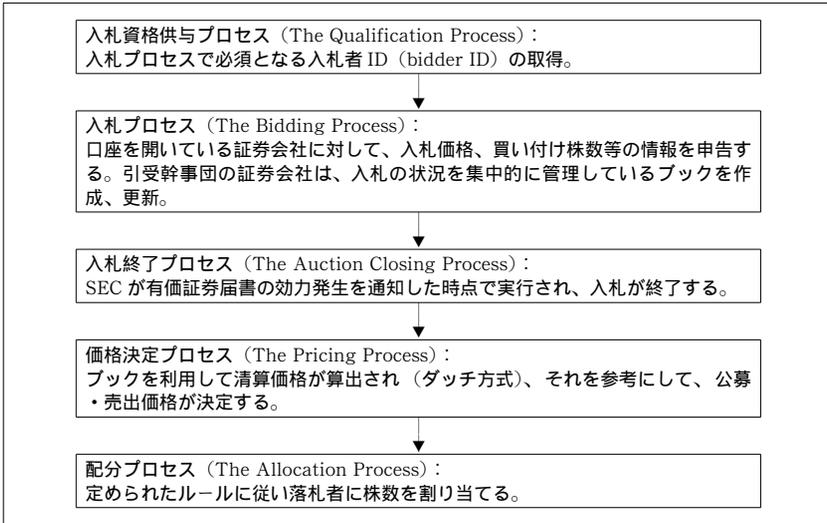
者は、口座を開いている証券会社に対して、入札価格、買い付け株数等の情報を申告する必要がある。この申告は、それぞれの証券会社が指定するメール、電話等の多様な伝達手段を利用して行われる。入札価格については、参考価格レンジから外れたものでも可能である。いくつもの異なった価格での入札及び入札の取り消しも出来る。また、このプロセス中に、有価証券届出書の内容の訂正が行われた場合、その都度、入札継続の意思の確認を促すメールが送られる決まりになっている。なお、入札者は引受幹事団の証券会社によって入札の状況を集中的に管理しているブックを閲覧することは不可能である。

次は、入札終了プロセス (The Auction Closing Process) である。このプロセスは、SEC が有価証券届出書の効力が発生したことを通知した時点で実行され、入札及び入札条件の変更が出

来なくなる。ただ、落札者が判明するまで、入札の取り消しは可能である。また、前のプロセスで入札の意思確認に対する返信を怠った場合、強制的に入札が取り消される。SEC の最終確認から二四時間以内に指定された証券会社の口座に十分な資金が無い場合においても、原則的に同様な処置が実行される。

その後、価格決定プロセス (The Pricing Process) が続く。まず、このプロセスではブックを利用して清算価格が算出される。清算価格は、公募・売り出しを行っている全株数を入札者に対して配分可能となるものの中の最高値となる方法に決定するとしている。つまり、ダッチ方式^③が用いられる訳である。そして、この清算価格が原則的に公募・売価格となるが、諸般の事情を勘案し、それより低く設定する可能性もあり得ると記されている。また、公募・売価格が参考入札価

図表2 グーグル社の株式公開スキームの流れ



(出所) 同社の有価証券届出書より筆者作成

格レンジ内、あるいは上限価格の二〇パーセントを上回らない場合、落札者は即座に株式を購入する義務を負う。それ以外の場合、ホームページ上の公表、プレスリリース、入札者IDの所有者へのメールを利用して公募・売出価格を伝達する。その小一時間後、引受幹事団は価格決定の成功を知らされる。この時点になって初めて、落札者は株式を購入する義務を負う。なお、実際の決定を行う際に清算価格が公募・売出価格と一致していたかについては発表されない。

そして、最後は配分プロセス (The Allocation Process) である。必ずしも、公募・売出株式数が落札者の申告した総株式数と等しくなる訳で無い。よって、配分ルールが必要になる。それに関して、同社は利用する可能性のあるルールとして、比例配分方式 (Pro Rata Allocation) と最大株数配分方式 (Maximum Share Allocation)

(*lot*) を挙げている。前者は公募・売出株数を落札者の申告した総株数で除して配分比率を求め、それを各落札者の申告した株数に乗じたものが配分株数となる。後者は申告した株数が少ない落札者である程、それ全てが割り当てられるルールである。但し、申告した株数がより多い落札者には、それより少なく申告した者以上の株数が割り当てられなければならない。また、特定の入札者を優遇する配分は行わないつもりであると明記されている。

四、従来の株式公開スキームとの比較

従来の株式公開スキームと比較することで、グーグル社のそれに関する特徴を際立たせる。図表3では、従来の株式公開スキームについての標

準的なスケジュールを示している。この中で両者に大きな違いがあるのは、株式公開の三〇日前から行われるロード・ショウ及び二日前頃の公募・売出価格決定の二つのプロセスである。

まず、ロード・ショウであるが、従来の株式公開スキームの中で最も重要でかつコストのかかるプロセスの一つであると認識されている。このプロセスは、主に二つの機能を持つていると考えられる。一つは、機関投資家を中心とした大口購入の見込みがある投資家に対する発行会社の情報提供である。具体的には、発行会社の経営陣と引受証券会社のアナリストが会社説明会及び個別訪問を通じて、会社の現状、事業計画等を説明する形態が採られる。もう一つは公募・売出価格、発行規模を決定するために、大口投資家の購入意欲を探る機能である。一例を挙げれば、ブック・ビルディングの実施である。また、引受証券会社が

図表3 従来の株式公開スケジュール

公開までの日数	スケジュールの内容
109日前	発行体による引受業者の選定、インテントへの署名、クワイエット・ピリオド入り。
102日前	引受業者が、デュー・デリジェンス調査を開始。
95日前	発行体、引受業者が、引受業者、弁護士間で結ばれる引受契約のドラフトを準備するために、会合を持つ。
80日前	株式公開関係者が、有価証券届出書に関する検討を行うための会合を行う。
65日前	株式公開関係者が、SECの職員を交え、有価証券届出書をSECへ提出する前の会議を行う。
40日前	取締役会が、有価証券届出書を承認し、署名を行う。
39日前	SECに有価証券届出書を提出。引受業者は、仮目論見書を配布。
30日前	発行体、引受業者等により、ロードショー開始。
10日前	SECからのコメント受領。
9日前	株式公開関係者が、有価証券訂正届出書を作成。
5日前	有価証券訂正届出書をSECに提出、及び効力発生を要請。
4日前	SECからの最終コメント受領。
2日前	発行体、引受業者による発行価格の最終決定。
当日	株式公開。会計監査人が引受業者に対し、発行体の財務情報等に関する詳細なレター（ゴールド・コンフォート・レター）を送付。
1日後	曇石広告を新聞紙上に掲載。
10日後	会計監査人が引受業者に対し、発行体の財務情報等に関する詳細なレター（プリンク・ダウン・レター）を再度送付。これにより、一連の株式公開業務が終了する。

（資料）『図説アメリカの証券市場2002年版』日本証券経済研究所、2002年

（出所）Liew, Thomas., The Business of Investment Banking を参考に作成

口投資家に対して全体の需給の感触を伝えることもある。ロード・ショウは、発行会社、引受証券会社、大口投資家間における情報の非対称性を縮小させる役割を果たしていると言えるだろう。

なお、グーグル社によるロード・ショウに類する活動は、若干の会社説明会を行った程度に過ぎない。つまり、専用のホームページ上の電子版目論見書が全ての投資家に対するほぼ唯一の情報源となったのである。一方、公募・売出株式に対する需要の聴取については、実際の入札がその代りになったと言えるだろう。この方法の長所を挙げると、発行会社、引受証券会社側の情報提供コストが安くなることであろう。また、投資家間の情報に関する公平性を確保出来ることも挙げられる。一方、短所となるのは、大口投資家の情報入手コストの明らかな上昇である。また、大口投資家が公開される株式の需給に関する情報を入手し

難くなつたと判断されることもマイナス要因になるう。

次に違いがあるのは、公募・売価の決定方法である。従来の株式公開スキームでは、ロード・ショウで得られた全体の需要に関する情報に基づいた調整を行い、最終的な公募・売価を決定する。また、一般的にはインステイチュショナル・ポットと言われる機関投資家向けの配分枠が当初から設定されている。つまり、大口投資家の意向が反映されると同時に、確実に一定の株数を購入させるための仕組みが用意されているのである。そして、この決定された価格に基づいて、小口投資家にも株式が割り当てられる。以上のプロセスは、大口投資家の承認を得られた価格を提示することにより、株式公開に関する諸条件を信頼出来るものにしていくと解釈されよう。ただし、価格決定プロセスが不透明であり、小口投資

家が配分について不平等に思うかもしれない。

一方、グーグル社の価格決定方式は、電子オークションによるものである。これは、大口、小口いずれの投資家も平等に扱われるメリットがある。但し、落札価格等のオークションの結果を先読みすることは大変難しい。特に大口投資家は、従来の株式公開スキームの場合と比較して、購入株数、金額の見通しが格段に困難になつたと言えるだろう。よって、それが新たなリスクとなり、購入意欲を減退させたのかもしれない。一方、これまで大口投資家の残り物しか与えられなかつた小口投資家にとって、チャンスが拡大したと解釈して良いのだろうか。確かに、引受証券会社による恣意的な株式の割り当てが無くなつたため、より高い価格で入札すれば、希望するだけの株数を確実に落札することが可能になつたと言えるだろう。しかしながら、専門家である機関投資家の意

見を参考にしたコンセンサスを得られている公募
・ 売出価格の入手は不可能となった。よって、小
口投資家が勝者の呪いに囚われる恐れが増大して
もいるだろう。よって、小口投資家の入札意欲を
高めるかは不透明と言えるだろう。

五、マスコミによるグーグル社の 株式公開に対する批評

ナスダックへの公開から既に三ヶ月以上が経過
し、同社の株式公開スキームに対する評価が始
まっている。以下では、それらを簡単にまとめ
る。なお、評価のポイントは、同社がこのスキ
ームを利用した目的に対する実際の達成度である。
つまり、前述した引受手数料の削減、適正な公募
・ 売出価格の発見である。後者については、多く
の議論の余地があるだろう。なぜなら、同社の株

価は公開初日の寄値において既に一七・六%の上
昇を記録し、三カ月後に九九・三%もの暴騰を演
じているのだから。

確かに、八月の株式市場が調整局面にあり、そ
れが入札意欲を減退させる効果を持っていたこと
は否めない。しかしながら、今回の株式公開ス
キームが原因となつて、入札に対する十分な需要
を喚起出来なかつたため、結果として割安と思わ
れる公募・売出価格に決定したとする見方もあ
る。なお、株式公開スキーム上のいくつかの欠陥
が具体的に挙げられている。その一つとして、個
人投資家にとって入札手続きが煩雑であつたとす
るものがある。特に、前もつて入札者IDを取得
しなければならぬことに入札希望者が気付かな
い可能性が指摘されている。つまり、これまでと
異なる株式公開スキームを習得するコストが高
く、投資家の入札意欲を減退させたと解釈されよ

う。次に、入札者間の平等にこだわるあまり、機関投資家に対する十分な対応しなかったことも理由の一つとして挙げられている。具体的には、機関投資家への会社説明会が限られていたこと、入札による価格決定に対する不信任感が払拭出来なかったことなどである。加えて、この株式公開が

米国内の投資家のみを対象としており、欧州、アジアの投資家の需要を吸い上げられなかったのも、需要を積み増せなかった要因と言われている。また、参考価格レンジの取扱いも不手際があったとする見方もある。つまり、当初十分な需要分析が出来ずに割高な参考価格レンジを設定したこと、下方修正後に入札可能日が半日しかなかったことが指摘されている。但し、このスキームをアドバイスしたHambrechtに対するBloombergのインタビューによると、入札プロセスの最終日において、機関投資家が結託して主

幹事引受証券会社を通じて、グーグルに公募・売
出価格⁸⁵ドルを採用するように認めさせたと述べている。⁽⁴⁾このインタビューが事実であれば、電子オークションを利用してさえ、結局は機関投資家の力に屈せざるを得なくなった訳である。

六、おわりに

株式発行市場は、適正な価格発見を行うことが難しい大変リスクのある市場である。よって、参加者は価格を推定する能力を持ち、リスク許容度の高い投資家に限定されて来た。確かに、インターネットの普及により、多くの投資家が株式発行市場へ参入することが可能となったのかもしれない。しかしながら、グーグル社の株式公開の結果は、それを利用する効果について疑問を投げかけるものであったと言えるだろう。なぜなら、新

たな参加者は、既存の投資家と比較すると価格を発見する能力が低いと思われるからである。また、同社の株式公開が巨額であったため、主導権が大口投資家に握られると予想されたことも、同社のスキームに対してマイナスに働いたのかもしれない。但し、グーグル社の株式公開の結果から、電子オークションによる株式公開の将来性を否定するのは、あまりにも早計であろう。例えば、コスト面でブック・ビルディングを行えないような小規模な株式公開の場合、利用価値があるだろう。インターネットを通じて、幅広い層に対して十分な情報提供を行い、加えて独立した専門家による評価サービスが始まれば、ある程度の資金量を調達出来るものと思われる。これからも株式発行市場において、電子オークションを利用したスキームは、改良を加えられながら実験的に利用されるであろう。そして、その特長が合致する

発行会社の株式公開条件を見出して行くと考えられる。

(注)

- (1) 実際は、引受割引額に手数料を加えたものは、五、三七一万ドル。よって、二・八％程度となる。
- (2) 二〇〇四年四月二二日に行った八月二三日発売のPlay Boy誌に対するインタビュ어가、クワイエット・ピリオド（I-R活動自粛期間）における違反行為となる可能性を指摘された。なお、有価証券届出書のSECへの提出は二〇〇四年四月二九日であるが、インタビュ어를受けた共同創業者が、既に公開のための準備を行っていることを知っていたため、問題とされた。
- (3) タッチ方式とは、出品者にとって有利な条件から、オークションにかけられている商品が無くなるまで落札者を決めて行き、その中で出品者にとって最も不利なものを全員の落札条件として決定する入札方式のこと。この方式以外にコンベンショナル方式があり、これは、落札者が応札した条件が落札条件となる。
- (4) "Google, Soaring 75%, Shows Banks Low-Balled IPO, Hambrecht Says", Bloomberg, October 19th 2004. なお、この記事の中で、主幹事引受証券会社に事実確認を行ったが、ノーコメントだったとしている。

⑤ Hoovers's Online(<http://www.hoovers.com/free/>)
データベース利用の筆者が計算。

(参考文献)

(財)日本証券経済研究所「国際アメリカの証券市場」二〇〇一
年版 一〇〇一頁中四

Brewster,D., and R. Waters [2004], "Lessons of Google's
frugal float", Financial Times, Oct. 21

Cole,B. [2004] "Google Soaring 75%, Shows Banks Low-
Balled IPO, Hambrecht Says", Bloomberg News, Oct. 19
Liaw, K.T., [1999], The Business of Investment Banking,
John Wiley & Sons, Inc.

Ritter,J.R [2003], "INVESTMENT BANKING AND SECURITIES
ISSUANCE", in G.M.Constantinides, M.Harris
and R.Stulz, Handbook of the Economics of Finance,
Elsevier Science B.V.

Waters,R [2003], "Google considers Online IPO auction",
Financial Times, Oct. 23

(イベント・リサーチ・リサーチ所主任松原隆)