

公開価格決定と情報の非対称性

岡村 秀夫

1 はじめに

過去一〇年来、新規公開制度に関して大小あわせて幾度もの変更が行われてきた。それは、過大な初期収益率が生じないような公開価格の決定方式を模索する過程であった。大きな初期収益率が得られること、つまり公開価格と初値（上場（店頭登録）後、最初に市場で付けられる株価）との差が大きいことは、新規公開株を購入した投資家にとっては望ましいことだろう。だが、新規公開企業にとってみれば、より高い公開価格を付けて資金を調達するチャンスを逃したと考えられるかもしれない。投資家と新規公開企業の双方にとって望ましい市場とは、資金が必要なだけ適切な条件で運用・調達可能な市場であると考えらるなら、大きな初期収益率が得られるという事実は改善する必要があるかもしれない。本稿では、初期収益率の大きさを資金調達の非効率性を表す一つの指標と考え、背後にあるメカニズムを情報の非対称性を手がかりに検討する。

リクルート・コスモス株問題を契機に新規公開制度が注目を集める中、一九八八（昭和六三）年一二月に証券取引審議会から「株式公開制度の在り方について」の報告書が答申された。この答申の一つのねらいは、公開価格の決定方式を変更することにより、新規公開株の初期収益率を圧縮することにあった。背景には、新規公開株を公開時に市場で売却すれば必ずといっていいほど大きな収益をあげることが可能であり、かつ新規公開株の配分に裁量の余地が存在していたことがあった。

先の答申に基づいて、一九八九（平成元）年四月には、公開価格決定に従来の類似会社比準方式に代わって、入札制度が導入されるという大規模な制度改革が行われた。その後一九九二（平成四）年四月に、入札上限価格が撤廃されるとともに、入札下限価格が従来の方法から一五%引き下げられた。さらに同年一二月には公開価格決定に際し、従来の落札加重平均価格を機械的に用いていた方法から、ディスカウントを行うことが可能となるように変更された。そして最近の大きな変更点としては、一九九五（平成七）年に店頭特則市場が創設され、店頭特則銘柄に関しては公開価格決定方法にブックビルディング方式が用いられるようになったことが挙げられる。これらの各改正の目的の一つに、より適正な公開価格を設定し、初期収益率を圧縮することが挙げられる。

公開価格決定方式の変更によって、新規公開株の初期収益率は減少したものの、現在でも平均的には、新規公開株を公開価格で購入し、初値で売却すれば収益を得ることが可能である。新規公開株を初値で売却した際に平均的に正の初期収益率が得られるという事実は日本だけではなく諸外国にも見られる現象である。特に新規公開の盛んなアメリカでは以前から新規公開株の初期収益率の問題に関心が寄せられてきた。

以下では、まず日本とアメリカについて初期収益率に関する研究例を紹介し、その後で公開価格決定における情報の非対称性に関する議論を概観する。

2 日米の初期収益率と新規公開制度

日本、アメリカ、その他の諸国を通じて、新規公開前に公開価格で株式を購入し、上場（あるいは店頭登録）後すぐに売却すると短期間に比較的大きな収益率をあげることが平均的には可能である。

通常の株式投資収益率に比べて、高い収益率が数日から一、二週間という短期間に得られるため、アメリカにおいては10年以上前から研究対象として注目を集めてきた。アメリカについては、Ibbotson-Sindelar-Ritter[1988]によれば一九六〇年から一九八七年に新規公開した企業八六八社の平均初期収益率は一六・四%となつてゐる。また、Jenkinson[1990]では一九八五年から一九八八年の一三三二社の平均初期収益率は一〇・四%、Jain-Kini[1994]では一九七六年から一九八八年の六八二社の平均初期収益率は七・三%となつてゐる。（表1参照）

一方日本については、Jenkinson[1990]によると一九八六年から一九八八年の間に東証に新規上場した企業七〇社の平均初期収益率は四三・七%であり、Hebner-Hiraki[1993]では一九八一年一月から一九九一年七月までの間に東証、大証、名証に新規上場した企業三五〇社の平均初期収益率は三二・二四%となつてゐる。福田・芹田[1995]によると一九八三年二月から一九八九年三月のあいだに東証に新規上場した企業六九社の平均初期収益率は五五%ときわめて高い。また筆者の計測では、公開価格決定に入札制度が導入された一九八九年四月から一九九七年三月の間に東証に新規上場した企業八五社の平均初期収益率は二二・〇%とそれ以前の時期に比べて大幅に低下しているものの、依然として通常の株式投資収益率に比べて大きな収益率が短期間に得られている。（表2、表3参照）

ここで留意しておかなければならないことは、周知の通り日米で新規公開制度が大きく異なるという点である。日本では、一九八九年三月までは公開価格の決定に類似会社比準方式が用いられており、一九八九年四月からは入札制度が導入された。以後修正を加えられながらも入札を基本としている。（ブックビルディング方式が用いられる店頭特則銘柄を除く。）⁽¹⁾

アメリカではブックビルディングによる需要予測に基づいて公開価格が決定される。firm commitment

表1 IPOの初期収益率 (IR) : アメリカ

| 期間 (年) | IR (%) | サンプル数 | 出所 |
|-----------|--------|-------|--------------------------------|
| 1960-1987 | 16.4 | 8668 | Ibbotson-Sindelar-Ritter[1988] |
| 1985-1988 | 10.4 | 1322 | Jenkinson[1990] |
| 1976-1988 | 7.3 | 682 | Jain-Kini[1994] |

<出所>

Ibbotson, R. G., J. L. Sindelar and J. R. Ritter [1988]. "Initial Public Offerings". *Journal of Applied Corporate Finance* 1
 Jenkinson, T. J.[1990]. "Initial Public Offerings in the United Kingdom, the United States, and Japan". *Journal of Japanese and International Economics* 4
 Jain, B. and O. Kini[1994]. "The Post-Issue Operating Performance of IPO Firms". *Journal of Finance* 49

表2 IPOの初期収益率 (IR) : 日本

| 期間 (年) | IR (%) | サンプル数 | 出所 |
|-----------|--------|-------|---------------------|
| 1986-1988 | 43.7 | 70 | Jenkinson[1990] |
| 1981-1991 | 32.2 | 350 | Hebner-Hiraki[1993] |
| 1983-1989 | 55.0 | 69 | 福田・芹田[1995] |
| 1989-1997 | 12.0 | 85 | (筆者計測) |

<出所>

Jenkinson, T. J.[1990]. "Initial Public Offerings in the United Kingdom, the United States, and Japan". *Journal of Japanese and International Economics* 4
 Hebner, Kevin J. and Takato Hiraki[1993]. "Japanese Initial Public Offerings". T. Hiraki and I. Walter, ed., *Restructuring Japan's financial markets*, pp79-113
 福田充男、芹田敏夫[1995]、「日本の新規株式公開市場に関する実証分析」、橋木俊昭、松浦克己編『証券アナリストジャーナル』、1995年3月、13-24ページ

表3 東証2部新規上場株式の各年度平均初期収益率

| 年度 | 1989 | 1990 | 1991 | 1992 | 1993 | 1994 | 1995 | 1996 | 計 |
|--------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|
| IR (%) | 18.6 | 6.2 | 3.5 | 16.5 | 18.4 | 10.5 | 9.0 | 9.6 | 12.0 |
| サンプル数 | 15 | 10 | 6 | 7 | 10 | 11 | 16 | 10 | 85 |

<出所> 『商事法務』増資白書、各年度号より

(注) 東証に他市場・店頭市場を経由せず上場した企業のみ。

underwriting (引受業者が公募で売れ残った場合に買い取り義務を負う方式)、あるいはbest effort issue (引受業者が売れ残りについて買い取り義務を負わない方式) いずれの方法を用いる場合でも、新規公開企業と引受業者の間で協議の上、公開価格や公募株式数などの売り出し条件が決定される。

上記のように、制度的な差異が存在するために、日米の初期収益率を単純に比較・検討することには注意が必要である。ただ、制度が異なるにもかかわらず、両国で比較的大きな初期収益率が観察されていること自体は注目に値するだろう。以下では、公開価格と初値の乖離から生じる初期収益率について、情報の非対称性をもとに説明する理論を紹介する。

3 公開価格決定と情報の非対称性

日本、アメリカ以外の諸国でも、程度の差はあるものの新規公開株の初期収益率が通常の株式投資収益率を大きく上回る現象は広く観察されている。このような大きな初期収益率が観察される理由をどのように説明することができるだろうか。多くの投資家が頻繁に売買することが可能な上場後の(流通)市場において初値はおおよそ効率的に決定されていると考えるなら、大きな初期収益率の存在は公開価格が本来企業価値から過小に値付けられている結果ということが出来る。本節では、新規公開市場における情報の非対称性が原因となつて公開価格が過小に値付けられ、その結果として初期収益率が大きくなる、という点に着目した仮説を紹介する。

(1) 情報の非対称性と公開価格の過小値付け

公開価格決定とは、新規公開株の価値を判定することであると言える。市場で取り引きされていない以上、何

らかの尺度を用いて価値を判断しなければならない。株式の価値はそれを保有することによって得られる収益（配当、キャピタルゲインなど）の割引現在価値であり、発行企業の将来にわたる収益力が源泉である。だが、将来にわたる収益力の判断には不確実性が伴う。その不確実性をできるだけ減少させる工夫として、入札やブツクビルディングを解釈することもできる。仮に、新規公開市場に参加する投資家、公開企業、そして引受証券会社、企業価値（企業の将来にわたる収益力と考へてもよい）や市場の状況、経済見通しなどに関して、等しく完全に情報とその分析力を保有しているなら、新規公開株を公開価格で購入した後、初値で売却しても、特段大きな収益が得られることはない⁽²⁾と考へられる。

だが実際には、有価証券報告書や目論見書によって公開企業の情報は等しく開示されていても投資家間で分析能力が異なっているかもしれないし、あるいは公開企業が属する業界全体の状況やマクロ経済の動向については機関投資家の方が情報収集力・分析力ともに優っているかもしれない。

別のケースとしては、公開価格の決定に関して、新規公開市場の状況について公開予定企業と引受証券会社を比べると、おそらく引受証券会社の情報量の方が多いかもれない。

以上のような情報の非対称性が存在する場合、「正しい」公開価格を知ることが困難であったり、あるいは情報の非対称性から生じるコストを負担しなければならないことがあり得る。そして、一般に上場後（店頭登録後）のマーケットにはより多くの投資家が参加しているため、そこで付けられる株価には公開価格決定時点に比べてより多くの情報が反映されていると考へられる。

そのため、新規公開時に公開価格と初値の乖離から生じる初期収益率は、実は情報の非対称性に起因する公開価格の過小値付けであったり、情報収集のためのコスト分だけ割り引かれているものである、との解釈も可能である。言い換えると、情報の非対称性により新規公開市場において非効率性が発生しており、その指標の一つとして初期収益率をみなすことができる。以下では、情報の非対称性と公開価格の過小値付けに関する仮説を紹介する。

(2) 公開価格の過小値付けに関する仮説

情報の非対称性と一口に言っても、「誰と誰の間での情報の非対称性」に注目するかにより、幾通りかの仮説が存在する。以下では、①新規公開企業と投資家間の非対称性、②情報を保有している投資家と保有していない投資家間の非対称性、③引受証券会社と新規公開企業間の非対称性、の三つの仮説を取り上げていくこととする。

① 新規公開企業と投資家間の非対称性

一般に、投資家が新規公開企業の企業価値を完全・正確に知ることは困難であり、企業経営者の方が企業価値についてより多くの情報を持っている、という意味で情報は非対称的である。投資家が情報収集を行うにはコストがかかるだろう。また、投資家からみて企業価値の不確実性が高ければ高いほど、（通常のリスク回避的な投資家なら）より多くのプレミアムを要求するだろう。公開価格は、このようなコストやプレミアムに見合った分、低く設定されていると考へることができる。また、投資家に対して新規公開株を販売する引受証券会社の立場から見ると、新規公開企業の企業価値に関する不確実性が小さいほど、販売のための努力は小さくて済むかも知れない。そのため、不確実性の大きなことが予想される新規公開株に対しては、引受証券会社は販売を容易にする

ために公開価格を低く設定しようとするインセンティブが働くだろう。

例えば、新規公開企業が投資家に対して収益性などの企業価値に関する情報を発信することは、情報の非対称性が存在していることを示唆しているのかもしれない。情報発信によって非対称性が軽減できれば、様々なコストやプレミアムを低下させ得るからである。また、高い評判を持つ引受証券会社を利用することも、同様の効果を持つかもしれない。このように、新規公開企業の情報発信活動は、投資家と企業の間にある情報の非対称性を軽減する役割を果たしていると考えられる。

② 情報を保有している投資家と保有していない投資家との非対称性

現実には、投資家の情報収集能力や分析力には大きな差があると考えられる。機関投資家のように多額の資金を運用する投資家の場合、情報の収集量も多く、分析能力は高いだろう。そして、情報の収集・分析に規模の経済が働くため、単位あたりのコストも小さくて済むと思われる。一方、個人投資家の場合、機関投資家と同様に情報を収集・分析することは困難であろうし、もし可能であってもコストが相当大きくなる可能性が高い。情報収集・分析能力に優れた投資家は、公開価格を見て、それが本来の企業価値に見合っているかどうか比較的正確に判断できるだろう。一方、情報収集・分析能力をそれほど有していない投資家は、新規公開株の有利・不利を見分けることが難しいため、相対的に低い収益率しかあげられないかもしれない。

上記のように、情報を保有している投資家 (informed investors) と情報を保有していない投資家 (uninformed investors) の両者が存在している場合、情報を保有している投資家は有利な新規公開株だけを選んで応募するのに対して、情報を保有していない投資家はどの新規公開株にも平均的に応募することになって

しまう。その結果、情報を保有していない投資家の収益率は低下し、新規公開株への応募を取りやめるかもしれない。そして最終的には、新規公開市場が限られた投資家のみが参加するものへと縮小してしまうこともあり得る。このような現象は逆選択と呼ばれ、情報の非対称性によってもたらされる市場の失敗の一例である。

新規公開市場における上記のような逆選択問題を回避する手段はないのだろうか。一つの方法としては、全ての新規公開株の公開価格を平均的に引き下げ、全ての投資家に対して必ず一定の初期収益率が確保されるようにすることが考えられる。ただしこの場合、情報の非対称性がなければより高い公開価格から得られたであろう差額を放棄することにより、新規公開企業が公開価格の引き下げという形で問題解決のコストを支払っていることに注意する必要がある。

③ 引受証券会社と新規公開企業との非対称性

引受証券会社に対して新規公開企業が期待している役割の一つとして、どの程度の公開価格なら投資家の応募が集まるか、というような新規公開市場に関する情報提供とそれに基づいた販売・流通の円滑化が挙げられる。もちろん、新規公開企業の企業価値については、当該企業が最も正確な情報を保有しているであろうが、新規公開株の価格設定と販売・流通に関しては引受証券会社の方が数多くの知識・経験からより多くの情報を保有していると考えられる。

新規公開株をより容易に販売・流通させることができれば、引受証券会社にとっては販売・流通に要するコストが低減することになる。そのため、引受手数料という明示的な報酬に加えて、インプリシットな報酬として公開価格が引き下げられている、という解釈も可能である。①において述べたように、情報の非対称性が大きいほ

ど、販売・流通に要する努力は大きくなると考えられるから、何らかの形で引受証券会社に報酬を支払う必要が生じ得る。そこで、新規公開企業は、新規公開株の販売・流通に関わる情報の対価として、引受証券会社に公開価格の引き下げという形で報酬を支払っているとも考えられるのである。

4 さつじ

3節では、情報の非対称性に起因する公開価格の過小値付けから、初期収益率を説明する仮説について述べてきた。つまり、上場（店頭登録）時の初値は企業価値を正しく反映して付けられており、（流通）市場は効率的であるとの立場をとっている。一方で、初値が一株あたりの企業価値よりも過大に付けられているのではないかという疑問も生じるだろう。確かに、日本において公開価格は投資家の評価を反映する入札結果をもとに決定されており、上場時の初値の方が一時的な相場の過熱により過大に決定されているとの考え方は説得力を持ち得る。しかし、現行の入札制度の問題点としては、情報収集・分析力について相対的に勝っていると考えられる機関投資家が、一投資家当たり五〇〇株かつ年四回までという入札株数・回数制限により実質的に排除されていることが挙げられる。そのため、入札結果に集約されている価格情報の精度に懸念が存在する。

公開価格の過小値付けか、それとも初値が過大なのかとの疑問に答えるには、十分な実証研究の蓄積を待たなければならぬだろう。現在の入札制度は、一九八九（平成元）年三月までの類似会社比準方式に比べれば、初期収益率を大幅に引き下げるという意味で一定の成果を収めたかに見える。ただ、より正確な価格情報を集約するという意味において、事実上入札参加者から機関投資家が排除されている点は改善の余地があるだろう。店頭特別市場において、先行してブックビルディング方式が導入されたが、このことは公開価格により精度の高い情

報を集約させ得るといふ点から評価できる。そして、適切な公開価格を決定し、投資家と企業を結びつける引受証券会社の役割は益々重要となるだろう。

今後さらに、資金調達者としての新規公開企業、および資金提供者としての投資家のどちらもが不利益を被ることなく、効率的に資金調達・運用可能な市場へと向かっていくことが期待される。そして、情報の非対称性が軽減された効率的な制度の指標として、初期収益率は重要な意義を持つものと考えられる。

（注）

- （1） 新規公開ではない時価発行増資ではブックビルディング方式が既に用いられている。また、店頭市場経由上場・他市場上場銘柄については、価格決定日の終値から一定のディスカウントを行って価格が決定されている。また一九九四（平成六）年九月に店頭市場経由で東証二部に上場したツツミの価格決定に、ブックビルディング方式が用いられた。

- （2） 厳密には、リスクの違いを織り込んだ後では、市場収益率を上回る超過収益率を得ることができない、ということである。

〈参考文献〉

（和文）

桶田幸夫「一九九五」『DDMによる店頭公開株の初値の評価』、『証券アナリストジャーナル』、一九九五年三月、五四―六三ページ
神座保彦「一九九五」『株式会社店頭市場の株価形成と諸問題について』、『証券アナリストジャーナル』、一九九五年三月、二一―二二ページ

監査法人トーマツ「一九九〇」、『株式公開全ノウハウ』、日本経済新聞社

木村寿克「一九九五」、『新規公開株の価格形成』、『証券アナリストジャーナル』、一九九五年三月、二五―三五ページ

五内川披史、近藤哲夫、大谷貞教「一九九五」、『株式公開制度の改革に向けた提言』、『財界観測』、一九九五年六月、四〇―七七ページ
証券取引審議会「一九八八」、『株式公開制度の在り方について（報告書）』

Packer, Frank「一九九五」、『何が新規公開価格の信頼性を高めているか―日本の株式店頭市場における実証分析結果―』、『証券ア

ナリストジャーナル』、一九九五年三月、三六―五三ページ

福田充男、芹田敏夫「一九九五」、『日本の新規株式公開市場に関する実証分析』、『証券アナリストジャーナル』、一九九五年三月、一
三一―四三ページ

福田司文「一九九四」、『新規公開株の価格問題』、『企業会計』、一九九四年一月、一〇四―一〇八ページ

細野祐「一九九三」、『株式公開の理論と実務』、中央経済社

(英文)

Allen, F. and G. Faulhaber[1989]. "Signaling by Underpricing in the IPO market". *Journal of Financial Economics* 23, pp.303-332

Baron, D.P.[1982]. "A Model of the Demand for Investment Banking Advising and Distribution Services for New Issues". *Journal of Finance* 37, pp.955-976

Benveniste, L. M. and P. A. Spindt[1989]. "How Investment Bankers Determine the Offer Price and Allocation of New Issues". *Journal of Financial Economics* 24, pp.343-361

Chowdhry, B. and A. Sherman[1996]. "International differences in oversubscription and underpricing of IPOs".

Journal of Corporate Finance 2, pp.359-381

Grimblatt, M. and C. Hwang[1989]. "Signaling and Pricing New Issues". *Journal of Financial Economics* 44, pp.393-420

Loughran, T. and J. Ritter[1995]. "The New Issue Puzzle". *Journal of Finance* 50, pp23-51

Ritter, J.[1987]. "The Cost of Going Public". *Journal of Financial Economics* 19, pp.269-281

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

Welch, I.[1989]. "Seasoned Offerings, Imitation Costs and the Underpricing of Initial Public Offerings". *Journal of Finance* 44, pp.421-449