

公開価格決定と引受業者の機能

岡村 秀夫

1 はじめに

日本版ビッグバンによって、従来の様々な競争制限的規制が緩和・撤廃されると、金融機関はその本質的機能の優劣によって益々鮮明に勝者と敗者に分けられることになる。金融機関の重要な機能の一つが金融取引に関わる情報生産活動とリスク分担機能であり、証券会社については引受業務がその代表格である。しかし、証券会社の情報生産能力が最も試される場であるはずの新規公開市場においては、制度的要因から情報生産を行う余地は限られているとの指摘がある。

現行の公開価格決定方式では、新規公開株の公開価格決定に先だって公募・売出株式の一定割合が入札に付され、落札加重平均価格を基準としつつ「引受証券会社が入札状況、期間リスク、需要見通し等を総合的に勘案して、公開価格を決定する」こととされている。現実には、落札加重平均価格から平均的に数パーセント程度のディスカウントが行われた上で公開価格が決定されている。つまり発行条件の重要な要素である公開価格決定において、ディスカウント幅の設定という形で関与にとどまっている。¹⁾

八九年四月の入札制度導入当初は、落札加重平均価格を機械的に公開価格として用いることとされ、引受証券会社が裁量を行う余地は全く存在しなかった。当時はリクルートコスモス株問題が取り上げられていた時期でもあり、引受証券会社の裁量の余地が株式公開制度の不透明性につながるといふ考えが多かった。その後九〇年以

降の株式市場低迷の影響から、入札倍率が低下したり、中には入札未達になる例が出たり、あるいは初値が公開価格を下回る例が続出したことなどもあって公開延期が相次ぎ、九一年一月から九二年四月まで新規公開市場は事実上閉鎖されていた。上記の問題をふまえて入札制度が見直されることとなり、九二年四月から入札上限価格撤廃と入札下限価格引き下げが実施され、そして九二年一月からは公開価格決定に際して引受証券会社に一定の裁量が認められる現行制度が用いられるようになった。

そして、九六年一二月には初めての店頭特別銘柄としてエーティーエルシステムズとアクモスが新規公開し、公開価格決定方式には日本の新規公開では初めてのブックビルディング方式が採用された。また九七年三月には日本証券業協会から「株式公開制度の改善策―ブックビルディング方式の導入に関する要綱」が公表され、証券取引審議会総合部会でもブックビルディング方式導入に関する審議が進められている。⁽²⁾

今後、引受証券会社の役割が増大し、その情報生産能力が問われる方向に制度改革が進んでいくものと思われる。本稿では、まず引受業者の機能を整理した上で、現在の新規公開制度における位置づけを考察する。そして、九六年度店頭市場新規登録銘柄の分析から、公開価格決定において引受証券会社が果たしている機能を検討する。

2 引受業者の機能と新規公開における役割

本節では、金融取引において不可避である情報問題を軽減・解決するために金融仲介機関が果たしている機能、特に引受業者の経済的機能を整理し、次いで現行の新規公開制度との関係を検討する。

(1) 金融仲介機関の経済機能

一般に、金融取引において資金提供者と資金調達者の間には何らかの情報非対称性（あるいは情報格差）が存在し、そのために円滑な資金の移動が困難となって資源配分上の非効率性が発生する可能性がある。（銀行、証券会社などを含む広義の）金融仲介機関の重要な役割の一つに、金融取引に関する情報生産を行うことによつて情報問題を軽減・解消することが挙げられる。情報問題解消の便益が情報生産の費用を上回れば、金融仲介機関が経済的に存在する意義が生まれるのである。

もう少し具体的に述べると、金融取引における情報問題は、資金調達者が保有する投資計画の価値を評価することが（特に第三者にとって）困難であることに起因している。そして、評価が困難な投資計画から生み出されるキャッシュフローをもとにした資金の返済は不確実であると資金提供者は判断するだろう。その結果、資金提供者が非常に高いリスク・プレミアムを要求したり、あるいは全く資金を提供しなくなるために、経済的に価値のある投資計画が実行されないかも知れない。このような場合に、金融仲介機関が資金返済の確実性に関する情報を提供したり、あるいは金融取引に関わるリスクを情報生産活動に基づいて低コストで分担すれば、より円滑に資金の移動が行われるかもしれない。

各種の金融仲介機関は金融取引の形態に応じて様々な形で情報生産活動を行う。次に、企業が新規公開を行う際の特徴をふまえて引受業者が果たしている経済機能を整理していく。

(2) 引受業者の経済機能

引受業務は、「発行計画の立案 (originating)」、「リスクの引受 (underwriting)」、「分売 (distributing)」

に大別される。⁽³⁾特に前二者は、発行企業についての企業価値評価、および発行企業に対する投資家の反応の評価という二点に密接に関係している。

まず、引受業者は企業と投資家の間での株式発行という形態の金融取引に必要な情報の生産・仲介を行っている。投資家に対しては発行企業の企業価値を正確に評価して伝達し、そして投資家からはどのように企業価値を評価しているかという反応を得る。また発行企業からは企業価値を評価するために必要な情報を得る一方で、投資家の反応を発行企業に伝達する。いわば、引受業者は企業価値に関する情報と投資家の反応に関する情報の生産者・媒介者の役割を果たしているのである。

さらに、引受業者は上記の情報をを用いて、発行計画の立案ならびにリスクの引受を行う。公開価格・発行数量の決定に際しては、より良い条件で発行するためには企業価値に関する正確な情報が必要であるし、引受に伴う売れ残りリスクを最小限にとどめるには投資家の反応を的確に評価することが必要である。

以上のような引受業務における情報生産活動は、株式というハイリスク・ハイリターン証券を不特定多数の投資家に販売するという、株式発行による資金調達の特徴を反映している。株式の価値は預金等と比べて大きなリスクにさらされている。そして、銀行融資のような一対一の相対型の金融取引と異なり、一つの発行企業と多数の投資家との金融取引であるため投資家の評価・反応を発行企業が十分に把握することは困難である。そのため、投資家の側は発行企業の企業価値情報を引受業者が伝達してくれることを求めるであらうし、発行企業の側は投資家の反応次第では十分な資金を調達することができないという資金調達リスクを軽減することを引受業者に求めるであらう。

このように、引受業務における情報生産活動とリスク分担機能は、株式発行による資金調達において本来重要な役割を果たすものである。しかし、現行の新規公開制度において引受証券会社は限定的な役割しか期待されていない。以下では、日本の新規公開制度における引受業者の役割について検討していく。

(3) 現行新規公開制度の問題点と引受業者の役割

八九年の入札制度導入当初は、入札の落札加重平均価格を機械的に公開価格として用いることとされていた。いかなれば、引受業者本来の情報生産活動を行うことは期待されておらず、企業価値の評価は投資家に委ねられていた。つまり、引受に関する事務、公開株の販売、売れ残りリスクの分担が主要な業務だったと言える。その後変更された現行の新規公開制度においては、(ブックビルディング方式が採用されている店頭特則銘柄を除いて)公開株式数の半数以上を一般投資家が参加する競争入札に付し、落札価格を参考にしつつ引受証券会社が入札状況、期間リスク、需要見通しなどを「総合的に勘案して」、公開価格を決定することとなっている。また、入札上限株数は一〇〇株から五〇〇株の範囲(多くの場合一〇〇株)、入札申込回数は年四回までとの制限がある。そのため、現行制度の問題点としては、入札上限株数および入札申込回数制限のために企業評価能力が相対的に高い機関投資家等の参加が事実上排除されていること、そして一般投資家中心に入札が行われるために落札結果に基づいた公開価格が企業価値から見ても過大に決定されやすいこと、の二点が指摘されている。だが、機関投資家等の評価が入札結果に反映されにくい点は認めるにしても、制度的には引受証券会社の裁量を認めた現行制度の枠内では「適正な」公開価格を決定できないのだろうか。

入札制度導入時の経緯を振り返ると、当時は新規公開制度の問題点として「公開価格決定方式」および「新規公開株の配分ルール」に関する不透明性が挙げられていた。公開価格決定方式についての批判は、公開価格で新

表1 96年度店頭市場新規登録銘柄（サンプル数：107）

	平均	中央値	標準偏差	最小値	最大値
営業年数	28.0	26	12.4	5	57
配当性向 (%)	18.0	15.4	16.6	0	157.6
株主資本利益率 (ROE) (%)	13.1	10.3	11.4	1.6	88.4
入札倍率	4.4	4.5	1.9	1.1	11
ディスカウント率 (%) (注1)	9.1	9.2	4.9	0	18.1
初期収益率 (%) (注2)	15.1	11.5	17.0	-11.6	98.5
初期収益率2 (%) (注3)	4.7	1.1	15.2	-23.1	70.7

「商事法務」増資白書号、「証券業報」より作成

(注1) (ディスカウント率) = (落札加重平均価格) - (公開価格) / (落札加重平均価格)

(注2) (初期収益率) = (初値) - (公開価格) / (公開価格)

(注3) (初期収益率2) = (初値) - (落札加重平均価格) / (落札加重平均価格)

店頭特別銘柄二社と新規登録管理会社二社を除く計一〇七社に関する主なデータをまとめると表1のようになる。
(表1参照)

会社設立から新規登録までの平均年数は二八年余りとなっており、数値だけを見ると日本の店頭市場は、NASDAQなどと比べて、やや成熟した印象を受ける。ただ、最も速い企業では公開まで五年となっている。

財務指標について見ると、配当性向の平均は一八%、株主資本利益率 (ROE) の平均は一三%余りとなっている。特に、ROEについて言えば、多くの大企業が一〇%未満であることに比べて高い数字であると考えられる。

次に、株価に関するデータを見ると、入札の平均倍率は四・四倍であり、最大はフェローテックの一一倍であったのに対して最小は今仙電機製作所の一・一倍となっており、投資家の注目度は企業ごとに大きく異なっている。落札加重平均価格から公開価格までのディスカウント率は平均で九・一%、最大で一八・一%、最小で〇%となってい

規公開株を入手して初値で売却すれば非常に大きな収益が得られる点に向けられていた。つまり、(公開後の流通市場での株価が効率的に決定されているなら) 公開価格が企業価値から過小に評価されていることが問題であったと考えられる。そのため公開価格決定方式に関しては、入札結果に引受会社が修正を加える現行方式であっても、ブックビルディング方式であっても、引受証券会社に十分な情報生産能力があれば結果的に大差はないものと思われる。一方、新規公開株の配分に関しては、入札による配分は公正性が高いものの、非合理的な行動をとる投資家の比率が高ければ公開後の価格形成に歪みが生じる可能性がある。従って、現行制度の問題点を指摘するのであれば、議論の焦点を新規公開株の配分ルールに当てる方が望ましいだろう。

3 一九九六年度店頭市場新規登録銘柄の状況

本節では、まず九六年度の店頭市場新規登録銘柄の状況について概観する。次いで現行の公開価格決定方式において引受証券会社が行った裁量(情報生産活動)の結果と考えられる落札加重平均価格から公開価格へのディスカウント率の決定要因を分析し、引受証券会社がどのような情報をもとに公開価格を決定しているか検討する。

(1) 九六年度の店頭市場新規登録銘柄の状況

九六年度の店頭市場新規登録銘柄は一一一社であり、登録会社数は合計七六二社、登録管理会社数は合計一七社となっている。九四年度の一一四社、九五年度の一二七社に引き続き三年連続で一〇〇社を越える高水準の登録数となった。また、九六年度新規登録一一四社の内、一二月に登録したエーティーエルシステムズとアクモスは初の店頭特別銘柄であり、日本の新規公開株では初めてブックビルディング方式によって公開価格が決定され

表2：ディスカウント率の決定要因

(次式を最小2乗法で推定)
 $(\text{ディスカウント率}) = (\text{定数項}) + b_1 \cdot (\text{営業年数}) + b_2 \cdot (\text{配当性向}) + b_3 \cdot (\text{ROE}) + b_4 \cdot (\text{総発行済株式数}) + b_5 \cdot (\text{公募・売出株式数} / \text{総発行済株式数}) + b_6 \cdot (\text{入札株式数} / \text{総発行済株式数}) + b_7 \cdot (\text{入札倍率}) + b_8 \cdot (\text{上昇率})$

	定数項	営業年数	配当性向	ROE	総発行済株式数	公募・売出株式数 / 総発行済株式数	入札株式数 / 総発行済株式数	入札倍数	上昇率
係数推定値	0.016	0.18*10 ⁻⁴	0.016	-0.015	-0.83*10 ⁻⁶	0.13*10 ⁻⁴	0.043	0.011	0.018
t 値	0.5	0.05	0.068	-0.39	-1.34	1.02	0.24	4.69***	3.2***

(***：1%水準で有意)

(注) (上昇率) = (落札加重平均価格) - (入札下限価格) / (入札下限価格)

上昇率)の係数が統計的にみて有意な結果となっている。推計結果から、引受証券会社は入札倍率が高かったり、入札下限価格から落札加重平均価格までの上昇率が高かった場合には、落札加重平均価格から公開価格へのディスカウント幅を大きくしていることが分かる。つまり、引受証券会社は入札の過熱状況を見て、公開価格が過大評価とならないようにディスカウント幅を決定していると考えられる。いわば、引受証券会社は投資家の反応というマクテイニング情報の生産に注力しているのかもしれない。一方、配当性向やROEなどの財務指標については、この推計結果ではディスカウント幅の決定に影響を与えていないことが示されている。ただ、財務指標に関しては収益力の成長性などの要因が含まれていないため、今後さらに検討する必要があるだろう。

4 さいごに

本稿では、引受業者の機能および新規公開制度との関連を考察してきた。現行の新規公開制度については、入札制度における価格形成の問題点が指摘され、解決策としてブックビルディング方式の導入が提唱されている。ただ、公開価格決定の現状をみると、引受証券会社が情報生産活動を行う余地は制限されているものの、落札加重平均価格から入札結果に基づいて引受証券会

る。そして、公開価格から初値までの値上がり率である初期収益率は平均で一五・一%となっており、依然新規公開株を手に入れば比較的高い収益を短期間であげることが可能である。ただし、初期収益率の最小値はマイナス一・六%、初値が公開価格を割り込んだものは七銘柄であり、どの銘柄を購入しても必ず収益があげられるというわけではない。一方、初期収益率の最大値は九八・五%となっており、公開価格から初値まで約二倍近い値上がりとなっている。最後に、落札加重平均価格(九二年一月以前はそのまま公開価格とされていた)から初値までの値上がり率(表1では初期収益率2となっている)について計測したところ、平均で四・七%、最大で七〇・七%、最小でマイナス二三・一%となっている。初期収益率との数値の差は、公開価格決定に際して行われるディスカウントの影響である。

次にこれらのデータを用いて、九六年度の店頭市場新規登録銘柄について、公開価格決定に際して引受証券会社が行う落札加重平均価格からのディスカウント率の決定要因を分析する。

(2) ディスカウント率の決定要因

落札加重平均価格から平均九・一%のディスカウントを行って公開価格を決定している効果が、初値が公開価格を割り込む銘柄数に現れている。先に述べたように、初値が公開価格を下回ったものは七銘柄であったが、初値が落札加重平均価格を下回ったものは四五銘柄に上る。これは九六年度新規登録銘柄数の四割以上に上り、引受証券会社によるディスカウントが行われなければ、多くの投資家が損失を被っていた可能性がある。⁽⁴⁾

それでは、引受証券会社はどのような情報を元にディスカウントを行っているのだろうか。表2はディスカウント率の決定要因を推計したものであるが、入札倍率および上昇率(入札下限価格から落札加重平均価格までの

社が修正を行う現行方式は、個人投資家中心の新規公開市場という枠組みの中では一定の機能を果たしていると考えられる。公開後の価格形成に問題点があると考えらるなら、新規公開市場への参加者の構成にまず息点を当てるべきかもしれない。入札制度を維持する場合でも、機関投資家が参加しやすく、機関投資家の評価が反映されやすいなら、公開価格はより適切な水準に決定されるであろう。

ブックビルディング方式が導入される場合、新規公開市場は機関投資家中心の市場になる可能性が高いが、公開価格決定適正化の名の下に一部の機関投資家のみが参加する市場とならないように注意する必要がある。おそらく、価格決定の透明性および新規公開株配分の公正性という点で、ブックビルディング方式は入札方式に比べて劣っており、透明性・公正性に対する疑念がもたれば新規公開市場への信頼が大きく揺らぐことだろう。たとえ公開価格の水準が適正であっても、市場そのものへの信頼がなければ優れた資金調達・運用の場として存在し得ない。また、発行価格決定にブックビルディング方式が導入されている社債市場において、必ずしもブックビルディングが投資家の評価や需要を汲み取っていないとの指摘にも留意する必要がある。ブックビルディング方式導入の際には、新規公開企業の企業価値評価という金融仲介機関としての情報生産能力の真価が問われるだけでなく、公正な市場の運営者として引受証券会社の責務が大きく問われることになるだろう。

(注)

- (1) もちろん、デイスカウント幅の設定という形で公開価格を相当の裁量をもって決定できるが、あくまで基準は入札結果に基づくといい点で引受証券会社が関与できる余地は限定されているとも考えられる。
- (2) 「証券業法」平成九年四月号、五月号参照。

- (3) 詳しくは首藤「一九八七」、首藤・松浦・米澤「一九九六」などを参照。

- (4) 公開後の流通市場が効率的なら、初値は公開価格決定方式に依存しないと考えられる。

＜参考文献＞

- 伊藤元重・西村和雄編「一九八九」『応用ミクロ経済学』、東京大学出版会
- 貝塚啓明・池尾和人編「一九九二」シリーズ現代金融「金融理論と制度改革」、有斐閣
- 首藤恵「一九八七」『日本の証券業―組織と競争』東洋経済新報社
- 首藤恵・松浦克「一九九六」『日本の企業金融』東洋経済新報社
- 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、三二―四ページ
- 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
- 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