

ブックビルディング方式によるIPO

岡村 秀夫

1 はじめに

昨年九月より、新規公開株式の公開価格決定にブックビルディング方式が用いられるようになった。(店頭特別銘柄については平成八年二月から用いられている。)ブックビルディング方式は、需要積み上げ方式とも呼ばれ、主幹事証券会社が機関投資家や個人投資家の需要を集計し、新規公開会社と協議の上公開価格を決定する方式である。投資家の需要集計に際しては募集のための仮条件を提示するが、仮条件は当該会社の経営状態の他に機関投資家やアナリストなどの意見を総合的に勘案して決定される。

ところで、ブックビルディング方式導入の目的としては、公開価格を妥当な水準で決定すること、そして流通市場での取引を円滑にすることが挙げられている。⁽¹⁾その背景には、従来の入札方式では、個人投資家中心の入札結果に基づいたために企業実態に比べて公開価格が高くなりがちであったこと、そのために公開後の流通に支障をきたしていたことがある。

また、ブックビルディング方式の導入に伴い、公開株式の配分規制(配分上限株式数五〇〇株以内、一事業年度四銘柄以内)も適用されなくなった。このことから、公開価格の決定過程に機関投資家の意見を反映させるとともに、公開株式の配分においても機関投資家が容易に取得できるようにすることによって、新規公開時のみならず公開後においてもより適切な価格形成を目指していることが理解できる。言い換えると、機関投資家や

証券会社の企業評価能力をできる限り引き出す条件を整えることが、ブックビルディング方式導入の目的と言えるだろう。

以下、2ではブックビルディング方式の概要、3では、昨年九月以後の新規店頭登録銘柄について、主幹事シエア、月別登録状況、初期収益率、公開価格からの騰落状況、初値からの騰落状況、流動性の推移、などについて述べる。最後に、4ではブックビルディング方式導入の目的が達成されたかどうか検討する。

2 ブックビルディング方式

ブックビルディング方式による公開価格決定は、次のような手順で行われる。⁽²⁾

(1) 仮条件の決定および公表

主幹事証券会社は、新規公開会社と協議の上、以下の点を総合的に勘案して、仮条件およびその決定理由、発行価額を公表する。

- ① 新規公開会社の事業内容、経営成績、財政状態
 - ② 新規公開会社の事業内容等について類似性が高いと幹事証券会社が判断する会社との比較
 - ③ 有価証券に対する投資に係わる専門的知識および経験を有すると幹事証券会社が認めるものの意見
 - ④ 売買価格または気配が公表されている場合の当該売買価格または気配
 - ⑤ その他仮条件の決定に関して参考となる資料または意見
- (2) 需要の調査

各幹事証券会社は仮条件をもとに、投資家からの需要の調査・集計を行い、主幹事証券会社は各幹事証券会社

からの報告を集計し、需要の積み上げを行う。

(3) 公開価格の決定

主幹事証券会社は、新規公開会社と協議の上、投資家からの総需要、市場の状況、期間リスクなどを総合的に勘案し、公開価格を決定する。

上記の手順を見ると、公開価格の決定に関して、入札方式において(少なくとも制度上は)副次的な役割しか果たしていなかった主幹事証券会社が、ブックビルディング方式においては中心的な役割を期待されていることが明らかである。また(1)の③や(2)から、ブックビルディング方式では機関投資家が公開価格決定に関与する余地ができたことが分かる。つまり、価格決定の透明性と公開株式配分の公平性に主眼をおいた入札方式では個人投資家が中心的な役割を果たしていたが、価格水準の妥当性を重視するブックビルディング方式では、企業評価能力がより高く、市場状況を熟知している機関投資家や主幹事証券会社に公開価格決定の主役が移ったと考えることができるだろう。

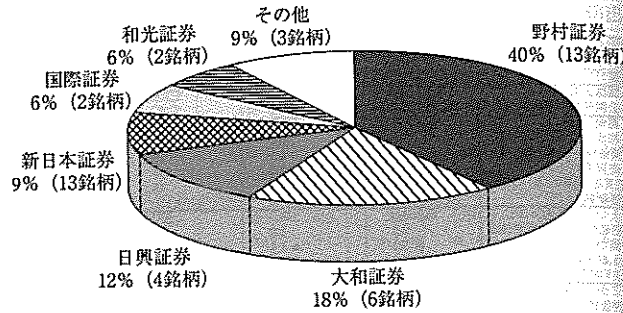
3 ブックビルディング方式による新規店頭登録銘柄について

本節では、店頭本則銘柄について初めてブックビルディング方式が用いられた平成九(一九九七)年九月三〇日から平成一〇(一九九八)年四月九日の間に新規店頭登録された銘柄について、主幹事シェア、月別登録状況、初期収益率、公開価格からの騰落状況の推移、初値からの騰落状況の推移、流動性(Ⅱ売買回転率)などについて述べる。なお、使用したデータは「証券業報」の各月号に掲載されている「最近の新規公開状況」を用いた。また、上記の期間に新規登録された銘柄数は三三であった。(なお、特則銘柄が一つ含まれる。)

(1) 主幹事シェア

図1は平成九(一九九七)年九月三〇日から平成一〇(一九九八)年四月九日までの間に、新規店頭登録された銘柄の主幹事シェアを示したものである。主幹事シェアが最も高かったのは野村証券であり、四〇%(二三銘柄)を占めている。次いで、大和証券の一八%(六銘柄)、日興証券の一三%(四銘柄)、新日本証券の九%(三銘柄)、国際証券と和光証券はそれぞれ六%(二銘柄)ずつ、その他九%(三銘柄)(山一証券、コスモ証券、勸角証券が各一銘柄ずつ)となっている。野村証券のシェアが四〇%と群を抜いて大きく、大和証券、日興証券の三社を合計すると、七割ものシェアを占めている。

図1 主幹事シェア
(全33銘柄)



(出所) 『証券業報』各月号より作成

(2) 登録銘柄の状況

表1は平成九(一九九七)年九月三〇日から平成一〇(一九九八)年四月九日までの間に新規店頭登録された銘柄について、公開株式数・公開価格・初値・公開価格からの騰落率・公開日の売買高・公開日の時価総額、および一か月後から六か月後までの株価・公開価格からの騰落率・初値からの騰落率・各月ごとの一日平均売買高・売買回転率(Ⅱ一日平均売買高/公開株式数)をまとめたものである。

店頭本則銘柄でブックビルディング方式が初めて用いられたのは「フォトロン」である。平成九年九月は「フォトロン」一銘柄だけであったが、同年一〇月には一銘柄、同年十一月には一〇銘柄、同年十二月には七銘柄

銘柄名	日本バレット プール	モンテカルロ	橋本総業	かねもり	モリテックス	伏川牧園	太平洋建設工業	アルゴテックス ニト	コモ	共信電気
主幹証券	因幡証券	野村証券	大和証券	野村証券	新日本証券	野村証券	新日本証券	野村証券	野村証券	野村証券
公開日	H9.11.7	H9.11.7	H9.11.10	H9.11.11	H9.11.13	H9.11.19	H9.11.20	H9.11.21	H9.12.2	H9.12.3
公開株式数(千株)	1,200	800	900	1,050	758	700	750	1,125	600	850
<公開価格>(円)	370	550	410	300	1,300	600	400	1,500	420	920
<初値>(円)	375	564	460	245	1,450	615	410	1,600	450	960
<公開価格-初値>(円)	5	14	50	▲55	150	15	10	100	30	40
公開価格からの騰落率(%)	1.4	2.5	12.2	▲18.3	11.5	2.5	2.5	6.7	7.1	4.3
(売買高)(千株)	165	125	220	133	573	82	131	359	198	308
(売買高/公開株式数×100%)	13.8	15.6	24.4	12.7	75.6	11.7	17.5	31.9	33.0	36.2
時価総額(千円)	3,187,500	1,815,460	2,698,293	1,792,750	6,670,000	2,570,085	1,680,180	12,000,000	1,350,000	3,820,800
<1か月後株価>(円)	310	548	699	306	1,470	610	350	1,290	430	735
公開価格からの騰落率(%)	▲16.2	▲0.4	70.5	2.0	13.1	1.7	▲12.5	▲14.0	2.4	▲20.1
初値からの騰落率(%)	▲17.3	▲2.8	52.0	24.9	1.4	▲0.8	▲14.6	▲19.4	▲4.4	▲23.4
(1日平均売買高)(千株)	19.5	13.8	47.1	42.6	61.7	9.3	13.4	54.0	23.6	25.9
(1日平均売買高/公開株式数×100%)	1.6	1.7	5.2	4.1	8.1	1.3	1.8	4.8	3.9	3.0
<2か月後株価>(円)	272	550	751	308	1,430	610	400	1,560	510	1,200
公開価格からの騰落率(%)	▲26.5	0.0	83.2	2.7	10.0	1.7	0.0	4.0	21.4	41.3
初値からの騰落率(%)	▲27.5	▲2.5	63.3	25.7	▲1.4	▲0.8	▲2.4	▲2.5	13.3	35.4
(1日平均売買高)(千株)	7.8	3.1	4.6	2.7	11.2	2.3	3.7	21.1	3.2	42.0
(1日平均売買高/公開株式数×100%)	0.7	0.4	0.5	0.3	1.5	0.3	0.5	1.9	0.5	4.9
<3か月後株価>(円)	320	570	960	310	1,570	605	400	2,120	590	1,310
公開価格からの騰落率(%)	▲13.5	3.6	134.1	3.3	28.5	0.8	0.0	41.3	40.5	42.4
初値からの騰落率(%)	▲14.7	1.1	108.7	26.5	15.2	▲1.6	▲2.4	32.5	31.1	36.5
(1日平均売買高)(千株)	4.1	5.5	1.7	2.9	28.9	2.2	3.7	24.9	9.6	16.7
(1日平均売買高/公開株式数×100%)	0.3	0.7	0.2	0.3	3.8	0.3	0.5	2.2	1.6	2.0
<4か月後株価>(円)	370	470	1,000	335	1,800	623	398	1,950	600	1,230
公開価格からの騰落率(%)	0.0	▲14.5	143.9	11.7	38.5	3.8	▲0.5	30.0	42.9	35.7
初値からの騰落率(%)	▲1.3	▲16.7	117.4	36.7	24.1	1.3	▲2.9	21.9	33.3	28.1
(1日平均売買高)(千株)	14.2	3.6	2.6	3.5	6.4	1.1	1.1	4.8	2.6	9.7
(1日平均売買高/公開株式数×100%)	1.2	0.5	0.3	0.3	1.1	0.2	0.1	0.4	0.4	1.1

銘柄名	日本ライフライン	バスポート	オリジエ東秀	ローフェ	マスターネット (特別)	新興通信建設	ニチリョク	ウチダエスコ	富士テクニク
主幹証券	コスモ証券	大和証券	動角証券	野村証券	野村証券	野村証券	大和証券	日興証券	和光証券
公開日	H9.12.8	H9.12.10	H9.12.18	H9.12.24	H9.12.25	H10.2.3	H10.2.20	H10.3.10	H10.3.12
公開株式数(千株)	1,650	860	850	760	1,220	1,350	800	850	1,100
<公開価格>(円)	1,060	230	290	1,700	200,000	250	380	430	570
<初値>(円)	1,100	250	321	1,550	236,000	361	450	500	705
<公開価格-初値>(円)	40	20	31	▲150	36,000	111	70	70	135
公開価格からの騰落率(%)	3.8	8.7	10.7	▲8.8	18.0	44.4	18.4	16.3	23.7
(売買高)(千株)	323	396	388	190	776	683	552	423	1,269
(売買高/公開株式数×100%)	19.6	46.0	45.6	25.0	63.6	50.6	69.0	49.8	115.1
時価総額(千円)	13,460,656	1,317,500	1,701,942	6,835,500	1,534,000	3,501,700	2,016,337	1,800,000	5,216,561
<1か月後株価>(円)	940	230	293	1,710	345,000	362	401	480	760
公開価格からの騰落率(%)	▲11.3	0.0	1.0	0.6	72.5	44.8	5.5	11.6	33.6
初値からの騰落率(%)	▲14.5	▲8.0	▲8.7	10.3	46.2	0.3	▲10.9	▲4.0	10.6
(1日平均売買高)(千株)	32.9	30.5	27.0	47.4	134.6	103.7	58.7	52.1	179.1
(1日平均売買高/公開株式数×100%)	2.0	3.5	3.2	6.2	11.0	7.7	7.3	6.1	16.3
<2か月後株価>(円)	1,360	322	415	1,600	305,000	370			
公開価格からの騰落率(%)	28.3	40.0	43.1	▲5.9	52.5	48.0			
初値からの騰落率(%)	23.6	28.8	29.3	3.2	29.2	2.5			
(1日平均売買高)(千株)	68.6	41.6	24.8	6.7	12.7	4.9			
(1日平均売買高/公開株式数×100%)	4.2	4.8	2.9	0.9	1.0	0.4			
<3か月後株価>(円)	2,030	240	695	1,450	317,000				
公開価格からの騰落率(%)	91.5	4.3	139.7	▲14.7	58.5				
初値からの騰落率(%)	84.5	▲4.0	116.5	▲6.5	34.3				
(1日平均売買高)(千株)	90.5	14.0	20.1	1.7	11.6				
(1日平均売買高/公開株式数×100%)	5.5	1.6	2.4	0.2	1.0				

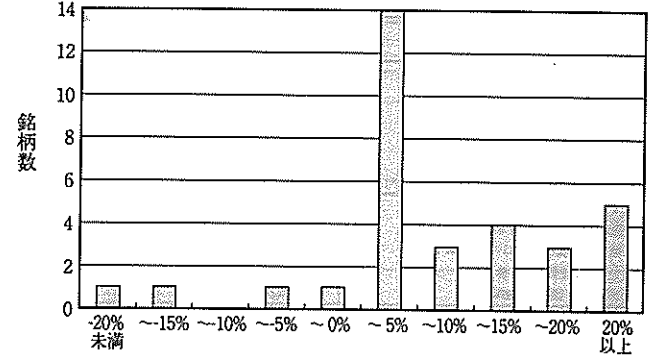
表1 ブックビルディング方式による新規店頭登録銘柄
(平成9年9月30日から平成10年4月9日までの新規登録分)

(出所)「証券業報」各月号より作成

銘柄名	<平均>	<中央値>	フォトロン	菱友計算	長野日本無線	アトラス
主幹証券			大和証券	野村証券	日興証券	野村証券
公開日	H9.9.30	H9.10.1	H9.10.1	H9.10.1	H9.10.1	H9.10.7
公開株式数(千株)	1,180.6	900.0	1,100.0	1,300.0	3,500.0	1,900.0
<公開価格>(円)	28,375.9	550.0	480.0	480.0	530.0	14,000.0
<初値>(円)	88,749.6	585.0	490.0	565.0	565.0	9,000.0
<公開価格-初値>(円)	40,373.7	30.0	70.0	10.0	▲25.0	▲5,933.0
公開価格からの騰落率(%)	12.0	4.1	14.6	2.1	▲4.2	▲33.7
(売買高)(千株)	14,214.2	323.0	514.0	393.0	501.0	123.0
(売買高/公開株式数×100%)	430.4	32.4	46.7	30.2	14.4	6.7
時価総額(千円)	10,995,231.6	3,501,700.0	4,151,153.0	3,113,950.0	16,622,300.0	103,167,000.0
<1か月後株価>(円)	76,164.6	518.0	488.0	500.0	500.0	6,100.0
公開価格からの騰落率(%)	9.3	1.0	4.2	1.7	▲15.3	▲56.4
初値からの騰落率(%)	▲3.2	▲4.4	▲9.1	▲0.4	▲11.5	▲32.2
(1日平均売買高)(千株)	57.9	47.4	92.2	30.3	53.0	97.3
(1日平均売買高/公開株式数×100%)	5.3	4.5	8.4	2.3	1.5	5.1
<2か月後株価>(円)	110,731.0	550.0	490.0	485.0	530.0	5,080.0
公開価格からの騰落率(%)	18.5	1.9	2.1	1.0	▲10.2	▲63.7
初値からの騰落率(%)	3.5	▲1.2	▲10.8	▲1.9	▲6.2	▲43.6
(1日平均売買高)(千株)	12.8	6.7	6.3	3.2	13.1	11.7
(1日平均売買高/公開株式数×100%)	0.6	0.6	0.6	0.4	0.4	0.6
<3か月後株価>(円)	106,783.1	637.0	493.0	503.0	550.0	5,180.0
公開価格からの騰落率(%)	29.0	3.6	2.7	4.8	▲2.7	▲63.0
初値からの騰落率(%)	15.8	1.1	▲10.4	2.7	▲2.7	▲42.4
(1日平均売買高)(千株)	13.1	5.5	6.0	5.1	10.2	10.7
(1日平均売買高/公開株式数×100%)	1.2	0.5	0.5	0.4	0.3	0.7
<4か月後株価>(円)	162,309.7	611.5	585.0	490.0	530.0	5,100.0
公開価格からの騰落率(%)	33.9	12.4	21.9	2.1	▲10.2	▲63.6
初値からの騰落率(%)	14.3	3.5	6.4	0.0	▲6.2	▲43.3
(1日平均売買高)(千株)	11.2	5.4	5.9	5.4	5.4	17.7
(1日平均売買高/公開株式数×100%)	0.9	0.4	0.4	0.4	0.2	0.9
<5か月後株価>(円)	322,532.4	699.0	620.0	499.0	530.0	4,080.0
公開価格からの騰落率(%)	42.9	6.6	29.2	4.0	▲10.2	▲70.9
初値からの騰落率(%)	8.7	▲2.2	12.7	1.8	▲6.2	▲54.7
(1日平均売買高)(千株)	9.6	5.1	12.3	3.5	6.6	9.8
(1日平均売買高/公開株式数×100%)	0.7	0.4	1.1	0.3	0.2	0.5
<6か月後株価>(円)	944.8	585.0	620.0	509.0	530.0	2,100.0
公開価格からの騰落率(%)	▲14.1	▲0.4	29.2	6.0	▲6.8	▲85.0
初値からの騰落率(%)	▲15.7	0.6	12.7	3.9	▲2.7	▲76.7
(1日平均売買高)(千株)	9.5	5.3	4.6	3.2	5.9	24.4
(1日平均売買高/公開株式数×100%)	0.5	0.3	0.4	0.2	0.2	1.3

銘柄名	ユタカ技研	ジャストシステム	データサービス ソフトバンク リング	デイトナ	ジャパン ケアサービス	日本ドレー ム・モリン	フジケール	東電気	ヤフー	日本コーリン
主幹証券	日興証券	大和証券	新日本証券	和光証券	野村証券	日興証券	野村証券	山一証券	大和証券	野村証券
公開日	H9.10.14	H9.10.16	H9.10.16	H9.10.17	H9.10.20	H9.10.22	H9.10.28	H9.10.29	H9.11.4	H9.11.5
公開株式数(千株)	2,200	3,500	800	700	822	700	1,100	800	975	1,350
<公開価格>(円)	610	2,500	730	300	530	1,220	2,300	435	700,000	550
<初値>(円)	626	2,500	760	310	590	1,570	2,350	450	2,000,000	530
<公開価格-初値>(円)	16	0	30	10	120	350	50	15	1,300,000	0
公開価格からの騰落率(%)	2.6	0.0	4.1	3.3	22.6	28.7	2.2	3.4	185.7	0.0
(売買高)(千株)	433	457,500	332	161	313	307	189	245	318	437
(売買高/公開株式数×100%)	19.7	13,071.4	41.5	23.0	38.3	43.9	17.2	30.5	32.6	32.4
時価総額(千円)	9,277,320	70,028,000	3,640,400	882,260	3,360,600	6,341,475	17,022,225	2,290,500	13,550,000	4,815,795
<1か月後株価>(円)	600	1,850	990	310	490	1,100	2,740	320	2,140,000	500
公開価格からの騰落率(%)	▲1.6	▲26.0	35.6	3.3	▲7.5	▲8.8	19.1	▲26.4	205.7	▲9.1
初値からの騰落率(%)	▲4.2	▲26.0	30.9	0.0	▲29.9	▲16.6	16.6	▲23.9	245.5	▲9.1
(1日平均売買高)(千株)	42.9	156.4	128.3	23.2	59.1	53.9	57.7	24.5	72.0	41.6
(1日平均売買高/公開株式数×100%)	2.0	4.5	16.0	3.3	7.2	7.7	5.2	2.9	7.4	3.0
<2か月後株価>(円)	550	1,370	956	290	530	1,170	2,830	320	2,990,000	470
公開価格からの騰落率(%)	▲9.8	▲45								

図2 初期収益率の分布
(サンプル数: 33)



(出所) 『証券業報』各月号より作成

表2 基本統計量 (公開価格からの騰落率)

	初期収益率	1か月後	2か月後	3か月後	4か月後	5か月後	6か月後
平均	12.03	9.26	18.50	29.89	33.90	42.89	-14.14
標準誤差	5.93	7.62	11.99	12.61	20.26	40.19	24.76
中央値	4.11	1.03	1.88	3.64	12.44	6.61	-0.37
標準偏差	34.05	43.76	65.65	67.93	99.27	150.37	49.52
分散	1,159.58	1,914.87	4,309.37	4,614.24	9,854.14	22,610.23	2,452.69
尖度	22.43	12.60	17.61	7.43	14.71	11.22	2.51
歪度	4.31	3.04	3.74	2.36	3.50	3.20	-1.46
範囲	221.43	262.14	390.86	355.86	524.62	618.94	114.17
最小	-35.71	-56.43	-63.71	-63.00	-71.76	-76.08	-85.00
最大	185.71	205.71	327.14	292.86	452.86	542.86	29.17
標本数	33	33	30	29	24	14	4

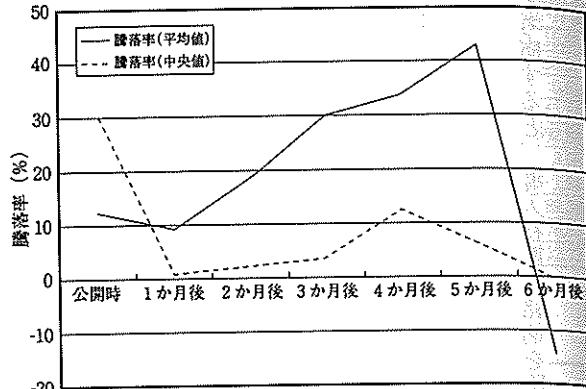
(出所) 『証券業報』各月号より作成

(内、特別銘柄を一つ含む) となっている。しかし、平成九年秋以降の店頭市場の低迷、そして同年十一月の山一証券の破綻などの影響もあり、公開の延期も相次いだ。平成一〇年に入って最初の一月には新規登録は行われず、二月になって二銘柄、三月にも二銘柄が新規登録されただけである。平成一〇(一九九八)年については、通年で五年ぶりに新規店頭登録銘柄が一〇〇社を下回る⁽⁵⁾ことが予想されており、また五月の新規登録銘柄は二年ぶりにゼロになる見通しと伝えられている⁽⁶⁾。

(3) 初期収益率と分布状況

図2は初期収益率の分布状況を示したものである。また、表2には公開価格からの騰落率についての基本統計量がまとめられている。ブックビルディング方式により公開価格が決定された三銘柄についての初期収益率は、平均で二二・〇三%となっており、中央値は四・一一%である。また、初期収益率の最大値は一八五・七一% (ヤフー) であり、最小値はマイナス三五・七一% (アトラス) となっている。図2を見ると、初期収益率が二

図3 公開価格からの騰落率



(出所) 『証券業報』各月号より作成

(4) 公開後の価格の推移

① 公開価格からの騰落状況

表2は公開価格からの騰落率について基本統計量をまとめたものである。また、図3は公開価格からの騰落率の月別推移を、騰落率の平均値〇%以上であったものが五銘柄ある一方で、初期収益率がマイナスであったものが四銘柄であった。最も多く分布している区間は〇%以上、五%未満の間で一四銘柄となっており、次いで二〇%以上の区間の五銘柄、一〇%以上、一五%未満の四銘柄、五%以上、一〇%未満、一五%以上、二〇%未満のそれぞれ三銘柄、マイナス二〇%未満、マイナス二〇%以上、一五%未満、マイナス一〇%以上、一五%未満、マイナス五%未満、マイナス五%以上、一〇%未満のそれぞれ一銘柄ずつとなっている。

(実線) および中央値 (点線) それぞれについて示したものである。なお、公開からの経過期間が長くなるに従って、サンプルとなる銘柄数が減少していることに注意する必要がある。

公開価格からの騰落率について平均値の推移を見ると、公開時の初値との比較 (初期収益率) では二二・〇三%の上昇、一か月後の株価との比較では九・二六%の上昇、二か月後では一八・五〇%の上昇、三か月後では二九・八九%の上昇、四か月後では三三・九〇%の上昇、五か月後では四二・八九%の上昇、六か月後では四・一四%の下落となっている。また公開価格からの騰落率について中央値の推移を見ると、初値との比較では

四・一一%の上昇、一か月後では一・〇三%の上昇、二か月後では一・八八%の上昇、三か月後では三・六四%の上昇、四か月後では二・四四%の上昇、五か月後では六・六一%の上昇、六か月後では〇・三七%の下落となっている。

ただし、平均値および中央値の推移を検討するにあたって、本稿作成時点ではブックビルディング方式を用いた新規店頭登録銘柄で六か月以上経過していたものが四銘柄と少なかったこと、そのうち一銘柄（アトラス）が大きなマイナス値を示していた影響に注意する必要があるだろう。

次いで、表5には公開価格からの月別騰落状況がまとめられている。公開時点では、公開価格からの上昇銘柄は二九銘柄と九割近くが上昇していたのに対して、下落銘柄は四銘柄であった。一か月後では、上昇が二〇銘柄に対して下落が一〇銘柄、三か月後では上昇が二二銘柄に対して下落が七銘柄、四か月後では上昇が一七銘柄に対して下落が七銘柄、五か月後では上昇が九銘柄に対して下落が五銘柄、六か月後では上昇が二銘柄に対して下落が二銘柄となっている。

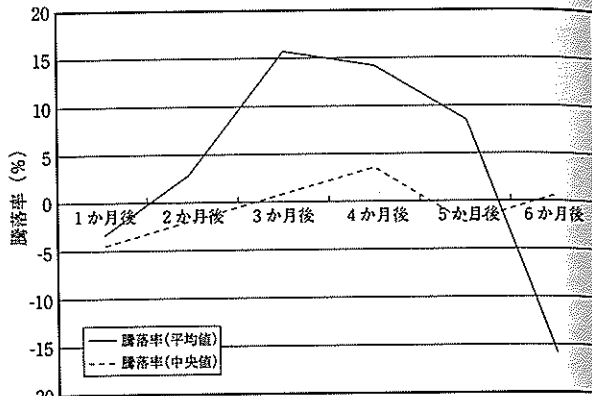
公開価格からの騰落率の推移について検討すると、サンプルが特に少なかった六か月後を除いて、平均値、中央値ともに公開価格を下回るマイナスの収益率を示すものはなかった。また、公開価格からの月別騰落状況について見ると、期間が長くなるに従って下落銘柄の比率が高くなる傾向がある。この点については、ブックビルディング方式導入当初の銘柄に公開当初から公開価格を下回る株価を付け続けているものが二銘柄含まれていることを考慮すると、導入初期の銘柄を除けば公開価格を一貫して下回る銘柄は少ないことが分かる。

表3 基本統計量 (初値からの騰落率)

	1か月後	2か月後	3か月後	4か月後	5か月後	6か月後
平均	-3.19	3.48	15.80	14.33	8.74	-15.68
標準誤差	3.49	4.76	7.33	8.48	14.07	20.57
中央値	-4.44	-1.20	1.06	3.52	-2.18	0.61
標準偏差	20.08	26.05	39.46	41.57	52.66	41.14
分散	403.05	678.35	1,557.16	1,727.81	2,772.94	1,692.83
尖度	1.28	-0.19	0.97	1.00	0.59	3.55
歪度	1.07	0.21	1.07	0.56	0.66	-1.86
範囲	84.18	108.46	158.96	189.15	201.08	89.39
最小	-32.22	-45.20	-42.44	-71.76	-76.08	-76.67
最大	51.96	63.26	116.51	117.39	125.00	12.73
標本数	33	30	29	24	14	4

(出所) 表2と同じ

図4 初値からの騰落率



(出所) 「証券業報」各月号より作成

②初値からの騰落状況

表3は初値からの騰落率について基本統計量をまとめたものである。また、図4は初値からの騰落率の推移を、騰落率の平均値（実線）および中央値（点線）それぞれについて示したものである。なお前項と同様に、公開からの経過期間が長くなるに従って、サンプルとなる銘柄数が減少していることに注意する必要がある。

初値からの騰落率について平均値の推移を見ると、一か月後の株価との比較で

は三・一九%の下落、二か月後では三・四八%の上昇、三か月後では一五・八〇%の上昇、四か月後では一四・三三%の上昇、五か月後では八・七四%の上昇、六か月後では一五・六八%の下落となっている。また初値からの騰落率について中央値の推移を見ると、一か月後では四・四四%の下落、二か月後では一・二〇%の下落、三か月後では一・〇六%の上昇、四か月後では三・五二%の上昇、五か月後では二・一八%の下落、六か月後では〇・六一%の上昇となっている。

ただし前項と同様に、初値からの騰落状況の推移を検討するにあたって、本稿作成時点ではブックビルディン

表4 公開価格・初値からの騰落状況

	公開時	1か月後	2か月後	3か月後	4か月後	5か月後	6か月後
公開価格からの 上昇銘柄数 (%)	29 87.9	19 57.6	20 66.7	22 75.9	17 70.8	9 64.3	2 50.0
下落銘柄数 (%)	4 12.1	14 42.4	10 33.3	7 24.1	7 29.2	5 35.7	2 50.0
初値からの 上昇銘柄数 (%)		11 33.3	13 43.3	15 51.7	14 58.3	7 50.0	2 50.0
下落銘柄数 (%)		22 66.7	17 56.7	14 48.3	10 41.7	7 50.0	2 50.0
全銘柄数	33	33	30	29	24	14	4

(出所) 表2に同じ

グ方式を用いた新規店頭登録銘柄で六か月以上経過していたものが四銘柄と少なかったこと、そのうち一銘柄(アトラス)が大きなマイナス値を示していることに注意する必要がある。

次いで、表4には初値からの月別騰落状況がまとめられている。一か月後では、初値と比較して上昇していたものが一銘柄であったのに対して下落していたものが二銘柄である。二か月後では、上昇が一銘柄に対して下落が一七銘柄、三か月後では上昇が一五銘柄に対して下落が一四銘柄、四か月後では上昇が一四銘柄に対して下落が一〇銘柄、五か月後では上昇が七銘柄に対して下落が七銘柄、六か月後では上昇が二銘柄に対して下落が二銘柄となっている。

初値からの騰落率の推移について検討すると、公開から一か月後は平均値、中央値ともにマイナスの収益率を示しており、初値から若干の下方調整が一旦なされる傾向にあると思われる。平均値については、一か月後から五か月後までの間、一貫してプラスの収益率を示している一方で、中央値については〇%前後で推移している。また、初値からの月別騰落状況を見ると、一か月後には約三分の二の銘柄が下落している。その後、二か月目以降は、上昇銘柄と下落銘柄はほぼ半数ずつである。以上から、初値が付いた後、一か月後には一旦下落するものの、その後平均的に見ると初値を若干上回る程度で安定な株価を付ける傾向にあることがうかがわれる。

表5 基本統計量(流動性)

*流動性=(1日平均売買高)/(公開株式数)(=売買回転率)

	公開時	1か月後	2か月後	3か月後	4か月後	5か月後	6か月後
平均	430.42	5.33	1.19	1.15	0.93	0.71	0.53
標準偏差	395.05	0.65	0.25	0.26	0.25	0.26	0.26
中央値	32.37	4.47	0.55	0.49	0.44	0.40	0.33
標準偏差	2,269.39	3.72	1.36	1.40	1.23	0.98	0.51
分散	5,150,133.41	13.83	1.86	1.95	1.50	0.95	0.26
尖度	32.99	2.68	2.54	3.21	7.77	11.30	3.14
歪度	5.74	1.55	1.88	1.91	2.80	3.26	1.76
範囲	13,064.69	14.95	4.76	5.34	5.08	3.84	1.12
最小	6.74	1.33	0.18	0.15	0.15	0.11	0.17
最大	13,071.43	16.28	4.94	5.48	5.22	3.96	1.28
標本数	33	33	30	29	24	14	4

(出所) 表2に同じ

表6 流動性の推移

	公開時	1か月後	2か月後	3か月後	4か月後	5か月後	6か月後
売買回転率	430.42	5.33	1.19	1.15	0.93	0.71	0.53
対公開時(%)		1.24	0.28	0.27	0.22	0.16	0.12

(出所) 表2に同じ

(5) 流動性の推移

表5は流動性(=売買回転率)の基本統計量についてまとめたものである。また、表6は流動性の推移について示したものである。

表5から公開時には一日で公開株式数の四倍以上の売買が行われているが、一か月後の時点では(一か月平均の)一日当たりの平均売買高は公開株式数のわずか五・三三%、二か月後には一・一九%、三か月後には一・一五%、四か月後には〇・九三%、五か月後には〇・七一%、六か月後には〇・五三%しか売買が行われていない。

ブックビルディング方式導入の目的の一つに、流通市場での取引を円滑にすることが挙げられているが、上記の数値を見る限りでは、目的が十分に達成されたとは言えない。

4 流動性

ブックビルディング方式による新規店頭登録銘柄について、導入目的の達成状況はどのように評価できるだろうか。ブックビルディング方式導入当初のいくつかの銘柄については、一貫して公開価格や初値を下回っているものもあるが、公開価格や初値と比較して安定した株価の推移を示す銘柄が徐々に多くなっており、ブックビルディング方式によって妥当な価格水準を達成・維持しようという目的については、ある程度達成されていると言えるだろう。一方、流通市場での円滑な取引を実現するという目的については、公開時点を除いて流動性は大変

低く、目的が達成されたとは言い難い。現在、日本証券業協会が店頭株のマーケットメイクを主幹事証券会社に義務づけることを検討しているが、意見の集約は進んでいない模様である。^(?)今後、流通市場におけるマーケットメーカー制が機能するようになって、発行市場におけるブックビルディング方式と併せて、店頭市場を活性化させる車の両輪となることが期待される。

- (1) 「株式公開制度の改善策」、『証券業報』平成九年四月号、など参照。
- (2) 前掲文献、および「株式公開制度の改善策に係るブックビルディング方式の導入等に伴う」店頭売買有価証券の登録および価格の公表等に関する規則」(公正慣習規則第二号)等の一部改正について」、『証券業報』平成九年九月号、など参照。
- (3) ブックビルディング方式による株式公開を行った銘柄に関しては、公開後六か月までの間、株価、売買高等が「証券業報」等において公表されることになっている。「株式公開制度の改善策」、『証券業報』平成九年四月号、など参照。
- (4) 平成九年九月一七日付「日本経済新聞」、同年一〇月一五日付「日本経済新聞」など参照。
- (5) 平成一〇年四月二四日付「日本経済新聞」
- (6) 平成一〇年五月八日付「日経金融新聞」
- (7) 平成一〇年四月九日付「日本経済新聞」