

新規店頭登録株の中期パフォーマンス

岡村 秀夫

1 はじめに

一九九七年九月からブックビルディング方式が新規公開株式の公開価格決定に用いられるようになって、一年四ヶ月余りが経過した。従来の入札制度の下では、一般投資家による入札結果に基づいて公開価格が決定されるために概して公開価格が高くなり、そのため公開後の円滑な流通に支障をきたす場合が少なくないとの指摘があった。また、証券会社の引受業務における重要な要素である価格発見機能や流通市場に配慮した適切な配分機能が著しく損なわれているとの指摘もあつた⁽¹⁾。従つて、ブックビルディング方式導入の目的としては、妥当な水準での公開価格決定、そして公開後の円滑な流通、即ち流動性の確保とそのため適切な価格形成、を挙げる事ができる。日本証券業協会から、「証券会社及び投資家が個々の株式公開を評価するうえでの材料を提供するため、ブックビルディングによる株式公開を行った銘柄について、公開後六か月までの間、株価、売買高等を本協会の「証券業報」等において公表」されることとなつており、新規店頭登録株のパフォーマンス評価を行い得るよう⁽²⁾に配慮されている。

ところで、公開価格水準の妥当性を検討するには、ただ単に初値との比較を行うだけでは不十分であると考えられる。なぜなら、日本にのみならずアメリカ・イギリスをはじめとする多くの国々で比較的大きな初期収益率が観察されており、初値に比べて公開価格が割安な水準で決定されている可能性とともに、初値が一時的な相場

の過熱などによって割高になってきている可能性も否定しきれないからである。つまり、公開後の中長期的なパフォーマンスを分析するという位置づけの中で、公開価格や初値の水準の妥当性を検討することがより適切だと思われる。

以下、本稿ではブックビルディング方式導入の目的とされる、公開価格水準の妥当性、そして公開後の円滑な流動性と価格形成の二点に注目して、新規店頭登録後六ヶ月間の中期的なパフォーマンスを検討する。

2 新規店頭登録株の中期パフォーマンス

日本証券業協会から毎月発行されている『証券業報』には、「最近の新規公開状況」として、直近六ヶ月以内に新規店頭登録された銘柄の主幹事、公開の方法、公開株式数、公開価格、初値および公開初日の売買高・時価、六ヶ月後まで一ヶ月毎の株価・（一ヶ月ごとの）一日平均売買高・時価総額、そして六ヶ月間を通じた高値・安値および六ヶ月間累計売買高などが掲載されている。以下では、これらのデータを用いて主幹事シェア、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、流動性の推移について検討する。なお、サンプルには、六ヶ月分のデータを得ることができた四二銘柄を用いた（一九九七（平成九）年九月三〇日登録のフォトロンから一九九八（平成一〇）年六月一〇日登録のOBARAまで）。

(1) 主幹事シェア

サンプルに用いた四二銘柄の主幹事シェアは一位から順に次の通りとなっている。野村証券一五銘柄（三五％）、日興証券八銘柄（一九％）、大和証券八銘柄（一九％）、新日本証券三銘柄（七％）、国際証券二銘柄（五％）、和

光証券二銘柄（五％）、その他（山一証券、コスモ証券、勸角証券、東海丸万証券、各一銘柄ずつ）四銘柄（一〇％）。野村証券のシェアが三五％と二位の日興証券、大和証券の二倍弱のシェアとなっている。また上位三社で全体の七割以上ものシェアを占めている。

(2) 初期収益率

図1は初期収益率（公開価格から初値への上昇率）の分布を示したものである。平均で一・二・〇％、中央値で五・五％となっている。初値が公開価格を下回ったのは四二銘柄中四銘柄だけである。初期収益率の分布を多い順に見ると、〇％以上五％未満が一七銘柄と最も多く、次いで一〇％以上一五％未満の八銘柄となっており、五銘柄については二五％以上もの初期収益率が得られている。さらに、五％以上一〇％未満および一五％以上二〇％未満がそれぞれ三銘柄ずつ、二〇％以上二五％未満が二銘柄となっている。

図1 初期収益率の分布

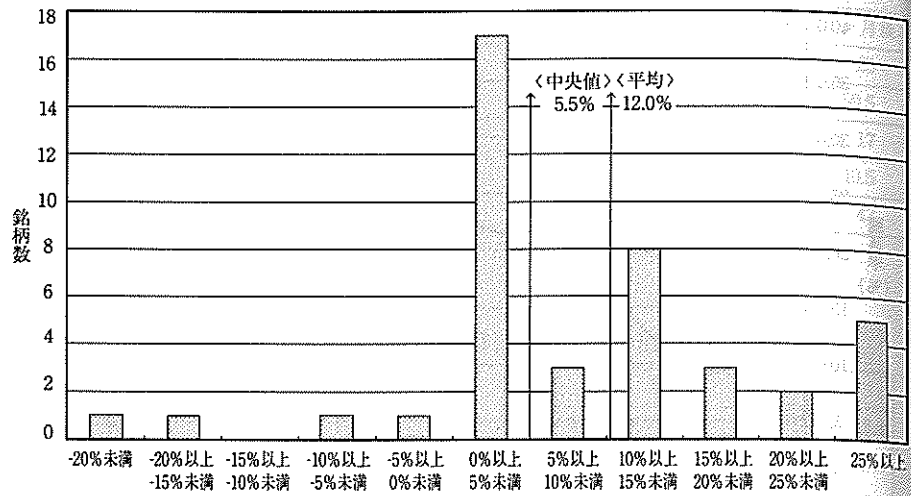


表1 公開価格からの騰落状況

	公開時	1ヶ月後	2ヶ月後	3ヶ月後	4ヶ月後	5ヶ月後	6ヶ月後
上昇銘柄数(注)	38	24	27	28	27	26	25
比率(%)	90.5	57.1	64.3	66.7	64.3	61.9	59.5
下落銘柄数	4	18	15	14	15	16	17
比率(%)	9.5	42.9	35.7	33.3	35.7	38.1	40.5
全銘柄数	42	42	42	42	42	42	42

(出所)『証券業報』(日本証券業協会)
 (注) 上昇率0%の銘柄も含む

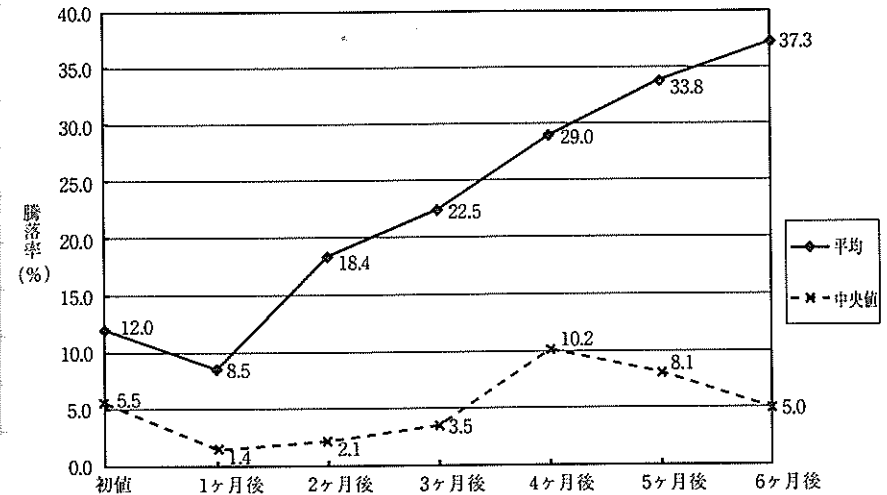
表2 6ヶ月間最高値・最安値と公開価格の比較

最高値/公開価格		最安値/公開価格	
平均(%)	71.9	平均(%)	▲12.4
中央値(%)	30.0	中央値(%)	▲12.0
標準偏差(%)	130.7	標準偏差(%)	32.1
分散	17,073.8	分散	1,029.4
最小(%)	▲34.9	最小(%)	▲85.6
最大(%)	777.1	最大(%)	120.0
銘柄数	42	銘柄数	42

(出所)『証券業報』(日本証券業協会)

また、表1は公開価格からの上昇銘柄数、下落銘柄数について一か月毎の推移をまとめたものである。公開時には公開価格から値上がりしたものが四二銘柄中三八銘柄と九割以上を占めており、値下がりしたものは四銘柄だけであった。ところが、一ヶ月後では公開価格と比べて値上がりしているものは二四銘柄に減少し、公開価格よりも低い株価がついたものが一八銘柄となった。二ヶ月後では上昇二七銘柄に対し下落一五銘柄、三ヶ月後では上昇二八銘柄に対して下落一四銘柄、四ヶ月後では上昇二七銘柄に対して下落一五銘柄、五ヶ月後では上昇二六銘柄に対して下落一六銘柄、六ヶ月後では上昇二五銘柄に対して下落一七銘柄となっている。初値をつけた時点では大半の銘柄が公開価格を上回っているが、一ヶ月目以降は公開価格を上回っている銘柄は六割前後、下回っている銘柄が四割前後で推移している。

図2 公開価格からの騰落状況



(3) 公開価格からの騰落状況
 図2は公開価格からの騰落状況について一ヶ月毎の推移を四二銘柄の平均(実線)および中央値(点線)で示したものである。
 公開価格からの騰落状況について四二銘柄平均の推移を見ると、公開時(初値)では二二・〇%、一ヶ月後では八・五%、二か月後では一八・四%、三ヶ月後では二二・五%、四ヶ月後では二九・〇%、五ヶ月後では三三・八%、そして六ヶ月後では三七・三%、それぞれ上昇しており、公開から一ヶ月目に若干落ち込むものの、その後は一貫した上昇傾向を示している。
 また同様に四二銘柄の中央値の推移を見ると、公開時(初値)では五・五%、一ヶ月後では一・四%、二ヶ月後では二・一%、三ヶ月後では三・五%、四ヶ月後では一〇・二%、五ヶ月後では八・一%、そして六ヶ月後では五・〇%、それぞれ上昇している。公開から一ヶ月目に若干落ち込み、その後四ヶ月目まで上昇傾向を示すものの、五ヶ月後、六ヶ月後には再び落ち込む傾向が見られる。

表2は六ヶ月間最高値・最安値と公開価格を比較したものである。各銘柄の公開後六ヶ月間最高値の公開価格からの上昇率は平均で七一・九%、中央値で三〇・〇%となっている。また公開後六ヶ月間最安値は公開価格から平均で二二・四%、中央値で二二・〇%の下落となっている。

以上の結果から公開価格に対する騰落状況を検討すると、初値をつけた時点で一割程度株価が上昇し、一ヶ月後には若干株価が低下するものの平均的には二ヶ月目以降上昇傾向が見られる。だが、公開価格を上回る株価をつける銘柄が六割前後であること、また最高値の公開価格からの上昇率の分散が大きいことなどから、値上がり銘柄は比較的大幅な上昇をする一方で、値下がり銘柄は公開価格を下回った状態が続く傾向にあることが分かる。従って、値上がり銘柄と値下がり銘柄の間にはパフォーマンスに大きな差があり、公開価格水準設定の適切さがあらわれていると言えるだろう。

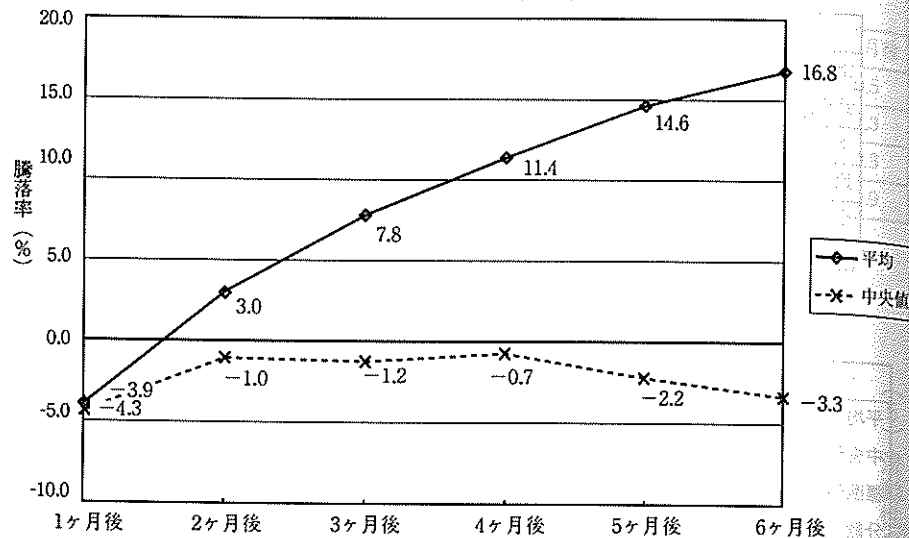
(4) 初値からの騰落状況

図3は初値からの騰落状況の推移を一ヶ月毎に示したものであり、実線が平均を、点線が中央値をそれぞれ表している。

まず四二銘柄平均の推移について見ると、一ヶ月後には三・九%の下落と平均的には初値を下回る水準となっている。二ヶ月後には三・〇%の上昇となり初値を上回っている。その後、三ヶ月後には七・八%、四ヶ月後には一一・四%、五ヶ月後には一四・六%、六ヶ月後には一六・八%とそれぞれ上昇しており、二ヶ月目以降は平均的には初値を上回り上昇傾向にあることが分かる。

次に四二銘柄の中央値の推移について見ると、一ヶ月後には四・三%の下落と初値を下回る水準となっている。

図3 初値からの騰落状況



二ヶ月後には二・九%、三ヶ月後には一・二%、四ヶ月後には〇・七%、五ヶ月後には二・二%、六ヶ月後には三・三%とそれぞれ下落しており、中央値について見ると一ヶ月目以降一貫して初値を下回る水準となっている。

表3には公開後一ヶ月後から六ヶ月後までの上昇銘柄数・下落銘柄数の推移がまとめられている。一ヶ月後では初値を上回ったものが一五銘柄であったのに対して、初値を下回ったものが二七銘柄であった。二か月後では上昇一八銘柄に対して下落二四銘柄、三ヶ月後では上昇二〇銘柄に対して下落二二銘柄、四ヶ月後では上昇二二銘柄に対して下落二一銘柄とちょうど半数ずつに、五ヶ月後では上昇一八銘柄に対して下落二四銘柄、六ヶ月では上昇一八銘柄に対して下落二四銘柄となっている。四ヶ月後に初値を上回っている銘柄と下回っている銘柄が半数ずつになっている以外は、すべての時点で初値を下回っている銘柄の方が多い。

表4には六ヶ月間最高値・最安値と初値を比較した結果がまとめられている。六ヶ月間最高値の初値に対する

表5 流動性（1日平均売買高／公開株式数）の推移

	公開時	1ヶ月後	2ヶ月後	3ヶ月後	4ヶ月後	5ヶ月後	6ヶ月後
(平均) (%)	39.6	5.4	1.2	1.0	0.8	0.6	0.5
対公開時 (%)		13.6	3.0	2.5	2.0	1.5	1.3
(中央値) (%)	32.8	4.8	0.6	0.5	0.4	0.3	0.3
対公開時 (%)		14.6	1.8	1.5	1.2	0.9	0.9

(出所)『証券業報』(日本証券業協会)

(注) ジャストシステムおよび土屋ツーバイホームの2銘柄を除く

(6) 小括
本稿でサンプルに用いた四二銘柄のブックビルディング方式による新規店頭登録株は、初値で公開価格から平均で一二%の値上がりを示した後、一ヶ月目には初値から四%程度の値下がりを見せている。二ヶ月目以降は平均的には一貫して値上が

(5) 流動性の推移
表5は(一日平均売買高／公開株式数)を流動性として、その推移を公開時から六ヶ月後まで一ヶ月毎に示したものである。公開時には平均で公開株式数の四割弱の売買が行われているが、一ヶ月後には五・四%、二ヶ月後には一・二%、三ヶ月後には一・〇%、四ヶ月後には〇・八%、五ヶ月後には〇・六%、六ヶ月後には〇・五%と一ヶ月目以降急速に流動性が低下している。中央値で見ても、公開時には公開株式数の三三%程度の売買が行われているが、一ヶ月後には四・八%、二ヶ月後には〇・六%、三ヶ月後には〇・五%、四ヶ月後には〇・四%、五ヶ月後には〇・三%、六ヶ月後には〇・三%となっている。
また表6には六ヶ月累計売買高(公開時を除く)と公開株式数の比率が示されている。平均では一八・八・五%、中央値で一七・六・六%と六ヶ月累計でも公開株式数の二倍未満の売買しか行われておらず、流動性が十分に確保されているとは言えないだろう。

表3 初値からの騰落状況

	1ヶ月後	2ヶ月後	3ヶ月後	4ヶ月後	5ヶ月後	6ヶ月後
上昇銘柄数	15	18	20	21	18	18
比率 (%)	35.7	42.9	47.6	50.0	42.9	42.9
下落銘柄数	27	24	22	21	24	24
比率 (%)	64.3	57.1	52.4	50.0	57.1	57.1
全銘柄数	42	42	42	42	42	42

(出所)『証券業報』(日本証券業協会)

表4 6ヶ月間最高値・最安値と初値の比較

最高値／初値		最安値／初値	
平均 (%)	47.1	平均 (%)	▲22.4
中央値 (%)	20.4	中央値 (%)	▲18.8
標準偏差 (%)	65.5	標準偏差 (%)	19.8
分散	4,286.9	分散	390.4
最小 (%)	0.0	最小 (%)	▲79.2
最大 (%)	228.3	最大 (%)	0.8
銘柄数	42	銘柄数	42

(出所)『証券業報』(日本証券業協会)

上昇率は平均で四七・一%、中央値で二〇・四%となっている。また六ヶ月間最安値の初値に対する下落率は平均で二二・四%、中央値で一八・八%となっている。
以上の結果から初値に対する騰落状況を検討すると、一ヶ月後には全般的に初値を下回るが、二ヶ月目以降は平均的には初値を上回って上昇する傾向がある。だが、中央値が一貫して初値を下回る水準で推移していること、そして初値からの下落銘柄数が半数以上を占めていることから、一部の銘柄は比較的大幅な値上がりを見せるものの、多くの銘柄については横這いか値下がり傾向であり、パフォーマンスが二極分化する結果となっている。従って、横這いあるいは値下がり傾向を示す銘柄については、公開時点で一時的に過大な初値がついている可能性も考えられる。

表6 6か月間累計売買高と公開株式数の比率

6ヶ月間累計売買高／公開株式数	
平均 (%)	188.5
中央値 (%)	176.6
標準偏差 (%)	107.5
分散	11,558.0
最小 (%)	51.9
最大 (%)	427.0
銘柄数	40

(出所)『証券業報』(日本証券業協会)
 (注) ジャストシステムおよび土屋ツーバイホームの2銘柄を除く

り傾向を示しているものの、パフォーマンスの良い銘柄と悪い銘柄に二極分化していることに注意する必要がある。また、流動性については、公開時点には比較的活発な取引が行われるものの、公開から二ヶ月目以降は極端に流動性が低下している。

公開価格の水準については、公開後の騰落状況の推移が平均的には一貫して上昇し、また中央値でも公開価格を上回る水準で安定した動きを見せていることから、ブックビルディング方式は現段階ではおおむね目的を果たしていると言えるだろう。一方、公開後の価格形成については、初値をつけた後に一旦株価が下落し、中央値で見ると常に初値を下回る水準にあることから、比較的多くの銘柄については初値が割高な水準で形成されている可能性がある。公開後の円滑な流通の確保という点については、一ヶ月目までは多少の流動性があるものの、二ヶ月目以降は流動性が大幅に低下しており目的が達成されているとは言えないだろう。

3. やらば

一部に、ブックビルディング方式によって公開価格が低く抑えられ、その結果初値が高く決まるとの指摘もあるが、公開後の株価の推移を見る限りでは公開価格はおおむね妥当な水準に設定されていると考えられる。むしろ問題であるのは、取引があまり行われるのが公開時からせいぜい一ヶ月後までであり、そのために流動性が最も高い公開時に株を手せざるを得ないために初値が割高な水準となることであろう。事実、店頭登録企業の四四%が株式の流動性不足を店頭市場への不満として挙げ、また八八%がマーケットメーカーの実施を望んでいるとのアンケート結果もあり、マーケットメーカーの充実やそのために必要な貸株制度の整備が望まれている。店頭市場の発展のためには発行市場と流通市場の両者の整備・改革が必要であり、そのために当面は流通市場における流動性を高めることが最重課題だと考えられる。

注

- (1) 「株式公開制度の改善策」について、「証券業報」平成九年四月号
- (2) 「株式公開制度の改善策」について、「証券業報」平成九年四月号
- (3) 平成一〇年二月二十九日付「日経金融新聞」では、一九九八年(一一二月)の新規店頭登録銘柄(全六二銘柄)の主要幹事シェアについては、日興証券が二年ぶりに首位になったと報じられている。首位の日興証券は二〇銘柄(三二%)、以下野村証券一九銘柄(三二%)、大和証券一一銘柄(一八%)となっている。上位三社合計では八割以上のシェアを占めている。また一吉証券はエイブルで初の主幹事を獲得している。
- (4) ジャストシステムと土屋ツーバイホームの二銘柄については、流動性の値が非常に高かったため、サンプル全体の傾向を見るために除外した。
- (5) 平成一〇年二月二日付「日経金融新聞」
- (6) 「日本経済新聞」平成一〇年一〇月二十九日付