

書評

金子隆著

『日本型 IPO の不思議
—価格形成の歪みを解き明かす—』

(慶應義塾大学出版会, 2022年3月)

岡村秀夫

I. はじめに

本書は、日本における IPO 研究の第一人者である著者の長年にわたる研究成果を社会に還元しようとするものである。日本の IPO における高い初期収益率は、主幹事証券会社が設定する公開価格の過小値付けが主な要因であることを様々なデータに基づき明らかにしている。なかでも、小規模な IPO における極めて高い初期収益率は日本における特徴的な現象であることを示した上で、新規公開企業に大きな機会損失をもたらしており、成長に向けたリスクマネー調達の障害になっていることを示している。大半の IPO において公開価格が仮条件上限価格で決定されていることをふまえると、個人投資家の需要が反映されにくい仮条件設定プロセスと公開価格決定の慣行、リテール業務とホールセール業務を兼営する日本型総合証券モデルの下で、主幹事証券会社と新規公開株の割当を受けた投資家が利益を得ている一方で、新規公開企業と既存株主の利益が犠牲にされている可能性が高いことを指摘している。その上で、IPO プロセスの改善を通じて、証券市場の健全な発展や新興企業の成長環境整備の必要性を訴える質の高い啓蒙書になっている。

II. 公開価格の過小値付けと日本
型総合証券会社モデル

IPO 直前に投資家に対して公募・売出される際の価格である公開価格に対して、上場後最初に成立する初値は平均的に数十%程度(市場、期間によっては100%以上も)上昇することが知られている。このような高い初期収益率(実務家を中心に初値騰落率と呼ばれることもあるが、本書では初期収益率と表記される)をもたらす新規公開株の価格形成は、市場参加者のみならず、学術的にも国内外で長く関心を集めてきた。

1980年代以降、米国を中心に IPO 研究が活発に行われてきたが、アンダープライシング(underpricing)は新規公開株の価格形成に関して国際的かつ継続的に観察される特徴的な現象の一つとして認識されている。アンダープライシング、すなわち過小値付けとは、市場で成立する初値に対して公開価格が「過小に」値付けされている、という意味である。つまり、高い初期収益率が観察されている、ということは初値と比べて公開価格がかなり割安に設定されていることになる。

では、なぜ過小値付けが行われているのだろうか。新規公開株については、(当然ではあるが)証券市場における取引実績がなく、市場参加者が適正な株価水準を把握することは相当難しい。有価証券届出書や目論見書などを通じてある程度の情報を入手できたとしても、特に新規性の強い事業を行っている企業の場合などは、企業価値評価のバラツキは大きなものになることが考えられる。従って、既上場株式に比べて情報の非対称性が大きく、リスクの高い新規公開株の公募・売出を「成功」させるには、ある程度ディスカウントした公開価格を設定することが必要となり、公開価格と初値の乖離が生じることになる。

もちろん、このような説明には反論もある。代表的なものは、初値が過熱して形成されているという見方である。実際のところ、IPOから半年、1年と経過すれば、公開価格に近い株価水準に落ち着くことも珍しくない。証券市場は常には効率的とはいえず、また市場参加者の合理性も限定的であると想定すれば、ファンダメンタルズに基づく水準を超えた初値が形成され得る。加えて、概して空売りが困難である新規公開株においては、楽観的な評価を持つ投資家の行動を通じて高い株価が形成されやすい、ということも考えられる。

公開価格の過小値付け、あるいは初値の過熱、またはその両方の要因が混在しているとしても、公開価格と初値の間に大きな乖離が観察され続けていることは厳然たる事実である。高い初期収益率の存在は、IPOに関わる主要プレーヤーである新規公開企業・既存株主、投資家、主幹事証券会社にどのような影響を与えるのだろうか。

新規公開企業にとって、初値と比べて割安な

公開価格で公募することは、調達金額が減少することになる。できるだけ初値に近い公開価格を設定することができれば、成長投資に必要な資金を多く獲得することができる。未上場時からの既存株主(創業者、VC等)にとっても、過小値付けがなければ売出でより多くの利益を実現できたことになる。

公開価格で新規公開株を割り当てられた投資家にとっては、公開価格と初値の乖離が大きければ、短期間で極めて高いリターンを獲得することができる。そのため、新規公開株の割当は投資家の大きな関心事であり、証券会社による配分方法(抽選、裁量的配分か、など)が注目されることになる。

主幹事証券会社にとっては、公開価格を低く設定すれば、投資家への販売が容易になり、引受リスクを低減させることができる。一方、引受価額に引受手数料率を掛けた手数料は、公開価格が低くなれば減少することになる。

このように、新規公開企業・既存株主の利益と新規公開株を割り当てられた投資家の利益は、トレードオフの関係にある。主幹事証券会社は引受業務のみに限定すれば引受リスクと手数料のバランスを考慮して公開価格を設定すると考えられるが、リテール業務とホールセール業務を兼営する日本型総合証券会社のビジネスモデルを考慮すれば、果たしてそのように言えるのだろうか。著者の主な問題意識はこの点にあると評者は考える。

Ⅲ. 本書の構成と概要

本書は4部12章から構成されており、目次は以下の通りである。

はじめに—何かおかしい日本の IPO

第1部 IPOの基礎知識—歪みを理解するために

第1章 IPOの仕組み

第2章 新興企業にとっての IPO

第3章 IPOの特性

第2部 どのように歪みが生じているのか—データの提示

第4章 現行方式下の日本だけ突出して高いリターン

第5章 公開価格と初値のどちらに原因があるのか

第6章 小規模 IPOほど極端に高くなるリターン

第7章 不自然なほど低く設定された仮条件

第3部 なぜ歪みが生じているのか—原因解明の試み

第8章 解明すべき不思議な現象

第9章 日本型利益相反仮説

第10章 仮説の裏付けとなる状況証拠

第4部 IPO改革—歪みの解消に向けて

第11章 何をどう是正すべきか

第12章 新興企業も投資家も健全に育つ市場へ

あとがき

「はじめに」では、米英独と比較して日本の初期収益率が極めて高いことが紹介され、公開価格決定のあり方をはじめとする日本の IPO に関する本書の問題意識が示されている。

第1部は、一般の読者に向けた基礎知識の整理と説明に充てられている。

第1章では、公開価格の決定に至るまでの

IPOの仕組み、関連する基本概念、用語などについて説明している。現在の IPO プロセスにおいて、主幹事証券会社が公開価格決定や新規公開株の配分等において大きな裁量を有していること、仮条件の変更や仮条件を超えた公開価格の設定が行われていないこと、IPOに参加する投資家層が日本では個人投資家中心、米国では機関投資家中心であること、制度上は選択可能な入札方式がブックビルディング方式導入後は全く採用されていないこと、などは本書の議論を展開する上での重要な基礎的事実である。

第2章では、新興企業にとっての IPO の目的として、成長に必要なリスクマネーの調達、既存株主（創業者、VC など）への回収機会提供、社会的知名度・信用度向上などを挙げている。その上で、現在の日本においてはこれらの目的を達成する手段が IPO に限られ、小規模 IPO が多数を占めることに繋がっているとしている。なお、米国では VC の発達や未公開株のセカンダリー取引が普及していることから、上場に至る期間が長期化し、小型 IPO の割合が低下傾向にあることを紹介している。

第3章では、日本の IPO で初値が高すぎることを初期収益率の要因として考えることに無理があることを指摘している。加えて、公開価格の過小値付けの要因として、リスクに応じた正当なプレミアムの他に、公開価格が何らかの理由で人為的に低く設定されている可能性を示唆している。その上で、IPO においては利益相反が発生しやすいこと、特にリテール業務とホールセール業務を兼営する日本型の総合証券会社モデルでは、発行企業の利益を犠牲にして個人投資家の利益を優先するという形の利益相反が生じやすいことを指摘している。なお、本書では、日本型総合証券会社モデルの是非を

問うのではなく、現行制度の大枠を前提としながら、IPOにおける利益相反の可能性を減じるための方策を検討しようとしている点に留意が必要である。

第2部では、日本のIPO市場における突出して高い初期収益率の実態をデータに基づいて丁寧に明らかにしている。

第4章では、1997年の入札方式からブックビルディング方式への移行後、新規公開株の平均初期収益率が著しく上昇したことを明らかにしている。1989年4月から2020年12月までを対象にした計測結果（算術平均）では、入札方式下では13.1%であったが、ブックビルディング方式下では71.6%となっている。同じブックビルディング方式を採用している米国との比較では、2001年から2020年を対象とした計測結果（算術平均）で、米国では16.7%であるのに対して、日本は78.8%と著しく高い値となっている。また、諸外国と比較して、年毎の平均初期収益率の変動が大きいことも示している。

なお、発行規模で加重平均した平均初期収益率は、上記期間において日米で14%程度と大きな差はないが、このことは日本において小規模IPOの割合が高く、しかも初期収益率が非常に高いことを反映した結果であることを指摘している。このようなブックビルディング方式導入後の日本における高い初期収益率については、米英における超長期の計測結果をふまえると、IPOのリスクに見合ったリターンはせいぜい10%台であり、リスクだけで説明することは難しいとしている。

第5章では、日本の高い初期収益率の原因を、主に公開価格の低さにあることを明らかにしている。具体的には、上場6ヶ月後の市場調整済株価と公開価格・初値を比較し、東証1

部・2部では極端な価格形成は観察されていないが、代表的な新興市場である東証マザーズでは初値が高い面があるものの、とりわけ公開価格が顕著に低いとの結果を示している。なお、初値で購入する行動を合理的に説明することは難しいが、公開価格が仮条件の上限で決定されたことを知った投資家が、人気過熱状態であると考え、見せかけの人气に誘発されて買いに走っている可能性を紹介している。

第6章では、米国に比べて日本においては小規模IPOが大半であることを明らかにしている。具体的には、2000年から2020年を対象とした計測結果として、日本では超小型IPO（発行総額10億円未満）が全IPOの43%、小型IPO（10億円以上50億円未満）が42%を占めていること、それに対して米国では中型（5000万ドル以上1億ドル未満）が29%、大型（1億ドル以上）が53%であることを示している。発行規模別の平均初期収益率を計測したところ、日本では超小型111%、小型66%、中型（50億円以上100億円未満）で30%、大型（100億円以上）では12%と、極端な規模間格差が観察されたとしている。一方、米国では超小型（1000万ドル未満）27%、小型（1000万ドル以上5000万ドル未満）8%、中型13%、大型21%と規模間格差は大きくない。さらに、市場別の機会損失額についても試算を行っている。小規模なIPOの多い東証マザーズでは実際の資金獲得額の平均が約26億円であるのに対して、機会損失額が約19億円であること、企業毎の個別の計測では獲得額に対して機会損失額が平均1.2倍にも上っていることを明らかにしている。このように、小規模なIPOにおける機会損失の比率が高くなっており、従来の入札方式の方が有利であったにも関わらず、実際には選択する企業が現れ

ない点に疑問を呈している。

第7章は、本書のなかでも特に重要な事実を提示している章である。同じブックビルディング方式を採用している欧米と比べて、実際の公開価格決定プロセスと反映される情報が日本では異なっていることを明らかにしている。例えば、米国では、「需要調査」→「仮条件決定」→「ロードショー」→「ブックビルディング」→「公開価格決定」という流れであり、主として機関投資家の需要情報が反映されるようになってきている。また、欧米では、仮条件は需要の強さに応じて柔軟に調整される上に、仮条件幅を超えた公開価格の設定も行われている。

一方、日本では、「想定発行価格決定」→「ロードショー」→「需要調査」→「仮条件決定」→「ブックビルディング」→「公開価格決定」というプロセスである。米国と異なり、日本では届出前需要調査（いわゆるプレ・ヒアリング）が行われておらず、届出書に記載される想定発行価格に投資家の需要はほとんど反映されずに主幹事証券会社主導で決定されている。また、仮条件決定までのロードショーや需要調査は機関投資家に対して行われるが、仮条件決定後のブックビルディングに参加するのは大半が個人投資家である。また、仮条件が修正されることや仮条件を超えた公開価格が決定されることは、慣習上ほほないのが現状である。従って、個人投資家の需要が強い場合でも、機関投資家の需要情報に基づいて設定された仮条件上限価格で公開価格が決定されることになる。

さらに、発行総額10億円未満の超小型 IPO を対象とした分析から、想定発行価格と仮条件中間値が極めて高い相関 (0.988) を示しており、機関投資家への需要調査は実質的には追加的な情報をほとんどもたらしていないことが分

かる。

そして、2001年から2020年に実施された IPO のうち、仮条件上限価格で公開価格が決定されたケースが90%を占めており、それらの平均初期収益率は約87%であるとの結果が提示されている。この結果から、仮条件レンジの設定に大きな問題があることが示唆される。なお、仮条件上限価格と下限価格の間で公開価格が決定されたケースは5.1% (平均初期収益率6.3%)、下限価格で公開価格が決定されたケースは4.9% (同0.1%) であり、仮条件上限価格=公開価格のケースと件数、平均初期収益率ともに大きな開きがある。

以上を整理すると、現状では、仮条件は大半の IPO において適切なレンジに設定されていないために個人投資家中心の需要情報を拾い切れておらず、公開価格を過小な水準に留め置く足枷となっているといえよう。

第3部では、小規模 IPO を中心に価格形成に歪みが生じている理由を検討している。

第8章では、第2部で提示した観察事実を整理するとともに、若干の準備的考察を行っている。特に、小規模 IPO において欧米と比較して極めて高い初期収益率が観察されていること、資金調達額を基準とすれば新規上場企業が大きな機会損失を被っていること、仮条件が硬直的で修正されることが（ほぼ）ないこと、ならびに仮条件を超えた公開価格決定が行われないこと、などが主要な点であると考えられる。

第9章は、これまでの観察事実を統一的に説明する新たな仮説として日本型利益相反仮説を提示している。IPO における利益相反は、ホールセール業務中心の欧米の投資銀行では、発行企業の利益を犠牲にして機関投資家や上場予定企業といった顧客の利益を高める形で生じる可

能性がある。一方、ホールセール業務とリテール業務を兼業する日本型総合証券会社のビジネスモデルでは、仮条件に関する慣習や発行企業に対する強い交渉力を利用して公開価格を必要以上に過小値付けし、こうした新規公開株をリテール部門の顧客に割り当てるのが、特に小規模 IPO において想定され得る。

第10章では、第9章で提示した仮説の裏付けとなる状況証拠を示している。(A)リターンの高い新規公開株を配分している主幹事ほど顧客の増え方が大きい、(B)引受株数の多い主幹事ほど(無理に低い値付けをする必要はないので)、新規公開株のリターンは相対的に低い、(C)多くの個人投資家を顧客として抱え、かつ彼らに供与できる利益が大きい証券会社ほど抽選配分比率は低い(裁量配分比率は高い)、という3点の状況証拠から、第9章で提示した仮説は支持されるとしている。

第4部では、これまでの分析結果をふまえ、価格形成の歪みを解消するための是正策を提案し、本書の結論を述べている。

第11章は、IPO を利用した利益相反行為を引き起こしている要因として、次の6点を提示している。(1)小規模のうちから上場せざるを得ない新興企業、(2)欧米にはない日本型総合証券モデル、(3)必然的に生じる投資家層のズレ、(4)機関投資家の意見が反映されにくい仮条件、(5)仮条件の制約に縛られる業界の慣習、(6)未公開株式への投資機会が極めて限定的、というものである。なかでも、日本の IPO における利益相反の根底にある特に重要な点として(1)を挙げている。ただ、成長して規模を大きくしてから上場することが容易な環境を短期間に整備することは難しい。そこで、改善策として次の5点を提案している。(1)仮条件の決定プロセスを見直

す、(2)仮条件と公開価格の関係を見直す、(3)上場方式・値付け方式の選択肢を増やす、(4)抑止効果が期待できる統計資料を公表する、(5)未公開株式のセカンダリー取引を拡充する、というものである。さらに、入札方式の復活に向けた試案も示している。加えて、上場を検討している企業も、規模を大きくしてから上場することを目指す、自社に関心を持ってくれる機関投資家を開拓する、といった努力を通じて上場時の機会損失を減らす必要があると指摘している。

第12章は、まず日本の IPO が陥っている負の連鎖を示している。VC の未発達により新興企業が成長資金調達のために小規模な段階から上場する必要があり、小規模 IPO においては公開価格が過度に過小値付けされ、第3部で示された様々な問題が発生しやすい。また、日本の IPO においては、主幹事証券会社が需要の強さをあえて探らず、裁量的な値付けをして配分することで旨みを享受してきたことを指摘している。最後に、適正な公開価格設定と新規公開株の価格形成を実現することは、新規公開企業の成長資金調達に資するだけでなく、資本市場への信頼性向上を通じて個人投資家によるリスクマネーの安定的供給を担ってもらおう上でも避けて通れない道であることを述べて、本書を締めくくっている。

IV. さいごに

本書の分析結果とそれらをふまえた提言の大半は、評者も含めた IPO 研究者の同意を得られるものであろう。日本の IPO 市場においては、1989年の類似会社比準方式から入札方式への移行、1997年のブックビルディング方式導入という短期間で二度の大きな制度変更が行われ

た。さらに、1999年から2000年にかけて新興企業向け市場部門が相次いで開設され、若く成長性の高い企業にとってIPOへの門戸は広がった。このような制度改革や市場部門開設の評価はどのような「モノサシ」で測れば良いのであろうか。

IPO件数や資金調達規模は分かりやすい指標であるが、より重要なのは市場の目的が達成されているか、すなわち企業が成長に必要な資金を獲得し、上場後に成長を果たしているか、という点であろう。新規公開株の価格形成に関しては、短期のアンダープライシングと長期のアンダーパフォーマンスが特徴的な現象として知られており、本書は前者に焦点を当てている。また、例えば、日本における過度な過小値付けが企業の成長資金獲得において大きな機会損失をもたらしているとの本書の指摘は、短期のアンダープライシングと長期のアンダーパフォーマンスを関連付ける意義あるものと考えられる。

2021年6月に政府の成長戦略会議がとりまとめた「成長戦略実行計画」でIPOにおける値付けの是正が取り上げられたことを受け、日本証券業協会に設置された「公開価格の設定プロセスのあり方等に関するワーキング・グループ」が2022年2月に報告書を公表した。この報告書では、仮条件設定や公開価格決定をはじめとする本書で整理された提案の多くが反映されている。IPO研究者の問題意識が制度改革につながったことに隔世の感を受けたのは、評者だけではないだろう。

ところで、本書が指摘している課題と提言のなかには、実務家にとって耳の痛いものが含まれているかもしれない。例えば、IPO件数の9割において仮条件上限価格で公開価格が決定されており、そのようなIPOにおける初期収益

率が極めて高いという事実は、仮条件設定のあり方に何らかの課題があることを明確に示している。それにもかかわらず、制度・慣行等が見直されてこなかったことは、著者の指摘する日本型総合証券モデルにとって居心地の良い状況をあえて変える必要はないという暗黙の了解を示唆するとも考えられる。

一方、著者に対しては、主幹事業の収益性について掘り下げた説明と検討を望みたい。上場準備に数年を要するものの、本書第1章コラムAによれば、発行総額10億円程度の超小型IPOでは引受手数料は8000万円にしかない。超小型、小型のIPOが全件数の85%を占める日本において、主幹事業の収益性は低いのではないか、という疑問を持つ読者がいるかもしれない。ホールセール業務とリテール業務を兼営している場合、内部相互補助のような関係になっている可能性も否定できない。もちろん、利益相反が生じることに違いはないが、過小値付けを行う動機について別の解釈も考えられる。

それから、平均初期収益率の年毎の変動を著者は取り上げているが、その要因についての詳しい説明があれば、高い初期収益率は初値の過熱ではなく、主に過小値付けにあるとの主張をより強固なものにしたと思われる。

もちろん、これらの点は本書の価値を損なうものでは全くない。日本におけるIPOの特徴、公開価格決定方式見直しの背景、望ましいIPOのあり方を理解する上で格好の書物である。IPOに関わる実務家にとどまらず、個人投資家をはじめとする多くの方に是非お薦めしたい。

2022年4月に実施された東証市場区分見直しにより、日本の新興企業向け市場は東証グロース市場にほぼ集約された。本書の意義が広く理

書評 『日本型 IPO の不思議—価格形成の歪みを解き明かす』

解され、新市場が新規公開企業の成長資金調達に資するだけでなく、資本市場への信頼性向上を通じて、個人投資家によるリスクマネーの安

定的供給という役割を十分に果たすようになることを願ってやまない。

(関西学院大学商学部教授・当研究所客員研究員)