

グーグル社の公開と米国の株式発行市場

福 田 徹

要 旨

情報処理及び通信技術の発達が、証券市場に対して絶大な影響を与えている中、株式発行市場においても新たな動きがあった。それは、検索エンジン運営企業の最大手グーグル社の公開である。同社は、引受業者の不祥事の再発防止、引受手数料の削減を目的として、公募・売価の決定について電子オークションを採用した。つまり、インターネットを通じて、同社の株式の購入希望者を募った上で価格を決定し、株式の配分も定められたルールで行うのである。また、他の目的として自ら適正な公募・売価を見出すことも挙げられよう。なお、実際の公開までに多少の紆余曲折があったものの、同社の株式は2004年8月19日にナスダック市場に登録され、株価はその後順調に上昇している。

但し、同社がこのスキームを利用した目的である適正な公募・売価の発見には議論の余地がある。なぜなら、初値が公募・売価を17.6%上回り、3ヵ月後に99.3%もの暴騰を演じているからである。この理由として、Benveniste and Spindt (1989) が提示した「機関投資家が所持する情報への対価モデル」における状況が指摘される。つまり、情報提供面において公平に扱っても、個人などの小口投資家は、独自に価格の推定等の私的情報を生産出来ないため、機関投資家の優位性に変化が無い。よって、機関投資家が私的情報の対価分を公募・売り出し価格の割引分をこれまでと同様に要求したのである。これに関して言えば、同社のスキームは、既存のものと比較して多大なメリットがあると判断出来ない。但し、コスト面でブック・ビルディングを行えないような小規模な株式公開の場合、利用価値があると考えられる。

目 次

はじめに

I. グーグル社株式公開の全容

1. グーグル社の株式公開までの実際の動き
2. 具体的な株式公開スキーム

3. マスコミによるグーグル社の株式公開に対する批評

II. グーグル社の株式公開スキームを評価する

1. 従来の株式公開スキームとの比較

2. 公募・売出価格が割安に設定される説明を利用した評価

おわりに

はじめに

情報処理及び通信技術の発達は、証券市場に対して絶大な影響を与えている。一つは、証券取引に関わる情報伝達及びデータの保管コスト低下がもたらす効果であろう。もう一つは証券が挙げ得る収益及びリスクを推定し数量化を行うためのコストが低減することによる効果である。前者については、インターネットの普及により、そのスピードが加速されたとと言えるだろう。特に、証券の流通市場では、売買注文のやり取りが低コストとなり、売買指図の内容に関する柔軟性も増大している。また、企業情報の電子開示、会社説明会のウェブ・キャスト化、ウェブ上でのアナリスト・レポートの販売等は、企業と投資家間に存在する情報の非対称性を縮小させる役割を果たしていると言えるだろう。しかしながら、発行市場においては、流通市場程に目立った変化が起こっていないように思われる。なお、当論文で紹介するグーグル社の株式公開スキームはインターネットの普及を利用した新たな試みであると言えるだろう。よって、このスキームを整理し、それを採用したことで生じる結果を評価することは、今後の株式発行市場の発展にとって意義があるだろう。また、新しいスキームに対する反応を吟味することで、株式発行市場の性格を推し量ることも出来よう。以下では、まずグーグル社の株式公開までの実際の動きと公開スキームを説明

する。そして、従来の株式公開スキームと比較することでその特徴を浮き彫りにした後、公募・売出価格が割安に設定されることを説明するモデル等を利用して、同社のスキームを評価する。

I. グーグル社株式公開の全容

1. グーグル社の株式公開までの実際の動き

2004年8月19日、グーグル社の株式（クラスA株¹⁾）がナスダック市場に公開された。同社は、インターネット・ユーザーの間で知らぬ者はいない検索エンジン運営企業の最大手である。米国のITバブル崩壊後初めて、多額の資金調達を行うインターネット関連企業の株式公開と言うこともあり、多くの注目を集めた。なお、最終的な公募・売り出し総額は19億2,000万ドル（追加売り出し分を含む）に達している。この莫大な資金調達額以外にも、同社の株式公開は多くの話題を提供した。特に、その電子オークションを利用したスキームは、今後の証券会社の引受業務に対し多大な影響を及ぼす可能性があると思われ、様々な議論を巻き起こした。以下では、同社の公開へ向けての動き及びそのスキームについての事実関係を記述する。

まず、同社の公開へ向けての動きであるが、採用する株式公開のスキームの一端が最初に明らかとなったのは、2003年10月23日付けのFi-

nancial Times 紙上である。これによると、同社は米国の IT バブル崩壊後に明らかとなった引受業者の不祥事の再発防止、引受手数料の削減を目的として、公募・売価格の決定について電子オークションの採用を考慮していると報じられていた。これまで公募・売価格の決定は引受業務の中核であり、専門性を要求される付加価値が高いサービスであると認識されて来た。一方、株式公開直後に株価が急騰するケースが多いため、発行会社の間では、引受証券会社が意図的に公募・売価格を低く抑えているとの批判が存在していた。よって、同社が電子オークションを利用するのは、自ら適正な公募・売価格を見出す試みであると憶測する向きもあった。但し、小規模の株式公開において電子オークションを利用する案件が散見さ

れ始めているものの²⁾、同社が行う巨額のものに関しては過去に例が無かったため、その成否の可能性及び今後の引受ビジネスの在り方についても議論が活発に行われ、幅広い注目を集めた。

2004年4月29日、同社は有価証券届出書（S-1）をSECに提出する。この中で、公募・売価格の決定について電子オークションを採用することが明記された。その後、数回にわたり有価証券訂正届出書（S-1/A）を提出しながら、引受幹事団、公開市場、電子オークションでの参考入札価格レンジ、公募・売株数など公開に係わる条件の詳細が明らかになって行く。一方、この期間においていくつかの問題が表面化していたのも確かである。まず、6月に米国の最大手証券会社の一つであるメリ

図表1 グーグル社の店頭登録までの動き

年 月 日	内 容
2003年10月23日	英FT紙が、電子オークション方式を利用した株式公開を検討していると報じる。
2004年4月29日	有価証券届出書をSECに提出。インターネットによる入札を行うことを明記。引受主幹事は、モルガン・スタンレーとCSFB。
5月21日	有価証券訂正届出書をSECに提出。新たに引受幹事団に29社が加わる。
6月21日	有価証券訂正届出書をSECに提出。メリル・リンチが引受幹事団から外れる。
7月12日	有価証券訂正届出書をSECに提出。ナスダックに店頭登録を行うと表明。
26日	有価証券訂正届出書をSECに提出。入札のための価格レンジは108～135ドル。株数は、公募分1400万株、既存株主の売り出し分1060万株の合計2460万株。
30日	入札希望者のインターネットによる登録を開始。
8月13日	インターネット等から入札を開始。
17日	有価証券届出書に関するSECからの効力発生通知得られず。当初予定していた17日中の公募・売り出しは不可能に。
18日	有価証券訂正届出書をSECに提出。入札のための価格レンジを85～95ドルに引き下げ。既存株主の売出株数を550万株に縮小。
	SECが有価証券届出書の効力発生を通知。
	入札を締め切り、公募・売り出しへ。価格は85ドル。
19日	ナスダックに店頭登録。初値は100ドル1セント

〔出所〕各種資料により筆者作成。

ル・リンチが引受幹事団から降りる決定を行っている。これは、通常より大幅に下回る引受手数料率及び失権株に対する保証を考慮すると、収益の上がるビジネスにならないと判断した結果であったと言われている。ちなみに新聞報道によると、引受手数料率は、業界のスタンダードである7%に対して、3.5%まで引き下げられていたとされている³⁾。また、同社の共同創業者の雑誌におけるインタビュー⁴⁾に加え、発行済株式数、付与したストック・オプション数の記載が過少であったと指摘されたことから、有価証券届出書の修正が必要となった。加えて株式市場の低迷等により、公開の直前となっても十分な量の入札が集まらず、参考入札価格レンジの下方修正、売出株数の縮小を余儀無くされている。これら問題点の対応等により、実際のナスダックへの登録は、同社が当初目論んでいた、多くの市場関係者が未だ休暇に入っていない8月上旬より遅れて8月19日となった。但し、公開後の株価は公募・売価格85ドルに対して初値100.01ドルを付け、その後も順調に上昇を続けている。3ヵ月を経過した時点(11月19日)では、169.4ドルとなっており、2004年の公開企業の中で最も高い上昇率を記録したものの一つになっている。

2. 具体的な株式公開スキーム

同社の株式公開スキームの中で最も特徴的なのは、電子オークションを利用した公募・売価格の決定及び株式の配分であろう。以下では、同社の有価証券届出書に記載されている、株式配分に至るまでの五段階のプロセスについて順を追って説明する。

最初は、入札資格供与プロセス(The Qualification Process)である。このプロセスは、

入札希望者が必須となる入札者ID(bidder ID)を取得するためのものである。実際には、同社が設けた専用のホームページにアクセスし、個人情報を入力し、電子版目論見書のダウンロード終了の確認、インターネットを通じて同社が送信する入札に関する情報の入手についての承諾等を経た上で、入札者IDが記載されているメールを受け取ることになっている。但し、入札希望者はあらかじめ引受幹事団に属する証券会社の一つに口座を開く必要がある。なお、次のプロセスに移行すると入札者IDの取得は不可能となる。このプロセスは、同社が入札希望者のプロフィールを集め、入札者を確定させるものとも言えるだろう。

続いて、入札プロセス(The Bidding Process)となる。このプロセスにおいて、入札者は、口座を開いている証券会社に対して、入札価格、買い付け株数等の情報を申告する必要がある。この申告は、それぞれの証券会社が指定するメール、電話等の多様な伝達手段を利用して行われる。入札価格については、参考価格レンジから外れたものでも可能である。いくつもの異なった価格で入札すること及び入札の取り消しも出来る。また、このプロセス中に、有価証券届出書の内容の訂正が行われた場合、その都度、入札継続の意思の確認を促すメールが送られる決まりになっている。なお、入札者は引受幹事団の証券会社によって管理される入札の状況を集中的に管理しているブックを閲覧することは不可能である。

次は、入札終了プロセス(The Auction Closing Process)である。このプロセスは、SECが有価証券届出書の効力が発生したことを通知した時点で実行され、入札及び入札条件の変更が出来なくなる。ただ、落札者が判明す

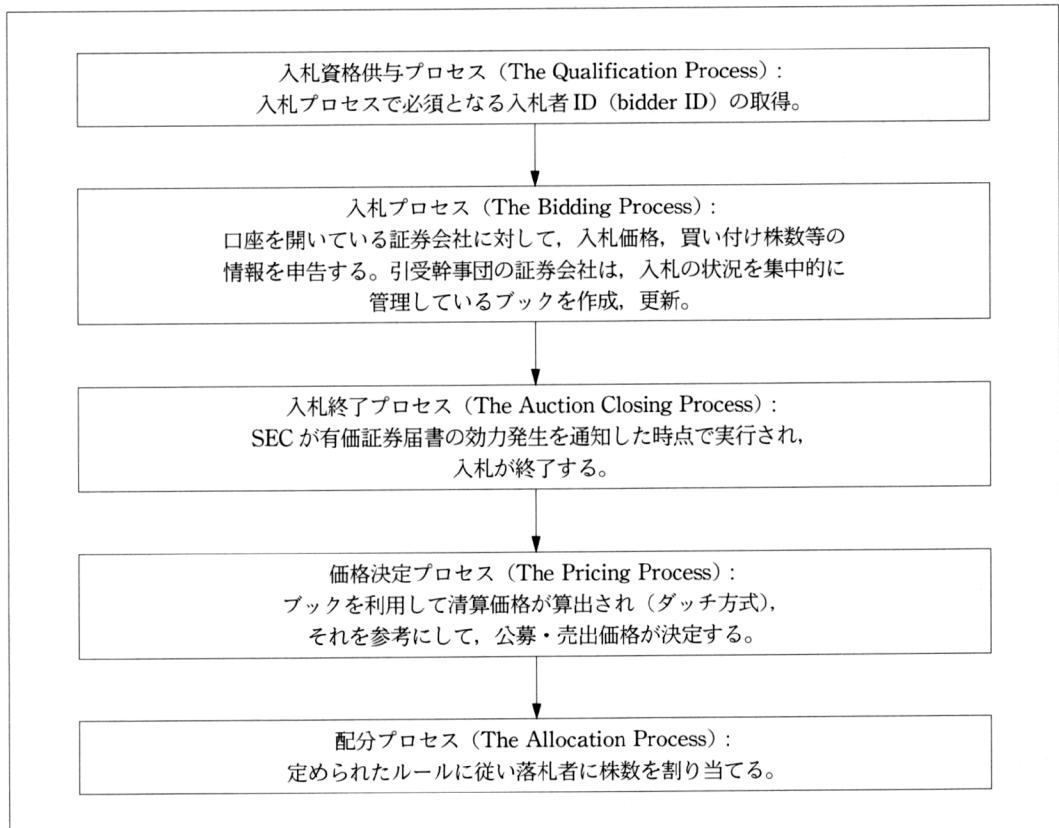
るまで、入札の取り消しは可能である。また、前のプロセスで入札の意思確認に対する返信を怠った場合、強制的に入札が取り消される。SEC の最終確認から24時間以内に指定された証券会社の口座に十分な資金が無い場合においても、原則的に同様な処置が実行される。

その後、価格決定プロセス (The Pricing Process) が続く。まず、このプロセスではブックを利用して清算価格が算出される。清算価格は、公募・売り出しを行っている全株数を入札者に対して配分可能となるものの中での最高値となる方法に決定するとしている。つまり、ダッチ方式⁵⁾が用いられる訳である。そして、この清算価格が原則的に公募・売価格と

なるが、諸般の事情を勘案し、それより低く設定する可能性もあり得ると記されている。また、公募・売価格が参考入札価格レンジ内、あるいは上限価格の20パーセントを上回らない場合、落札者は即座に株式を購入する義務を負う。それ以外の場合、ホームページ上での公表、プレスリリース、入札者 ID の所有者へのメールを利用して公募・売価格を伝達する。その小一時間後、引受幹事団は価格決定の成功を知らされる。この時点になって初めて、落札者は株式を購入する義務を負う。なお、実際の決定を行う際に清算価格が公募・売価格と一致していたかについては発表されない。

そして、最後は配分プロセス (The Allocation

図表 2 グーグル社の株式公開スキームの流れ



〔出所〕 同社の有価証券届出書より筆者作成。

tion Process) である。必ずしも、公募・売出席数数が落札者の申告した総株数と等しくなる訳で無い。よって、配分ルールが必要になる。それに関して、同社は利用する可能性のあるルールとして、比例配分方式 (Pro Rata Allocation) と最大株数配分方式 (Maximum Share Allocation) を挙げている。前者は公募・売出席数数を落札者の申告した総株数で除して配分比率を求め、それを各落札者の申告した株数に乗じたものが配分株数となる。後者は申告した株数が少ない落札者である程、それ全てが割り当てられるルールである。但し、申告した株数がより多い落札者には、それより少なく申告した者以上の株数が割り当てられなければならない。また、特定の入札者を優遇する配分は行わないつもりであると明記されている。

3. マスコミによるグーグル社の株式公開に対する批評

ナスダックへの公開から既に3ヶ月以上が経過し、同社の株式公開スキームに対する評価が始まっている。以下では、それらを簡単にまとめる。なお、評価のポイントは、同社がこのスキームを利用した目的に対する実際の達成度である。つまり、前述した引受手数料の削減、適正な公募・売出席価格の発見である。後者については、多くの議論の余地があるだろう。なぜなら、同社の株価は公開初日の寄値において既に17.6%の上昇を記録し、3ヵ月後に99.3%もの暴騰を演じているのだから。

確かに、8月の株式市場が調整局面にあり、それが入札意欲を減退させる効果を持っていたことは否めない。しかしながら、今回の株式公開スキームが原因となって、入札に対する十分

な需要を喚起出来なかったため、結果として割安と思われる公募・売出席価格に決定したとする見方もある (2004年10月27日付けの Financial Times 紙等)。なお、株式公開スキーム上のいくつかの欠陥が具体的に挙げられている。その一つとして、個人投資家にとって入札手続きが煩雑であったとするものがある。特に、前もって入札者 ID を取得しなければならないことに入札希望者が気付かない可能性が指摘されている。つまり、これまでと異なる株式公開スキームを習得するコストが高く、投資家の入札意欲を減退させたと解釈されよう。次に、入札者間の平等にこだわるあまり、機関投資家に対する十分な対応をしなかったことも理由の一つとして挙げられている。具体的には、機関投資家への会社説明会が限られていたこと、入札による価格決定に対する不信感が払拭出来なかったことなどである。加えて、この株式公開が米国内の投資家のみを対象としており、欧州、アジアの投資家の需要を吸い上げられなかったのも、需要を積み増せなかった要因と言われている。また、参考価格レンジの取扱いも不手際があったとする見方もある。つまり、当初十分な需要分析が出来ずに割高な参考価格レンジを設定したこと、下方修正後に入札可能日が半日程度しかなかったことが指摘されている。但し、このスキームをアドバイスした Hambrecht に対する Bloomberg のインタビューによると、入札プロセスの最終日において、機関投資家が結託して主幹事引受証券会社を通じて、グーグルに公募・売出席価格85ドルを採用するように認めさせたと述べている⁶⁾。このインタビューが事実であれば、電子オークションを利用してさえ、結局は機関投資家の力に屈せざるを得なくなった訳である。

なお、前者については、引受手数料率は従来
の7%に対して3.5%となっており、目的を表
面上達成したと言えるであろう。けれども、
2004年1～9月までの株式公開企業153社のう
ち、同社は公開初値に対する上昇率で21番目⁷⁾
を記録している。これは、従来のスキームを採
用しなかったため、より低い公募・売価を採
用してしまった証拠であるかもしれない。つま
り、引受手数料率を3.5%ポイント節約する
代わりに、もっと多くのものを失ってしまった
可能性があるだろう。但し、この仮説をより正
当化させるためには、同社の公開スキーム上で
省略された株式の引受業務の機能について詳細
な検討を加えることと、一般的に公募・売価
が割安に設定される背景を吟味しなければならない。

II. グーグル社の株式公開 スキームを評価する

1. 従来の株式公開スキームとの比較

従来の株式公開スキームと比較することで、
グーグル社のそれに関する特徴を詳細に吟味す
る。図表3では、従来の株式公開スキームにつ
いての標準的なスケジュールを示している。こ
の中で両者間に大きな違いがあるのは、株式公
開の30日前頃から行われるロード・ショウ及び
2日前頃の公募・売価決定の二つのプロセ
スである。よって、それらが主な議論の対象と
なるだろう。なお、前者は同社の株式公開ス
キームにおいて、ほとんど実施されておらず、
後者は全く異なる手順を踏んでいる。

図表3 従来の株式公開スケジュール

公開までの 日数	スケジュールの内容
109日前	発行体による引受業者の選定、インテントへの署名、クワイエット・ピリオド入り。
102日前	引受業者が、デュー・デリジェンス調査を開始。
95日前	発行体、引受業者が、引受業者、弁護士間で結ばれる引受契約のドラフトを準備するために、会合を持つ。
80日前	株式公開関係者が、有価証券届出書に関する検討を行うための会合を行う。
65日前	株式公開関係者が、SECの職員を交え、有価証券届出書をSECへ提出する前の会議を行う。
40日前	取締役会が、有価証券届出書を承認し、署名を行う。
39日前	SECに有価証券届出書を提出。引受業者は、仮目論見書を配布。
30日前	発行体、引受業者等により、ロードショウ開始。
10日前	SECからのコメント受領。
9日前	株式公開関係者が、有価証券訂正届出書作成。
5日前	有価証券訂正届出書をSECに提出、効力発生の通知を要請。
4日前	SECからの最終コメント受領。
2日前	発行体、引受業者による発行価格の最終決定。
当日	株式公開。会計監査人が引受業者に対し、発行体の財務情報等に関する詳細なレター（コールド・コンフォート・レター）を送付。
1日後	墓石広告を新聞紙上に掲載。
10日後	会計監査人が引受業者に対し、発行体の財務情報等に関する詳細なレター（プリンク・ダウン・レター）を再度送付。これにより、一連の株式公開業務が終了する。

〔出所〕 Liaw, Thomas., *The Business of Investment Banking* を参考に作成

〔資料〕『図説アメリカの証券市場2002年版』日本証券経済研究所, 2002年

まず、ロード・ショウであるが、従来の株式公開スキームの中で最も重要でかつコストのかかるプロセスの一つであると認識されている。このプロセスは、主に二つの機能を持っていると考えられる。一つは、機関投資家を中心とした大口購入の見込みがある投資家に対する発行会社の情報提供である。具体的には、発行会社の経営陣と引受証券会社のアナリストが会社説明会及び個別訪問を通じて、会社の現状、事業計画等を説明する形態が採られる。もう一つは公募・売価格、発行規模を決定するために、大口投資家の購入意欲を探る機能である。一例を挙げれば、ブック・ビルディングの実施である。また、引受証券会社が大口投資家に対して全体の需給の感触を伝えることもある⁸⁾。ロード・ショウは、発行会社、引受証券会社、大口投資家間における情報の非対称性を縮小させる役割を果たしていると言えるだろう。

なお、グーグル社によるロード・ショウに類する活動は、若干の会社説明会を行った程度に過ぎない。つまり、専用のホームページ上の電子版目論見書が全ての投資家に対するほぼ唯一の情報源となったのである。一方、公募・売価格に対する需要の聴取については、実際の入札がその代りになったと言えるだろう。なお、同社のロード・ショウの扱いに対する評価は以下の通りである。長所を挙げると、発行会社、引受証券会社側の情報提供コストが安くなることであろう。また、投資家間の情報に関する公平性を確保出来ることも挙げられる。一方、短所となるのは、大口投資家の情報入手コストの明らかな上昇である。また、大口投資家が公開される株式の需給に関する情報を入手し難くなったこともマイナス要因になろう。

次に、公募・売価格決定について論じる。

従来の株式公開スキームでは、ロード・ショウで得られた全体の需要に関する情報に基づいた調整を行い、最終的な公募・売価格を決定する。また、一般的にはインスティテューショナル・ポットと言われる機関投資家向けの配分枠が当初から設定されている。つまり、大口投資家の意向が反映すると同時に、確実に一定の株数を購入させるための仕組みが用意されているのである。そして、この決定された価格に基づいて、小口投資家にも株式が割り当てられる。以上のプロセスは、大口投資家の承認を得られた価格を提示することにより、株式公開に関する諸条件を信頼出来るものになっていると解釈されよう。

一方、グーグル社の価格決定方式は、電子オークションによるものである。これは、大口、小口いずれの投資家も平等に扱われるメリットがある。但し、落札価格等のオークションの結果を先読みすることは、大変難しい。特に大口投資家は、従来の株式公開スキームの場合と比較して、購入株数、金額の見通しが格段に困難になったと言えるだろう。よって、それが新たなリスクとなり、購入意欲を減退させたのかもしれない。一方、これまで大口投資家の残り物しか与えられなかった小口投資家にとって、チャンスが拡大したと解釈して良いのだろうか。確かに、引受証券会社による恣意的な株式の割り当てが無くなったため、より高い価格で入札すれば、希望するだけの株数を確実に落札することが可能になったと言えるだろう。しかしながら、専門家である機関投資家の意見を参考にしたコンセンサスを得られている公募・売価格の入手は不可能となった。よって、小口投資家が勝者の呪いに囚われる恐れが増大してもいるだろう。よって、小口投資家の入札意

欲を高めるかは不透明と言える。

以上に挙げたプロセス上の違いを優位性として、グーグル社の株式公開スキームが従来のものより成功をもたらすためには、二つの前提条件を満たす必要があるだろう。一つは、情報提供面において公平に扱うならば、小口投資家は、独自に公募・売価を推定し、自信を持って入札することが出来るとする前提である。もう一つは、株式の配分面において公平に扱うならば、小口投資家は、大口投資家の減少分を補って余りある程の資金を投入することが出来るとする前提である。この前提条件が満たされず、同社のスキームを利用して株式公開を行った場合、市場はどのような挙動を示すのであろうか。次節では、公募・売価が割安に設定される傾向を説明するものを中心に、現実の株式公開市場を表現しているモデルを利用して、同社の株式公開スキームを評価する。これにより、同社の公募・売価の決定に至る経緯、その後の株価推移を理解することが可能になると思われる。

2. 公募・売価が割安に設定される説明を利用した評価

公募・売価が設定される水準の評価に関しては、世界中で多くの実証研究が行われている。それらによると、いずれの国においても、初日の終値と比較すると公募・売価は割安に設定されている可能性が高いとされている。そして、この現象は株式市場におけるアノーマリーの一つとして捉えられており、説明するために多くのモデルが考えられている。以下では、まずそれらの中でいくつかのモデルを紹介する。そして、それらが現実を正確に表しているとは仮定した上で、グーグル社の株式公開ス

キームを評価する。なお、最初の三つの説明は、発行会社、引受証券会社、大口、小口投資家など株式公開参加者の情報の非対称性を前提としている。最後の一つは、参加者が所持する情報についての前提がない。

まず、Benveniste and Spindt (1989) が提示した「機関投資家が所持する情報への対価モデル」を紹介する。このモデルの背景にあるのは、機関投資家（大口投資家と見なせる）は個人投資家（小口投資家と見なせる）に対する情報優位性があり、発行会社及び引受証券会社ですら知らないその会社に関する私的情報を持っているとする前提である。よって、その情報を反映させて適正な発行価格を知るためには、引受証券会社は対価を支払わなければならない、それが割安分として織り込まれると考える。なお、私的情報については、機関投資家独自の情報収集、分析によってもたらされると想定されよう。また、この説明は機関投資家の意向を探り出しながら、公募・売価を収斂させて行くプロセスを踏むブック・ビルディングによく似ていると言われている。

このモデルを利用してグーグル社の株式公開スキームを評価するならば、入札者間の平等にこだわり過ぎるあまり、機関投資家の能力を十分に生かしきれなかったと言うことであろう。つまり、目安となる参考価格レンジを設定するための私的情報を十分に収集出来ないまま、電子オークションを始めてしまったと言える。Hambrecht に対する Bloomberg のインタビューが事実であるなら、同社は機関投資家のコンセンサスを得られない割高な参考価格レンジを提示し続けた挙句、十分な需要を得られないまま入札プロセスの最終局面を迎え、彼らの言い値を飲まざるを得なかったのかもしれない

い。その場合、電子オークションを利用したために、従来のスキームの場合以上に割安な公募・売価格が付けられてしまった可能性もありえよう。

次に、Rock (1986) による「勝者の呪いモデル」を説明する。これは、投資家間に情報格差が存在していると仮定している。そして、最初から公募・売価格が決まっている場合に、情報を十分に所持していない投資家が採用する戦略に基づいている。もし、発行会社の間の公募・売価格に割高、割安の散らばりがあるものの平均すると適正であるならば、情報を十分に所持していない投資家が無差別に同額ずつ応募した場合、損失を被る。なぜなら、割安なものについては、情報を持っている投資家が集中的に応募するため、情報の無い投資家の割り当てが少なくなる。一方、割高のものは、情報を所持している投資家が応募せず、情報を十分に所持していない投資家へ全応募分が割り当てられる。よって、それら全体を平均すれば損をすることになるからである。よって、このような投資家に参加を促すには、全体として割安に価格を設定する必要があるとするモデルである。

このモデルは当初から公募・売価格が決定されているため、グーグル社の株式公開スキームの評価に対して、直接的に適用することは出来ないだろう。但し、従来のスキームを経していないために、多くの投資家は、参考価格レンジが機関投資家等の持つ私的情報を含んでいると判断し難いとする。そうすると、「勝者の呪いモデル」の割安分までも正確に反映していると、投資家は考えないだろう。結局、従来よりも投資家の参加が減少する結果となるため、一層の需要を喚起しようと公募・売価格を割安に設定せざるを得なくなったかもしれない。

続いて、Welch (1989) による発行会社が情報の優位性を所持する前提条件のある説明を紹介する。この場合、逆選択の状況が出現する可能性が指摘される。つまり、株式公開市場には、いくら公募・売価格が安くてもかまわない最低な会社しか存在しなくなるのである。よって、これを解消させるために十分な情報開示を行う必要がある。加えて、内容の悪い会社を株式公開市場から追い出すために、内容の良い会社は公募・売価格を一般的な投資家が評価しているより割安にする必要があるかもしれない。そして、公開後において株価が適正価格となった時点で、公開前からの株主は保有株式を売却することで、割安に価格付けする損失分を抑える選択をするとしている。

これをグーグル社の株式公開スキームに適用するならば、以下の通りとなろう。まず、同社は最初の参考価格レンジを設定する際、十分に割り引かなかった可能性が指摘されよう。但し、入札プロセスの最終段階において、上記の説明を意識しながら、株式公開戦略を見直したのかもしれない。それは、参考価格レンジを引き下げると同時に既存株主の売出株数を当初予定の1,060万株から550万株へと大幅に減少させたことから推察される。つまり、同社は、私的な情報も含めた上で適正な価格を提案していたが、十分な需要を得られなかった。よって、不本意ながら参考価格レンジを引き下げた。ただ、既存株主は、公開後に割安分が解消されることを期待し、売出株数を減じたのである。但し、売出株数の減少は、需給を均衡させるものであったとする見方を否定出来るものではない。

また、Hughes and Thakor (1992) は、訴訟リスクを縮小させるために割安に設定すると

言う説を提唱している。つまり、公募・売出時に購入した顧客が大幅な損失を被った場合、その価格を設定した引受証券会社の責任が問われる恐れがあり、それを回避するためであるとする説明である。なお、これは「訴訟リスク・モデル」と言われている。

このモデルは、グーグル社のスキームに当てはまらない。なぜなら、同社の公募・売出価格の決定は電子オークションを利用しており、従来のブック・ビルディング等と比較して透明性が高いものであると判断されるからである。

以上、公募・売出価格が割安となることを説明するモデルを紹介し、グーグルの株式公開スキーム及び実際の公開に向けての経緯に結びつけた。これから言えるのは、現実の株式公開市場は、Benveniste and Spindt (1989) の「機関投資家が所持する情報への対価モデル」が前提としているものに近いと思われることである。つまり、情報提供面において公平に扱っても、個人などの小口投資家は、独自に公募・売出価格の推定等の私的情報を生産出来ないため、機関投資家の優位性に変化が無いのである。そして、Hambrecht に対する Bloomberg のインタビューが正しいならば、最終的には、機関投資家が所持する情報への対価分を割り引いた公募・売出価格に落ち着いたと言えるだろう。また、今回の公募・売出総額が巨大であったために、小口投資家は大口投資家の減少分を十分に補うことが出来ず、大口投資家が主導権を保持し続けたのかもしれない。よって、グーグルの株式公開スキームでは、理屈の上でも適正な公募・売出価格の発見が難しかったと言えるだろう。

なお、引受手数料率を3.5%ポイント節約する代わりに、もっと多くのものを失ってしまっ

た可能性については、依然判断することに躊躇せざるを得ない。なぜなら、従来のスキームを利用した場合の公募・売出価格がわからないからである。もっと多くの電子オークションによる株式公開が行われれば、それらのデータを利用して、計量的に評価出来るようになるかもしれない。

おわりに

株式発行市場は、適正な価格発見を行うことが難しい大変リスクのある市場である。よって、参加者は価格を推定する能力を持ち、リスク許容度の高い投資家に限定されて来た。確かに、インターネットの普及により、多くの投資家が株式発行市場へ参入することが可能となったのかもしれない。しかしながら、グーグル社の株式公開の結果は、それを利用する効果について疑問を投げかけるものであったと言えるだろう。なぜなら、新たな参入者は、既存の投資家と比較すると価格を発見する能力が低いと思われるからである。また、同社の株式公開が巨額であったため、主導権が大口投資家に握られると予想されたことも、同社のスキームに対してマイナスに働いたのかもしれない。但し、グーグル社の株式公開の結果から、電子オークションによる株式公開の将来性を否定するのは、あまりにも早計であろう。例えば、コスト面でブック・ビルディングを行えないような小規模な株式公開の場合、利用価値があるだろう。インターネットを通じて、幅広い層に対して十分な情報提供を行い、加えて独立した専門家による評価サービスが始まれば、ある程度の資金量を調達出来るものと思われる。これから株式発行市場において、電子オークションを

利用したスキームは、改良を加えられながら実験的に利用されるであろう。そして、その特長を生かせる発行会社の株式公開条件を見出して行くと考えられる。

注

- 1) 他にクラスB株が存在する。議決権について、クラスA株が1票であるのに対し、クラスB株は10票割り当てられる。なお、クラスB株は、A株にいつでも転換が可能。
- 2) 投資銀行 WR Hambrecht & Co. が、電子オークションを利用した株式公開を積極的に引き受けている。そのスキームで株式公開を行った企業は、図表4の通り。

図表4 電子オークションを利用した株式公開

会 社 名	期 日	資金調達額 (百万ドル)
Genitope Corp.	2003年10月30日	33.3
RedEnvelope	2003年9月25日	30.8
Overstock.com	2002年5月29日	39.0
Briazz	2001年5月2日	16.0
Peet's Coffee & Tea	2001年1月25日	26.4
Nogatech	2000年5月17日	42.0
Andover.Net	1999年12月8日	82.8
Salon.com	1999年6月22日	27.3
Ravenswood Winery	1999年4月9日	11.5

〔出所〕WR Hambrecht & Co.

〔資料〕*Institutional Investor*, 2004年7月号

- 3) 実際の引受割引額に手数料を加えたものは、5,371万ドル。よって、2.8%程度となっている。
- 4) 2004年4月22日に行った8月13日発売のPlay Boy誌に対するインタビューが、クワイエット・ピリオド(IR活動自粛期間)における違反行為となる可能性を指摘された。なお、有価証券届出書のSECへの提出は2004年4月29日であるが、インタビューを受けた共同創業者が、既に公開のための準備を行っていることを知っていたため、問題とされた。
- 5) ダッチ方式とは、出品者にとって有利な条件から、オークションにかけられている商品が無くなるまで落札者を決めて行き、その中で出品者にとって最も不利なものを全員の落札条件として決定する入札方式のこと。この方式以外にコンベンショナル方式があり、これは、落札者の応札したものが落札条件となる。
- 6) "Google, Soaring 75%, Shows Banks Low-Balled IPO, Hambrecht Says", *Bloomberg*, October 19th 2004. なお、この記事の中で、主幹事引受証券会社に事実確認を行ったが、ノーコメントだったとしている。
- 7) Hoover's Online (<http://www.hoovers.com/free/>)のデータを利用し、筆者が計算。
- 8) 株式市場の現状、最近行なわれたブック・ビルディングの状況、これまで行なわれた同業他社のブック・ビル

ディングの状況、現在行なわれているブック・ビルディングの状況など。

参 考 文 献

- 日本証券経済研究所『図説アメリカの証券市場2002年版』2002年5月
- 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. pp343-361.
- Brewster, D., and R.Waters [2004], "Lessons of Google's frugal float", *Financial Times*, Oct. 20
- Cole, B. [2004] "Google Soaring 75%, Shows Banks Low-Balled IPO, Hambrecht Says", *Bloomberg News*, Oct.19
- Hughes, P., and A.Thakor [1992], "Litigation risk, intermediation, and the underpricing of initial public offering", *Review of Financial Studies* 5. pp709-742.
- Liaw, K.T., [1999], *The Business of Investment Banking*, John Wiley & Sons, Inc.
- Ritter, J.R., and I.Welch [2002], "A review of IPO activity, pricing, and allocations", *Journal of Finance* 57. pp1795-1828.
- Ritter, J.R [2003], "INVESTMENT BANKING AND SECURITIES ISSUANCE", in G.M. Constantinides, M.Harris and R.Stulz, *Handbook of the Economics of Finance*, Elsevier Science B.V..
- Rock, K [1986], "Why new issues are under-priced", *Journal of Financial Economics* 15 pp187-212.
- Waters, R [2003], "Google considers online IPO auction", *Financial Times*, Oct. 23

(当研究所主任研究員)