

# コロナショックがIPO市場におよぼした影響

船岡 健太

## 一、はじめに

新型コロナウイルス感染拡大に伴う経済環境の悪化は、日経平均株価が大きく乱高下する等、株式市場に甚大な影響をおよぼした。このマーケット環境の劇的な変化により、IPOを予定していた十八社が上場を延期するという意思決定を行った。

新規株式公開における現行の価格決定方式であるブックビルディング方式では、まずIPO予定

企業は機関投資家に対してロードショーを実施する。ロードショー実施後には、主幹証券会社による機関投資家に対するヒアリングが行われる。

このヒアリングで採取される機関投資家のIPO予定企業に対する価値評価は、主幹証券会社がIPO予定企業と仮条件の設定について協議を行う際に参考にされる。仮条件決定後においては、ブックビルディング（需要の積み上げ）において申告が最も多かった価格や市況等を考慮し、主幹証券会社は、最終的な公開価格の決定を行う。

このようにIPO予定企業によるロードショー

の成否は、公開価格がどのような水準で決定されるのかについて大きなインパクトを与える。しかし、会場に多数の関係者を集めて実施するロードショーは、ウイルスに感染する可能性を高めるとする「三つの密（密閉・密集・密接）」の状態を作り出しかねない。このことから、対面によるロードショーの開催が難しかった時期があったことが伝えられている。<sup>1)</sup>

新型コロナウイルスの感染拡大は、マーケット環境の悪化に加えて、ロードショー等の直接のやりとりにも影響をおよぼした。このような状況下で、IPO市場ではどのような価格形成が行われたのについて、以下においてみていくことにしたい。

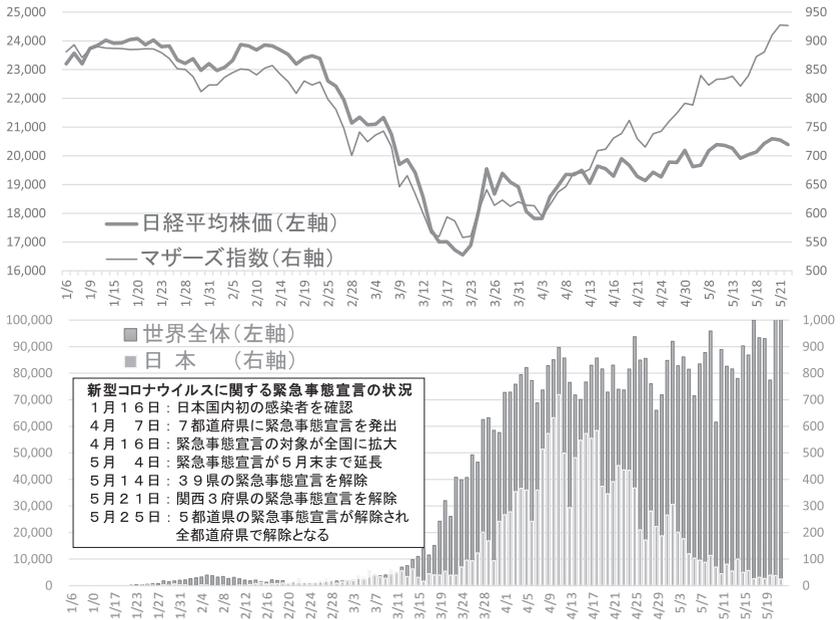
## 二、新型コロナウイルス感染拡大が株式市場におよぼした影響

コロナショックは、日経平均株価の歴史的な変動をもたらした。図表1の上部分は、本年（二〇二〇年）の大発会となる一月六日から五月二二日までの日経平均株価（左軸）とマザーズ指数（右軸）の終値の推移を示している。同図の下部部分は、同期間における新型コロナウイルス新規感染者数の世界全体（左軸）と日本（右軸）における推移を棒グラフで表している。

日本の新規感染者数のデータは、NHK「特設サイト・新型コロナウイルス」における感染日ベースの数値を使用している。世界全体の感染者数のデータについては、世界保健機関（WHO）の「Situation Report」に依拠している。同レポート

コロナショックがIPO市場におよぼした影響

図表1 日経平均株価・マザーズ指数（上）および新型コロナウイルス新規感染者数（下）の推移



(注) 両図表とも2020年1月6日より5月22日までの推移を示している。単位は、日経平均株価は円、感染者は人である。

[出所] 日経平均株価は「ヤフーファイナンス」、マザーズ指数は「JPX ホームページ」より採取。新型コロナウイルス感染者の世界全体は世界保健機関 (WHO) 「Situation Report」各日版、日本はNHK「特設サイト：新型コロナウイルス」より作成。

トの第一号は一月二日に発表された後、日々公表されている。図表1のグラフでは、同レポートの公表日ベースの数値を用いている。

日本国内において最初に感染者が確認されたのは、一月一六日であるとされている。マーケットに大きなインパクトが出始めたのは、中国における感染者拡大が報じられた一月末頃である。一月二七日においては、日経平均の下げ幅が一時五〇〇円を超える動きをみせた。二月に入り市場はやや持ち直したものの、下落傾向は続き、三月一日には日経平均の終値ベースの底値である一六、五五二円まで値を落とした。

三月以降、新規感染者数は増加の一途を辿り、全世界でみた場合、三月一五日には一〇、〇〇〇人を突破している。日経平均は三月一九日に底値をつけた以降、三月二五日には一九、〇〇〇円を超えるまでに回復したが、再度の下落を示し、四

月二日には二回目のボトムとなる一七、八一八円まで下落した。

IPOを延期した一八社は、二月一二日から三月二五日にかけて上場の承認が行われており、この期間はマーケットの急落が始まった二月上旬から日経平均における二回目の底（四月二日）の間に該当するものであり、IPO予定企業の上場承認日以降における仮条件の算定に大きなマイナスのインパクトをおよぼしたであろうことが想像される。

日本における新規感染者は三月二七日に一〇〇人を超えた後も増え続け、四月七日には最初の緊急事態宣言が七都道府県に対して発出された。日本における一日あたりの新規感染者数が最も多かったのは、四月一日の七一九人である。

新規感染者数について、日本国内のみでみた場合、ピークとなった四月二日以降は減少傾向を

示し続けている。世界全体でみた場合は、日によつては一〇〇、〇〇〇人を超えるなど、高止まりの状態が続いている。<sup>2)</sup> 日経平均は二回目のボトムとなった四月二日以降においては一定の回復を示し、五月二二日時点においては、二〇、〇〇〇円近辺を横ばいに推移している。日経平均とは対照的に、マザーズ指数は二回目の底以降は、上昇基調で推移している。マザーズ指数が上昇傾向を示しているのは、マザーズ上場企業は顧客を日本国内のみとするケースが多いことから、国内感染者数の減少と関係があることが示唆される。

緊急事態宣言については、宣言が維持されていた五都道県についても五月二五日に解除され、四七都道府県における解除が実現した。

### 三、IPO時の価格形成

次節以降において、本年の四月六日までにIPOを実施した二八企業の公開価格と初値の乖離、およびIPOを延期した一八社の公開価格の形成過程を観察する前に、現行の価格決定方式であるブックビルディング方式におけるIPO時の公開価格の決定プロセスについて簡単に確認しておく。図表2には、ブックビルディング方式のプロセスに加えて、本年の四月六日にマザーズ市場において新規公開を行った松屋オールアンドデイ社の各局面の株価を事例として示している。同社を最後としてIPO企業の誕生はしばらくストップした。

図表2に示すとおり、公開価格は、想定発行価格(A) ↓ 仮条件(B) ↓ 公開価格(D) という

図表2 ブックビルディング方式における価格形成プロセス（松屋オールアンドディ社の事例）

<b>A</b>	想定発行価格が 開示される	<b>3月2日</b> （月） <b>960円</b>
	機関投資家に対してロードショーおよびヒアリングを実施	
<b>B</b>	ヒアリングを 参考に仮条件決定	<b>3月16日</b> （月） <b>910円－960円</b>
<b>C</b>	ブックビルディング（需要申告）の実施	<b>3月18日</b> （水）～ <b>25日</b> （水）
<b>D</b>	需要申告、市況を 考慮し公開価格決定	<b>3月26日</b> （木） <b>910円</b>
<b>E</b>	申込期間	<b>3月27日</b> （金）～ <b>4月1日</b> （水）
<b>F</b>	払込期日	<b>4月5日</b> （日）
<b>G</b>	初値決定 上場日（売買開始日）	<b>4月6日</b> （月） <b>811円</b>
<b>H</b>	上場後の株価 （1カ月後）	<b>5月7日</b> （木） <b>2,056円</b>

（注） 売買開始日（4月6日）と上場1カ月後（5月7日）の株価は、同日の終値を記している。

〔出所〕 株式会社松屋オールアンドディ「有価証券届出書（訂正含む）」より作成。株価については、ヤフーファイナンスより採取。

二回の価格調整を経て決定される。まず、出発点となる主幹事証券会社と発行会社の協議により決定される想定発行価格（A）は、最初の有価証券届出書において開示される価格である。<sup>⑧</sup>三月二日に提出された松屋オールアンドディ社の有価証券届出書を確認すると、同社の想定発行価格は、九六〇円であることを確認することができる。

次に、主に機関投資家を対象に、公開会社による自社の事業内容を説明するロードショーが開催される。このロードショーで公開企業に関する説明を受けた機関投資家等に対して主幹事証券会社はヒアリングを行う。ヒアリングにより採取される機関投資家等の公開会社に対する評価は、主幹事証券会社が仮条件の設定を行う際に参考にされる。

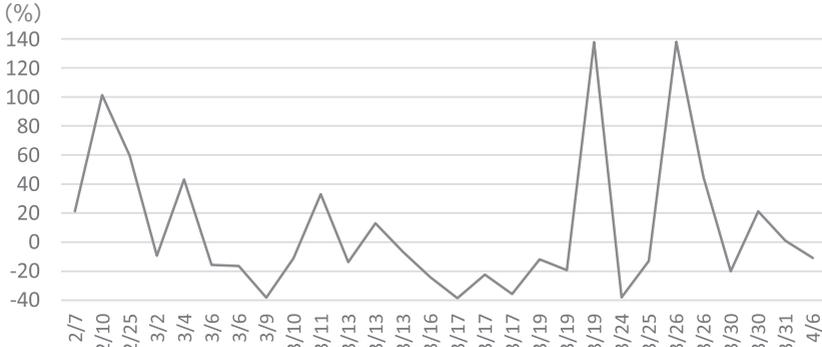
松屋オールアンドディ社のケースでは、日経平均が二一、三四四円（三月二日）から一七、四三

一円（三月一三日）と大きく下落するタイミングでロードショーが実施されたこともあり、平時においては、想定発行価格と仮条件の中間値は近似することが多い中、<sup>(4)</sup> 想定発行価格九六〇円に対して仮条件は九一〇円から九六〇円と決定された。このように仮条件は価格帯で設定される。<sup>(5)</sup> この仮条件の範囲内で、主幹事証券会社はブックビルディング（投資家からの需要申告を受け付ける、※図表2のC部分）を行い、申告が最も多かった価格や市況等を考慮し、最終的な公開価格（D）の決定が行われる。松屋オールアンドデイ社の需要申告期間（三月一八日から二五日）は、日経平均が一六、七二六円から一九、五四六円まで上昇するという市場が激変する状況にあり、平時の場合においては、公開価格は仮条件の上限で決まることが多い中、最終的な公開価格は仮条件の下限である九一〇円と決定された。

上記のように、急激なマーケット環境の変化に直面した松屋オールアンドデイ社の想定発行価格（A）↓仮条件（B）↓公開価格（D）の二回の価格調整においては、いずれも下方修正が行われたことを確認することができる。この想定発行価格の公表（三月二日）から公開価格決定（三月二六日）までの期間においては、一社のIPO予定企業が上場延期を表明するという混乱期であり、主幹事証券会社はバリュエーションに関して厳しい判断に迫られたことが想像される。

図表2に記している初値（G）は、上場日（売買開始日）における終値をピックアップしている。松屋オールアンドデイ社の上場日である四月六日の終値は八一円であった。初値の水準に関しては、日経平均が再び一八、〇〇〇円を割った四月二日から間もないタイミングで上場日を迎えたということもあり、初値は公開価格を下回る状

図表3 2020年におけるIPO企業の初期収益率の推移



(注) 縦軸の単位は%。2020年（4月6日まで）におけるIPO企業28社の初期収益率を上場日（売買開始日）による時系列順で並べたものである。初期収益率 = (初値 - 公開価格) / 公開価格。  
 ※初値は上場日の終値を用いている。上場日に値がつかなかった場合は、初めて売買が成立した日付をピックアップしている。ジモティー社については上場日（2月7日）に値がつかず、2月10日に初めて売買が成立した。同社以外の27社については上場日に初値が決定している。  
 [出所] 公開価格は各IPO企業の訂正有価証券届出書、上場日の終値についてヤフーファイナンスより採取。

況となった。初値のパフォーマンスはこのような状況ではあったものの、上場日より約一カ月後の五月七日の同社の終値は二、〇五六円であり、下方修正せざるを得なかった公開価格がいかにシヨックの影響を受けたものであったのが示唆される。

#### 四、本年（四月六日まで）におけるIPO実施企業の初期収益率

本年（二〇二〇年四月六日まで）においては、上場日を二月七日とする二社から前述の四月六日を上場日とする松屋オールアンドデイ社まで、二八社がIPOを実施している。図表3は、このIPO企業二八社の初期収益率を上場日（売買開始日）による時系列順で並べたものである。初期収益率は、公開価格と初値の変化率であり、初期収

益率Ⅱ（初値－公開価格）÷公開価格で求められる。初値は上場日の終値を用いている。上場日に出値がつかなかった場合は、初めて売買が成立した日付をピックアップしている。マザーズ市場に上場を行ったジモティー社については上場日（二月七日）に値がつかず、二月一日に初めて売買が成立した。同社以外の二七社については上場日に初値が決定している。

初期収益率について、ジモティー社のケースで数値例を確認しておこう。初めて売買が成立した二月一日の同社の終値は二、〇一三円であり、公開価格の一、〇〇〇円とは約二倍の開きがある。公開価格で割当を受けた投資家が初値で売却した場合の収益率である初期収益率は、ジモティー社のケースにおけるその数値は、 $(二、〇一三 - 一、〇〇〇) \div 一、〇〇〇 \times 一〇〇 = 一〇一・三〇\%$ となる。

この一〇一・三〇%は、発行会社であるジモティー社からみた場合、公開価格が市場価格（初値）に比してどれくらい過小に値付けられたのかを示す数値となる。IPO企業が新規公開時に獲得する調達金額は、公開価格に公募株式数を掛け合わせたものから引受証券会社に支払う引受手数料を差し引いた金額である。公開価格が過小にプライシングされると調達金額は減少するので、新規公開企業にとってはアンダープライシングの程度は小さいほうが望ましい<sup>6)</sup>。

図表3を概観すると、初期収益率に大きなバラツキが存在していることを看取することができる。コロナショックの影響が小さいと思われる二月七日を上場日とする最初の二社を除く二六社でみた場合、初期収益率がマイナスである企業が一七社であるのに対して、プラスの企業も九社存在している。図表1が示すように、今回のショック

において、マーケットでは、下落に加えて、記録的な上昇局面も存在した。一日の中で大きく動くことも多くあり、このような乱高下は初期収益率のバラツキをもたらし要因の一つであろう。

グラフ右側においては、初期収益率がプラス一〇〇%を超えたIPO企業が二社存在することを確認することができる。この二社は、三月一九日を上場日とする関通社（初期収益率 $\equiv$ 一三七・七六%）と三月二六日に売買開始日を迎えたサイバーセキュリティクラウド社（初期収益率 $\equiv$ 一三八・〇〇%）である（いずれもマザーズ市場に上場）。

## 五、IPOを延期した一八社の価格形成

今回のコロナショックにおいては、市場環境の

悪化を理由として、一八社が予定していたIPOの実施をとりやめた。<sup>(7)</sup>一八社のうち一四社が、マザーズへの上場を予定していた。図表4は、この一八社を上場承認日順に記している。右端の二行においては、証券取引所の承認取消日と予定していた上場日を記している。証券取引所による新規上場に関する承認取り消しについては、IPO予定企業からの申請に基づくものと取引所の判断によるものがあるが、今回の一八社の承認取消については、すべて企業からの申し出によるものである。<sup>(8)</sup>

承認取消日と予定上場日を見ると、上場日の五日前にとりやめた企業もあれば、二〇日程度前に上場延期の意思決定を行った企業もあり、予定していた上場をとりやめる意思決定のタイミングは、企業によって異なる。

上場日の五日前に上場延期を決めた二四時間営

コロナショックが IPO 市場におよぼした影響

図表4 コロナショックにより IPO 延期の決定を行った18社の公開価格の形成過程

社名	上場市場 (予定)	上場 承認日	想定発行 (売出) 価格	仮条件	仮条件 レンジ率	調整 1	公開 価格	承認 取消日	予定して いた上場日
Fast Fitness Japan	マザーズ	2月12日	2,470円	2,560円 2,960円	14.49%	11.74%	2,960円	3月13日	3月18日
ヘルセウス プロテオミクス	マザーズ	2月17日	960円	540円 600円	10.53%	-40.63%	-	3月12日	3月24日
ウイングアーク 1st	東証一部 または二部	2月20日	1,970円	-	-	-	-	3月10日	3月26日
バリオセキュア	東証二部	2月21日	2,080円	1,600円 1,700円	6.06%	-20.67%	-	3月18日	3月30日
コバ・ コーポレーション	マザーズ	2月27日	2,600円	2,350円 2,600円	10.10%	-4.81%	-	3月24日	4月2日
アイキューブド システムズ	マザーズ	3月3日	2,990円	-	-	-	-	3月19日	4月7日
アルマード	マザーズ	3月4日	1,620円	-	-	-	-	3月18日	4月8日
コマース One ホールディングス	マザーズ	3月4日	1,690円	1,180円 1,350円	13.44%	-25.15%	-	3月31日	4月9日
ロコガイド	マザーズ	3月4日	2,640円	-	-	-	-	3月18日	4月9日
ステムセル研究所	マザーズ	3月5日	2,020円	-	-	-	-	3月23日	4月9日
サイバートラスト	マザーズ	3月13日	1,150円	-	-	-	-	3月31日	4月9日
Speee	マザーズ	3月16日	2,590円	-	-	-	-	3月31日	4月20日
アールブランナー	マザーズ	3月18日	1,680円	-	-	-	-	4月2日	4月22日
さくらさくプラス	マザーズ	3月18日	2,060円	1,150円 1,430円	21.71%	-37.38%	-	4月16日	4月24日
スマート・ ソリューション・ テクノロジー	マザーズ	3月19日	1,070円	-	-	-	-	4月3日	4月23日
SANEI	東証二部	3月19日	2,200円	-	-	-	-	4月7日	4月24日
ヤマイチ エステート	東証二部	3月23日	950円	-	-	-	-	4月9日	4月28日
GMO フィナン シャルゲート	マザーズ	3月25日	2,420円	-	-	-	-	4月10日	4月30日

(注) 仮条件レンジ率 = (仮条件上限 - 仮条件下限) / 仮条件中間値。調整 1 = (仮条件中間値 - 想定発行 (売出) 価格) / 想定発行 (売出) 価格。

【出所】 各企業の「有価証券届出書 (訂正含む)」より作成。承認取消日については、JPX ホームページより採取。

業のエンタイムフィットネスを運営する *Fitness Japan* 社では、公開価格も決まり、購入申込期間の最終日に上場をとりやめることが発表された。購入申込期間とは、引受証券会社より当該 IPO 株式の割り当てを受けられることについて連絡を受けた投資家が購入の申し込みを行う期間のことである。

同社の IPO 延期発表日の四日後の三月一七日には調達金額の払込が行われるというタイミニングであったが、IPO 延期決定日の直近一〇営業日で日経平均が終値ベースで三、九一三円下落するという市場環境の急激な変化を背景とする主幹事証券会社および発行会社の両者にとって苦渋の決断であったことをうかがわせる。

上場をとりやめた一八社のうち公開価格まで決定していたのは、*Fast Fitness Japan* 社のみであったが、仮条件まで決定していたケースは同社

を含め六社存在する。この六社の想定発行価格から仮条件における価格調整について概観しておきたい。調整一と記している列の数値についてみてみよう。調整一は、想定発行（売出）価格<sup>9)</sup>から仮条件中間値への変化率を示す数値である。

三節においても記したように想定発行（売出）価格は主幹事証券会社と発行会社の協議により決定される。仮条件の設定では、ロードショーにおいて公開会社に関する説明を受けた機関投資家等の評価が参考にされる。つまり、想定発行（売出）価格と機関投資家の評価が大きく異なるほど、調整一は大きくなることが予想される。調整一の数値については、ベルセウスプロテオミクス社以降に仮条件を決定した五企業については、マインナスの値であることを確認することができる。前述のように、平時においては、仮条件中間値は想定発行（売出）価格と同水準で決定されること

が多いことを考えると、変化率がマイナス二〇％を超える企業も四社ある等、この変化は非常に大きいと捉えることができる。

ベルセウスプロテオミクス社の上場承認日は二月一七日であり、上場延期企業の中で最も遅くに仮条件を設定したさくらさくプラス社の上場承認日は三月一八日である。この二月一七日から三月一八日における日経平均は、最初の底値（三月一九日）にいたるまでの急激な下落局面にあった。市場心理がどこまで冷え込むのかについて見当がつかない中でロードショーが実施されたことが、想定発行（売出）価格から仮条件設定において大きなマイナスの調整が行われた理由として考えることができる。<sup>100)</sup>

最後に仮条件レンジ率についても確認しておく。仮条件レンジ率は、レンジの幅の大きさを示すものであり、（仮条件上限－仮条件下限）／仮条

件中間値の計算式で求められる。上場延期を行つた一八社の仮条件レンジ率については、バリオセキユア社（六・〇六％）以外については、筆者が計算を行つた近年の仮条件レンジ率（八・三一％）<sup>101)</sup>よりも高い数値を示している。最もレンジ率が高かつたのはさくらさくプラス社の二一・七％である。このような大きな幅を有する仮条件は、Kutsuma et al. [2009] が示したマーケットが下落局面である時、アンダーライターは広いレンジを設定するという状況が、今回の非常時においては、より顕著に表れたものであると捉えることができる。

上記の仮条件を設定した六社以外の仮条件未設定の一二社については、仮条件決定日を延期した後、あるいは仮条件決定日に新規上場の延期について決定している。このタイミングにおける上場延期の決定は、IPO予定企業にとっては、市場

環境悪化の影響を織り込んだ仮条件の提案を主幹事証券会社より受け、公開価格決定に向けてスケジュールを前に進めるのか、それとも日をあらためた上場を目指すのかという難しい選択について主幹事証券会社とともに限界まで検討を重ねていたことを示唆するものであろう。

## 六、おわりに

本稿では、新型コロナウイルス感染者拡大による急激な市場環境の悪化を理由として、予定していたIPOを延期とした一八社の公開価格の価格形成について分析を行った。これら一八社は証券取引所における売買開始日に向けて、歴史的な市場環境悪化の状況下でロードショーを行うこととなり、上場日の五日前に延期決定を決めた企業や想定発行価格よりも大きくディスカウントされた

仮条件を発表した企業など、今回のショックの大きさを表すエビデンスが確認された。

仮条件を発表しなかった企業も一二社あったが、これら企業については、仮条件決定日を延期した後、あるいは仮条件決定日に新規上場のとりやめについて決定している。仮条件決定日は投資家から需要申告を受け付けるブックビルディング期間に入る直前であり、このようなタイミングで上場延期の意思決定が行われたことについては、上場の実現可能性について主幹事証券会社とIPO予定企業の間で限界までタイトな協議が行われていたことをうかがわせるものである。

五月二一日、東京証券取引所は六月二四日を売買開始日とする二社の新規上場について承認を行った（二社ともマザーズ市場への上場である）。この二社のうちの二社は、三月一八日に上場延期を決定したロコガイド社である。この二社の新規

上場については、四月六日にIPOを行った松屋  
アールアンドデイ社以来の約二カ月半ぶりとなる  
IPOとなる。また、五月二二日においては、同  
じくコロナショックによりIPOの延期を行った  
コマースOgホールディングス社のマザーズ市  
場への新規上場（上場日は六月二四日）に関する  
承認が行われた。これらの新規上場が予定通り実  
施され、無事に資金調達を完了することを願うば  
かりである。

【謝辞】本稿の作成にあたりましては、姚智華先  
生より有益なアドバイスをいただきました。ここ  
に記して感謝申し上げます。

(注)

- (1) 『日本経済新聞』二〇二〇年三月二二日付朝刊。
- (2) 世界全体の新規感染者については、グラフの最大値を一

〇〇、〇〇〇人としている。一〇〇、〇〇〇人を越えた三日間の新規感染者数は、以下のとおりである。五月一七日  
＝一〇〇、〇一二人、五月二一日＝一〇三、九八一人、五  
月二二日＝一〇〇、二八四人。

(3) 届出書が受理された日から一五日を経過した日に効力が  
発生する（金融商品取引法八条一項）。

(4) 想定発行価格を一〇〇とすると仮条件の中間値は平均的  
に九七・八程度であることが先行研究（Kutsuma et al.  
2009; 金子、二〇一九）で報告されている。

(5) 通常は価格帯で設定されるが、二〇一八年に新規公開を  
行ったソフトバンク社は仮条件の下限と上限が同じ価格で  
あった。

(6) アンダープライシングの水準に関する近年を含む時系列  
の推移については、岡村「二〇一八」、金子「二〇一九」を  
参照されたい。

(7) 日本を対象とするFan and Yamada [2018]、アメリカの  
データを用いたDunbar and Foerster [2008]においても  
マーケット・コンディションの悪化がIPOとやりやめの主  
要因であることを報告している。ヨーロッパを観察対象と  
するHalbig et al. [2019]では、ヨーロッパにおいては、  
IPOの中止に関して市場環境の影響は小さいとしてい  
る。この結果を解釈する際には、同研究ではfiling dateの

一カ月前を起点 (filing date まで) とする市場インデックスのリターンを用いており、filing date 以降の二カ月の市場の動きを捉えた Dunbar and Feerster [2008] とは変数の設定が異なることに注意する必要がある。

(8) 取引所の判断によるケースとしては、例えば、二〇一八年に東京証券取引所は、「コーポレート・ガバナンス及び内部管理体制の有効性」(有価証券上場規程第二二四条第一項第三号) について新たに確認すべき事項が生じたとして一社の新規上場に関する承認を取り消している。

(9) IPO 時の有価証券届出書において、公募株式部分については想定発行価格と記載され、売出株式部分については想定売価と記される。IPO をとりやめた十八社のうち、ウイングアーク1st社とバリオセキヤ社については、売出のみが実施されたので想定発行価格は存在しない。

(10) 公開価格の設定においては、プラスの情報とマイナスの情報に対する調整は非対称であることが先行研究で明らかになっている。このことについてシンブルに説明することを試みてみよう。例えば、仮条件の中間値が一、〇〇〇円であるとしよう。ブックビルディング (需要申告) において投資家のポジティブな声を聞くことができ、一、二〇〇円の企業価値を有するであろうと判断できる状況となった場合においても公開価格を一、一〇〇円と設定する (部分

調整)。このケースでは投資家は一〇〇円のキャピタルゲインを得ることができる。同様に仮条件の中間値が一、〇〇〇円であるとし、ブックビルディングにおいて投資家よりネガティブな声が届き、企業価値が八〇〇円と判断できるという状況を得た場合は公開価格を八〇〇円に設定することにより (完全調整)、アンダーライターは公開価格がオーバervalueとなることを回避する。IPO に関する学術研究で上記の部分調整 (partial adjustment) というアイデアでIPO株式の過小値付けについて最初に実証的に説明したのは Hanley [1993] とされる。同研究を含む IPO の学術研究については、参考文献に記している船岡 [二〇〇八] 等の論文や書物を参照されたい。

(11) 八・三二%は、二〇一八年一月から二〇二〇年四月六日までのすべてのIPO企業二〇六社の仮条件レンジ率である。金子 [二〇一九] では、仮条件レンジ率が、近年では以前に比して狭くなっていることを指摘し、この状況について「ピンポイントで公開価格を指定しているのに等しく、需要の積み上がり状況をみて最適な価格水準を探るといふブックビルディング方式本来の姿からはかけ離れている」と指摘している。

【参考文献】

- 岡村秀夫 [二〇一三]、『日本の新規公開市場』東洋経済新報社。
- 岡村秀夫 [二〇一八]、「IPOサイクルと新規公開株の『過熱』現象」『証券レビュー』第五八巻第四号、一二五—一四〇。
- 金子隆 [二〇一九]、『IPOの経済分析』東洋経済新報社。
- 忽那憲治 [二〇〇八]、『IPO市場の価格形成』中央経済社。
- 鈴木健嗣 [二〇一七]、『日本のエクイティ・ファイナンス』中央経済社。
- 船岡健太 [二〇〇七]、『新規公開時のベンチャーキャピタルの役割』中央経済社。
- 船岡健太 [二〇〇八]、『新規公開株式のプライシングにおける機関投資家の役割』『証券経済研究』第六三号、一—二七。
- 船岡健太 [二〇一〇]、『新規公開株式の公開価格決定から売買開始日までの価格変動リスクについて』『証券レビュー』第五〇巻第九号、一九—三七。
- Dunbar, C.G. and S.R. Foerster [2008], “Second Time Lucky? Withdrawn IPOs Return to the Market.” *Journal of Financial Economics* Vol. 87, No. 3, 610–635.
- Fan, P. and K. Yamada [2018], “Same Bed Different Dream: Composition of IPO Shares and Withdrawal Decisions in Weak Market Conditions.” SSRN Discussion Paper Series.
- Hanley, K. [1993], “The Underpricing of Initial Public Offerings and the Partial Adjustment Phenomenon,” *Journal of Financial Economics* Vol. 34, No. 2, 231–250.
- Helbing, P., B.M. Lucey and S.A. Vigne [2019], “The Determinants of IPO Withdrawal – Evidence from Europe,” *Journal of Corporate Finance* Vol. 56, June, 415–436.
- Kutsuna, K., J. Smith, and R. Smith [2009], “Public Information, IPO Price Formation, and Long-run Returns: Japanese Evidence.” *Journal of Finance* Vol. 64, No. 1, 505–546.
- （ふなおか・けんた・九州産業大学商学部教授  
当研究所客員研究員）