

IPO企業の公開価格形成に関わる提言（上）

鈴木健嗣

一、はじめに

東証マザーズなどのベンチャー企業向け市場に株式公開（IPO）する企業の多くは、比較的小規模で成長ステージにある。⁽¹⁾ このステージの企業にとって、資金調達の巧拙は事業の成功を左右する重要な意味を持っている。しかし、残念ながら日本のベンチャー向けIPO市場は資金調達の間として十分に機能しているとは言えない。IPO時の公開価格が市場価値に比べ過度に低い水準に

設定されているためである（過小値付け問題）。⁽²⁾ 公開価格が市場価格より五〇%低く設定されることは、IPO時の資金調達総額は半額になる。実際に、日本のベンチャー向け市場でIPOする企業の公開価格は平均的に市場価格の半額以下に設定されている。IPO後に融資を受ける際にも、自己資本が低くなるため（過小値付け問題のため）にIPO時の自己資本調達が少なくなる）、結果として調達可能な融資金額も少なくなる。成長拡大期に資金調達が十分に行われないことは、上場ゴールと揶揄される企業を数多く輩出し、上場後

に急成長企業が生まれにくい1つの要因と考えられる。

現状、ベンチャー向けIPO市場の公開価格が安すぎる状況が続いているため、個人投資家は宝くじを購入するかのようになり、IPO株に申し込む行動も散見される。IPO企業の経営者・経営陣・従業員は、長年にわたりリスクを取り、苦勞し、交渉し、もてるものすべてをベンチャー企業の価値向上に捧げ、ようやくIPOにたどり着く。IPO企業の株式価値とはその結晶（ベンチャー企業の価値）である。その株価がおいそれと半額以下に値付けされ、（ほぼリスクを取らない）投資家に販売されていることは、ベンチャー企業のエコシステムのみならず証券市場の在り方としても望ましい姿とは言えない。³⁾ベンチャー企業がIPO時に少額の資金調達を強いられ、成長が鈍化することは、社会にとっても大きな損失で

ある。本稿の目的は、日本のIPO市場の過小値付け問題の現状を概観したうえで、IPO企業の公開価格形成にかかわる提言を行うことにある。

本稿は（上）・（下）に分けて執筆されているため、（上）では主に日本のIPO時の過小値付け問題の現状について説明を行い、（下）では過小値付け問題を解消するための提言について説明していく。

二、IPO市場の初期収益率と経済的なインパクト

未公開企業の株式は市場価格が形成されていないため未公開株を購入する投資家は、プレミアムを要求する。そのため、IPO時の公開価格をある程度過小に値付けすることは正当化されている。しかし、世界的に見ても日本のIPO企業の

IPO 企業の公開価格形成に関わる提言（上）

図表 1 ブックビルディング方式導入後の初期収益率の推移
(1997年9月～2020年12月)

Year	IPO数	発行規模 (百万円)	初期収益率		市場別初期収益率(対初値)		参考(米国)
			対初値	対初日 終値	ベンチャー 向け市場	東証1部	対初値
1997	42	1,715	8.1%	8.5%	10.1%	-	14.0%
1998	86	28,279	20.8%	20.9%	23.5%	14.4%	21.9%
1999	106	5,356	111.9%	112.7%	132.4%	92.2%	71.2%
2000	203	7,148	18.5%	17.9%	20.7%	22.3%	56.3%
2001	169	4,395	44.4%	45.8%	48.6%	6.1%	14.0%
2002	124	3,591	34.6%	32.5%	37.0%	0.1%	9.1%
2003	121	5,384	52.9%	54.4%	57.9%	29.7%	11.7%
2004	175	6,774	100.9%	102.7%	110.6%	27.1%	12.3%
2005	158	5,220	134.4%	137.9%	147.8%	21.8%	10.3%
2006	188	8,087	77.0%	76.2%	97.5%	10.3%	12.1%
2007	121	5,297	49.6%	50.5%	58.4%	9.1%	14.0%
2008	49	2,792	18.3%	17.8%	25.6%	-7.8%	5.7%
2009	19	3,014	35.4%	38.2%	41.9%	31.6%	9.8%
2010	22	59,989	24.2%	18.1%	35.2%	1.5%	9.4%
2011	36	4,610	22.2%	22.6%	26.7%	0.3%	13.9%
2012	46	12,406	49.4%	51.0%	62.0%	2.1%	17.7%
2013	54	10,340	120.8%	120.7%	151.8%	24.7%	20.9%
2014	77	13,600	91.1%	96.3%	126.8%	-1.8%	15.5%
2015	92	19,454	87.5%	84.7%	105.0%	17.0%	19.2%
2016	83	10,074	71.4%	68.2%	86.5%	4.5%	14.5%
2017	90	6,425	112.4%	113.9%	140.2%	12.5%	12.9%
2018	90	34,774	104.9%	103.3%	120.3%	6.3%	18.6%
2019	86	3,778	74.8%	75.8%	86.0%	22.4%	23.5%
2020	93	3,907	129.9%	128.9%	156.9%	-8.5%	41.6%
1997-2020	2,330	9,190	71.3%	71.6%	83.9%	12.5%	27.3%
2010-2020	769	13,893	90.0%	89.7%	110.5%	7.2%	20.0%

[出所] 筆者作成

(注) 発行規模は新規公開株数と売出株数の合計値である。初期収益率は(初値-公開価格)/公開価格で求めている。ベンチャー向け市場の市場には、旧店頭市場、ジャスダック、旧ナスダックジャパン、旧大証ヘラクレス、東証マザーズが含まれている。IPO データは、J. Ritter ホームページ及びアイ・エス情報センター社 INDB Funding Eye より収集した。

公開価格は市場価格と比べて、過度に低く抑えられている。日本のIPO時の過小値付けの現状について概観し、問題の所在を確認していく。

IPO時の過小値付けの程度は、初期収益率という尺度で測られる。⁽⁴⁾ 初期収益率とは公開価格から初値（もしくは初日終値）にかけての騰落率である（ $\text{II} = (\text{初値} - \text{公開価格}) / \text{公開価格}$ ）。初期収益率が高いということは、市場の評価より公開価格が低く抑えられ、その分資金調達額が少ないことを意味する。図表1は日本でブックビルディング（BB）方式と呼ばれる公開価格設定方式導入以降の日本のIPO数、発行規模、日米の初期収益率の推移を示したものである。⁽⁵⁾ 発行規模は公開価格で発行した新規発行株及び売出株⁽⁶⁾の発行総額を意味しており、一九九七年から二〇二〇年まで平均九一・九億円、二〇一〇年から二〇二〇年まで平均で一三八・九億円である。初期収益率は対

初値に対して一九九七年から二〇二〇年にかけて平均で七一・二%であった。特に近年のベンチャー向け市場は高く二〇一〇年から二〇二〇年にかけて平均で一〇・五%である。⁽⁷⁾ この水準は同時期の米国のIPO時の初期収益率二〇・〇%と比べても五倍以上高い。⁽⁸⁾

過小値付け問題は発行企業の資金調達額に対してどれほどの影響を及ぼしているのだろうか。図表2は二〇一三年から二〇一九年にかけてベンチャー向け市場で公開した企業四五〇社の過小値付けによる想定経済損失額を示したものである。本稿では、想定経済損失額を求める際に、初値が著しく高くなる初値天井の影響を取り除くため、二〇営業日後の調整済み株価を用いて検証した。想定損失額とは発行後二〇営業日後の調整済み株価から公開価格を差し引いた値に公開株数（新規発行株＋売出株）を掛けたものである。⁽⁹⁾⁽¹⁰⁾ ベン

図表2 想定経済損失額

	ベンチャー向け市場				東証1部			
	想定経済 損失額 (百万円)	発行規模 (百万円)	株式 時価総額 (百万円)	N	想定経済 損失額 (百万円)	発行規模 (百万円)	株式 時価総額 (百万円)	N
2013	4,094	1,838	14,072	41	4,967	78,164	215,913	6
2014	1,997	2,194	14,415	55	-4,529	88,854	361,308	10
2015	1,035	2,024	11,851	72	45,831	202,760	2,229,587	8
2016	640	1,739	8,249	68	11,584	87,918	207,608	8
2017	2,081	1,716	14,398	67	3,395	38,036	114,287	11
2018	2,864	4,185	25,684	77	-61,343	396,920	917,802	7
2019	1,883	4,213	21,636	70	1,872	7,892	61,311	1
2013-2019	1,972	2,649	16,091	450	1,052	135,053	630,377	51

〔出所〕 筆者作成

〔注〕 脚注9を参照。

チャー企業向け市場でIPOした企業（IPO前の既存株主）が過小値付けによって被った想定経済損失の合計額は平均一九・七億円である。つまり、適切な価格付けが行われていれば四六・二億円調達できたところ、同じ発行株数で二六・五億円しか調達できなかったことを意味している。株式時価総額が平均一六〇億円の企業にとって、この経済損失額の規模は極めて大きいと言わざるを得ない。毎年七〇社近いベンチャー企業がこの問題に直面していることを考えると、単純計算で年一、四〇〇億円もの成長資金が失われている可能性がある。⁽¹¹⁾ さらに、想定発行価格が割安に評価されたことを不満に思う企業が、新規発行株数や売出株数を絞っていることを踏まえると、損失額はさらに膨らむ。一方で、東証一部企業では、株式時価総額に対する想定経済損失額は大きくはない。二〇一八年はむしろ市場価格より高い公開価

格で株式公開を行っていることが窺える。小規模発行企業と大規模発行企業では公開価格のデイスカウントに明らかに違いがあるといえる。

三、IPO市場の初期収益率の国際比較

日本でBB方式導入後の初期収益率の推移について米国と比較を行ったが、米国以外の国々の状況はどのような状況にあるのであろうか。フロリダ大学のJay Ritter教授の調査によると、米国以外の主要先進国の平均初期収益率は、イタリア一三・一%（四一三件、一九八五～二〇一八）、イギリス一五・八%（五、一八五件、一九五九～二〇一六）、シンガポール二五・八%（六八七件、一九七三～二〇一七）、ドイツ二一・八%（八四〇件、一九七八～二〇二〇）、フランス九・七%

（八三四件、一九八三～二〇一七）と、比較的低い水準である。一方で、主だった新興国やアジアの国々では、イラン二二・四%（二七九件、一九九一～二〇〇四）、インド八四・〇%（三、二〇二件、一九九〇～二〇二〇）、インドネシア五六・〇%（六九七件、一九九〇～二〇二〇）、オーストラリア一九・八%（二〇六九件、一九七六～二〇一八）、韓国五五・二%（二〇〇七件、一九八〇～二〇一八）、タイ四〇・〇%（六九七件、一九八七～二〇一八）、中国一七・〇%（四、一七七件、一九九〇～二〇二〇）、パキスタン二・一%（八〇件、二〇〇〇～二〇二二）、フィリピン一七・三%（二七三件、一九八七～二〇一八）、ブラジル二九・六%（三一〇件、一九七九～二〇一九）、ベトナム三三・三%（一六七件、二〇〇五～二〇一七）、香港四四・五%（二〇四二件、一九八〇～二〇一七）、マレーシア五〇・

三％（五七一件、一九八〇―二〇一八）と比較的高いことが分かる。それぞれ発行規模や時期が異なるため、日本と直接的な比較はできないもの、日本のBB方式導入以降の初期収益率が異常に高いことが窺える。

四、入札方式時のIPO時の初期収益率

公開価格決定においてBB方式が導入される以前の初期収益率はどうか¹³⁾。BB方式導入以前は入札方式と呼ばれる方式が用いられていた¹⁴⁾。入札方式は政治家や官僚に対する未公開株の贈賄事件であるリクルート事件を契機に、市場の実勢価格を反映した値付けと公平な割り当てを行う目的として導入された方式である¹⁵⁾。入札方式ではIPO株を購入したい投資家による

価格競争入札を行い、その落札加重平均価格をある程度割り引いた価格で公開価格を決定していた。図表3は入札方式期間（一九九二年から一九九七年）の日米の初期収益率を示している。この期間の日本のIPO企業数は七一四件あり、平均初期収益率は一一・四％であった。これは同時期の米国のIPO企業の平均初期収益率（一四・六％）と同水準もしくはやや低い値であった。日本における異常な初期収益率の高さはBB方式導入後に見られるようになったのは明らかである。

五、小規模発行と初値天井

日米の過小値付け問題を説明する際、実務家の方々からよく質問されるのは、日米で発行規模が違うから初期収益率に差が生じるのではないかという点である。確かに、日本のベンチャー向け市

図表3 入札方式利用時の初期収益率の推移（1992年5月～1997年10月）

Year	IPO企業数	初期収益率		参考(米国初期収益率)
		対初値	対初日終値	対初値
1992	26	10.6%	10.9%	10.3%
1993	89	13.8%	14.1%	12.7%
1994	148	11.8%	11.8%	9.6%
1995	187	12.3%	12.5%	21.4%
1996	164	14.0%	14.5%	17.2%
1997	100	3.1%	3.2%	14.0%
1992-1997	714	11.4%	11.6%	14.6%

〔出所〕 筆者作成

場でIPOする企業は米NASDAQでIPOする企業よりも発行規模が小さい。小規模発行の際には、需要が供給を上回り、過大評価する投資家たちの意向が株価に反映されやすく、初値が本来の価値より高くなるという考えがある。そうであれば過大評価された株価は徐々に修正され初値後の株価は下落するいわば「初値天井」という現象が起こると考えられる。この場合、初期収益率が高いのは公開価格が過小なのではなく初値が過大なためと言える。それでは、こうした考えが日本企業の初期収益率が高い主な理由になるのか見ていこう。

図表4は、二〇〇一年から二〇一九年にかけて日米で新規株式公開を行った企業の発行規模別の初期収益率を表している。⁶⁶⁾日本のIPO企業のうち五〇億円未満の発行企業の割合は85.6%（ $(787 + 753) / 1,800$ ）であるのに対し、米国IPOのう

図表4 規模別初期収益率の日米比較（2001～2019年のサンプル）

発行規模	日本			米国		
	IPO数	初期収益率		IPO数	初期収益率	
		平均値	中央値		平均値	中央値
10億円未満	787	105.1%	69.6%	57	26.0%	2.8%
10億円以上50億円未満	753	66.2%	38.9%	345	7.7%	1.2%
50億円以上100億円未満	100	29.0%	11.5%	656	13.0%	7.7%
100億円以上500億円未満	112	12.1%	3.0%	923	19.0%	11.7%
500億円以上1,000億円未満	18	-4.3%	-4.7%	136	12.7%	6.2%
1,000億円以上	30	15.9%	13.8%	70	11.7%	7.7%
合計	1,800	76.2%	39.2%	2,187	14.9%	7.5%

〔出所〕 金子（2020）を基に筆者作成

〔注〕 米国の発行規模は1ドル100円として換算している。

ちの同発行額企業の割合は18.3%（ $= (57 + 345) / 2,187$ ）である。日本のIPOは圧倒的に小規模発行が多いことが分かる。初期収益率を比較すると、日本IPO企業の発行規模10億円未満の初期収益率は平均で一〇五・一%と米国の同規模IPO（平均値二六・〇%）と比較すると四倍以上の差が開いている。一〇億円以上五〇億円未満の企業の比較では平均値で八倍以上の差（日本IPO平均値六六・二%、米国IPO平均値七・七%）がついている。米IPO企業の初期収益率の中央値は二・八%（一〇億円未満）と一・二%（一〇億円以上五〇億円未満）である。米国では五〇億円未満の発行の場合、公開価格が初値を下回るのは約半数程度にとどまっていることが示唆される。この結果を見る限り、日本の過小値付け問題が深刻であるのは日本が小規模発行の割合が多いからだと説明するにはやや無理がある。追

加的に、この表から読み取れることとして、一〇億円以上の大規模発行の場合、米国と比べ初期収益率は必ずしも高くないことである。五〇〇億円以上一、〇〇〇億円未満の発行の場合には、平均的に市場価格より割高な公開価格が付いている。

次に、需要量が供給量を上回り、初値が本来の価値より高くなる「初値天井」という現象が、日本の高初期収益率の主な理由となっているか見ていこう。図表5は公開価格と二〇・六〇・一二〇・二四〇営業日後の配当調整済み株価の株価収益率を発行規模別に示している（株価収益率Ⅱ（各営業日後の株価÷公開価格）／公開価格）。もし、初値に問題があり公開価格が適正な値段であるのであれば、株価は時間とともに下落し公開価格と同水準（株価収益率が〇）に近づかずである。発行規模が一〇億円未満、一〇億円以上五〇

億円未満、五〇億円以上のいずれの場合においても、公開後各々の営業日後の株価に対し公開価格は著しく低い水準となっていることが分かる。特に二〇一三年以降の一〇億円未満の株価収益率は極めて高いといえる（対二〇営業日後…一二九%、対六〇営業日後一三四%、対二四〇営業日後…一四六・八%）。

一九九七年から二〇二〇年までのデータでは、一〇億円未満のIPO企業の平均初期収益率（一〇五・一%）と各期間の平均株価収益率（対二〇営業日後…七八・六%、対六〇営業日後七九・九%、対二四〇営業日後…九四・二%）を比べると初期収益率の方が高い¹⁷⁾。これは、小規模企業の方が初値から一定期間後は平均して下落していることを意味している。初値と比べるとIPOの一定期間後の市場価格は低くなるという初値天井現象は小規模発行には多少なりともみられる（平均

図表 5 発行規模別の公開後株価と公開価格を比較した場合の株価収益率

		株価収益率			
		対20日後	対60日後	対120日後	対240日後
1997-2019年					
10億円未満	平均値	78.6%	79.9%	82.3%	94.2%
	N	965	956	952	939
10億円以上50億円未満	平均値	64.7%	69.0%	72.6%	56.1%
	N	950	937	920	903
50億円以上	平均値	27.3%	26.2%	28.2%	35.9%
	N	349	347	342	332
2013-2019年					
10億円未満	平均値	129.0%	134.0%	136.1%	146.8%
	N	227	218	214	203
10億円以上50億円未満	平均値	65.9%	73.3%	66.9%	77.6%
	N	269	256	239	222
50億円以上	平均値	24.9%	19.3%	23.5%	25.2%
	N	104	102	97	89

〔出所〕 筆者作成

（注） 株価収益率は（各営業日後の株価－公開価格）／公開価格で算出している。対象となる株価は20営業日、60営業日、120営業日、240営業日後の配当調整済み株価を用いている。

で約二五％程度¹⁰⁸⁾。しかし、各期間の株価収益率を見る限り、公開価格と比べ市場価格が圧倒的に高い。これらの結果は、指摘されるような初値天井は日本のIPO企業の過小値付けを説明できず、公開価格が異常に低く設定されていることを示唆している。

六、小規模発行と逆選択仮説

小規模発行企業は比較的株式時価総額が小さい企業に多い、そのため投資家間、投資家と企業間の情報の非対称性の問題が深刻となる可能性がある。この情報の非対称性が過小値付け問題を引き起こすという研究がある。情報の問題がIPO時の価格形成に影響を及ぼす代表的な仮説に逆選択仮説がある（Rock, 1986; Beatty and Ritter, 1986）¹⁰⁹⁾。この仮説からは、小規模発行企業につい

て投資家間の情報格差が大きいため投資家が高いリスクプレミアムを要求するため過小値付けが生じると考えることができる。IPO市場には情報優位な投資家と情報劣位な投資家が存在し、情報優位な投資家はどの銘柄が割安か割高か判断でき、情報劣位な投資家は判断できないと仮定する。情報優位な投資家は割安株のみに注文するため、情報劣位な投資家は割安株を購入できるチャンスが減り、情報劣位な投資家が購入しやすいは割高株となる。結果として、情報劣位な投資家は割高株をつかみやすいためIPO株の購入を控えるようになる。資本制約、株主数規定、公開後の流動性の確保などの点から情報劣位な投資家をIPO市場に参加させる必要がある。情報劣位な投資家を参加させるためには、情報劣位な投資家が平均的に損をしないと考えられる水準まで公開価格を引き下げる必要があるという仮説であ

る。

日本の小規模発行のIPO企業の過小値付け問題は逆選択仮説で説明できるだろうか。一般的に小規模発行の企業は、企業規模が小さく投資家間の情報格差が大きい可能性がある。しかし、図表4のとおり、同規模（情報格差の問題が同様）で日米比較をしても日本の初期収益率は過大であることが分かる。確かに米国においても10億円未満の発行した企業（五七件）の初期収益率は平均で二六・〇%と一〇〇億円以上発行する企業（二、一二九件）の平均初期収益率一七・八%と比べ約八%高い。しかし、日本の10億円未満の平均初期収益率一〇五・一%と一〇〇億円以上（二六〇件）の平均初期収益率一〇・九六%と比べて約九四%高く、逆選択仮説での説明力には限界がある。

また、投資家間の情報格差の代理変数として

は、発行規模よりも直接的な企業規模（株式時価総額）を代理変数として比較する方が妥当であろう。筆者は、一九九七年から二〇二〇年のIPO企業の時価総額をベースに五〇億円未満、五〇～一〇〇億円、一〇〇～五〇〇億円、五〇〇億円以上のサンプルに分割して平均初期収益率を比較したところ、五〇〇億円以上の平均初期収益率は六八・三％、五〇億円未満の平均初期収益率四六・七％と比べ高いことを明らかにしている²⁴⁾。また、入札方式時代の小規模発行においてもBB方式後の同発行規模の初期収益率を大きく下回る。これらの結果から、逆選択仮説で日本のBB方式以降の小規模発行企業の初期収益率が異常に高いことを説明するには無理がある。

七、公開価格への不満と発行規模

これまでの説明は小規模発行のために初期収益率が高くなるという説明を行ってきた。これに対し、因果関係が逆の考えもある。つまり、小規模発行だから公開価格が低い（初期収益率が高い）というのではなく、公開価格（想定発行価格）を割安に設定される（初期収益率が高い）から新株発行を抑える（小規模発行）という考えである。筆者によるIPO企業や関係者へのインタビューでは時折出てくる考え方である。発行企業は株価が割安か割高かについて自社の考えを持っている場合、割安価格での発行は既存株主の利益を毀損するため（既存株主から新株主へ富の移転）発行をすることは望まならぬ（Myers and Majluf, 1984）。しかし、IPOには、ベンチャーキャピ

タル（以下VC）をはじめ多くの利害関係者が存在し、株式発行を通じた資金調達以外のさまざまなメリット（例えば、社会的名声の向上に伴う取引関係の改善や優秀な人材のリクルートの促進、資金提供者や従業員などの保有する株式のロイヤリティの確保等）がある。そのため、企業は公開準備が整い次第、資金調達以外のメリットを求め、早急にIPOを行いたいと考える場合がある。結果として、想定発行価格を主幹事証券会社から割安に提示された場合には、上場基準を上回る程度に新株発行を抑え、IPOを行うというインセンティブを持つ。

また、低く想定発行価格を提示されたとした際、主幹事証券会社を変更しようとしても、日本のIPOの取引慣行では行いにくいと言える。日本ではIPO準備のフルサポートを主幹事証券会社が担い、その審査・推薦をもって取引所が上場

を承認する慣行がある。主幹事証券会社を降りることはよほどのことであり、他の証券会社は上場に適さない情報をIPO企業が隠しもっている可能性を疑い率先して引受けない。また、変更することによって審査のやり直しやIPOの延期を強いられる。この考えに当てはまる企業が多いのであれば、日本のベンチャー企業向け市場は資金調達の場としては機能していないと言わざるを得ない。

八、証券会社による利益相反インセンティブ

引受業務を行う際に証券会社は、発行企業と投資家という利益の異なる顧客を抱えている。発行企業は公開価格を高めて資金調達額を増やしたいと考え、割当先の投資家は割安株を購入したいと

考える。場合によっては、証券会社は発行企業の利益を犠牲にして投資家の利益を優先する行動をとるインセンティブを持つ。割安に設定されたIPO株を証券会社や証券会社の従業員の利益を享受するために利用することは、発行企業の利益を犠牲にした利益相反問題と言える。こうした利益相反問題は発行企業や監督官庁が証券会社の行動を把握できない場合、また発行企業が自社の株価算定能力が低く証券会社より情報劣位な状況下で生じる。

証券会社が公開価格を低く設定するインセンティブとして、単に新株の販売コストを下げるためのみならず、個人の口座数を獲得するため、投資信託など他の取引の見返り・将来の取引を促進するため、富裕顧客などの囲い込みや損失の穴埋めのため²⁴⁾、他の上場企業や新規IPO予備軍の企業のCEOや役員などから別取引を獲得するため

（スピニング）、販売員が割当てた顧客から袖の下を受け取るため、IPO株以外の売買手数料を受け取る見返りのため、などがあげられる²⁵⁾。仮に販売部門と引受部門にチャイニーズウォールが設けられていても、IPO株が割安であるという認識を顧客と共有しているのであれば、販売部門の中のみで利益相反が生じる可能性があることは想像に難くない。また、引受部門も証券会社経営における割安IPO株の利用のされ方を鑑み、忖度してIPO株を過度に保守的な価格付けを行う可能性もある。日本より初期収益率が低い米国でも、スピニングやキックバックが生じていることを示す研究や訴訟は数多く存在する（例えばLiu and Ritter, 2010; Loughran, 2005など）。日本においても、金子（二〇一九）は証券会社の抽選によらない裁量配分比率が高いほど利益相反インセンティブが高いとし、裁量配分比率が高いほど過小値付

け問題が深刻であることを明らかにした。この結果から、証券会社の利益相反仮説を支持する結果であると主張している。初期収益率が米国よりも圧倒的に高い日本においてこの問題は深刻であるにもかかわらず、監督官庁などが証券会社と割安株の割当先との関係性を監視できていないのであれば、この種の利益相反の疑念は常につきまとう。²³

一方で、投資家の利益を犠牲に発行企業の利益を優先する利益相反の可能性も考えられる。特に、多くの手数料を伴う取引が予想される大規模企業の発行時にその疑念は深まる。例えば、二〇一八年一二月に上場したソフトバンクは仮条件の範囲が無い一本値（一、五〇〇円）でBBが行われた。仮条件において価格に幅を持たせないことは日本でBB方式が導入されて以降、前代未聞の出来事である。そして、公開価格は初日終値より

も一四・五%も高い価格であった（初期収益率がマイナス、過大な値付け問題）。BBで仮条件に幅を設けず、価格についての需要情報の収集を怠ったうえで過大な値付けを行い三、〇〇〇億円以上の新規投資家の富をソフトバンクグループへ移転したことは望ましい姿とは言えない。仮条件の価格に幅を持たせれば、一、五〇〇円を下回るものがあらかじめ予想されたためにBBの仮条件に幅を持たせなかったのではないかと疑いすらもたれる。ちなみに、ソフトバンクの公開価格ベースのPERは一七倍、これに対し市場価格をベースにしたNTTドコモのPERは一四倍、KDDIのPERは一〇倍であった。こうした状況をふまえると、ソフトバンクグループの将来の取引を受け取るために（もしくは過去の取引を引受けた見返りに）、あらかじめ過大評価された価格であることを知りつつも新株を投資家に販売するとい

う、投資家の利益を犠牲にした利益相反の疑念が生じることは致し方ないだろう。このような場合には、交渉力の低い小規模発行企業の初期収益率は高くなり、交渉力の高い大規模発行企業の初期収益率は低くなる（図表4と整合的）。

九、日本のIPO市場の現状のま

とめ

ベンチャー企業の成長を加速する上で、資金調達は極めて重要な意味を持つ。公開価格の過小値付け問題は、IPO企業の資金調達額に直接影響を及ぼす。本稿は日本のIPO市場の過小値付け問題の実態について概観した。日本の過小値付け問題の特徴として分かったことは、①日本の初期収益率は国際的に見ても極めて高い水準にあること、②小規模発行企業の初期収益率は高く、大規

模発行時の初期収益率は高くなく、③入札方式時には日米で初期収益率に大きな違いはなかったものの、BB方式導入以降に日本の初期収益率は大幅に増加したこと、④初値が市場価格より高くなる初値天井では小規模発行の過小値付け問題を説明できないこと、⑤小規模発行の過小値付け問題は、投資家間の情報格差の問題（逆選択仮説）では説明できないこと、⑥公開価格に不満を持つ発行企業は過小な資金調達を強いられること、⑦証券会社による過小値付けを通じた利益相反の可能性があるが、監視・監督体制や説明責任が不明確であること。こうした現状を踏まえ、次稿では日本の過小値付け問題を緩和するために公開価格設定について提言していく。

【謝辞】

本稿の執筆にあたり、慶応大学の金子隆先生、

関西学院大学の岡村秀夫先生よりご助言いただいた。深く感謝申し上げたい。尚、本稿は文部科学研究費補助金（基盤研究（B）、研究代表者・鈴木健嗣、課題番号21H00726）を受けた成果である。

（注）

- (1) 米国でいうところのアーリーからミドルステージにあたる企業が多い。
- (2) 利害関係がさまざまに絡み合うために、公開価格の過小値付けを深刻な問題ととらえている関係者は多くはない。申し込みを行う個人投資家は公開価格が初値より低くなることで利益を得るために、むしろ過小値付けを喜ばしいものとする。投資家が愛読するメディア、場合によっては顧客へ新株を販売する証券会社も公開価格が低いことを問題視しない。ベンチャー企業の株主であるベンチャーキャピタル（VC）ですら、保有株のロックアップのため公開後一定期間経過し市場価格に落ち着いたタイミングで売却するので公開価格が低くとも直接的な損失は少ない。むしろ公開価格より初値が高くなることでロックアップが切れ
- (3) リスクをとるベンチャーキャピタルが未公開のレーターステージの企業へ投資をする際に要求する株価収益率（IRR）は年率三〇％程度であり、よりリスクの低いIPO株において一日で一〇％を超える株価収益率（初期収益率）は非常に高い水準といえる。
- (4) 日本の初期収益率の決定要因についてより詳細な説明については、例えば岡村（二〇一三）、金子（二〇一九）、忽那（二〇〇八）、鈴木（二〇一七）を参照。
- (5) 日本でBB方式導入後、すべてのIPO企業はBB方式を利用している。
- (6) 売出株にはオーバー・アロットメント・オプション部分も含んでいる。
- (7) この数値は米国の未公開企業により詐欺が横行した時期のICO（initial coin offerings）の平均初期収益率（一九・五％）よりやや高い水準である（Hsieh and Oppermann,

(8) 2021)。数年かけて準備し、多額の手数料を支払い作成した目論見書を伴った日本の IPO 企業の初期収益率は、ホワイトペーパーを伴った米国の未公開企業のコイン並みである。

(9) 日本より初期収益率がかなり低い米国でさえ、IPO 価格が市場価格より低く設定されていることを不満としてダイレクトリスティングなどの手法が用いられることがある。

(10) 発行後二〇営業日時の調整済み株価とは、規模・時価簿価比率をもとにした5:5ポートフォリオ比率を用いて調整したIPO後二〇営業日後の調整済み株価である。IPO後二〇日間の株価収益率から、市場、企業規模、パリュウ効果による影響を除くことが目的である。調整方法としては、以下のような数式を用いている。

$$BHR_{it} = \prod_{i=1}^t (1+r)$$

$$ABHR_t = BHR_t - BHR_{matching}$$

これは、企業の日次株価収益率である。年ごとに全上場企業の株式時価総額を五分割し、各時価総額グループを簿価時価比率で五分割した5:5ポートフォリオ作成し、IPO企業の属するポートフォリオを $BHR_{matching}$ として利用している。

(11) 想定経済損失額は、IPOを行う企業（≠IPOを行う既存株主）にとっての損失総額を計算することが目的である。

るため、既存株主による売出株を含んでいる。

(12) この金額は二〇二〇年の日本国内のベンチャーキャピタル投資総額に匹敵する。

(13) <https://stewarrington.umd.edu/rtrtr/ipo-data/> を参照。

(14) 入札方式時の公開価格設定、初期収益率の決定要因については岡村（二〇二三）、金子（二〇一九）、忽那（二〇〇八）を参照。

(15) 詳しくは池田・金子（二〇一五）を参照。

(16) 入札方式以前の公開価格決定方式は類似会社の株価をもとにした固定価格方式である。

(17) 図表4は金子（二〇二〇）をもとに作成している。本稿では1\$100円として日本円単位で日米比較をしている。当該期間の平均為替レートはドル一〇六・五円である（金子二〇二〇）。

(18) これらの結果は、規模（規模効果）、時価簿価比率（パリュウ株効果）を利用した5:5マッチングポートフォリオと比べても同様の結果が得られる。詳しくは筆者ホームページ、<https://sites.google.com/view/suzukikatsushi/ipo%E8%AA%BF%E6%9F%BB> を参照。

(19) 鈴木（二〇一七）は、公開価格が仮条件の上限に張り付くことで投資家の期待が高まり、初値天井の問題を深刻化させていることを明らかにしている。

