

IPO企業の公開価格形成に関わる提言（下）

鈴木健嗣

一、はじめに

新規株式公開（IPO）後の企業の急成長には、多額の資金調達には欠かせない。日本のIPO企業の十分な資金調達を阻む深刻な問題に、公開価格が市場価格より著しく低く設定される過小値付け問題がある。前稿（上）では、日本における過小値付け問題がいかに深刻なのか概観し、そしてその要因について考察した。日本の過小値付け問題の特徴として分かったことは、①日本の過小

値付け問題は国際的に見ても深刻であること、②特に小規模発行企業の過小値付け問題は深刻であること、③ブックビルディング（BB）方式導入以降の過小値付け問題は深刻であること、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投資家間の情報格差の問題（逆選択仮説）では小規模発行の過小値付け問題を説明できないこと、⑥想定発行価格に不満を持つIPO企業は過小な資金調達を強いられていること、⑦証券会社による過小値付けを通じた利益相反の疑念はあるが、監視・監

図表1 公開価格設定についての5つの提言

<p>提言1. ブックビルディング(BB)方式における仮条件について。</p> <p>公開価格をより市場価格に近付けるために、①BB期間中に需要に応じて仮条件の幅を修正できること。原則的に、公開価格は仮条件の範囲内で設定されることが望ましいが、②需要に応じて修正後の仮条件を超える水準で設定できること。③BB時の需要情報は発行企業や東京取引所と共有すること。</p>
<p>提言2. 新株の割当てについて。</p> <p>①利益相反が疑われないよう、②投資家のリテラシー向上に配慮し、③中長期保有や株価水準を適正に評価する投資家に対し割当を行うよう証券会社間で申し合わせすべき。④公開価格が市場価格を著しく下回る場合(例えば初期収益率50%)には、証券会社は新規割当先を証券等監視委員会、東京証券取引所、発行企業などと共有し、利益相反問題の検証を妨げないこと。</p>
<p>提言3. 説明責任について。</p> <p>公開価格の水準がIPO直後、1か月後、3か月後、6か月後の株価水準と比べて著しく低い場合(例えば初期収益率50%以上)には、主幹事証券会社は発行企業や東京証券取引所に対し、理由を説明すること。</p>
<p>提言4. 入札方式について。</p> <p>証券会社は入札方式が利用できる環境を整え、発行企業に十分な説明を行うこと。発行規模が小さなIPOや長期的な視点に立つ投資家等への割当てが行われないのであれば入札方式を勧めることが望ましい。</p>
<p>提言5. 公開価格のセカンドオピニオンについて。</p> <p>IPO企業に対して証券会社は優越的地位の濫用と疑われないよう配慮するべき。想定発行価格に対するセカンドオピニオンを他の証券会社などに求め、場合によっては主幹事の変更が行われる慣習があることが望ましい。</p>

〔出所〕 筆者作成

督体制や説明責任が不明確であることである。こうした現状をふまえて、本稿は過小値付け問題を緩和するために公開価格形成に関し、図表1とおり五つの提言を行う。次節以降、提言の詳細について説明していく。

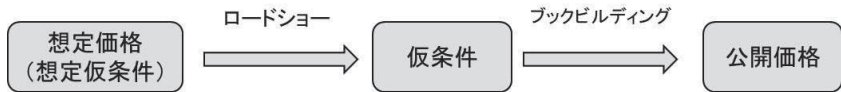
二、提言一「BB方式における仮条件について」の説明⁽¹⁾

日米ともに公開価格はBB方式によって決定されているが、日本の初期収益率⁽²⁾は米国と比べて高い⁽³⁾。日本の入札方式時代と比べBB方式時代の過小値付け問題は深刻である⁽⁴⁾。これらの結果から、日本のBB方式の公開価格設定が十分に機能していない可能性が高い。

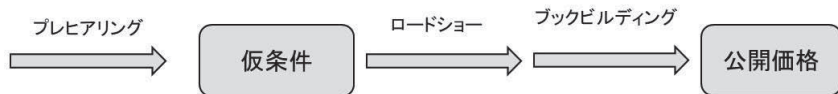
図表2は、日米のBB方式による公開価格決定までの手順を示した図である。日本のBB方式

図表2 日米のブックビルディング方式による価格付け

日本のブックビルディング方式による価格付け



米国のブックビルディング方式による価格付け



〔出所〕 筆者作成

は、はじめに有価証券届出書に記載する想定発行価格が証券会社及び発行企業の協議によって決定する。⁽⁵⁾ 想定発行価格には市場の実需の状況が反映しきれていない。市場の実需の状況を公開価格に反映させるために、投資家から需要申告を募るBBを行う。BBを行うためには、目安となる価格（仮条件）を投資家に提示することになる。想定発行価格は投資家からの評価が含まれていないため、より実態に即した目安の価格（仮条件）を設定するために、機関投資家向けのロードショー（説明会）を行う。ロードショー後、機関投資家から発行価格・需要量についての情報提供を受け、その情報をもとに仮条件が設定される。その後、仮条件の範囲内の価格で全ての投資家から需要申告を受けるBBを行い、公開価格の設定が行われる。

BB方式は、二つの評価すべき特徴を持つ価格

算定方式と言える。一つ目の特徴は、公開価格設定に実需を反映させる仕組みとして設計されている点である。もう一つの特徴は、意図的に適切な需要を申告した人（情報提供者）や公開後の市場において望ましい株主に割り当てることができることである。このような制度設計となっているものの、日本のB/B方式は、実需を無視した値決めを可能にし、公開後の市場において望ましい株主に割り当てしない仕組みになっている（割当については提言二で説明する）。

更に、ロードショー時に機関投資家から有益な情報が得られなければ、想定発行価格から仮条件の修正が行われない。機関投資家は自分が購入を希望する銘柄については精査する。しかし、機関投資家が精査した実需に関する情報をロードショー時に提供するためにはインセンティブが必要である。なぜなら、自らが保有する情報を隠

し、割安な価格を提示すれば、割安価格で新株の割当てを受けることができるためである。仮条件の範囲が修正されないことが分かっているれば、機関投資家は割安価格を申告するインセンティブをも高める。ロードショー時に割安に申告し、仮条件の上限を低く設定し、自らがその株式を購入することで利益を享受することができるためだ。機関投資家から実需に関する正しい情報（B/B時に判明する実需価格に近い株価申込）を引き出すためには、インセンティブを与える必要がある。つまり、正しい情報を提供した機関投資家に、市場価格からある程度ディスカウントされた公開株を割り当て、正しくない情報を提供した機関投資家には割当を行わないことである。⁶⁾ 最初につけた仮条件の範囲内で公開価格を決める取引慣習は、実需を正しく捉えることができないため割当を通じてインセンティブ付けを行うことは困難である。⁷⁾

日本に多い小規模発行の場合、事態はより深刻である。機関投資家は、小規模発行にははじめから興味を持っていない。⁽⁸⁾ そのためインセンティブ付け云々ではなく、興味のない企業についてコストをかけて精査することは無い。結果として、BB方式のロードショーは機能せず、想定発行価格から仮条件にかけての実需に近づく修正は望めない。発行企業に証券会社との交渉力が無い、もしくは発行企業に価格算定能力が欠如していれば証券会社の設定した想定発行価格が、仮条件となり、そのまま公開価格になる（仮条件の幅内で決まる取引慣行のため）。BBを用いていながら実需をまるで反映しない証券会社の思惑通りの公開価格に設定することが可能である。

もし仮条件が実需を反映する適切な範囲に設定されているのであれば、公開価格は仮条件の上限や下限に張り付くことなく範囲内で決まるはずで

ある。図表3は、公開価格が仮条件の上限、下限、範囲内で決定されたか否かと初期収益率との関係を示している。公開価格が仮条件の上限（下限）に張り付いた企業の割合は一九九七年以降八四％（六％）であった。二〇一〇年以降に至っては上限張付きが九二・三％、下限張付きが四・四％と実に九六・七％もの企業が仮条件の上下に張り付いている。これは実需が仮条件の範囲外に存在していることを示唆している。⁽⁹⁾ 上限に張り付いた企業の初期収益率は八三・八％（二〇一〇年以降は九七・六％）である。実需が反映されがちなと考えられる仮条件の範囲内で公開価格が決定された場合の平均初期収益率九・一％（二〇一〇年以降は一・七％）と比べて、上限に張り付いた企業の公開価格は歪んだ値付けが行われていることが分かる。仮条件の範囲内で決まった企業の初期収益率は米国の水準と近いことがわかる。そこで

図表3 仮条件と初期収益率

Year	初期収益率			IPO数		
	上限張付き	レンジ内	下限張付き	上限張付き	レンジ内	下限張付き
1997	28.9%	7.0%	0.1%	7	19	16
1998	36.5%	13.1%	1.0%	32	47	7
1999	110.6%	181.2%	-	104	2	-
2000	31.9%	4.7%	-3.7%	111	67	25
2001	55.1%	14.6%	-3.1%	131	23	15
2002	44.7%	6.2%	5.0%	92	20	12
2003	62.1%	9.7%	-7.2%	102	12	7
2004	102.1%	2.1%	-	173	2	-
2005	135.2%	8.3%	-	157	1	-
2006	79.0%	3.0%	-	183	5	-
2007	49.7%	16.0%	90.6%	114	4	3
2008	42.6%	-7.2%	-6.9%	25	4	20
2009	39.6%	-	-0.8%	17	-	2
2010	42.1%	0.9%	-5.0%	13	5	4
2011	27.5%	-3.7%	-4.0%	30	2	4
2012	62.9%	31.8%	4.6%	34	3	9
2013	123.1%	0.6%	-	53	1	-
2014	99.1%	-2.0%	-5.1%	71	2	4
2015	90.5%	-0.2%	-8.0%	89	2	1
2016	76.5%	-5.7%	-9.6%	78	2	3
2017	119.2%	-4.4%	-4.7%	85	4	1
2018	108.7%	-4.8%	-3.8%	86	1	2
2019	75.8%	-	-7.0%	85	-	1
2020	142.2%	-4.3%	0.2%	85	3	5
1997-2020	83.8%	9.1%	-0.4%	1,957	231	141
2010-2020	97.6%	1.7%	-2.1%	709	25	34

〔出所〕 筆者作成

上限張付き、下限張付き、レンジ内とは、それぞれ公開価格が仮条件の上限と等しく設定された場合、下限と等しく設定された場合、仮条件の範囲内で上限・下限と等しくなく設定された場合を意味している。

以下の通り提言する。

提言一、B B方式における仮条件について。公開価格をより市場価格に近付けるために、①B B期間中に需要に応じて仮条件の幅を修正できること。原則的に、公開価格は仮条件の範囲内で設定されることが望ましいが、②需要に応じて修正後の仮条件を超える水準で設定できること。③B B時の需要情報は発行企業や東京取引所と共有すること。

三、提言二「新株の割当てについて」の説明

リクルート事件をきっかけに、割安な未公開株の不適切な割当てを防ぎ、投資家へ公平な割当てを行う名目で入札方式が導入された。入札方式で

は公開価格設定において大きな問題は無かったものの（前稿（上）図表3を参照）、セカンダリーマーケットの構築や公開価格の設定において、特定の株主への割当てが重要な役割を果たすという海外の事例が紹介されたことを受け一九九七年に日本のIPO企業の公開価格の決定方法としてB B方式が導入された。提言一で述べたように公開価格の設定において証券会社による割当ては重要な役割を果たす。ロードショーのタイミングで市場価格についての情報（B B時に判明する実需価格に近い価格での申込）を提供した機関投資家やB B時に実需価格に近い価格で申込を行った投資家に対して、優先してある程度ディスカウントした公開株の割当てを行うことで、ロードショーやB B時に適切な情報（投資家の評価している株価・需要）に基づいた申告をするインセンティブを投資家にもたらす。適切な情報をもとにした需要申告

を行うためには、発行企業の事業やその将来性について情報収集が必要となり、投資家の投資リテラシーの向上が促される。こうした投資家の存在は、発行後のセカンダリーマーケットの価格形成をより安定的なものとする。長期的な株式保有を行う投資家も重要な役割を果たす。長期的な視野でベンチャー企業を支える投資家への割当ては、ベンチャー企業の長期的な成長を促すうえで望ましい。¹⁰⁰このような実需の情報をもたらす投資家やセカンダリーマーケットを支える投資家へ割当てることをもって、BB方式で証券会社が割当てを行うプロセスは正当化される。

その一方で、リクルート事件でも問題となったように、割安株の割当てを行う権利を握ることは利益相反問題の疑念がつきまとう。特に株式を割安に設定することを誘導することができるところ（提言一参照）には、この疑念は深まる。割安株

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指摘される。例えば、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、プライベートバンクのような富裕顧客の囲い込みや損失の穴埋めのため、上場企業や新規IPO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、などに割当てを行うことがあげられる。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。引受部門も販売部

門での IPO 株の割当てを通じた利益享受を認識した上で、会社の利益を付度し IPO 株を保守的に価格付けするのであれば、結果として IPO 企業の利益を犠牲に他の利益を追求する利益相反が生じてしまう。

二〇一三年以降、ベンチャー企業向け市場の IPO 株を公開価格で投資した場合、一日で得られる平均株価収益率は一一〇・五％である（初期収益率一一〇・五％）。公開価格が初値を下回る企業の割合は七・三％（五二八社中三九社）、平均初期収益率は一九・三％、上回る企業の平均初期収益率は一三二％である。これは、日本の IPO 株が極めて低いリスクでありながら驚異的なハイリターンであると販売員と顧客間で共有できる状況にある。個人投資家も IPO 株に対し同様の認識を持っているため、IPO 企業の情報を詳細に調べることもなく申し込む行動が散見される。こ

うした投資家は IPO 企業を理解して購入しているわけではないため、フリッピングと呼ばれる「公開価格で購入し初日に売却する」という行動につながる。フリッピングする投資家は、B 時の需要申告の際も IPO 企業の情報を詳細に調べることなく、証券会社が上限を過小に設定されていると信賴し、B 時には仮条件の上限で申告する。さらに、このような投資家への割当が増加することは、IPO 企業を精査し、長期的な視野で評価・保有する投資家の購入を妨げる。割当を受ける確率が低くなることで、IPO 企業を精査するインセンティブが減り、IPO 企業を長期的に応援しようとする投資家が減る。こうした割当ての状況は、投資家のリテラシーの向上を妨げ、有益な投資家を排除し、日本のベンチャー向け市場（発行、セカンダリーのいずれにおいても）を世界的に見ても見劣りする市場に作り上げる一つの

要因となつてゐる。¹¹⁾ 証券会社は魅力的なベンチャー向け市場を構築することが結果として証券会社の利益となることを理解したうえで、利益相反を疑われないよう努力する必要がある。

公開企業が特定の株主に対し株式を発行する第三者割当増資では市場価格と比べ一〇%を上回る程度ディスカウントした株式を割り当てる際には有利発行と呼ばれ、厳しい制約を受ける。¹²⁾ 他方、IPO株は市場価格を平均五〇%以上（初期収益率一〇〇%以上）ディスカウントした株式を証券会社の裁量で比較的自由に割り当てることができ。しかし、現状、誰に割り当てたのかブラックボックスであり、利益相反が生じているか疑念が残る。

そこで以下のように提言する。

提言二、新株の割当てについて。①利益相反問題

が疑われないよう、②投資家のリテラシー向上に配慮し、③保有期間や株価水準を適正に評価する投資家に対し割当を行うよう証券会社で申し合わせすべき。④公開価格が市場価格を著しく下回る場合（例えば初期収益率五〇%以上）には、証券会社は新規割当先を証券等監視委員会、東京証券取引所、発行企業などと共有し、利益相反問題の検証を妨げないこと。

四、提言二「説明責任について」の説明

IPO企業の経営者・経営陣・従業員は、長年にわたり寝食を忘れて働き、苦勞し、交渉し、リスクを取り、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。証券会社は優越的な地位をたてに、その株式の価値をおいそれと大幅にディスカウントして販売する、ましてや自らの利益のために大幅にディスカウントし販売することとは望ましいとは言えない。主幹事証券会社はBを通じた公開価格の決定に大きな影響力持っている。意図的ではないにせよ市場価格を大きく下回った公開価格でIPOを迎えてしまった場合、価格付けと割当てで主な役割を担う主幹事証券会社は、発行企業や監督官庁、証券取引所などになぜそのような価格付けになってしまったのか説明する責任をもってしかるべきである。こうした慣行が存在することは、安易な価格付け・割当てを防ぎ、利益相反の疑いを払しょくし、BBの非効率性の改善や過小値付け問題の緩和につながるだろう。IPO時の過小値付けが国際的に見て際立って高いことは、海外企業にとって魅力は低いIP

Oである市場とみなされる。国際化を目指す東京証券取引所にとっても望ましいとは思えない。そこで以下のように提言する。

提言三、説明責任について。公開価格の水準がIPO直後、一か月後、三か月後、六か月後の株価水準と比べ著しく低い場合（例えば初期収益率五〇%以上）には、主幹事証券会社は発行企業や東京証券取引所に対し、理由を説明すること。

五、提言四「入札方式について」 の説明

市場の評価が公開価格に反映されず、適切な割当てができないのであれば、もはやBB方式を利用する意味は無い。入札方式が企業の市場評価をより反映する価格算定方式であれば、BB方式

より入札方式を選んだ方が適切である。現状でも、入札方式は利用できることにはなっている。

しかし、日本のIPO市場では一九九七年にBB方式が導入されて以降、入札方式を利用する企業はない。証券会社はBBでの実需価格の発見機能が低いと予想されるIPO企業に対しては入札方式の利用を勧めることが望ましい。例えば、提言一でも説明した通り、小規模IPO企業の場合、ロードショーによって機関投資家から情報を得ることは困難で、仮条件の設定はうまくいかない。また、小規模IPOであれば、情報優位な機関投資家が新株購入を申し込むことは期待しにくい。現状でも、証券会社によっては個人投資家向けに一〇〇%完全抽選と銘打った配分もなされている。こうした場合、BBを行う意味は低いだろう。部分入札を行うことによって、公開価格の決定及び割当が決まった方が、投資家は割当がフェ

アに行われていると考えるかもしれない。投資家自らが適切な価格を考える投資家への割当て機会が増加すれば、リテラシー向上を鑑みても望ましい。そこで以下のように提言する。

提言四、入札方式について。証券会社は入札方式が利用できる環境を整え、発行企業に十分な説明を行うこと。発行規模が小さなIPOや長期的な視点に立つ投資家等への割当てが行われないのであれば入札方式を勧めることが望ましい。

六、提言五「IPO企業に対して証券会社は優越的地位の濫用と疑われないよう配慮するべき」の説明

日本では、主幹事証券会社はIPOの数年前か

らベンチャー企業への公開準備に携わり、ベンチャー企業にとっていわば教師的な存在といえる。東京証券取引所も主幹事証券会社による審査を信頼し、その推薦をIPO企業の上場審査の重要事項として評価している。そのため主幹事証券会社が首を縦に振らなければIPOを行うことはできない。ベンチャー企業が証券会社の提示する想定価格に疑問を持ったとしても、IPO直前に主幹事証券会社を変更することは、非常に困難である。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でIPO企業が隠しもっている可能性を疑い率先して引受ないことや、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とが考えられる。

IPO準備のフルサポート体制を主幹事証券会社が担い、その審査をもって取引所が上場を承認

する慣行がある以上、主幹事証券会社がIPO企業に対し優越的な地位を持つことは想像に難くない。結果として、発行企業は証券会社の出す想定発行価格に異議を唱えることは困難になる場合がある。特に、提言一の説明にあるように現状の日本のBB方式では、想定発行価格の設定が公開価格に直接的な影響を及ぼすため、利益相反の疑念が生じてもおかしくない。問題なのは、主幹事獲得の競争が生じるタイミングである。公開の数年前にIPOの主幹事が決定される際には熾烈な獲得競争が行われるが、想定発行価格決定時（IPO直前）には行われない。想定発行価格の設定時に、IPO企業はセカンドオピニオンを利用してきる体制があることが望ましい。例えば、共同価格推薦証券会社を設け、IPOの準備段階から情報共有を行う慣習などがあれば、主幹事証券会社が優越的な地位を利用しIPO企業の利益を犠牲

にして自らの利益を高めるインセンティブ（想定発行価格を低く見積もるインセンティブ）を下げるだろう。⁴³そこで以下のように提言する。

提言五、公開価格のセカンドオピニオンについて。IPO企業に対して証券会社は優越的地位の濫用と疑われないよう配慮するべき。想定発行価格に対するセカンドオピニオンを他の証券会社などに求め、場合によっては主幹事の変更が行われる慣習があることが望ましい。

七、さくごくに

「上場ゴール」IPO後に成長が止まりあたかも上場することが目的だったと揶揄される言葉である。多くのIPO企業は、上場後その成長が鈍化する。ベンチャー企業の事業が急拡大するには

多額の資金調達が必要である。幸い日本では東証マザーズが早いステージでIPOを行いやすい環境を整えている。しかし、残念ではあるが日本のベンチャー企業向けIPO市場は資金調達の間としては魅力的な市場ではない。公開価格が市場で評価されている価格より過小に値付けされているからである。

本稿はこうした過小値付け問題を解決するべく五つの提言を行った。五つの提言では、日本のB方式の運用（価格設定、割当）の見直し、入札方式の実質的な再導入、投資家リテラシーの向上、利益相反を疑われない仕組みづくり、競争を通じた価格付けの適正化などを述べている。健全で魅力的なベンチャー向け市場を構築することは、発行企業、投資家はもちろん証券会社、社会にとっても望ましい。現状のIPO企業の価格付けがいかに異常であるか認識し、意味のある修正

IPO 企業の公開価格形成に関わる提言（下）

が行われることが望まれる。

【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。深く感謝申し上げます。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) 鈴木（二〇一七）、金子（二〇一九）でも本稿と同様の意識のもとB方式の仮条件の問題を提示している。
- (2) 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（ $\frac{\text{初値}-\text{公開価格}}{\text{公開価格}}$ ）。初期収益率が高いことは、市場の評価より公開価格が低く抑えられることになり、その分資金調達額が少ないことを意味する。
- (3) 前稿（上）の図表1を参照。

- (4) 前稿（上）の図表1、3を参照。
- (5) 勧誘に当たらない程度で想定価格決定前にプレヒアリングを行う場合もあるが、勧誘に当たらないか否かの線引きが難しく、断念する場合も多い。
- (6) ロードショー時に機関投資家は実需以上の情報（機関投資家独自の情報）を提供する必要はない。
- (7) 実需と比べることができないため機関投資家が正しい情報を提供したか判別することができない。
- (8) 機関投資家はコストをかけて投資先を選択する。投資額が小さすぎればコストに見合った投資ができない。そのため機関投資家は小規模発行企業に興味を持ちにくい。
- (9) 宝くじのような習慣によって、個人投資家が無条件に上限の需要申告を行う習慣が出来上がっていることも大きな要因である。こうした慣習は、これまでのIPO企業の初期収益率を無条件に高く設定しつづけた（公開価格を過小に値付けし続けた）ことから生じた問題と言える。IPO市場を正常化するためには、平均的には得をするがIPO株はハイリスクハイリターンであることを前提に価格付けが行われることが重要であり、IPO株は必ず儲かるものという投資家の認識を改めていく必要がある。米国の五〇億円未満の発行の場合は初期収益率の平均値は約一〇％であるが、半数近くのIPOが公開価格は初値を割れてい

る。それでもなお、IPO株の初期収益率は高く投資家にとって魅力的な投資先として評価されている。

(10) 日本の場合、比較的規模が小さな段階でIPOをする。

IPO後はVCのような企業の成長に口を出し積極的に参加する株主が不在となる。日本のベンチャー向け市場のIPOでは、長期的な視野でIPO企業を支える株主への割当てが重要であると考えられる。

(11) 日本のIPO株のような旨みが株式投資と考える投資家が増えることは「貯蓄から投資へ」と個人投資家の金融リテラシーの向上を望む金融庁の方針とは相容れないだろう。

(12) 第三者割当増資のデイスカウント率の決定要因については鈴木(二〇一七)を参照。

(13) IPO準備からサポートを行ってきた主幹事にとってIPO直前に主幹事を降ろされることは非常に高コストといえる。価格算定時にも主幹事獲得競争があると、現主幹事証券会社は公開価格を適切に設定するインセンティブを持つようになる。

(参考文献)

金子隆(二〇一九)『IPOの経済分析』東洋経済新報社。

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。

すずき かつし・一橋大学大学院教授
当研究所客員研究員