

公開価格設定プロセスをめぐる議論

岡村 秀夫

一、はじめに

二〇二三年四月一三日、公正取引委員会はみずほ証券に対して、独占禁止法第一九条（優越的地位の濫用）の違反につながる恐れがあるとして注意（以下、注意）を行った。問題とされたのは、IPOに際しての公開価格が交渉力の強い主幹事（みずほ証券）によって一方的に低く設定されたのではないか、という点である（詳細は、公正取引委員会（二〇二三）を参照されたい）。IPO

研究を行ってきた筆者からすれば、公正取引委員会が公開価格設定プロセスを取り上げること自体、隔世の感を禁じ得ない。これまで、極めて高い初期収益率（初値－公開価格）／公開価格といった特徴的な事象は一部の研究者、実務家、投資家には知られていても、政策当局等が取り上げることが稀であった。

二〇二一年六月に閣議決定された「成長戦略実行計画」では「新規株式公開（IPO）における価格設定プロセスの見直し」が施策として挙げられた。背景として、日本のIPOでは初値が公開

価格を大幅に上回っており（四八・八％）、米国（二七・二％）、英国（一五・八％）などと比べても非常に高い水準であること、そのためにスタートアップの資金調達額が少なくなっていることが指摘されている。

成長戦略実行計画を受けて、二〇二一年九月に日本証券業協会は「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（以下、WG）」を立ち上げ、二〇二二年二月に報告書を取りまとめた。その直前、二〇二二年一月には公正取引委員会は「新規株式公開（IPO）における公開価格設定プロセス等に関する実態把握について（以下、実態把握）」報告書を公表した（前述の「注意」は「実態把握」をふまえたものと考えられる）。

ところで、一連の議論の特徴は、IPO研究の知見が随所に反映されている点である。紙面の都

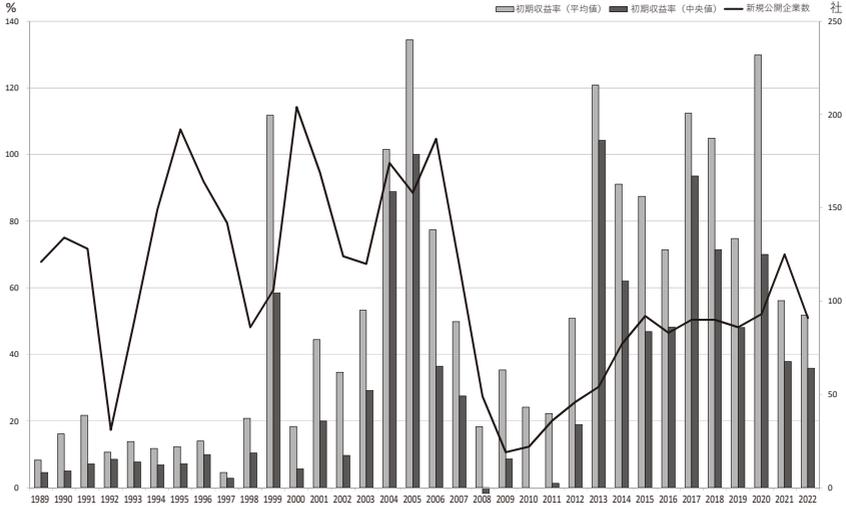
合上すべてを取り上げることができないが、以下では公開価格設定プロセスをめぐる議論と研究の接点を見ていきたい（本誌のバックナンバーに掲載されている鈴木（二〇二二a）、鈴木（二〇二二b）も参照されたい）。

二、初期収益率 — 初値と公開価格の乖離 —

数日から数週間といった短期間に高い初期収益率が得られることは、国内外を通じて観察される特徴的な事象である。図表1には、一九八九年から二〇二二年（暦年）の初期収益率と新規公開企業数の推移が示されている。初期収益率の推移をみると、一九九八年までおおむね一〇％台（平均値、中央値とも）であり、欧米と比べても高い水準ではなかった。二〇〇〇年代に入ってから

公開価格設定プロセスをめぐる議論

図表 1 初期収益率の推移



〔出所〕 日本取引所グループ、『株式公開白書』（プロネクサス）、『旬刊商事法務（臨時増刊 増
白書）』（商事法務研究会）、『NPM 株式日次リターン』（金融データソリューションズ）から
データを取得できたIPOをサンプルとして筆者作成。なお、TOKYO PRO Market は除く。

は、二〇〇八年の世界金融危機から数年間低下した以外は、初期収益率は循環的な変化を示しているが、平均値で五〇%を下回ることは少なく、一〇〇%を超える年も度々ある。なお、図表1の期間中における制度的・構造的な変化としては、一九九七年から公開価格設定にブックビルディング方式が用いられるようになったこと、一九九九年から二〇〇〇年にかけて新興企業向け市場が相次いで設立されたことが挙げられる。特に、後者に関して、上場基準が緩やかになったことで小規模な企業のIPOが増加し、特にこれらのIPOにおいて一〇〇%を超える極めて高い初期収益率が多く観察されるようになったことを指摘しておきたい（詳しくは、金子（二〇二二）を参照されたい）。

図表2 公開価格設定方式の変遷

期間	方式	概要
1989年3月まで	類似会社比準方式	主幹事証券会社が類似会社を選定し、純利益・純資産・配当の違いを考慮した上で、公開価格を決定する。
1989年4月～ 1992年3月	入札方式Ⅰ	「入札上限価格」＝「入札下限価格」×1.3 なお、入札下限価格は類似会社比準方式に近い算出方法。公開株式数の25-50%が入札に付され、非入札部分については、落札加重平均価格が公開価格となる。
1992年4月～ 同年12月	入札方式Ⅱ	入札方式Ⅰにおける入札上限価格撤廃。公開株式数の50%以上が入札に付される。入札下限価格は、入札方式Ⅰにおける入札下限価格×0.85。
1993年1月以降	入札方式Ⅲ	入札下限価格は入札方式Ⅱと同じ。落札加重平均価格を基準とし、主幹事証券会社の判断でディスカウントを行って、公開価格を決定することが可能となる。
1997年9月以降	ブックビルディング方式	想定発行価格の提示、ロードショー、仮条件の提示、ブックビルディングの実施などのプロセスを経て、主幹事証券会社が公開価格を決定する。新規公開株の配分も主幹事の裁量に委ねられる。

(注) 入札方式については、便宜上、数字を付して区別している。なお、入札方式Ⅲは1992年12月28日以降のIPOで採用されることになったが、同方式による最初の例は翌年であったため、期間欄には1993年1月以降と表記した。

〔出所〕 岡村〔2013〕第4章表4-1に基づき筆者作成。

三、公開価格設定プロセスの変遷

二〇二二年二月、日証協WGが報告書を取りまとめた。WGの検討課題の一つとして、公開価格の設定プロセスの見直しが挙げられている。問題意識としては、例えば学術研究の視点から、市場の状況やリスクプレミアムをコントロールした分析結果をふまえて、特にブックビルディング方式導入以降、公開価格が大幅に過小値付けされていたことが指摘されている。加えて、高い初期収益率は投資家の行動経済学的なバイアスを通じてさらなる高騰を煽る可能性についても注記されている(関連する研究として、例えば小倉(二〇二〇)参照)。

ところで、図表2に整理しているとおり、現行のブックビルディング方式に至るまで、公開価格

設定プロセスは幾度も変更されてきた。図表1とあわせて参照すると、入札方式が導入されていた一九九七年頃まで、初期収益率はおおむね一〇％台（平均値）であったことが分かる。ブックビルディング方式導入以降、初期収益率の水準は高くなり、年毎の変動も大きくなっている。マザーズをはじめとする新興企業向け市場の創設といった市場構造の変化に留意する必要があるものの、ブックビルディング方式導入後、初期収益率が大幅に上昇している事実を目を向ける必要があるだろう。

四、日米で異なる

「ブックビルディング方式」

金子（二〇二二）によれば、米国における初期収益率は、発行総額一〇〇〇万ドル未満のIPO

で平均値二七％、中央値三％、一〇〇〇万ドル以上五〇〇〇万ドル未満では平均値八％、中央値二％となっている。日本については、発行総額一〇億円未満では平均値一一％、中央値七二％、一〇億円以上五〇億円未満で平均値六六％、中央値三八％となっており、日米で大きな開きがある。

主幹事証券会社が公開価格決定において中心的な役割を果たす点では同じだが、日米で公開価格設定プロセスには違いがある。日本では「想定発行価格決定」↓「機関投資家向けロードショー」↓「仮条件決定」↓「ブックビルディング」↓「公開価格決定」というプロセスをとる。想定発行価格は主幹事と発行会社の協議で決定されるが、投資家の需要は特に織り込まれない。仮条件には主に機関投資家からの情報が反映される。ブックビルディングに参加するのは主として個人

投資家である。なお、また、IPOの中心的市場である東証グロース(旧マザーズ)の参加者は、主として個人投資家である。

一方、米国ではプレヒアリングに基づいて仮条件が設定され、ロードショー、ブックビルディングが行われた上で、公開価格が決定される。これら一連のプロセスにおいて、主に機関投資家の情報が反映される仕組みとなっている。

公開価格設定プロセスにおける日米の違いは、主に二点あると考えられる。一つ目は、ブックビルディングへの参加者が日本では主に個人投資家であるのに対して、米国では機関投資家であるという点である。二つ目は、ブックビルディングにおける投資家の需要が強い場合、米国では仮条件上限価格を超えて公開価格が決定されるのに対して、日本では仮条件が制約となり、それ以上(以下)の価格で公開価格が決定されることはない、

という点である。

鈴木(二〇二一b)によれば、ブックビルディング方式が導入された一九九七年から二〇二〇年までの間、仮条件上限価格で公開価格が決定されたケースは、全体の八四%にのぼっている(下限は六%)。二〇一〇年以降に至っては、仮条件上限での公開価格決定が九二・三%(下限四・四%)となっている。これらの結果は、大半のケースにおいて、仮条件が制約となってブックビルディングに参加した投資家の需要が公開価格に反映されていないことを示唆している。

金子(二〇二二)が指摘しているように、小型IPOに機関投資家あまり関心を示さないとすれば、ロードショーで新規公開株の評価・需給に関する質の高い情報を引き出すことができるかどうか疑問が生じる。ロードショーで十分な情報を獲得できない場合、主幹事が算定する想定発行価

格が仮条件を通じて公開価格に強い影響を持ち得る。従って、日本のブックビルディング方式において、主幹事の役割は米国以上に重要であるといえよう。

ところで、鈴木（二〇二一a）の試算によれば、過小値付けによる機会損失は新興企業向け市場におけるIPOで一社当たり二〇億円弱にも達している。株式の時価総額が平均一六〇億円程度の企業にとっては無視し得ない金額であろう。とりわけ、IPOを通じて成長資金を獲得しようとしている企業にとって、成長の妨げになる恐れもある。岡村（二〇二三）でも指摘しているが、IPO時に成長資金を積極的に獲得した企業は長期的に成長する可能性が高く、過小値付けはベンチャー企業の成長戦略を左右する問題にもなりかねないものである。

五、さいごに

日本のブックビルディング方式では、新規公開株に対する需要が公開価格に部分的にしか反映されないケースが大半であり、初値に対して公開価格は過小に値付けされやすくなる。特に、個人投資家が中心の東証グロース（旧マザーズ）などでは、初期収益率が高騰しやすい要因となってきた。WG報告書では、「仮条件の範囲の拡大」、「仮条件の範囲外での指値での需要申告」「仮条件の範囲外での公開価格の設定」が改善策として挙げられており、投資家需要が公開価格により反映される方向での改善が期待される。

ところで、ブックビルディング方式導入から二年以上経過するが、なぜ公開価格設定プロセスの見直しがこれまで組上に載せられてこなかった

のだろうか。高い初期収益率は、発行会社にとっては機会損失を被るものであるが、公開価格で新規公開株を入手できた投資家や引受業務を担う証券会社にとっては悪い話ではなかった。公開価格の過小値付けに関する学術研究には豊富な蓄積があるが、その中でも引受証券会社の売れ残りリスク回避や販売に関わる（直接・間接の）コスト削減といった動機が提示されている。

だが、筆者には腑に落ちない点がある。日証協WG報告書では言及はなかったが、そもそもIPO関連業務はコストに見合った十分な収益を確保できるもののだろうか。特に、日本において約半数を占める超小型IPO（金子（二〇二二）の定義・発行総額一〇億円未満）では、手数料率を八%と想定すると、八〇〇〇万円未満の引受手数料にしかない。引受手数料以外のフィーを受け取るとしても、IPOまでの約二年間、IPO

予定企業と伴走することを考慮すれば、収益性の高いビジネスとはいえないかもしれない。主幹事が公開価格の過小値付けを行う動機に関しては、IPO関連業務の収益性も含めて検討することも考えられる。

高い初期収益率の問題は、日証協WG報告書でも指摘されており、規模が大きく成長性の高いIPOを増やすことが根本的な解決を図る上で重要なポイントであろう。そのためには、ベンチャーエコシステムの形成・充実、未公開株取引市場の整備といった課題と連携してIPO市場の改善を図ることが望まれる。その際、スタートアップ、ベンチャーファイナンス、証券市場など様々な分野の学術研究の知見を総合することが必要であろう。近年の公開価格設定プロセスをめぐる議論がその契機となることを期待したい。

(参考文献)

公正取引委員会 (二〇二三) 「令和五年四月一三日」 みずほ証券株式会社に対する注意について」。

岡村秀夫 (二〇一三) 『日本の新規公開市場』、東洋経済新報社。

—— (二〇二三) 「グロース市場の活性化に不可欠なIPOでの資金調達促進」『金融財政事情』二〇二三年四月二五日号、一六―一九ページ。

小倉義明 (二〇二〇) 「国内新興市場におけるIPO株式のパフォーマンスと個人投資家のセンチメント」、JSDAキャピタルマーケットフォーラム事務局(編) 『JSDAキャピタルマーケットフォーラム (第二期) 論文集』、四五―七七ページ。

金子隆 (二〇二二) 『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。

鈴木健嗣 (二〇二一a) 「IPO企業の公開価格形成に関わる提言(上)」『証券レビュー』第六一巻第九号、四九―六八ページ。

—— (二〇二一b) 「IPO企業の公開価格形成に関わる提言(下)」『証券レビュー』第六一巻第一〇号、四一―五六ページ。

(おかむら ひでお・
関西学院大学商学部教授・
当研究所客員研究員)