

新規公開株式の売出価格決定方式を考える

福 田 徹

要 旨

証券の売出価格決定方式には多様な種類が存在する。これらは理論的に導き出されたというよりは、それぞれの証券の特性を考慮しながら取引関係者が時間をかけながら洗練させたものであるといえるだろう。新規公開株式に関するそれについても、世界各国において、時間の経過とともに変更が繰り返されてきた。ただし、この変更のパターンについては多くの国々の間で類似した傾向がある。それは、固定価格方式が主流を占める中で入札方式が導入されたものの十分に普及せず、1990年代以降のブックビルディング方式の台頭によって主役交代が起こったというものである。奇しくも我が国においても同様の軌跡をたどっている。

この理由としては、新たな売出価格決定方式として利用され始めた入札方式が十分に機能しなかったこと、引受証券会社がブックビルディング方式を選好したことなどが挙げられている。前者については、入札者数が不安定であったことや割高な価格形成が引き起こされたことを指している。これらは、投資家や発行体、引受証券会社の信頼感を失わせるものになったといえるだろう。また、後者については、ブックビルディング方式の引受手数料率がより高かったことや株式の配分に関する裁量を引受証券会社が持てることを理由にしている。ただし、これらについては、売出価格決定方式を選択する上での発行体に対する引受証券会社の強制力はほとんどないとして疑問視する意見もある。

目 次

はじめに

I. 証券の売出価格決定方式の内容

- (1) 売出価格決定方式の俯瞰
- (2) ブックビルディング方式
- (3) 固定価格方式
- (4) 入札方式（コンベンショナル方式）

(5) 入札方式（ダッチ方式）

(6) ハイブリッド方式

II. 新規公開株式の売出価格決定方式の動向

- (1) 世界各国における動向
- (2) 我が国における動向

III. ブックビルディング方式が主流となった背景

- (1) 入札方式の欠陥
- (2) 引受証券会社の選好

おわりに

はじめに

新規公開株式に対する売出価格の決定において、その企業の真の価値を十分に反映させることは大変困難である。なぜなら、新規公開を行う企業と投資家間における情報の非対称性の度合いがかなり大きいからである。また、専門家とされる引受証券会社や機関投資家にとってですら、この情報の非対称性は小さくないのかもしれない。したがって、新規公開株式の売出価格決定方式の根幹は、企業の真の価値を見出すための正確な情報の積み上げと不正確な情報の排除にあるといえるだろう。

また、理想的な売出価格決定方式を理論的に導出できないという現状も困難さを増幅させているといえる。より良い売出価格決定方式を見出すためには、実際にそれらを運用した上で評価するという帰納的なアプローチしか存在しないというのが現状なのである。ここ30年間、世界各国の新規公開株式における売出価格決定方式は何度も変更されてきており、より良いものを探し出すべく努力を続ける過程にあるのかもしれない。一方、売出価格決定方式の評価を行う方法については、運用から得られた経験的な情報のみならずゲーム理論などを援用しながら根本的な問題点を指摘できるようになりつつあるのも確かであり、より深く分析できるようになったと思われる。

本稿の目的は、新規公開株式に対する売出価格の決定方式における世界的な動向やその背景

について論じることである。そのために、冒頭で売出価格決定方式それぞれの手順について俯瞰する。ここでは、新規公開株式に用いられるものだけでなく証券に関わるものについて幅広く説明する。また、売出価格決定方式と不可分な存在である証券の配分ルールについても眺める。次に、新規公開株式に対する売出価格決定方式の世界各国における動向について論じたい。これは、かつて利用されていた売出価格決定方式がどのように変更されて現在に至っているかを提示しようとするものである。そして、一時的に導入された入札方式が廃れてブックビルディング方式が主流になっている現状に関する背景を説明する。

I. 証券の売出価格決定方式の内容

(1) 売出価格決定方式の俯瞰

証券の売出価格決定方式には様々な種類が存在する。これらは理論的に導き出されたというよりは、それぞれの証券の特性を考慮しながら取引関係者が時間をかけながら洗練させたものであるといえるだろう。主な証券の売出価格決定方式は、図表1に示されている通りである。これによると、株式や社債の入札方式についてはブックビルディング方式、国債については入札方式が主流になっていることが見て取れる。また、これらの方式を複数組み合わせたものも存在しており、本稿ではハイブリッド方式と呼ぶ。

以下では、ブックビルディング方式、固定価

図表1 証券の売出価格決定方式の主な種類

	価格付けの方法	配分の方法	利用される証券
ブックビルディング方式	投資家の購入意欲を調査した上で、発行体と引受証券会社の協議	引受業者の裁量	主要国の株式、社債
固定価格方式	発行体と引受証券会社の合意	応募数量が売出数量を上回った場合、応募数量に比例した割り当て	一部の国の株式
入札方式（コンベンショナル方式）	投資家が入札した価格	より高い価格で入札した投資家からその入札数量での順次割り当て	日本国債（除く30年超債、物価連動債）、イギリス国債（除く物価連動債）、フランス国債、ドイツ国債
入札方式（ダッチ方式）	売出数量と最も高い入札価格のものから低いそれへと順次足し上げた合計数量が売出数量と一致する時点での入札価格	同上	日本国債（30年超債、物価連動債）、アメリカ国債、イギリス国債、（物価連動債）

〔出所〕各種資料より筆者作成

格方式、各入札方式（コンベンショナル、ダッチ）に関して、それぞれの基本的な手順を眺める。具体的には、売出価格決定方式の違いを比較する上で際立った特徴となる売出価格を決定する手順や投資家への証券の配分方法に重点をおいて説明するつもりである。

（2）ブックビルディング方式

ブックビルディング方式は、その証券に対する投資家の評価に関する情報を収集した上で売出価格と配分を発行体と引受証券会社が協議して決定するものである。以下では、アメリカの株式発行において利用される標準的な手順に基づいて説明を行う。なお、アメリカにおける株式発行で利用されるブックビルディング方式は各国のその原型になっているとされている。

ブックビルディング方式で最初に行われるのは、監督当局（アメリカの場合は証券取引委員会）への登録届出書の提出である。登録届出書は発行体の監査済みの財務諸表と事業に関する

重要な情報によって構成されている。監督当局への提出は、引受証券会社に対する登録届出書についての法的な責任が発生することを意味している。そして、その直後に投資家に対する発行体の情報開示を目的とした仮目論見書が作成される。なお、仮目論見書には想定売価格帯が記載されているのが通常である。想定売価格帯は引受証券会社のアナリストによって試算¹⁾されているのが一般的とされる。

監督当局への登録が終了すると、その証券を不特定多数の投資家への募集を行うことが可能となる。したがって、次に行われるのが、その証券を購入する投資家に対するマーケティングである。つまり、その証券と発行体に関する情報を説明すると同時に投資意欲を探るという過程となる。それを目的として実施されるのがロード・ショーといわれる発行体に関する説明会である。具体的には、引受証券会社が潜在投資家の招待等のお膳立てを行った上で、発行体の経営陣が自社の説明を行うという形式で行わ

れる。また、報道機関に対する記者会見もマーケティングの手段の一つとされている。

そして、マーケティングの後に行われるのがブックビルディングである。一般的にブックビルディングは三つの段階に分けられるとされる²⁾。最初の段階となるのが、引受証券会社による当該ブックビルディングへ参加する潜在投資家の選定である。個人投資家は参加者として選ばれないのが通常である。つまり、ブックビルディングに参加するのは機関投資家だけということである。この事実により、ブックビルディングの目的がその証券に対する需要調査を行うだけでなく、十分に情報を保有しかつ分析能力のある投資家による仮目論見書に記載された想定売価格帯に対する再評価であることがわかる。さて、第二段階であるが、ブックビルディングの実施である。つまり、引受証券会社によって選定された投資家による需要申告が行われることになる。具体的には、機関投資家が購入予定の価格と数量を引受証券会社に申告するのである。価格の申告方法としては、想定売価格帯内であればいずれでも購入するというストライク・ビズ (strike bids)、価格を指定する指値注文 (limit bids) がある。また、複数の価格の異なる注文を申告する場合もあり、これ全体をステップ・ビズ (step bids) と呼ぶ。なお、需要申告が可能となる期間は8~10日とされている。この期間中であれば、申告した内容を変更したり、取り消したりすることが可能である。また、需要申告の状況次第では、想定売価格帯が変更されることもある。この場合、監督当局への報告が必要となる。最後となる第三段階は売価格の決定である。需要申告期間が終了すると、引受証券会社は投資家の申告によって形成される需要曲線を描くこ

とができる。さらには、投資家が行った申告や変更のタイミングなどの情報を利用して売価格を決定しているとされる。ただし、需要申告終了から売価格決定までの詳細な手順に関する情報はほとんど公表されていない。

売価格の決定と証券に関する投資家への配分の決定は、並行して行われるのが一般的である。また、新規公開株式の配分を行う判断は、発行体と引受証券会社の裁量によるものとされる。発行体は、公開後の経営の円滑な運営が可能となるような望ましい株主構成を実現するために新規公開株式の配分に関するインセンティブを持っている。また、それが可能となるよう発行体に対してアドバイスを行うことも引受証券会社にとっての重要な業務とされている。

新規公開株式を配分される予定の投資家は、即座に引受証券会社から購入意思の確認をされる。そして、その翌日もしくは翌々日に株式が証券取引所に公開される運びとなる。また、売価格を記載した最終目論見書が発行される。

(3) 固定価格方式

固定価格方式は、なんらかの方法で証券の売価格を決定してその後に投資家への勧誘を行うというものである。なお、新規公開株式の売価格決定方式としては、ブックビルディング方式が導入される以前は多くの国々において主流であったとされている。以下では、一般的な固定価格方式の手順を紹介したい。

固定価格方式における売価格とは、発行体と引受証券会社が協議の上で決定するというのが一般的である。また、ブックビルディング方式や入札方式で前もって決定した売価格を用いる場合もある。なお、売価格については、

基本的に制約なく自由に決めることができるとされる。そして、売出価格を仮目論見書に記載してから投資家への勧誘を実施することとなる。具体的には、仮目論見書が購入する可能性のある投資家へと配布され、引受証券会社は彼らからの応募を待つという手順である。したがって、ブックビルディング方式や入札方式とは異なり、売出価格の決定に関して投資家のその証券に対する需要は直接的に影響を及ぼさないこととなるのである。

証券の配分について、固定価格方式では発行体と引受証券会社による全くの裁量という訳では必ずしもない。多くの国々において、応募数量が売出数量を上回った場合には裁量の余地がなくなるのが一般的であるとされる。そのような場合の配分方法は、応募数量に基づく比例配分方式となるのが通常である³⁾。つまり、そもそも需給を勘案すればより高い売出価格で評価されてしかるべきであり、割安とされる証券は投資家に対して公平に配分しなければならなくなる訳である。ただし、1989年以前に採用されていた我が国の類似会社基準方式を用いた固定価格方式においては、配分に関して発行体と引受証券会社による裁量の余地が大きく、利益供与と認識される事例が存在したとされている。なお、配分決定後の手順はブックビルディング方式と同じとなる。

(4) 入札方式 (コンベンショナル方式)

コンベンショナル方式とは、その証券を落札した投資家が入札時に自ら提示した価格で購入するというものである。現在、主に国債の売出価格(利回り)を決定するために利用されている。世界的に見ると、株式の売出価格の決定に対して用いられるのはまれである。ただし、我

が国においては、1989年から採用された入札方式を構成するものであり、現時点でも実施することは制度的に可能である。実際にこの方式は、1993年から1997年の間に481銘柄の株式公開に対して利用されている。

さて、コンベンショナル方式の手順は以下の通りである。まず、投資家が希望する購入価格と数量を指定して入札を行う。なお、仮目論見書には発行体を受け入れることの出来る最低売出価格や入札可能な価格帯の記載のある場合がある。定められた日時になると入札を打ち切って、売出価格と配分を決定する。具体的には、売出数量に達するまで価格が高い順に応募した数量分の証券が落札されることとなる。なお、投資家が購入を行う価格は入札時に自らが提示したものとなる。したがって、落札者毎に異なった購入価格となる可能性が高いため、複数価格方式と呼ばれることもある。なお、上記の通りの手順で行われるため、コンベンショナル方式は売出価格や証券の配分に対して発行体と引受証券会社による裁量の入る余地が最も小さいものと評価されている。

(5) 入札方式 (ダッチ方式)

ダッチ方式⁴⁾とは、その証券を落札した投資家がある定められた価格で購入するというものである。こちらも主に国債の売出価格(利回り)を決定するために利用されている。なお、ダッチ方式を利用した株式の売出については、W.R. Hambrecht 社が最近になって OpenIPO というサービスを登場させている。これは、新規公開を目論む企業の株式を購入しようとする投資家に対してインターネットを通じて入札を促した上でダッチ方式によって売出価格や配分を決定するというものである。同社はこの方式

によるサービスを開始した1998年から2009年末までに23社の株式公開に関わっている。

さて、ダッチ方式の手順は以下の通りである。基本的には前述したコンベンショナル方式と同一であるが、売出価格の決定のみが異なっている。売出価格は最低落札価格（落札した投資家の指定した価格の中で最も低いもの）に統一されるのが一般的である。つまり、入札された注文により描かれる需要曲線と売出数量一定の供給直線によって得られる交点が売出価格になる訳である。落札者に対する売出価格が同じであるため、単一価格方式とも呼ばれる。なお、需要曲線と供給直線の交点となる価格に対して、引受証券会社がなんらかの方法で調整を加える場合もある。

(6) ハイブリッド方式

ハイブリッド方式は、これまで紹介した売出価格決定方式を複数組み合わせで行うものである。通常は、ブックビルディング方式または入札方式と固定価格方式となっている場合が多い。ブックビルディング方式または入札方式によって売出価格を決定した後、それを利用して固定価格方式で募集を行うのである。当然ながら、売り出される証券はそれぞれの売出価格決定方式で応募に参加する投資家毎に分割されている。

なお、アメリカのほとんどの新規公開株式の売出についてもブックビルディング方式と固定価格方式の部分が存在しており、厳密にはハイブリッド方式を利用しているといえるだろう。その手順は、最初にブックビルディング方式を利用して売出価格を決定する。そして、一部の売出数量について固定価格方式によって募集を行うというものである。一般的には、機関投資

家に対してブックビルディング方式を用いて売出価格を決定して配分し、個人投資家に対してその価格で固定価格方式による応募を行うというものである。このような手順となるのは、個人投資家には十分な価格評価能力がないと判断される一方で、証券を保有させたいとする発行体や引受証券会社の意向があるためとされている。

また、後で詳述するが、我が国において1989年から採用された入札方式は、コンベンショナル方式と固定価格方式を併用するハイブリッド方式といえる。コンベンショナル方式で入札を行った後、落札価格を利用して売出価格を決定した上で固定価格方式によって募集を行うという手順になっている。

II. 新規公開株式の売出価格決定方式の動向

(1) 世界各国における動向

現時点における世界各国の株式公開における価格決定方式は、ブックビルディング方式が主流になっている。ただし、これは過去からそうであった訳ではない。多くの国々において、価格決定方式は時間の経過とともに変更されているのである。そして、この変更のパターンにも類似した傾向がある。以下では、Jagannathan and Sherman [2006]に基づいて、それについて説明したい。

Jagannathan and Sherman [2006]では、世界50カ国について、当初利用されていた価格決定方式、入札方式の導入時期および衰退時期、ブックビルディング方式の導入時期および現在の主流であるかどうか、ハイブリッド方式の採用の有無についてまとめている。調査方法につ

図表2 主流となる売出価格決定方式の変遷

	固定価格方式	固定価格方式と入札方式の併用	ブックビルディング方式
現在 (割合)	12カ国 (24%)	1カ国 (2%)	37カ国 (74%)
過去* (割合)	41カ国 (91%)	2カ国 (4%)	2カ国 (4%)

*過去において利用されていた売出価格決定方式について記述があるのは45カ国である。

〔出所〕 Jagannathan and Sherman [2006] を利用して筆者作成

図表3 入札方式およびブックビルディング方式の導入時期

	1960年代	1970年代	1980年代	1990年代
入札方式* (割合)	2カ国 (10%)	0カ国 (0%)	7カ国 (35%)	11カ国 (55%)
ブックビルディング方式** (割合)	0カ国 (0%)	0カ国 (0%)	0カ国 (0%)	27カ国 (100%)

*入札方式の導入時期の記述があるのが20カ国。

**ブックビルディング方式の導入時期の記述があるのが27カ国。

〔出所〕 Jagannathan and Sherman [2006] を利用して筆者作成

いては、各国証券取引所や証券業協会へのヒアリング、論文からの情報に依拠するとしている。

その国において主流となる売出価格決定方式の動向を世界50カ国に関してまとめたものについては、図表2で示す通りである。これを眺めると、過去の時点では固定価格方式が全体の91%を占めており、当初ほとんどの国々において利用されていたことがわかる。なお、初めからブックビルディング方式を用いていたとされる2カ国はアメリカとカナダである。続いて現在の状況であるが、固定価格方式の割合が24%へと大幅に低下する一方でブックビルディング方式が74%と急増している。つまり、固定価格方式からブックビルディング方式への変更が起こっているのである。

ただし、その間に一時的に入札方式が導入されていたのも確かである。図表3は入札方式とブックビルディング方式の導入時期についてま

とめたものである。ただし、該当する情報が全て入手できている訳ではないので、合計が全調査対象の50カ国とならないことに関してはご了承願いたい。さて、図表3から見てとれるのは次の通りである。まず、入札方式であるが、1960年以降において漸次的に導入されていったことがわかる。一方、ブックビルディング方式の導入時期は1990年代に集中している。以上から、固定価格方式が主流を占める中で入札方式が導入されたものの十分に普及せず、1990年代以降のブックビルディング方式の台頭によって主役交代が起こったと見ることができよう。

続いて先進各国について、個別に株式公開における価格決定方式の動向を眺めて行く。図表4にそれをまとめてある。これによると、世界各国の動向において見られるパターンと先進各国のものもほぼ同じであることがわかるだろう。もう少し仔細に見てみよう。入札方式に関しては1980年代以前に導入した国が多い。ブッ

図表4 主要先進国における売出価格の決定方式の変遷

国名	それ以前の方式	入札方式		ブックビルディング方式		
		導入時期	衰退時期	導入時期	主流もしくは主流になりつつある？	固定価格方式との併用有？
日本	固定価格方式	1989年	1997年	1997年	○	○
オーストラリア	固定価格方式	1999年	1999年	1992年	○	○
香港	固定価格方式			1993年	○	○
カナダ	ブックビルディング方式				○	○
アメリカ	ブックビルディング方式	1999年	--		○	○
フランス	固定価格方式	1960年代	1999年？	1993年	○	○
ドイツ	固定価格方式	2回のみ実施		1995年	○	○
イタリア	固定価格方式	1980年代	1986年	1994年	○	○
オランダ	固定価格方式	1980年代	1989年	1992年	○	○
スペイン		2回のみ実施	1998年	1993年	○	○
スイス	固定価格方式	1980年代	1980年代	1995年	○	○
イギリス	固定価格方式	1960年代	1987年	1992年	○	○

〔出所〕 Jagannathan and Sherman [2006] 利用して筆者作成

クビルディング方式については、1990年代前半にほとんどの国が利用し始めている。その意味では、いずれの価格決定方式に関しても先進各国の導入時期がその他の国々よりも早かったのである。以上の事実から、株式公開における価格決定方式の選択については、先進各国で試験的に用いられた後に他の国々へと伝播するという過程が存在するということが推察される。これは、主に世界的に業務を遂行する証券会社が専門的な知識の蓄積を行った上で、他国へ適用しているからであろうと思われる。なお、当初からブックビルディング方式が主流であったアメリカは1998年にかなり遅れて入札方式を導入しているが、これは前述した W. R. Hambrecht 社によって運営される OpenIPO のことである。

ブックビルディング方式と固定価格方式を併用するハイブリッド方式については、36カ国が

採用している。主流となっていない国を含めてブックビルディング方式を利用しているのは40カ国であるから、かなり高い割合であるといえるだろう。また、図表4によると、全ての先進国において用いられているという結果になっている。前述した通りであるが、情報優位であると想定される投資家に対してブックビルディングを行って売出価格を決定し、それを利用して固定価格方式で情報劣位の投資家に対して募集を行うという手順になっているようである。

(2) 我が国における動向

我が国における新規公開企業の株式公開に関わる価格決定方式も他国と同様に見直しを繰り返してきた。具体的には、1970年に行われた引受証券会社が売出価格を決定するための評価方法である類似会社比準方式の採用、1989年の入札方式への変更、1997年からブックビルディン

グ方式の利用が可能となったことなどである。以下では、会員におけるブックビルディングのあり方等に関するワーキング・グループ[2007]を下敷きにして、それぞれの内容と見直しの経緯について説明する。

まず、1970年の類似会社比準方式の採用についてである。類似会社比準方式とは、固定価格方式を利用して公開を行う場合に用いられる売出価格を評価する方式の名称である。具体的には、公開予定会社の株価評価の基礎とするために類似会社を選定し、公開会社と類似会社との1株当たり配当金、純利益および純資産についての比率に基づき公開会社の株式売出価格を評価する方法である。そして、この評価された価格を売出価格として募集が行われることとなる。

次に類似会社比準方式を採用した経緯であるが、それまでに引受証券会社毎に独自の評価方式が利用されており、売出価格決定の手順が不透明であったことから統一的なものを採用する必要が生じたためとされている。類似会社比準方式で統一される以前、新規公開企業の売出価格の評価については、引受証券会社が国税庁の相続税財産評価方式を基本として、これに同業種の上場会社との利回り、株価収益率、財務比率等の比較による修正を加え、さらに市場性等を勘案してディスカウントを行うという方法によって評価していた。しかしながら、引受証券会社毎に独自の考え方が織り込まれていたのに加えて最終的なディスカウント率もまちまちとなっていたのである。

1989年にはこの類似会社比準方式を利用した固定価格方式が廃止され、その代わりとして入札方式が採用されている。入札方式の具体的な方法であるが、類似会社比準方式により引受証券会社が評価した価格を入札の下限価格、その

130%を上限価格としてその価格帯で公開株式数の25%から50%の範囲の株数に対して入札を行う。そして、落札された加重平均価格を売出価格として、入札の対象とならなかった残りの株式を引受証券会社が販売する方式というものである。したがって、入札方式と固定価格方式を併用しているために厳密にはハイブリッド方式の一形態と評価されるだろう。

この入札方式に変更した経緯は、新規公開株の配分が利益供与とみなされる事例が相次いだためである。⁵⁾なお、利益供与という認識は配分が恣意的に行われる一方で、売出価格から大幅に上昇した水準で初値が決定していたという事実関係に依拠していた。そして、売出価格は引受証券会社によって評価されるものであるから、それについても適正な水準となっていないのではないかとの疑問を呈されるに至ったのである。そこで、1988年の大蔵省の証券取引審議会公正取引特別部会において「株式公開制度の在り方について一問題点とその改善策—」と題された報告書が取り纏められ、売出価格の算定方式としては一般投資家の需給を反映するように価格を決定することが適当であるとされた。つまり、入札方式の導入である。また、配分方法については、全量を入札方式で行うと募集・売出しが不安定になる恐れがあるとの見方から、売出価格決定のために新規公開株の一部を入札して残りをその価格で固定価格方式によって売出しを行う方法が望ましいとされた。以上の提言に基づき、日本証券協会および全国証券取引所では、売出価格の決定方式及び公開前の公開株配分などに関する所要の規則改正を行って1989年4月から新規公開企業の株式公開に関わる価格決定方式を入札方式に変更することとなったのである。

なお、この入札方式であるが、入札の対象とならなかった残りの株式を販売する際の売出価格の決定方式の見直しを1993年8月に行っている。具体的には、入札による落札価格の加重平均価格を基準として、引受証券会社が入札状況、公開までの期間において想定されるリスク、投資家の需要見通し等を総合的に勘案した上で売出価格を決定できるようになったのである。

さて、現在の我が国において主流になっているブックビルディング方式が導入されたのは、1997年である。ただし、厳密には入札方式に置き換えられたのではなく、選択できるよう付け加えられたのである。我が国のブックビルディング方式は以下の手順で行われる。まず、機関投資家にヒアリングを行い仮条件となる価格帯を設定する。続いて、個人を含む一般の投資家に対して仮条件を提示して、ブックビルディングを行う。そして、ブックビルディングの結果を考慮して売出価格を決定するのである。配分については、ブックビルディングに参加した投資家に割り当てる部分とその対象にならずに引受証券会社が募集する部分に分けられている。したがって、これについても厳密にはブックビルディング方式と固定価格方式を併用したハイブリッド方式と評価されるだろう。

続いて、ブックビルディング方式が導入された経緯について説明したい。これは、主に入札方式によって決定された売出価格が適正ではない可能性があるという認識からである。具体的には、売出価格と比較すると公開後の株価が大幅に下落するという事例が相次いだことにある。その原因としては、実際に入札において個人投資家を中心に多くの小口の投資家が確実に落札したいというニーズから、入札参加者が適

正な価格と判断するよりも高い価格で入札せざるを得ず、企業の実態価値から遊離した水準で落札された結果として売出価格が割高になったのではないかという点が挙げられている。また、入札申込上限株式数が制限されているため、価格評価能力が高いとされる機関投資家や外国人投資家等の大口投資家の需要が結果的に排除されているという問題点も指摘されている。そこで、売出価格決定に対する引受証券会社の関与、機関投資家の参加の促進、欧米各国で大勢を占めていること、公開日程の短縮が可能になること等からブックビルディング方式を選択肢として加えることになったのである。

我が国においては、ブックビルディング方式の導入以降、全ての株式公開においてそれが採用されており、入札方式は皆無となった。ただし、ブックビルディング方式による株式公開に全く問題がないという訳ではない。その中の一つを挙げると、大幅なアンダープライシングの継続がある。アンダープライシングとは、初値が売出価格を上回るという状態を指す。1999年前後のITバブル前後は先進各国においても共通の現象であったが、現時点においても我が国では大幅なアンダープライシングとなる株式公開が多く存在しており、初値と売出価格が適正であるか疑問視されている。

Ⅲ. ブックビルディング方式が主流となった理由

(1) 入札方式の欠陥

ブックビルディング方式が主流となった理由として、入札方式自体の抱える欠陥がいくつか指摘されている。具体的には、勝者の呪いと呼ばれる問題やフリー・ライダー問題などオーク

ション理論やゲーム理論から導かれる含意に基づいたものである。それらは、いずれも株式の真の価格を評価できない入札者の存在によって引き起こされるものとされている。以下では、それぞれについて売出価格や新規公開株式市場に対する影響について説明する。

まず、勝者の呪いの意味であるが、真の価格より割高なそれで入札したからこそ落札できてしまい、その結果として損失を被るということである。コンベンショナル方式に対してこの現象が生じるのは明らかであろう。つまり、自ら入札した割高な価格で株式を購入しなければならないからである。それでは、ダッチ方式の場合はどうであろうか。これも勝者の呪いが発生する可能性があるとしてされている。なぜなら、ダッチ方式によって決定された売出価格が最低落札価格とされるにしても、それが割高でない保証はないのである。例えば、入札価格の平均値が真の価格から調査コストなどを差し引いたものであったとしても、割高に偏った価格で入札した投資家のみが落札していたのかもしれない。また、入札者が勝者の呪いの存在を知っているとすると、現実的にそれから逃れられるのは困難であるとされている。

続いて、フリー・ライダー問題について言及したい。フリー・ライダーとは必要なコストを負担せず利益だけを獲得しようとする参加者を指す。入札方式の場合に当てはめると、真の価格を評価する上で必要な調査コストなどを負担せずに、落札できそうな高めの価格⁶⁾で入札する投資家を意味する。当然ながら、コンベンショナル方式であれば自らの入札価格で購入しなければならないから、フリー・ライダー問題は存在しない。したがって、ダッチ方式固有の問題となる。なぜなら、他の投資家が調査コス

トなどを負担して入札をすれば、フリー・ライダーは真の価格近辺の落札価格で購入できるかもしれないのである。ただし、多数のフリー・ライダーが入札に参加すれば、落札価格は真のそれから乖離するであろうと推察される。彼らは高めの価格で入札するために落札価格を押し上げてしまう可能性がある。一方、フリー・ライダーでない投資家は落札しづらくなるだろう。したがって、彼らは当初費やした調査コストを回収できず、その後の新規公開株式に対して入札する意欲をなくしてしまうだろう。結果として、落札価格は割高な水準に歪むのである。

以上のように、勝者の呪いやフリー・ライダー問題は、落札価格を割高にするという傾向があるといえる。また、応札倍率が1を超えるような十分な入札がある場合、このような問題が顕著に発生すると推察される。なお、割高な売出価格によって落札者は株式公開後に損失を被ることとなるだろう。そして、次の株式公開における入札では、落札価格の形成に対する不信心から入札者が集まらなくなるかもしれない。したがって、入札方式は新規公開株式に対する入札者の人数を不安定にする効果を持つ⁷⁾と推察される。

(2) 引受証券会社の選好

引受証券会社が自らの利益のために入札方式をやめてブックビルディング方式を採用するよう、発行体に対して圧力をかけたという見方もある。なお、ブックビルディング方式の利益機会がより大きいとされる理由として二つ挙げられる。その一つは、ブックビルディング方式の引受手数料率が入札方式のそれより高いというものである。もう一つは、投資家への配分に関

する裁量度合いの違いである。つまり、ブックビルディング方式では引受証券会社の裁量が効く一方、入札方式ではそれが全く効かないのである。さらには、ブックビルディング方式の場合、売出価格の決定に関して引受証券会社が関与できる。したがって、引受証券会社は割安な売出価格を設定した上で自らの顧客に対して配分を行うことによって、有利な立場を獲得できるようになると考えられるのである。なお、Jagannathan and Sherman [2006]は、以上の見方に対する反論を行っている。

まず、引受手数料率に関するものであるが、Jagannathan and Sherman [2006]は引受証券会社にブックビルディング方式の採用を発行体に強いるだけの力があるとするにはいくつかの矛盾があるとしている。その一つとして、引受証券会社にそれだけの強制力があるとするならば、入札方式の引受手数料率をより高水準にすることも可能であるはずと述べている。また、入札方式を採用した国々の中のいくつかの方がより引受手数料率の低い固定価格方式へと回帰したという事実も矛盾の一つとして挙げている。

また、ブックビルディング方式における配分の裁量が大きいためとする見方についても、Jagannathan and Sherman [2006]は疑問を呈している。それは、この理由がいずれも配分における裁量の度合いが小さい入札方式と固定価格方式間の選択を説明することができないため、引受証券会社の行動を特定化する上での決め手にならないというものである。ただし、筆者の意見としては、ブックビルディング方式の選択という行動のみについては、配分に関する裁量の大きさが影響するという考え方には矛盾がないように思われる。

おわりに

以上のように、新規公開株式の売出価格決定方式の動向については、多くの国々において同様の流れになっていたことがわかった。つまり、当初は固定価格方式であったが、一時的に入札方式が導入された後にブックビルディング方式が利用され始めて主流になるというものである。この流れは奇しくも我が国のそれと同じである。また、入札方式が用いられなくなる理由についても、かなり類似したものであったことがわかった。確かに、入札方式は新規公開株式に対する需要に関して不特定多数を対象として評価するという観点から理想的に見える。しかしながら、現実の新規公開株式市場が完全競争市場にはほど遠いために、入札方式ではむしろ問題点が目立つという結果になったと思われる。特に不安定な応札者数が発行体や引受証券会社にとって、割高な価格形成を促進する傾向が投資家にとって入札方式に対する信頼感を失わせるものとなっただろう。したがって、アンダープライシングなどの問題があるものの、ブックビルディング方式が主流になったのである。

さて、我が国の売出価格決定方式についても、様々な紆余曲折を経てブックビルディング方式に落ち着いたという現状にある。しかしながら、アンダープライシングが先進各国と比較するとかなり高水準であると指摘されており、その一因としてブックビルディング方式が挙げられているのも確かである。なんらかの対策を講じる必要があるのかもしれない。ただし、我が国と他の先進国の新規公開株式市場における最も大きい違いは投資家の属性であろう。つ

まり、我が国では個人投資家が主体であるのに対して、他のほとんどの先進国においては機関投資家中心なのである。この要因を考慮しながら、アンダープライシングに関する問題に対処していくべきであろう。また、アンダープライシングを縮小させる対策を拙速に行ったために、新規公開株式市場の低迷がもたらされるような事態は必ず回避しなければならないと考える。

注

- 1) アナリストが株式の発行価格を試算する場合、ディスカウント・キャッシュ・フロー法 (DCF 法) や類似会社比較法を用いるのが一般的である。
- 2) Jenkinson, Tim and Ljungqvist, Alexander [2001]
- 3) Draho [2004]
- 4) Krishna [2002]の定義に基づけば、ダッチ方式ではなく単一価格方式 (Uniform-Price Auctions) とするべきであろう。Krishna [2002]では、複数の同じ商品を対象にした場合のダッチ・オークションについて、高い価格から競り下げて行き、落札した参加者が自ら提示したそれぞれの落札価格で購入する方法と定義している。ただし、本稿では証券、金融業界の慣例にしたがって、本文で説明した内容を指すものとする。
- 5) 1973年の殖産住宅相互事件や1988年のリクルート事件
- 6) Jagannathan and Sherman [2006]は、シンガポール・テレコム株式会社について、最低入札価格2シンガポール・ドルのところ100.00シンガポール・ドルで入札があったとしている。
- 7) Jenkinson and Mayer [1988]によると、1982年から1987年にイギリスで行われた民営化案件に関わる入札方式を利用した株式売出6件のうち3件が入札割れになったとしている。また、Jagannathan and Sherman [2006]では、シンガポールにおいて1993年から1994年に行われた入札方式を利用した株式売出19件に関する応札倍率が最大で14倍、最低で0.18倍、平均で3.99倍になったとしている。

参 考 文 献

上田晃三 [2010], 「オークションの理論と実際: 金融市場への応用」『金融研究』, 日本銀行金融研

究所, 1月

会員におけるブックビルディングのあり方等に関するワーキング・グループ [2007], 『会員におけるブックビルディングのあり方等について—会員におけるブックビルディングのあり方等に関するワーキング・グループ報告書—』, (財)日本証券業協会, 11月

DeGeorge, Francois, Derrien, Francois and Womack, Kent L. [2007], "Analyst Hype in Ipos: Explaining the Popularity of Bookbuilding", *The Review of Financial Studies*, Vol.20.

Draho, Jason [2004], *The IPO Decision*, Edward Elgar.

Jagannathan, Ravi and Sherman, Ann E. [2006], "Why do IPO auctions fail?", *NBER Working Paper*, no.12151.

Jenkinson, Tim and Ljungqvist, Alexander [2001], *Going Public*, Oxford University Press.

Jenkinson, Tim, Ljungqvist, Alexander, and William J. Wilhelm [2003], "Global integration in primary equity markets: The role of U.S. banks and U.S. investors", *Review of Financial Studies*, vol.16.

Jenkinson, Tim and Mayer, Colin [1988], "The Privatization Process in France and the U.K.", *European Economic Review*, vol.32.

Krishna, Vijay [2002], *Auction Theory*, Academic Press.

Sherman, Ann E. [2005], "Global trends in IPO methods: Book building versus auctions with endogenous entry", *Journal of Financial Economics*, vol.78.

(当研究所主任研究員)