

IPO Price is ‘Not Value’, just ‘Price’?

——株式新規公開と企業価値評価：手続きと事例から見た一考察——

井 上 徹

1. はじめに

新規上場直後の株価の「特徴的な動き」は広く知られており、IPOパズルと呼ばれている。本論文は、IPOパズルを新規上場企業の「適正な価値評価」という観点から再検討するものである。Stammers (2011) は以下のように述べている。

‘IPO Price Is Not Value

It is common practice to set the IPO price below the expected closing price on the first day of trading. Based on this alone it should be clear that the IPO price does not equal the value of the business; but is an estimation of what bankers expect the value to be in the market. Only after the shares have traded in a deep, liquid secondary market can value be more accurately determined.’

‘The IPO price by no means reflects the intrinsic value of the company. It is an estimation of what the market is willing to pay for a private company that now has access to additional capital and is about to trade in public markets.’

ここで言うIPO priceは、日本で言う公開価格、もしくはブックビルディング仮条件価格であるが、たしかに、それらは新規上場企業の企業価値、the intrinsic value of the companyではない。ある条件の下でつけられた一つの価格、Priceである、というのが、本論文の基本的な立場である。

まず、用語を整理しておこう。本論文では、IPOという言葉を見直し、新規上場と同義の言葉として用いる。この使い方は本来の意味からすれば正確ではない。IPO (Initial Public Offering) は、新規株式公開と訳されるが、それ自体、正確ではない。上場企業の公開された株式発行がPublic Offering、POと呼ばれることと対比すれば、未上場企業が「最初に株式を発行し不特定多数に公開すること」である。しかし、日本では、店頭市場がなくなり、公開と上場がほぼ同義となった上、東証1部、2部では義務づけられてはいないが、新規上場時には株式の発行・

増資を行うことが一般的であり、何より既にそのような意味合いで広く認知されているので、IPOを新規上場と同義の言葉として用いる。また、新規上場企業をIPO企業と呼ぶ。

IPO企業の株価については、短期的なアンダープライシング、中長期的なアンダーパフォーマンスという特徴的な動きがよく知られており、日本でも忽那(2008)、金子(2019)などの優れた研究が行われている。また、これらに関連して、IPOの制度・手続きに関する分析や、望ましい制度設計に関する議論も活発である。

アンダープライシングは、公開価格がIPO企業の取引初日の株価を下回ることを指す。特に、初値と公開価格の差の比率であるIPO初期収益率、あるいは初値乖離率が、有意に正で、しかも大きな超過リターンを示す傾向は、各国で観測されており、新規公開株のアノマリーの一つとしてよく知られている。Loughran Ritter Rydqvist (2018)によれば、1970年から2016年までの日本の初値乖離率(初期収益率)の単純平均は44.7%であり、ほぼ同時期の他のG7諸国に比べて倍以上の水準である。ただし、期間の違いはあるが、ギリシャはそれを上回る50.8%、韓国は58.8%、ベトナムは49.1%、インドは88%、中国は145.4%であり、UAEに至っては270.1%である。一方、米国、英国はともに16%台であるから、日本の初値乖離率の平均は、先進国と新興国の中間にあり、先進国の中では際立って高い、という評価が正しいであろう。この初値乖離率が先進国と新興国の中間の水準、というのは、株式市場、あるいは、IPOの成熟度を反映している、とする市場関係者もいるが、初値乖離率の水準のみならず、それに影響を与える要因の国際比較は、アンダープライシングがなぜ生じるのか、また、なぜ各国の水準に差があるのか、という問題に重要な手がかりを与えるであろう。

アンダープライシングが生じる理由については、以下のように、IPOに関わる主要な3つの主体、主幹事証券会社、IPO企業、投資家それぞれの行動に原因を求める多くの理論、仮説が提示されている(岩井 2010)。

- A : 主幹事証券を主因とするもの エージェンシー仮説 情報顕示仮説 引受リスク回避仮説 訴訟リスク回避仮説 流動性対価仮説 興行主(reputation)仮説 プロスペクト理論など
- B : IPO企業を主因とするもの Winner's Curse仮説 シグナリング仮説 アナリストカバレッジ仮説 など
- C : 投資家を主因とするもの 投資家センチメント仮説 情報カスケード仮説 など

しかし、アンダープライシングは、一つの仮説、もしくは、一つの主体の行動だけで説明しきれるものではなく、これらに各国でかなり異なる制度的要因・需給要因が組み合わさっており、国ごとに主因は異なると考えられる。日本と米国の比較で言えば、日本のIPO企業の特徴として、創業者・創業メンバーが上場後も筆頭株主、大株主であることが多く、その保有比率が、平均で米国の倍以上とも言われているほど高いことを指摘しておく。これらの創業者株主と上場時点でのVC以外の大株主は、株式を保有し続けることが多く、日本ではIPO企業の株が「品薄」であることが多いのである。

本論文の目的は、アンダープライシングが生じる理由を解明することではないが、密接な関連があるので、二点指摘しておきたい。

第一は、主幹事証券会社には、ある程度のアンダープライシングを意図して価格を設定するインセンティブがある、ということである。もし、「オーバープライシング」、すなわち、初値

が公開価格を下回ることが常態化しているなら、何が起きるであろうか。IPOのブックビルディング、あるいは入札に参加する投資家はほとんどいなくなるであろう。これは、主幹事証券会社の収益のみならずreputationを悪化させるし、IPO自体を阻害する。たしかに、金子（2019）が指摘しているように、公開価格、もしくはBB仮条件を低く設定することは、公開価格に基づいて算定される証券会社の引受手数料収入を減らす、それは、オーバープライシングとなってしまう場合に被るであろう中長期的損失のリスクを回避するためのコストと捉えることができる。それ故、主幹事証券会社が、公開価格を「初値の期待値」にするとは考えられず、必ず、「期待値」に下方バイアス、もしくはディスカウントがかかったものになるであろう。

第二に、アンダープライシングは、公開価格決定前と後の2つのフェイズに分けて考えるべきである。公開価格の決定と初値の形成の2つのフェイズと言ってもよい。

公開価格決定前、というより、上場申請前の引受契約では、金子（2019）が指摘しているように、主幹事証券会社とIPO企業の交渉力の違いが大きな意味を持つと思われる。引受契約が一種の交渉ゲームであり、交渉力の違いが結果を左右するであろうことは、スタートアップと出資するベンチャーキャピタル（以降、VC）の投資契約と同様であり、IPO企業の資金調達履歴、IPOまでの交渉ゲームの履歴とアンダープライシングの関係も重要な論点と考える。公開価格決定後は、もっぱら、投資家側の問題であるが、公開価格で割当分を買い付けた機関投資家、公開価格で買い付けた個人投資家、上場後売りに参加した投資家の少なくとも3種類の行動を考える必要がある。3節のケーススタディで見ると、日本では、新規公開株の流動性は相対的に低く、売りの主体はごく短期の利益を求める個人投資家である可能性が高い。

しかし、本論文が提起する問題は、アンダープライシングが生じる理由ではなく、アンダープライシングの意味するものは何か、であり、また、広く見られるアンダープライシングをIPO企業の「機会損失」とする考え方の是非である。後者は、IPO企業が初値で株式を売却できたとすれば初値と公開価格の差額分だけの機会損失を被っている、という考え方であるが、IPO企業が初値で売却、という仮定、もしくは仮想条件には重大な疑義がある。

IPO企業のアンダーパフォーマンスは、文字通り、IPO企業の株価、投資リターン、株価収益率などが上場後ある程度の期間が過ぎると、「初値などの上場直後の株価を基準とすると」ベンチマークとなる市場インデクスや類似企業に比べて悪化する現象を指し、こちらもIPO企業株のアノマリーとしてよく知られている。大口株主の売却が禁じられているロックアップ期間の終了前後にIPO企業の株価が下落する傾向があることも各国で確認されている。ロックアップの内容と大株主の情報、VCの持ち株数などは少なくとも期間終了前（日本では上場時）に開示されており、事前に把握されているはずであるが、むしろ、それ故に売られている可能性も指摘されている。ただし、アンダープライシングとは異なり、アンダーパフォーマンスは各国共通とは言い難い。実際、近年の米国ではむしろオーバーパフォーマンスとする報告もある。

アンダーパフォーマンスが生じる理由についても、様々な仮説・モデルが提示されている（岩井 2010）。

- A：主幹事証券を主因とするもの 公開価格割高仮説 ラダリング仮説 など
- B：IPO企業を主因とするもの マーケットタイミング仮説 利益調整仮説 ガバナンス変化仮説 など
- C：投資家を主因とするもの 投資家センチメント仮説 異なる投資家行動仮説 など

D：市場メカニズムによるもの 事業リスク変化仮説 季節的要因 ロックアップ等の需給変化 など

こちらも、これらに制度的要因が組み合わさっており、一つの仮説、一つの主体の行動で説明できるとは考えられず、各国で主因は異なっていると思われる。

アンダープライシングとアンダーパフォーマンスについて概観したところで、素朴な疑問を提示したい。

この2つを同時に考えた場合、IPO企業の「適正な株価」、あるいは「妥当な株価」は、どの価格だろうか？

公開価格も、上場半年後の株価も、初値から見て「アンダー」ならば、これら2つの関係はどのようになっており、どのような意味があるのであろうか。

アンダープライシングもアンダーパフォーマンスも、初値を基準に「アンダー」と呼称しているのであるが、「最初についた市場価格」であるとは言え、アノマリーの存在が確認されている初値を基準とする分析の意味を再考する必要があるのではないか。なぜなら、初値や上場直後の株価は、Stammers (2011) の言葉を借りれば、before the shares have traded in a deep, liquid secondary marketの株価であり、少なくともIPO企業の価値や業績を十分に反映していない、もしくは、それ以外の要因が大きいと思われるからである。

本論文が目的とするのは、アンダープライシング、アンダーパフォーマンスの解明ではない。本論文の目的は、IPO企業の企業価値評価（以降、valuation）、特に、上場時のvaluation とその方法が適正であったか、あるいは、正当化できるか、という観点から、アンダープライシングとアンダーパフォーマンスの意味を再検討することである。具体的には、

- 1) アンダープライシングにどのような意味があるのか。
- 2) アンダーパフォーマンスにどのような意味があるのか。
- 3) 上場時のvaluationが適正であったかどうか、はどのように判断されるべきか。

を問い直すことである。

本論文の構成は以下の通りである。2節では、日本のIPO・上場の手続きにおける重要なポイントとその含意について述べる。3節では、フェイスブック、メルカリ、HEROZの三者のIPOを取り上げ、2節での議論と合わせて、上記の3つの論点について論じる。4節はまとめと今後の研究課題である。

2. IPO手続きのいくつかのポイントとその含意

本節では、メルカリのIPOデータを参照しつつ、IPO・上場における制度とその含意について考察する。

IPO企業とその経営者、創業者・VC・エンジェルなどの株主・出資者にとって、本質的な意思決定は、上場前に行われる。上場の意思決定には、引受証券会社・主幹事証券会社の決定、引受条件の決定、上場申請の内容などが含まれる。また、どの市場の上場条件を満たしているか、また、どの市場に上場するか、が重要な問題である。表1は、東証1部とマザーズの上場基準であるが、注目すべき点は、マザーズでは公募または売出しの実施が条件となっている一方、

純資産額、利益または企業価値総額に関する条件はない。これらの条件の有無はジャスダック（スタンダード、グロース）でも同様であり、東証1部、2部では、逆に、純資産額などの条件があるが、公募・売出しは条件となっていない。上場市場の違いによってアンダーパフォーマンスの度合いに差があるとする実証結果は数多く報告されているが、その差は純資産や利益に関する条件のみならず、新興市場に上場する企業にとっての「意図せざる」公募・売出しが影響している可能性がある。

表1 東証1部とマザーズの上場条件

項目	【東証一部】	【マザーズ】
株主数	2,200人以上	200人以上
流通株式数	20,000単位以上	2,000単位以上
流通株式時価総額	10億円以上	5億円以上
流通株式比率	35%以上	25%以上
公募または売出し等の実施	なし	公募500単位以上
時価総額	250億円以上	10億円以上
事業継続年数	3年以上	1年以上
純資産額（連結・上場時見込み）	10億円以上	なし
利益の額（連結）または、時価総額	次のaまたはbに適合すること a) 経営利益の額が最近2年合計5億円を超えている b) 時価総額500億円以上、直前期売上高100億円以上	なし

上場申請においても、公開に伴う種々の価格、公開する株数とその内訳、企業の価値評価（デューデリジェンス）、また、公募による増資を行う場合は、その株数、資金調達額が重要な内容となる。スタートアップとVC間で行われる投資契約同様、企業価値の評価、時価総額の評価に基づき、株価と公開株数の決定が行われるが、日本の上場申請において最初に決定される価格は、想定企業価値に基づく想定公開価格と呼ばれるものである。公開に関わる価格は、

想定公開価格（想定企業価値）の算定（目論見書）

- 上場承認後、機関投資家へ株価に対する意見聴取（ロードショー）
- 公開価格の仮条件決定（訂正目論見書1）
- ブックビルディングによる公開価格の決定（目論見訂正書2）
- 引受条件に基づく引受価額の確定

という順序での決定が一般的であり（表2、3）、それぞれ目論見書、訂正目論見書で公開される。まず、これらの価格について簡単に見ておこう。

表2 メルカリのIPOデータ (一部)

決算月	期越え	業種別分類	売買単位	銘柄コード	市場
6月	なし	情報・通信業	100	4385	マザーズ
上場承認日	上場日	主幹事証券	監査法人	証券代行	直前期監査報酬
2018/5/14	2018/6/19	大和	新日本	三井住友	32
直前期監査意見	直前々期監査意見	監査パートナー変更	直前期末資本金	直前期末純資産	直前期の配当の有無
無限定適正意見	無限定適正意見	なし	6286	4416	なし
上場前発行株数	公募株数	公募株数のうち自己株式処分数	売出株数	オーバーアロットメント	オーバーアロットメント形式
117171822	18159500	0	22554800	あり	有(第三者割当増資型)
オーバーアロットメント株数	オーバーアロットメント比率(対公開数)	公開株数(売出しOA含む)	公開株数/上場前発行株数	募集株数のうち海外募集分	売出株数のうち海外売出分
2840500	7.0	43554800	37.1	16048500	7906600
想定発行価格	想定発行価格ベース時価総額(概算)	BB仮条件下限金額	BB仮条件上限金額	発行価格(公開価格)	BB結果
2450円	3315億円	2700円	3000円	3000円	上限で決定
引受価額	公開価格/引受価額スプレッド(%)	初値	初値乖離率	初値ベース時価総額(概算)	想定発行価格PER(直前期ベース)
2865円	4.5	5000円	66.6	6766億円	-78.8
想定発行価格PER:上場期予想ベース	想定発行価格PBR(直前期ベース)	VC所有株数(概算)	VC比率	潜在株式数	潜在株式比率
予想なし	75	36342781	31	24516570	17.3
ロックアップ	ロックアップ期間(月数 概算)	連結	セグメント	直前々期売上高	直前々期経常利益
あり	6	あり	あり	12256	-97
直前々期当期純利益	直前々期売上高	直前々期経常利益	直前々期当期純利益	直前々期売上高成長率	直前々期経常利益成長率
-348	22071	-2779	-4207	80	2764.9
直前期当期純利益成長率	上場期予想売上高	上場期予想経常利益	上場期予想当期純利益	上場期売上高成長率	上場期経常利益成長率
1108.9#(損失が11倍)	35800	予想なし	予想なし	62.2	予想なし
上場期当期純利益成長率	本店所在地	設立年月日	設立から上場日までの経過年数(年末満切り捨て)	承認時点の社外取締役数	承認時点社外監査役数
予想なし	東京都港区	2013/2/1	5	2	3
連結従業員数・雇用者数	単体従業員数・臨時雇用者数	単体平均年齢	単体勤務年数	単体平均年間給与	主幹事証券会社
1014, 28	652, 22	30.3	1.3	5	野村など8社

表3 (株)メルカリ上場に伴う資料等

取引所公表資料 20180514メルカリ取引所資料.pdf
上場に伴う決算情報等 20180514メルカリ業績予想(上場日).pdf
成長可能性に関する説明資料①(マザーズのみ) 20180514メルカリ成長可能性に関する説明資料.pdf
有価証券届出書(新規公開時) 20180514メルカリ届出書.pdf
訂正届出書1 20180514メルカリ訂正届出書1.pdf
訂正届出書2 20180514メルカリ訂正届出書2.pdf
特記事項 主幹事証券：大和証券株式会社及び三菱UFJモルガン・スタンレー証券株式会社の共同主幹事
特記事項 想定発行価格：想定仮条件(2,200円～2,700円)の平均価格(2,450)を使用
特記事項 上場期予想売上及び利益：戦略的な広告宣伝費の使用額により、利益水準が大きく影響を受けるため、申請期(平成30年6月期)の予想数値は、連結売上高のみ公表している。

* **想定公開価格**：想定公開価格は日本独特の価格情報であり、IPO企業の企業価値の推計値である想定時価総額と公開後(上場後)の予定株式数に基づく株価である。想定公開価格は、主幹事証券会社・引受証券会社によるvaluationに基づく価格という意味で、米国の仮条件価格に対応する。想定時価総額の推計は、いわゆるデューデリジェンスであり、いくつか方法があるが、以下の算式はその一例である。

$$\text{当期利益} \times \text{類似企業の(平均)PER} \times (1 - \text{IPOディスカウント}) = \text{想定時価総額}$$

$$\text{想定時価総額} \div \text{予定株式総数} = \text{想定公開価格}$$

メルカリの場合、直前二期の連結当期純利益は、米国での巨額投資の影響でマイナスであり、上場期の利益予想もなかった。しかし、国内事業の当期純利益は大きな赤字で、しかも成長中であったから、国内事業とその成長予想、あるいは売上高などをもとに想定時価総額が推計されたと思われる。

IPOディスカウントは、通常、20%～30%程度と言われており、当期純利益150億円、類似企業のPER20倍、IPOディスカウント率：20%、発行株数：1億株であれば、上の算式による想定時価総額は2400億円、想定公開価格は2400円となる。IPOディスカウントは、次のように説明されている。

* **IPOディスカウント**：新規公開企業は、

- ・ 財務諸表や株主構成の確認に留意が必要
- ・ 既に売買されている銘柄と比較して時系列のデータ及び株価などの情報が不足
- ・ 情報開示が十分ではない可能性（後述のフェイスブックのケースなど）

などの理由から、類似企業や同業他社と比較して想定時価総額が低く設定されることが一般的である。このディスカウントをIPOディスカウントと呼び、情報の非対称性・不透明性によるリスクを企業価値評価に反映させるものとされる。IPOディスカウントには、主幹事証券会社がリテール向けサービスとしてIPO企業株を割安な価格で重要な顧客に配分する狙いもあると言われており、金子（2019）はその検証を行っているが、国際比較を含めたさらなる検証が必要である。

仮に、IPOディスカウント前の企業価値評価が「時価総額の期待値」となっているならば、想定公開価格はそこからディスカウントされた価格であり、IPO企業や既存の株主は、この時点でディスカウントされた価格、価値評価を受け入れる意思決定をしていることになる。

* **ブックビルディング仮条件価格**といわゆるロードショー：ブックビルディング仮条件価格とは、ブックビルディング（以降、BB）において申し込める価格の範囲であり、メルカリの場合は表2にあるように2700円から3000円であった。仮条件は、通常、上場承認後、約2週間で公表され、その後、BBの受付が開始される。また、その日程は、上場承認時に公表される目論見書の募集条件に記載される。

仮条件は、上に示したように、上場承認後、機関投資家等の株価や需要に関する意見を聴取した上で決定される。企業側が30~40の機関投資家に対して、事業内容、成長見込み、上場後の事業計画等についてプレゼンテーションを行い（いわゆるロードショー）、機関投資家は、プレゼンの内容や想定公開価格などを考慮して、公開価格・上場後の株価に対する意見や株式の購入意思、需要見通しなどを述べる。

想定公開価格と機関投資家の意見などを総合して仮条件を決定するのは主幹事証券会社である。なお、上場する企業や株主に対して仮条件価格や設定理由などの説明は行われるが、日本では、企業側から交渉を行いうる余地はほぼない、と言われている。提示された仮条件で、目標とする資金調達ができない等、IPOの目的が達成できない場合は、上場の延期・取消という判断も行われる。なお、米国の仮条件価格には、機関投資家等の私的情報は反映されない。

ここで重要なことは、BB仮条件価格が、機関投資家の価格・需要に関する見通しや購入意欲を加味して決められる、すなわち、需給の見通しを加味して決められることである。それ故、この仮条件と上場承認時に公表されている想定公開価格の関係が、個人投資家などから「上場後の需給や価格のシグナル」と受け取られているのは当然のことである。すなわち、仮条件の下限が想定公開価格を大きく上回っていれば、主幹事証券会社は非常に強気な価格設定をしたことになり、その背後には、機関投資家の旺盛な需要がある、という推測、もしくは憶測がなされるからである。高めの仮条件、あるいは、公開価格と想定公開価格のスプレッドと初値乖離率に正の相関が観察されることがあるのは、このような推測に基づく需要があるからであろう。

* **引受価額**：引受価額は、株式等の募集や売出しにおいて、引受証券会社が発行者または売出人から株式等を買取りする1株当たりの金額である。一般に、引受証券会社は引受価額で株式等を買取り、引受価額とは異なる価額（発行価格・売出価格）で募集や売出しを行うので、

発行価格・売出価格と引受価額との差額（以降、スプレッド）は引受側の収入となる。これは、企業側に支払われる金額でもあり、「上場初日の株価－公開価格」を企業側の機会損失と捉えることは正確ではなく、仮に機会損失と捉えるとしても「上場初日の株価－引受価額」とすべきである。メルカリの場合、引受価額は2865円、公開価格は3000円、仮条件下限は2700円であった。引受価額の確定は公開価格決定後であるが、通常は、上場申請前、引受証券会社・主幹事証券会社との契約の際に引受条件、例えば、公開価格と引受価額のスプレッド、もしくはスプレッド率などが決定される。なお、米国でのスプレッドは、ほぼ7%から8%である。日本では、主幹事証券会社、案件によって異なるが、8%であることが多く、10%以上のケースも散見される。メルカリのスプレッド4.5%はかなり低く、これがメルカリの交渉力によるものなのか、主幹事証券会社の強気の見通しによるものなのかは、興味深いポイントであり、スプレッドと初値乖離率の関係も、今後、分析・検証する必要がある。なお、BB方式導入以前の入札方式時代は3.1%であり、このスプレッドの低さがBB方式への移行の一因となっていたと言われている。

*** オーバーアロットメント：**オーバーアロットメントは「冷やし玉」とも呼ばれ、IPOやPOなど募集又は売出しを行う際、機関投資家へのロードショー等の結果から予測される需要動向を踏まえ、投資家の需要が予定数量を超えると思われる場合に、予想される需要の過熱を避けるために行う追加売出し措置である。具体的には、主幹事証券会社が発行会社の大株主等から一時的に大株主等の保有する株式を借り、予定数量に加えて、予定数量の15%を上限に、同一条件で追加的に売出しを行う。日本国内で行われる募集又は売出しについては、2002年1月からオーバーアロットメントが認められるようになった。

オーバーアロットメントを行う場合、主幹事証券会社は、借りた株式を返還するため、発行会社または株式を借りた大株主等から、引受価額と同一の条件で追加的に株式を取得する権利（オプション）を付与されることがあり、このオプションはグリーンシューオプション、オーバーアロットメントオプションと呼ばれる。オプションであるから、市場価格が権利行使価格を下回った場合、権利行使は行わず、シンジケートカバー取引と呼ばれる一定のルールに沿った市場での買付を行い、株式を返還する。市場価格が権利行使価格を上回った場合、主幹事証券会社は、必要な株式数＝追加的に販売した株式数－自己の安定操作取引などで取得した株式数、に関してグリーンシューオプションを行使して株式を返還する。その形態としては、発行会社の第三者割当増資を引受けて新株を取得し大株主等に株式を返済、株式を借りた大株主等からその株式を追加購入することによる弁済、などの方法がある。メルカリの場合は、表2にあるように第三者割当増資引受の形態であった。

オーバーアロットメントによって、主幹事証券会社は引受株数を増やすことができ、発行企業側も追加的な資金調達を行うことができるため、多くのIPOで行われている。また、オーバーアロットメントは売出し株式数が増えるのであるから、単純な需給で考えれば株価にはネガティブなはずであるが、こちらも需給逼迫のシグナルと捉えられ、初値と乖離率と正の相関を示すことがある。

*** ロックアップ：**ロックアップとは、新規公開時に、公開前時点での大株主（創業社長、会社役員、VC、大口のエンジェルなど）が、公開後の一定期間、株式市場で持株を売却することを禁ずる（Lock up）制度であり、公開前（上場申請前）に契約を交わす。期間は180日（約6ヶ

月)であることが多い。これは、上場直後(公開直後)に流通量が少ない新規公開株が大量に売却されれば株価が大幅に下落する可能性が高いからであり、それを防ぐことを目的としている。その内容は当然目論見書に記載される。

逆に言えば、VCの保有株式売却はロックアップ期間終了後ということであり、ロックアップ期間終了時期が近づけば、株価は弱含むことが自然であり、アンダーパフォーマンスとも関係している可能性がある。

以上、IPO・上場におけるいくつかの重要な制度について見てきたが、以下の点を強調しておきたい。

- 1) 公開価格は、少なくとも、新規株式公開企業の公開前の価値評価そのものではなく、想定公開価格に需給の見通しや機関投資家の購買意欲などを反映したBB仮条件価格の範囲で決まる。
- 2) 想定公開価格は、通常、IPOディスカウントされたものである。
- 3) IPO企業に支払われるのは、引受価額であり、引受価額は公開価格より低い。
- 4) 引受条件は、通常、上場申請時に決定されている。
- 5) 上場直後の相場を安定させることを意図して、オーバーアロットメントのような相場の加熱を防ぐ目的の措置と、ロックアップのような値崩れを防ぐ措置が併存しているが、このことは上場直後の株価が需給要因で大きく変動することを示唆している。
- 6) ロックアップ期間終了前後には、需給が緩むことが予想される。

3. ケーススタディとその含意

本節では、フェイスブック、メルカリ、HEROZの3つのケースを取り上げ、前節で提示したポイントと推論を踏まえた考察を行う。フェイスブックを取り上げるのは、GAFAsの一角であることもあるが、上場前後にこれまで議論してきた内容に関連する興味深い出来事がいくつかあったからである。

3.1 フェイスブックの上場とアンダープライシング、アンダーパフォーマンス

フェイスブック(以下、FB)は、2012年5月18日、NASDAQに上場したが、直前に、公開価格の仮条件を28ドル~35ドルから34ドル~38ドルに引き上げ、しかも、売出し株数を増やした。しかし、以下の記事にあるように、公開価格は上限の38ドルであった。

「Facebookが発表したプレスリリースによれば、明日(米国時間5/18)、Facebookの株式は1株当たり38ドルで取引が開始される。これにより、同社の時価総額は1041億2000万ドルとなる。明日の上場でFacebookおよび初期投資家は160億ドル以上を手にするようになる。

1040億ドルの時価総額というのは、現在、上場の可能性がある他のあらゆるテクノロジー企業より飛び抜けて高い。またこの時価総額は、過去数ヶ月、未公開株式の市場で取引されていた評価額とぴったり一致する。Googleが2004年に、ユニークな逆オークション方式で株式を公開したときの時価総額は230億ドルだった。明日以降、Facebookは時価総額で現在のGoogleのほぼ半分の価値があることになる。

明日の株式売却の代金はFacebook社とピーター・ティール、DST、アクセル・パートナーズなどの初期の大口投資家にそれぞれの売却株数に応じて入る。今回、Facebook自身は1億8000万株しか売却しないのに対し、他の株主は合計2億4123万3615株を売却する。Facebookは上場を引き受けた投資銀行に対し、合計6318万5042株をさらに売却できる30日のオプションを与えている。38ドルで24億ドルになる計算だが、明日の取引開始と同時にFacebookの株価は売り出し価格を上回って急騰することは確かだ。」(TechCrunch 記事 <https://jp.techcrunch.com/2012/05/18/20120517facebook-confirms-IPO-share-price/> より)

この38ドルで評価してもPERは100倍以上であったが、上場後、株価はすぐに下落した。(表4)

表4 フェイスブックの上場直後の株価

日付	始値		高値	安値	終値	出来高	調整後終値*
2012年5月18日	42.05		45	38	38.23	580,587,742	38.23
2012年5月21日	36.53		36.66	33	34.03	168,309,831	34.03
2012年5月22日	32.61		33.59	30.94	31	102,053,826	31
2012年5月23日	31.37		32.5	31.36	32	73,721,135	32
2012年5月24日	32.95		33.21	31.77	33.03	50,275,879	33.03
2012年5月25日	32.9		32.95	31.11	31.91	37,189,630	31.91
2012年5月29日	31.48		31.69	28.65	28.84	78,060,799	28.84
2012年5月30日	28.7		29.55	27.86	28.19	57,267,867	28.19
2012年5月31日	28.55		29.67	26.83	29.6	111,639,200	29.6
2012年6月1日	28.89		29.15	27.39	27.72	41,855,500	27.72
2012年6月4日	27.2		27.65	26.44	26.9	35,230,290	26.9
2012年6月5日	26.7		27.76	25.75	25.87	42,473,262	25.87

この下落は、上場直後にナスダックのシステム障害があり、その後、上場前の情報開示に問題があった可能性が指摘され、SEC(米国証券取引委員会)が調査に乗り出したことが影響したものと考えられている。2012年8月には20ドル割れ、秋には17ドル台まで下落しており、公開価格を上回る価格が定着するのは2013年夏以降である。なお、この年の秋の下落には、ロックアップ期間が影響している可能性がある。

興味深い点は、非常に注目された銘柄で、しかも、いわゆるユニコーンでありながら、初値こそ公開価格を10%ほど上回ったがすぐに落ち着き、初日の安値は公開価格、終値もわずかに公開価格を上回る程度で、翌日には公開価格割れとなっている点である。これは、直前の仮条件引き上げ、売出し株数の追加、といったことが影響していると思われるが、初日終値の公開価格からの乖離率は1%未満であり、その意味では、絶妙なBB仮条件の設定と追加売出しだったと言えるかもしれない。逆に言えば、短期のリターンを求めてBBに参加した投資家にとっては投資妙味のない上場であった。しかし、話題性から考えると、日本の市場であればこのような結果にはならなかった可能性が高く、米国と日本の投資家の行動、市場の成熟度に違いがある可能性をも示唆している。

また、半月で当初の仮条件の下限を下回り、日本で言えば、「想定公開価格の近辺」と思われる水準まで下がっているが、これを、上場前の情報開示の不備、SECの調査によるものと解釈

すれば、FBのケースはIPOディスカウントの根拠を示す例であろう。なお、この情報開示の不備は、FBではなく主幹事証券会社の失態、もしくは「操作」であったとも伝えられているが、いずれにしろ、IPOディスカウントが適用される大きな理由の一つは、情報開示の実績が乏しく、SECが情報開示に関して調査に乗り出すような事態が想定できることであり、IPOディスカウントは、このような「情報開示の不備が原因で株が売られるリスク」に対する値引きの意味も持つ。

前述のように、米国のIPO銘柄は、必ずしもアンダーパフォーマンスではなく、2019年の米国株式市場で、S&P500指数は24%上昇したが、IPO銘柄で構成するルネッサンスIPO ETFの上昇率はそれを上回る34%であり、オーバーパフォーマンスである。これは初値乖離率が日本ほど高くないことも一因となっていると思われる。また、Airbnbは、証券会社を介さず、新株発行も発行しない直接上場を検討しているとのことであり、もし、直接上場を行うなら、その結果は大変興味深い。

仮条件の直前変更の例は日本にもあり、例えば、2016年7月15日に上場したLINE (3938・東証1部)は、「2,700円~3,200円」から「2,900円~3,300円」へと仮条件を変更している。初値と初日終値はそれぞれ4900円、4325円であったが、米国では前日14日に上場しており、初値は42ドル (当時のレートに近い1ドル105円で計算すれば4410円)、終値は41.58ドルであった。米国13日のグレーマーケットでも約3800円の値がつき、約3900円の買い気配も出されていた。すなわち、既に参照価格があったのであるが、日本での初値は更に上がり4900円となった。ロックアップ期間終了を控えた2016年末は4000円前後で推移、2017年2月には3500円前後まで下落、その後回復している。

3.2 メルカリの上場とアンダープライシング、アンダーパフォーマンス

メルカリは2018年5月14日に上場した。公開価格は3000円、初値は5000円、取引初日終値は5300円、上場来高値はほぼ一ヶ月後の6月19日につけた6000円であるが、同年10月末には公開価格3000円を割るようになり、12月以降は公開価格を下回る水準が常態化し、初値の半分の2500円はもちろん、2000円を割ることもしばしばであった。なお、ロックアップ期間は6ヶ月、11月中旬にロックアップが解除されている。メルカリの上場来安値は、終値ベースでは2018年12月26日につけた1720円、ザラ場ではその日につけた1711円である。なお、2020年に入ってから、株価は1800円から2400円ぐらいのレンジで推移しており、2020年2月7日の終値は2338円である。これは、いわゆるアンダーパフォーマンスと言ってよいであろう。

メルカリは、大きな注目を集めたIPO企業であるが、当初から、適正な価格は公開価格より10%から30%低いのではないかと、というアナリストの見解が示されていた。その理由は連結ベースでの赤字と業績悪化懸念である。メルカリの主要事業、国内でのフリーマーケットアプリは急成長しており、大幅な黒字で、しかも、黒字幅の拡大も見込まれていたが、上場申請時点で連結経常利益、当期純利益は二期続けて赤字であり、赤字は更に拡大すると見られていた。米国での事業拡大のための莫大な投資による赤字であったが、米国での事業拡大、あるいは、投資については、成功すればGAFAsのような世界的IT企業への道が開けるであろうが成功の可能性は低い、とする見方が多く、そのリスクを考慮すれば公開価格は高過ぎる、と言われていたのである。

メルカリのIPOには、興味深い点がいくつかある。まず、利益が二期連続赤字で赤字幅が拡

大中の企業の上場であったこと。この点は、赤字企業の想定企業価値の推計はどのように行われるのか、また、行われるべきか、という問題としても興味深い。メルカリの想定企業価値の推計がどのように行われたかは推測するしかないが、国内事業の価値を前述のような方法で評価し、それから連結ベースの赤字要因を加味した下方修正を行った可能性がある。しかし、より注目したいのは、上場から半年後の株価は、初値や初日終値から見れば半分以下であり、上場来安値は約3分の1、下落率約66%であるが、想定公開価格2450円からの乖離は最大でも約30%であり、上場前の企業価値評価との乖離はそれほど大きくないことである。また、現在まで終値が初日終値を下回る営業日が圧倒的に多いが、終値が想定公開価格を下回る営業日は半数以下であり、当然ながら、どの価格を基準に取るかによって、アンダーパフォーマンスの意味が大きく変わることが看取できる。

3.3 HEROZの上場とアンダープライシング、アンダーパフォーマンス

見聞の範囲で最大の初値乖離率は、HEROZが記録した998.8%であり、初値49000円は公開価格4500円の実に10倍以上であった。上場は2018年4月20日であったが、初日、二日目は値がつかず気配値のみが切り上がり、三営業日目の4月24日、49000円で初値がついた。終値は4万2000円、終値ベースの時価総額は1400億円である。この異常にも見える初値と取引の背景には、HEROZの事業内容と上場時期がある。HEROZは将棋AIなどでよく知られたAIベンチャーであり、将棋対戦ゲーム・プラットフォーム「将棋ウォーズ」などの開発を行っているが、これらの開発を通じて培った深層学習など関連技術を応用し、現在はAIによる市場予測などさまざまなサービスを展開している。しかし、この2018年4月は、前年から、連勝記録更新などでメディアに頻繁に取り上げられた藤井聡太六段（当時）が、2月に、中学生での五段昇段・C級1組昇級（いずれも史上初）、第11回朝日杯将棋オープン戦で佐藤天彦名人（当時）、羽生善治竜王（当時）を破って優勝、「五段昇段後全棋士参加棋戦優勝」の昇段規定により六段に昇段、一般棋戦優勝・全棋士参加棋戦優勝・六段昇段の3つの最年少記録を更新、といった活躍により、空前の将棋ブーム、将棋ゲームブームが起こっていた。その中でも「将棋ウォーズ」の評価は高く、2018年6月期の決算が前年比で飛躍的に伸びることは十分予想でき、初値がかなり高騰することも予想できたと思われる。なぜなら、ゲーム関連銘柄で言えば、2005年3月、当時の大ヒットゲーム「ラグナロック・オンライン」を擁していたガンホーは、公開価格120万円の3.5倍に当たる420万円をつけ、その後、一時は公開価格の20倍弱の2310万円まで高騰した例があったからである。

その後のHEROZの株価と業績の推移は、表5、表6のとおりである。なお、HEROZは、東証一部に上場したので公募・売出しは義務ではなかったが、公募を行っている。オーバーアロットメントを含む公開株数は198000株、一方、取引初日の出来高は192200株であり、この公開株数を直接市場で売り出した場合、実際の初値49000円で売却できたとは思えない。初値が公開価格の約11倍という異常なほどに加熱したHEROZですら、出来高が公開株数を下回っており、同様に注目を集め初値乖離率が約67%であったメルカリの初日の出来高も36447300株であり公開株数43554800を大きく下回っているのであるから、IPO企業が初値で株式を売却できたという仮定を置いて、 $(初値 - 公開価格) \times 公開株数$ でIPO企業の機会損失を計算するのは、マーケットインパクトを無視した議論と断じざるを得ない。

なお、FBの初日出来高は580587742株であり公開株数を1億株ほど上回っている。FBの初値

表5 HEROZの株価の推移

日付	始値	高値	安値	終値	出来高	調整後終値*
2018年4月24日	49,000	49,650	42,000	42,000	192,900	10,500
2018年5月8日	24,870	25,090	23,860	23,860	128,600	5,965
2018年10月24日	17,060	17,200	16,500	16,610	26,200	4,153
2018年12月21日	13,110	13,290	12,010	12,850	30,100	3,213
2019年6月12日	16,040	16,070	15,550	15,690	147,500	7,845
2019年6月13日	16,090	19,590	15,920	19,480	1,046,000	9,740
2019年6月12日	16,040	16,070	15,550	15,690	147,500	7,845

表6 HEROZの財務状況推移

決算期	2017年4月期	2018年4月期	2019年4月期
会計方式	—	—	—
決算発表日	—	2018年6月8日	2019年6月12日
決算月数	12か月	12か月	12か月
売上高	877百万円	1,155百万円	1,377百万円
営業利益	88百万円	354百万円	420百万円
経常利益	94百万円	338百万円	415百万円
当期利益	94百万円	247百万円	296百万円
EPS (一株当たり利益)	29.44円	82.08円	43.48円
調整一株当たり利益	28.51円	73.14円	41.04円
BPS (一株当たり純資産)	25.79円	451.38円	283.88円
発行済み株式総数	3,200千株	3,333千株	6,972千株
総資産	363百万円	1,748百万円	2,157百万円
自己資本	74百万円	1,504百万円	1,979百万円
資本金	61百万円	205百万円	294百万円
有利子負債	160百万円	—	—
自己資本比率	20.40%	86.00%	91.70%
ROA (総資産利益率)	22.73%	23.40%	15.16%
ROE (自己資本利益率)	104.44%	31.31%	17.00%
総資産経常利益率	22.73	32.02%	21.25%

乖離率は約10.7%、終値との乖離率はわずか0.1%であり、これらの対比は、IPO企業株の流動性、もしくは品薄感が初値乖離率に強い影響を持つ可能性を示唆している

HEROZの株価は、2週間後の5月8日には初値の半分以下、23000円台まで下落し、ロックアップが終了する半年後には、初値49000円の3分の1以下の15000円前後に下落した。それ故、初値、もしくは、初日の株価から見れば、大幅なアンダーパフォーマンスである。しかし、下落したと言っても公開価格4500円の3.5倍の水準であり、上場来安値ですら公開価格の3倍前後準である。HEROZの初値は2018年6月決算のEPSで計算してもPERは600倍以上、上場直前期のEPSでは1200倍以上という非常に高い水準にあり、この初値からの下落はむしろ自然であった。しかし、この「アンダーパフォーマンス」はあくまで初値、初日終値から見た「株価のアンダーパフォーマンス」であり、HEROZが企業として業績不振となったわけではない。HEROZの業

績は良好であり、2019年4月期の決算は、EPSはブームに沸いた2018年に比べEPSなどは下がったものの、当期純利益等は順調に伸びており、EPSも上場前の2017年4月期より高く、有利子負債も0となっているのであるから、企業としてのパフォーマンスが悪化したとは言い難い。もちろん、初値で買ってしまった投資家にとってはアンダーパフォーマンスであるが、公開価格で買い付けた投資家にとってはもちろん、ロックアップ期間終了後に株式を売却した大口株主にとっても優良な投資であったと言え、このアンダーパフォーマンスとされる株価から見ても、想定公開価格3640円、公開価格4500円は、やや低すぎる印象がある。HEROZの事例は、初値や取引初日の株価を基準とするアンダーパフォーマンスは、企業のパフォーマンスとは別のものであり、その意味を再吟味する必要性を示すものと言えよう。

なお、初値と公開価格の差をIPO企業の機会損失と捉えることは、初値とロックアップ期間終了後の株価との差をロックアップされた株主の機会損失と捉えることと同等である。取引初日に公開分のみならず、VC保有株が売り出された場合、初値は大きく下がるであろうし、また、ロックアップ期間終了後、VCなどが一度に保有株式を売却すれば、株価は大きく下がるであろう。

これら3つのケースと、前節のIPO手続きに関する議論と重ね合わせて考えると、以下のよう
な推論、仮説が導き出される。

- ①想定公開価格、想定企業価値の算定におけるIPOディスカウントにはある程度の根拠があり（FBの事例）、「事業内容に基づく企業価値の期待値」からディスカウントされた想定公開価格を基準とする公開価格は、初値が「企業価値の期待値」に基づいて形成されるならば、アンダープライシングとなる可能性が高い。
- ②日本の初値乖離率は高いが、投資家のセンチメントのみならず、需給面の要因、品薄感が大きく影響している可能性がある。メルカリ、HEROZに限らず、日本では上場後の出来高が公開株数に比べて低く、また、公開株数の比率も米国などに比べて低い。
- ③公開価格に含まれるディスカウントと市場価格が上昇しやすい要因が複合したとすれば、初値や上場直後の株価はIPO企業のvaluationから乖離している可能性が高い。
- ④IPO企業の株価の「アンダーパフォーマンス」は、企業業績、企業のパフォーマンスとは別の現象であり、業績が良好であっても、株価は初値から見て下がることが多い。
- ⑤ロックアップ期間終了に伴う株価下落は広くに観察される。ロックアップ期間終了後に株式を売却するであろうVCなどの株主にとってのリターンは、当然ながらロックアップ期間終了後の株価によって定まるから、ロックアップ期間終了後の株価の期待値がIPO企業のvaluationに影響を与える可能性がある。

これらを踏まえて、最初に上げた3つの論点について、暫定的な答えを与えたい。

1) アンダープライシングにどのような意味があるのか。

初値と公開価格の差に基づく初値乖離率は、公開価格で買い付けた投資家が得ることができた初期収益率であることは自明である。しかし、それ以上の意味を持つかどうかは議論の余地がある。主幹事証券会社によるディスカウントは確かに存在するが、初値に上方向へのマーケットアノマリーがあることも否めず、日本での相対的に高い初値は、後者の寄与の方が大きいと思われる。日本より高い初期収益率が観察される国々、例えば、日本の3倍の初期収益率を示

した中国は、ほぼ間違いなく、投資家側の行動によるものと思われる。

それ故、アンダープライシングのみを以て、上場時のvaluationやその方法の適正性、適切性を判断することはできない。また、初値と公開価格の差をIPO企業の機会損失と捉えるのは、IPO企業が公開株数の株式を初値で売却できた場合の試算であり、少なくとも日本では、実際の公開株数・出来高から見て、非現実的である。

2) アンダーパフォーマンスにどのような意味があるのか。

初値、もしくは初日終値、あるいは最初の取引から数営業日の株価からの下落は、株価のアンダーパフォーマンスであり、具体的には、その時期に購入した投資家にとっての損失となりうるが、それ以上の意味があるかどうかは、アンダープライシングや初値が初期収益率以外の意味を持つかどうかに関連しており、不明である。明白なことは、IPO企業の上場後の業績とは次元が異なるものであることであり、IPO企業の企業業績と株価の関係、IPO企業の上場後の企業業績の傾向を別途分析すべきである。また、初値などから見たアンダーパフォーマンスは、上場時のvaluationとは全く別の問題であり、投資対象としてのアンダーパフォーマンスは市場インデクスなどをベンチマークとすべきだが、valuationという観点からすれば、条件に近い企業グループとの比較も有用であろう。例えば、純資産や利益の条件なしに上場できるマザーズなどに上場した企業は、上場時点で赤字の企業も含まれており、同様な赤字を抱えた類似企業があれば、そちらと比較することも有用であると思われる。

また、ロックアップ終了前後に株価が下落することも広く観察されるアノマリーならば、そのアノマリーの影響がなくなった後のIPO企業株のパフォーマンスがアンダーパフォーマンスであるかどうか、valuationの観点からすれば、検証すべき課題である。

3) 上場時のvaluationが適正であったかどうか、はどのように判断されるべきか。

アンダープライシングがIPO企業の機会損失であるとする考え方は、上場時のvaluationが適正ではなく低すぎるとする考え方、とも言える。しかし、これまで見たように初値にはアノマリーがあり、これを以てvaluationが適正ではなかったと判断することはできない。ただし、妥当な範囲のIPOディスカウントに加えて、主幹事証券会社がある程度のアンダープライシングとなることを意図してBB仮条件を決定するインセンティブが存在すると思われる。それ故、低すぎるvaluationが常態化している可能性は否定できない。また、日本では、主幹事証券会社とロードショーに参加する機関投資家の関係も強いことが多いので、より安く買いたい、という機関投資家の意向が反映される可能性もまた否定できない。金子(2019)は、この点に関するおそらく日本で最初の本格的な研究であり、高く評価されねばならないが、これ以外にも様々な可能性があり、現時点で結論づけることは困難である。

上場時のvaluationに関する適切な判断基準を導き出すのは、今後の理論的・実証的課題であるが、強いて言えば、想定公開価格、もしくは引受価額とロックアップ期間終了後の株価との比較も行うべきである、と考える。なぜなら、その時点では、ロックアップされていた株主も売却を始めていると考えられ、需給面の制約が緩んだ後の株価と考えられるからである。

もちろん、以上に述べたことは、わずか3つの、しかも、ある意味で特徴的なケースに基づく分析であり、より包括的な検証・研究が必要であることは言うまでもない。

4. IPO price as just 'Price' と今後の研究課題

IPO price (公開価格) は、少なくともIPO企業のvaluationではなく、valuationとは別の性質を持つ一つの価格であることを、本論文で取り上げた様々な制度と3つのケースは示唆している。アンダープライシング、アンダーパフォーマンスの基準価格となっている初値は、投資家のセンチメントや需給要因の影響の下で形成される市場価格であって、それには明白なアンマリーが存在する。初値が公開価格の約11倍となり、2週間後にはその株価が特に理由もなく半分以下になったHEROZは極端な例であるが、初値が異常に高い場合は下落も早い、という経験則はよく知られている。

このようなアンマリーの存在が明白な初値を基準にアンダープライシング、アンダーパフォーマンスを定義すること自体に議論の余地はあるが、valuationと深く関連する「アンダープライシングによる機会損失」については、再度、述べておきたい。

前述のように、初値と公開価格の差をIPO企業の機会損失と捉えることには疑義がある。そもそも、IPO企業が手にするのは、公開価格ではなく引受価額に基づく金額であり、その引受条件は上場申請前に主幹事証券とIPO企業の間で合意される。この引受契約における交渉ゲームや交渉力の問題は、金子(2019)が指摘するように重要な問題であり、興味深い。この機会損失という議論の本質的な弱点は、「IPO企業が初値で資金調達を行えた」、すなわち、公開株数を初値で売却できた、という仮定である。3節で見たように、日本では、初日出来高が公開株数を下回ることが殆んどであり、そのような需給の下で成立した初値と、例えば、直接上場によって公開株数を一挙に売却した場合の市場価格は大きく異なるであろう。もちろん、遥かに低くなる可能性の方が高い。金子(2019)が指摘しているように、「いきなり公開に踏み切れば、投資家の買いが一時的に表れて急騰するか、既存株主の売りが一時的に表れて急落する」であろうが、機関投資家の購入意思確認などを事前に行わず大量に売れば、後者となる可能性が高いからである。また、前述のように、主幹事証券会社が、公開価格を「初値の期待値」に設定するとは考えられない。

しかし、アンダープライシングには「正当化できる部分」と「正当化できない、もしくは解消することが望ましい部分」があるとする金子(2019)の見解には賛同する。FBの事例で見たように、IPOディスカウントには根拠があるが、想定企業価値の算定、BB仮条件や公開価格の設定には議論の余地がある。同時に、上場直後の需給がタイトであることやIPO株を好んで売買する投資家の投機的行動はよく知られており、アンダープライシングの原因は、公開価格・初値の双方、前述の2つのフェイズの双方にあると思われる。

アンダーパフォーマンスに関しても、初値を基準値に取るならば、初値とIPO企業側の双方に原因があり、ロックアップのような制度的要因がそれに加わっている。

こういったアンダープライシング・アンダーパフォーマンスの存在と、それらに対する様々な時として相互に矛盾する解釈が、IPO企業の上場時のvaluationとそれに対する評価・判断を見えにくくし、やや混乱した状況をもたらしていることは否めず、問題の整理が必要である。

そのためには、まず、value, あるいは、valuationと、priceの峻別が必要である。公開価格も初値も、just 'Price' であり、少なくとも、IPO企業の事業・業績を評価したvaluationとは異なるものを多く含んでいる。このことを踏まえた上で、アンダープライシングについて触れたいくつかの論点に対応すること、すなわち、上場の意思決定を行う際のIPO企業と主幹事証券

会社の交渉ゲームモデル, 主幹事証券会社がある程度のアンダープライシングを意図して行動しIPO企業もそれを許容することを含意する合理的な行動モデル, 目的も情報へのアクセスも異なる複数のタイプの投資家による市場モデルの可能性の検討・開発, 及び, それらのモデルから導かれる仮説の実証研究が, そのような整理のために有用かつ必要であり, 今後の研究課題である.

参 考 文 献

- 岩井浩一 (2010) 「新興市場と新規株式公開を巡る論点整理 -内外既存研究のレビューと制度設計への示唆」, 金融庁金融研究研修センター「FSA リサーチレビュー」第6号, 金融庁.
- 岡村秀夫 (2013) 「IPOにおける価格形成」, 証券経営研究会編「資本市場の変貌と証券ビジネス」第4章, 日本証券経済研究所.
- 金子 隆 (2019) 「IPOの経済分析 過小値付けの謎を解く」東洋経済新報社.
- 忽那憲治 (2008) 「IPO市場の価格形成」中央経済社.
- 忽那憲治 (2001) 「店頭市場改革と新規公開引受業務—入札方式とブックビルディング方式の新規公開コスト比較—」日本証券経済研究所・証券経営研究会編『証券会社の組織と戦略』日本証券経済研究所, 2001年2月, pp.267-291.
- 辰巳憲一・桂山靖代 (2004) 「IPO初値乖離率の月効果とジャスダック市場のアノマリー分析」学習大学経済論集第41巻 第3号, 学習院大学.
- Loughran T., Ritter J. R., Rydqvist K. (2018), 'Initial Public Offerings: International Insights-Websites', <https://site.warrington.ufl.edu/ritter/files/2018/01/Int.pdf>
- Stammers, Robert (2011) 'What Does an IPO Price Mean?', *Frobes*, <https://www.forbes.com/sites/cfaainstitute/2011/09/16/what-does-an-IPO-price-mean/#58c1200382c7>

[いのうえ とおる 横浜国立大学大学院国際社会科学研究院教授]

[2020年2月14日受理]